



Investment Views

2. Quartal 2017



Investment Views

2. Quartal 2017

Einleitung

Was Trump von der Börse noch lernen kann

Liebe Leserin, lieber Leser

Börsenprofis und Manager kennen das Spiel: Wenn Unternehmen ihre Geschäftszahlen publizieren, möchten sie in einem möglichst guten Licht stehen. Dementsprechend gilt es, die Erwartungen der Analysten mit einem höheren Gewinn und Umsatz zu übertreffen. Das Unternehmensmanagement und seine Investor-Relations-Abteilung haben demnach zwar Interesse an realistischen, aber eben auch nicht zu hohen Erwartungen. Den meisten gelingt dies in der Regel ganz gut. In den USA beispielsweise übertreffen rund drei Viertel der Unternehmen die Analystenvorgaben.

Der neue US-Präsident hingegen beteiligt sich an diesem Spiel nicht. Donald Trump spielt nach anderen – nämlich seinen eigenen – Regeln. Er versucht erst gar nicht, die Erwartungen tief zu halten, um mit dem Erreichten positiv zu überraschen. Ganz im Gegenteil: Er macht überhaupt keinen Hehl daraus, was er von sich selbst verlangt, und schürt die Erwartungen in ihn, indem er vollmundige Ankündigungen macht – ganz so, als stünde er noch mitten im Wahlkampf. So will Trump nicht nur der «grösste Arbeitsplatzbeschaffer, den Gott je erschaffen hat», sein, sondern auch eine «phänomenale Steuerreform» ausarbeiten.

Mit den knapp zweistelligen Kursgewinnen im US-Markt hat sich zumindest an den Börsen ebenfalls eine gewisse Erwartungshaltung gebildet.

Nach kurzem Zögern setzen die Marktteilnehmer auf positive wirtschaftspolitische Impulse. Die Gefahr einer protektionistisch geprägten Politik, etwa mit einer Besteuerung von Importen oder einem Währungs- und Handelskrieg, sehen die Börsianer nicht.

Gut zwei Monate nach seinem Amtsantritt scheint Trump voll in seinem Amt angekommen zu sein. Dementsprechend mühsam gestaltet sich nun die politische Arbeit für ihn. Dazu gehört, die eigene Partei von den Vorhaben zu überzeugen ebenso wie sich mit dem System der Gewaltenteilung («checks and balances») zu arrangieren.

Angesichts der nun anstehenden, mühevollen politischen Tagesarbeit könnte Trump wohl noch bereuen, dass er es nicht der Börse gleichtut und versucht, das positive Überraschungsmoment zu nutzen.



A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'B. Hartmann'.

Bernd Hartmann
Leiter Group Investment Research

Aktuelle Markteinschätzung

Folgende Tabelle fasst die Einschätzung der VP Bank aller Anlageklassen unseres Anlageuniversums zusammen. Die Trendpfeile widerspiegeln die Erwartungen unserer Anlagestrategen und beziehen sich auf die kommenden drei bis sechs Monate.

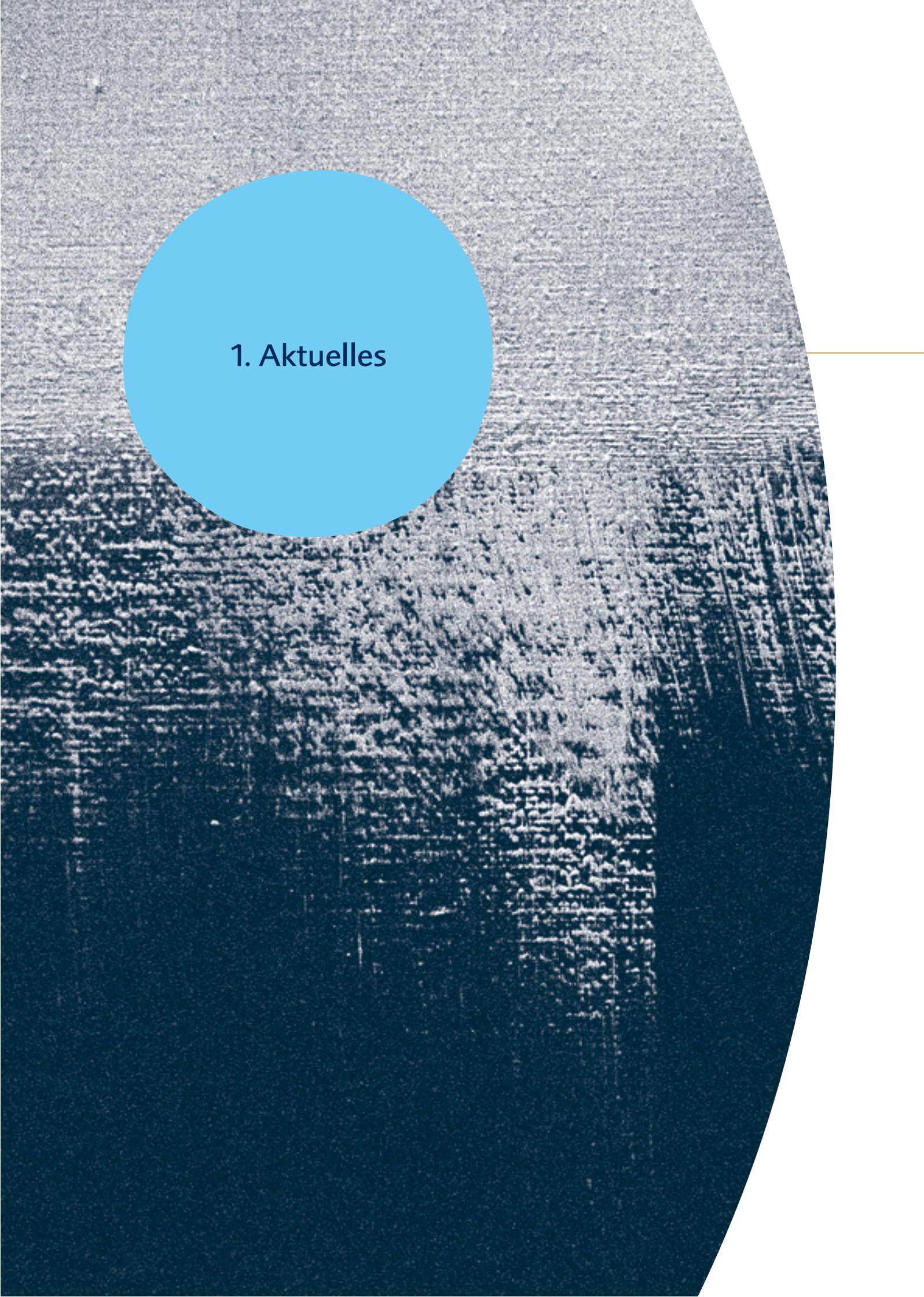
Geldmarkt und Währungen (von Seite 10 bis 13)				
Währungen	Kurs per 21.03.2017	Februar 2017	April 2017	
EUR/USD	1.080	↘	↘	
EUR/CHF	1.075	↘	↘	
USD/CHF	0.995	→	→	
GBP/CHF	1.236	→	→	
USD/JPY	112.69	↗	↗	
AUD/USD	0.772	→	→	
USD/SGD	1.399	↗	↗	
USD/RUB	57.102	→	→	
Leitzinsen				
Schweiz	-0.75 %	→	→	
Europa EWU)	0.00 %	→	→	
USA	1.00 %	↗	↗	

Anleihen/Renditeentwicklung (von Seite 14 bis 17)			
Invest. Grade Staatsanleihen			
Schweiz		→	→
Europa		→	→
USA		→	→
Invest. Grade Unternehmensanleihen			
Schweiz		→	→
Europa		→	→
USA		→	→

Anleihen/Total Return (von Seite 14 bis 17)		
Hochverzinsliche Anleihen	Februar 2017	April 2017
High Yield	↘	↘
Anleihen Schwellenländer		
Hartwährungsanleihen	→	→
Lokalwährungsanleihen	→	→

Aktien (von Seite 18 bis 21)		
Schweiz	→	→
Europa	→	→
Nordamerika	→	→
Pazifik	→	→
Schwellenländer	→	→

Alternative Anlagen (von Seite 22 bis 25)		
Rohstoffe	→	→
Rohöl	→	→
Gold	→	→
Immobilienaktien	→	→
Private Equity	→	→
Wandelanleihen	→	→
Hedge Fonds	→	→

An aerial photograph of a forest, showing a dense canopy of trees. The image is partially obscured by a large, solid blue circle in the upper left quadrant. The text '1. Aktuelles' is centered within this circle.

1. Aktuelles



Thema des Monats | Bernd Hartmann

Notwendiges Spiel mit dem Feuer

Vor zehn Jahren erreichten uns die ersten Vorboten der Finanzkrise. Schnell weiteten sich die Ereignisse zur grössten Weltwirtschaftskrise der jüngeren Geschichte aus. Seither wurde die Regulierung der Banken beispiellos verstärkt. Der neue US-Präsident will nun genau diese Massnahmen zurücknehmen. Doch was ist davon zu halten? Wird dadurch die Stabilität des Finanzsystems gefährdet, oder ist die Regulierungsflut bereits über das Ziel hinausgeschossen?

Zuerst zu wenig ...

Auch wenn die Finanzkrise ihren Ursprung in den USA hatte, war es am 7. Februar 2007 die britische Bank HSBC, welche mit einem Milliarden-Abschreiber auf US-Immobilienpapiere aufhorchen liess. Doch die Finanzwelt konnte damals diese Anzeichen (noch) nicht richtig einordnen. Was danach kam, ist heute Geschichte. Was zunächst als ein Problem einer einzelnen Bank erachtet wurde, weitete sich schnell von einer US-Immobilien- über eine Banken- bis hin zur grössten Weltwirtschaftskrise seit den 30er-Jahren aus. Im Jahr 2009 ging die Finanzkrise nahtlos in die europäische Schuldenkrise über.

Neben der Bewältigung der Krise lautete nach deren Ausbruch das oberste Credo der Politik, das fragile Finanzsystem mit allen Mitteln zu stabilisieren. Schnell wurde in der Deregulierung der Banken der 1990er-Jahre ein (Mit-) Schuldiger gefunden. Seither wurden global eine Vielzahl neuer Regelungen und Bestimmungen eingeführt mit dem Ziel, Banken stärker zu regulieren und Konsumenten besser zu schützen. Federführend für die internationale Koordination agierte die neu geschaffene G20, eine Erweiterung der früheren G7 um wichtige Industrie- und Schwellenländer. Die Europäische Union setzte eine Expertenkommission ein, deren Empfehlungen zu einer neuen Architektur der Finanzmarktaufsicht geführt haben. Gleichzeitig wurde eine Vielzahl von neuen Gesetzen und Verordnungen erlassen, über die nun gesamteuropäische Aufsichtsagenturen anstatt nur nationale Behörden wachen. Kernstück der neu geschaffenen US-amerikanischen Regulierung ist der Dodd-Frank-Act: Dieser gilt als Antwort auf die Exzesse an der

Wall Street. Der Öffentlichkeit ist primär die Volcker-Regel bekannt, welche nach dem ehemaligen US-Notenbankchef Paul Volcker benannt wurde und den Eigenhandel der Banken unterbindet. Dabei handelt es sich um ein äusserst umfassendes und komplexes Gesetzeswerk, das 849 Seiten umfasst und sieben Jahre nach dessen Unterzeichnung immer noch nicht komplett umgesetzt ist.

... und jetzt zu viel?

Nun, ziemlich genau zehn Jahre seit den ersten Anzeichen der Finanzkrise, hat der neue US-Präsident Donald Trump per Dekret eine Prüfung der gegenwärtigen Regulierung angeordnet. Besonders der unter Obama eingeführte Dodd-Frank-Act ist Trump und seinem Finanzminister, Steven Mnuchin – einem ehemaligen Wall-Street-Banker –, offenbar ein Dorn im Auge.

Noch ist unklar, welche Motivation Trump und seine Berater verfolgen und wie weit die Deregulierungsbestrebungen gehen sollen. Trump verdächtigt den Dodd-Frank-Act, die Kreditvergabe der Banken zu bremsen. Banken spielen durch die Kreditvergabe eine zentrale Rolle in der Realwirtschaft. Werden keine Kredite vergeben, drosselt dies Investitionen und somit auch das Wirtschaftswachstum. Welchen Einfluss die Gesetzesverschärfung auf die Kreditvergabe hat und welche Einbussen im Sinne eines stabileren Finanzsystems vertretbar erscheinen, ist Bestandteil kontroverser Diskussionen und muss nun vom neuen US-Finanzminister Mnuchin beurteilt werden.

Viele Beobachter orten jedenfalls in der Ankündigung einen Angriff auf die Stabilität des Finanzsystems und befürchten eine Abkehr vom globalen Schulterchluss. Anstatt eine internationale Abstimmung durchzuführen, würden einzelne Länder versuchen, mit lockereren Gesetzen einen Wettbewerbsvorteil für ihre Banken herauszuschlagen, so die Befürchtungen. Immerhin hat Mnuchin anlässlich des G20-Gipfels im März 2017 angekündigt, an dem Regelwerk Basel III festzuhalten. Mit seinen Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften gilt der Basler Akkord als Kernstück der Bankenregulierung.

Berechtigter Tabubruch?

Wie bei vielen anderen Themen, die Donald Trump aufgreift, handelt es sich hier um ein Tabuthema (zumindest seit der Finanzkrise). Zwar hat sich dank der neuen Regeln die Stabilität des Finanzsystems erhöht, nach Jahren verschärfter Regulierung muss ein kritisches Hinterfragen aber dennoch erlaubt sein. So könnten beispielsweise im Rahmen einer Revision, wie sie im Geschäftsleben gang und gäbe ist, die Effektivität und die Angemessenheit der initiierten Gesetzesmassnahmen überprüft werden. Dabei gilt es zu hinterfragen, ob die getroffenen Massnahmen auch (noch) darauf abzielen, die Stabilität des Finanzsystems zu erhöhen. Doch nicht nur die Regeln, sondern auch das Aufsichtssystem sollte beleuchtet werden. Ein kritisches Analysieren führt nicht zwingend zu einer Deregulierung. Im Gegenteil: Es kann sogar sein und zum Schliessen bestehender Lücken führen. Eine Regulierung sollte aber keinen Selbstzweck verfolgen, sondern der Gesellschaft und Wirtschaft dienen. Dementsprechend sollten überflüssige Regeln oder Bestimmungen, deren Nutzen in einem Missverhältnis zu ihrem Aufwand stehen, angepasst werden.

Das richtige Mass an Regulierung dürfte es dabei wohl nicht geben: Einerseits behindert zu viel Regulierung die freie Marktwirtschaft und führt zu unnötigen Kosten. Andererseits führt zu wenig Regulierung zu Krisen, welche auch in der Realwirtschaft mit immensen Schäden verbunden sind. Neben der Erhöhung der Finanzmarktstabilität stellt der Konsumenten- und Anlegerschutz die zweite Stossrichtung dar. Auch hier sollte die Effizienz der ergriffenen Massnahmen kritisch hinterfragt werden. Beispielsweise verursachen die geschaffenen Transparenz- und Aufklärungsvorschriften enorme Kosten und sind im Gespräch zwischen Kunde und Bank zeitlich sehr aufwendig. Viele Institute schränken deshalb aus wirtschaftlichen Gründen ihre Angebotspalette ein. Während wohlhabenden und institutionellen Kunden weiterhin die volle Produktpalette offensteht, stehen Kleinkunden nur mehr wenige Anlageslösungen zur Verfügung. Dabei sind es oftmals die komple-

xen und erklärungsbedürftigen Lösungen, welche aus Renditesicht lukrativ sind. Sicherlich schützt der Regulator durch seinen Markteingriff auf der einen Seite viele Anleger vor dubiosen Anlagen, doch auf der anderen Seite setzt der Staat auch indirekt einen Anreiz, der die Schere zwischen Arm und Reich grösser macht.

Gefährliche Alleingänge

Bei der Bekämpfung der Finanzkrise tat die internationale Staatengemeinschaft gut daran, eng zusammenzuarbeiten. Das globale Finanzsystem konnte wohl nur durch die enge internationale Zusammenarbeit widerstandsfähiger gemacht werden. Umso gefährlicher wäre nun ein Rückfall in ehemalige Kleinstaaterei. Anstelle eines Alleingangs sollten die US-Amerikaner deshalb ihre internationalen Partner von der Notwendigkeit einer Überprüfung überzeugen, und die Europäer sollten sich aktiv daran beteiligen. Die Verhandlungspartner dürften dabei nicht so weit auseinanderliegen. Denn auch Trump ist nicht bereit, Banken in Schieflage mit Staatsgeldern zu unterstützen, was in der Folge wiederum eine qualitativ starke Regulierung erfordert.

Die Europäer wie auch die Asiaten haben noch eine weitere Motivation, die Diskussion international zu führen. US-amerikanische Banken hätten aufgrund der geringeren regulatorischen Last einen Vorteil gegenüber ihren ausländischen Mitbewerbern.

Fazit

Auch wenn Trump für sein Vorhaben viel Kritik geerntet hat und wir nicht genau wissen, welche Motivation er verfolgt, ist eine kritische Überprüfung der geschaffenen Regularien grundsätzlich zu befürworten. Auch wenn es schwierig erscheint: Diese Diskussion muss international koordiniert geführt werden, denn das Finanzsystem ist längst global. Angesichts der Bedeutung sollte es jedoch auch rote Linien geben: Abstriche zulasten des Finanzsystems mögen zwar für ein einzelnes Land verführerisch wirken, gehen aber auf Kosten des Gesamtsystems.



Wirtschaftlicher Ausblick | Dr. Thomas Gitzel

Der politische Paradigmenwechsel

In den kommenden Monaten werden die Temperaturen wieder höheren Gefilden entgegenstreben. Mit dem Einzug des Frühlings wird es politisch ebenfalls hitziger: Donald Trump wird in den kommenden Monaten seine bislang noch undurchsichtige politische Agenda konkretisieren. Auf dem europäischen Kontinent richten sich derweil die Blicke auf die französische Präsidentschaftswahl. Mit Emmanuel Macron und Marine Le Pen gehören erstmals zwei Kandidaten ausserhalb des politischen Establishments zu den Favoriten. Für die «Grande Nation» steht also so oder so ein politischer Paradigmenwechsel bevor.

Rätselraten um die Wirtschaftspolitik von Donald Trump

Hinsichtlich des wirtschaftspolitischen Kurses von Donald Trump stand bislang lediglich fest, dass nichts feststand. Der US-Präsident hat in den letzten Wochen Bekanntheit mit den Mühen des politischen Tagesgeschäfts gemacht. Die Realität sieht wie folgt aus: Die Schuldenobergrenze, eine nachhaltige Haushaltspolitik und eine liberal-freiheitliche Handelspolitik müssen bei der Ausarbeitung von Gesetzen berücksichtigt werden. Eine rasche Verabschiedung steuerlicher Entlastungen ist vor diesem Hintergrund unwahrscheinlich geworden. Über die Kernpunkte der aktuellen Steuerpläne wird hinter den Kulissen heftig diskutiert. Die Entlastung der Steuerzahler wird somit wohl später erreicht als erhofft. US-Regierungsvertreter haben auch ihre aggressive Rhetorik in Sachen Protektionismus zuletzt merklich entschärft.

Vorwürfe an China, «Grossmeister der Währungsmanipulation» zu sein, wurden nicht wiederholt. Zudem versuchte man, Befürchtungen, dass die US-Regierung auf einen Handelskrieg zusteure, abzuschwächen. Auch wenn Trump an den Kernpunkten der Devise «America first» festhält, scheint er doch vorsichtiger vorzugehen, als man bisher vermutete. Die Verabschiedung der viel beachteten «border adjustment tax» (BAT), wonach einerseits Importe besteuert und andererseits Exporterlöse nicht besteuert würden, bleibt somit fraglich. In den kommenden Monaten wird es daher wohl in den USA zu manch heftiger politi-

scher Diskussion kommen, die auch an den Finanzmärkten zu Verunsicherung führen könnte.

Frankreich vor dem Urnengang

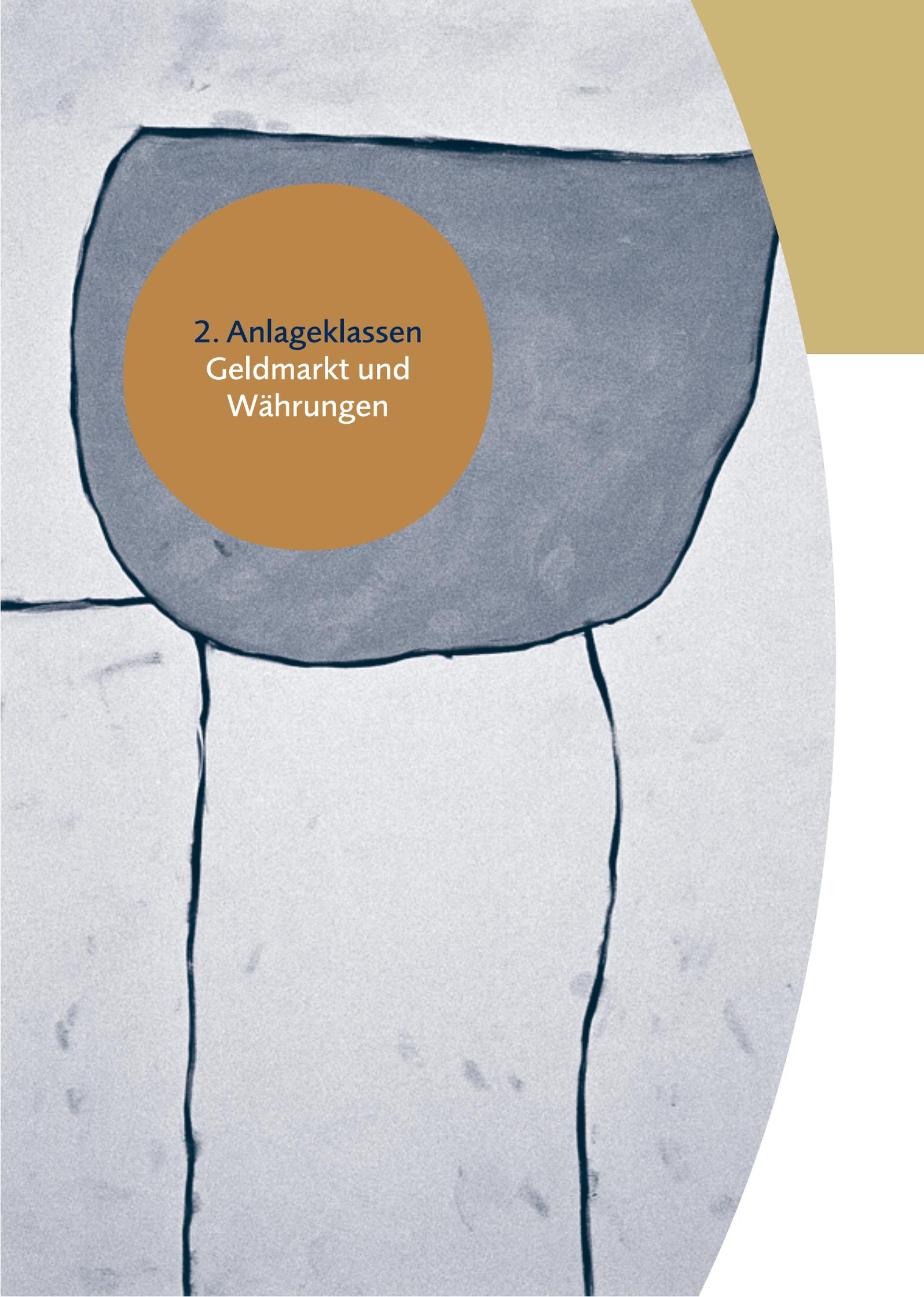
In Frankreich sind die etablierten Parteien mit ihren Kandidaten ins Hintertreffen geraten. Umfragen deuten bislang darauf hin, dass es zu einem Kopf-an-Kopf-Rennen zwischen der rechtspopulistischen Marine Le Pen und dem unabhängigen Kandidaten Emmanuel Macron kommen wird. Letzterer dürfte sich aber bei den Stichwahlen am 7. Mai 2017 durchsetzen. Damit wird in Frankreich ein neuer Politikstil Einzug halten. Da Macron unabhängig von etablierten politischen Bündnissen agieren kann, darf tatsächlich auf Reformen gehofft werden. Was bereits in Spanien zu einem Erfolg geführt hat, will Macron nun auch in Frankreich an den Start bringen: Die grossen nationalen Arbeitskämpfe will er beenden, und Löhne sollen künftig wenigstens auf Branchen-, noch besser auf Betriebsebene, ausgehandelt werden. Die wirtschaftsliberale Gesetzgebung soll gleichzeitig durch eine Ausweitung sozialpolitischer Forderungen flankiert werden. Möglicherweise kann Macron mit dieser Politik tatsächlich der streikfreudigen französischen Bevölkerung einen neuen wirtschaftspolitischen Kurs schmackhaft machen.

Tief greifende Veränderungen stehen an

Ohne pathetisch klingen zu wollen, die kommenden Monate werden zu tiefgreifenden Veränderungen führen. Eine reformierte wirtschaftspolitische Marschrichtung in den USA und ein politischer Paradigmenwechsel in Frankreich werden an den Finanzmärkten Widerhall finden. Für den europäischen Börsenmarkt wäre eine wiedererstarkte französische Wirtschaft langfristig vorteilhaft. Kurzfristig überwiegen jedoch Unsicherheitsfaktoren – davon könnte wiederum der USD profitieren. Auch der Kapitalzufluss in die Schweiz wird den Aufwertungsdruck auf den CHF gegenüber dem EUR hochhalten.

Kompakt

- In den USA bringt Donald Trump neue Wirtschaftsgesetze an den Start.
- In Frankreich könnte es zu einem politischen Paradigmenwechsel kommen.
- Es stehen also tief greifende Veränderungen an, die auch an den Finanzmärkten Widerhall finden werden.



2. Anlageklassen
Geldmarkt und
Währungen

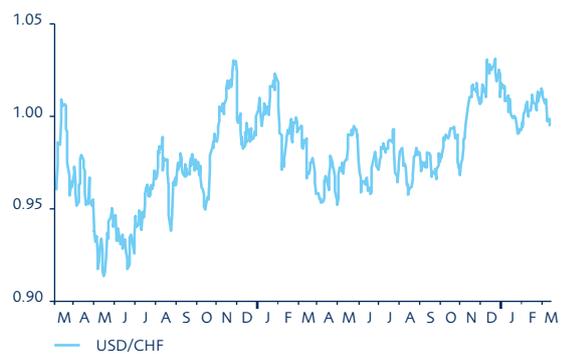
Geldmarkt und Währungen

Märkte im Überblick

EUR/CHF und EUR/USD: Kursentwicklung seit März 2015



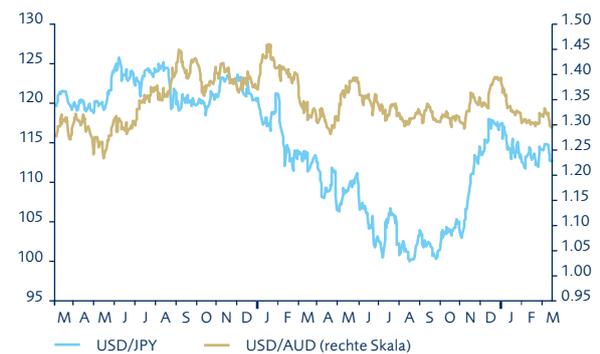
USD/CHF: Kursentwicklung seit März 2015



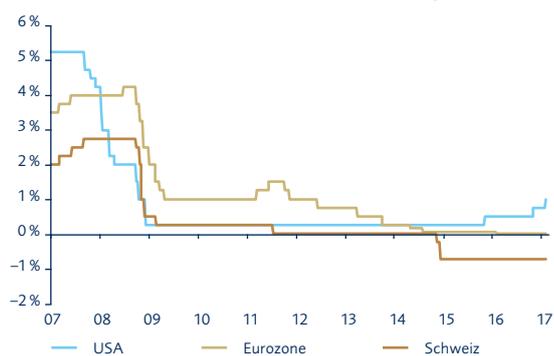
GBP/CHF und GBP/USD: Kursentwicklung seit März 2015



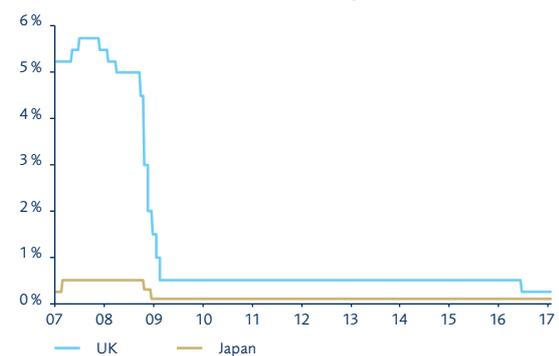
USD/JPY und USD/AUD: Kursentwicklung seit März 2015



Leitzinsen Schweiz, Eurozone, USA: Zinsentwicklung seit Januar 2007



Leitzinsen UK und Japan: Zinsentwicklung seit Januar 2007



Markteinschätzung

US-Notenbank bleibt vorsichtig

Noch zu Jahresbeginn 2017 zeigte sich die US-Notenbank (Fed) hinsichtlich weiterer Zinserhöhungen zurückhaltend; im März jedoch änderte sich der Tonfall. Die merklich höheren Teuerungsdaten und die fast schon erdrückend guten Konjunkturdaten liessen der sehr vorsichtig agierenden Fed-Präsidentin Janet Yellen keine andere Wahl: Die Währungshüter in Washington mussten im März an der Zinsschraube drehen. An den Finanzmärkten fiel die Reaktion allerdings anders aus, als es in Anbetracht des früher als ursprünglich angenommenen Zinsschrittes zu vermuten war. Der USD gab gegenüber den Hauptwährungen nach, und auch langlaufende US-Renditen zeigten keine Anzeichen dafür, in neue Höhen vorzustossen. Kurstreibend ist weniger, wann die Fed die geldpolitischen Zügel strafft, als vielmehr, wie oft sie in der Zukunft an der Zinsschraube dreht. An den Erwartungen hat sich weder innerhalb der Fed noch an den Geldmärkten grundlegend etwas geändert, was dann auch die verhaltene Marktreaktion erklärt:

- US-Notenbankchefin Yellen machte wiederholt deutlich, dass Zinserhöhungen nicht als Hinweis auf einen grundsätzlich schnelleren Zinszyklus missverstanden werden dürfen.
- Obwohl die Terminkontrakte für kurzfristige USD-Gelder weiterhin noch eine Zinserhöhung im laufenden Jahr signalisieren, scheinen uns zwei weitere Zinserhöhungen bis zum Jahresende nach wie vor das wahrscheinlichste Szenario zu sein.

Gleichwohl ist uns bewusst, dass weitere Aktionen der Fed – wie bereits schon bei den vergangenen Zinserhöhungen unter Yellen – vermutlich alles andere als ein Selbstläufer sein werden. In den kommenden Wochen sind einige Hürden zu nehmen.

Temporäre Stimmungseintrübung voraus

Die bislang vorliegenden Daten lassen auf eine Wachstumsverlangsamung im ersten Quartal 2017 schliessen. Unter anderem gaben die realen Konsumausgaben im

Januar 2017 unerwartet deutlich gegenüber dem Dezember 2016 nach. Auch die Autoverkaufszahlen sind gegenüber den satten Zuwachsraten zum Jahresende 2016 auf dem Rückzugskurs. Die regionale Notenbank von Atlanta berechnet auf Basis der monatlich verfügbaren Daten eine Art Echtzeit-Wachstumsrate. Letztere lag für das erste Quartal Anfang Februar 2017 noch bei 0.8 % und wurde nun auf 0.2 % zurückgestutzt. Darüber hinaus dürfte sich in den kommenden Monaten auch die bisher überaus gute Stimmung im verarbeitenden US-Gewerbe eintrüben. Steigende Löhne, deutlich anziehende Produzentenpreise, ein starker USD und höhere Zinsen versalzen vielen Unternehmen die Suppe. Zu bedenken sei auch, dass die Teuerungsdaten ihr kurzfristiges Hoch nun hinter sich haben. Auf kurze Sicht dürften die US-Inflationsraten wieder etwas geringer ausfallen. Kurzum: Für die Fed wird das Umfeld in den Frühjahrs- und Sommermonaten schwieriger. Der ohnehin vorsichtig agierende Offenmarktausschuss könnte eine fortgesetzte Straffung der Geldpolitik weiter in die Zukunft verschieben.

Zwei weitere Zinsschritte sind realistisch

Trotz der zu erwartenden Wachstumsabschwächung in den Frühjahrsmonaten bleibt der zugrunde liegende positive Konjunkturtrend intakt. Hierzu werden auch die von Donald Trump geplante Reduktion des Unternehmenssteuersatzes und die anvisierten Infrastrukturprojekte beitragen. Zu bedenken sei auch: Zwar durchlaufen die Inflationsraten derzeit ihren vorübergehenden Hochpunkt, doch die Teuerungsrate bleibt unter Herausrechnung der volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise mit 2.3 % relativ hoch. Daran dürfte sich grundlegend kaum etwas ändern. Mit einer Arbeitslosenquote von 4.7 % kann man in Bezug auf die USA von einer Vollbeschäftigung ausgehen. Nimmt der Lohndruck in den kommenden Quartalen weiter zu, wird auch die Kerninflationsrate in luftigen Höhen bleiben. Alleine in Anbetracht dessen haben die Währungshüter Grund genug, weitere Zinserhöhungen umzusetzen.

Blick auf den USD

Wenngleich die zu erwartende moderate Wachstumsabkühlung und ein etwaiger erneuter Zickzackkurs der Fed nicht für eine USD-Stärke sprechen, gibt es anderweitige Gründe für einen festeren Greenback:

- Donald Trump widmet sich derzeit weiteren Konjunkturmassnahmen. Unter anderem kündigte er für die kommenden Wochen einen «phänomenalen» Steuerplan an. Darüber hinaus hat der US-Präsident eine Liste mit 50 Bauprojekten ausarbeiten lassen. Alleine die zehn grössten Investitionsvorhaben haben ein Investitionsvolumen von USD 137 Mrd. und sollen beschleunigt realisiert werden. Vor allem der Bau von Eisenbahn-Hochgeschwindigkeitsstrecken und Highways steht im Fokus. Auch aufkeimende Konjunkturoffnungen könnten in den kommenden Wochen zu einer erneuten USD-Stärke führen.
- Die näher rückende Präsidentschaftswahl in Frankreich macht die Anleger nervös. Schliesslich hätte es weitreichende Folgen über Frankreich hinaus, wenn Marine Le Pen, Vorsitzende des Front National, die nächste französische Präsidentin sein würde. Le Pen will Frankreich aus der EU führen, was wohl den Anfang vom Ende der Währungsunion einleiten würde. Beim ersten Wahlgang (23. April 2017) wird Le Pen Umfragen zufolge gewinnen, die absolute Mehrheit jedoch verfehlen, was zu einer Stichwahl am 7. Mai 2017 führen wird. Beim zweiten Wahlgang würde sie aber dem gegenwärtigen Meinungsforschungstrend zufolge als Verliererin aus dem Rennen gehen. Allerdings haben das EU-Referendum in Grossbritannien und die Präsidentschaftswahl in den USA gezeigt, dass Umfragen ein falsches Bild zeichnen können. An den Währungsmärkten wird man deshalb bis zum 7. Mai 2017 kaum mit einer EUR-Aufwertung rechnen.

Es sprechen also einige gewichtige Punkte für eine weitere USD-Stärke in den kommenden Wochen.

Allerdings ist nicht ausgeschlossen, dass die derzeitige Konsolidierungsphase gegenüber dem EUR auch noch etwas längere Zeit anhält.

Fazit

Die guten Konjunkturdaten sollten nicht darüber hinwegtäuschen, dass die amerikanische Wirtschaft im ersten Quartal lediglich um 0.2% zulegen wird. Die Wachstumsrate fällt unter die Rubrik «dürftig», von stürmischem Wachstum kann jedenfalls keine Rede sein. Für die kommenden Monate könnten auch wichtige Konjunkturfrühindikatoren etwas nachgeben. Weitere Zinserhöhungen werden vermutlich nicht zum Selbstläufer. In Anbetracht einer relativ hohen Kerninflationsrate rechnen wir dennoch mit zwei weiteren Zinserhöhungen. Der USD sollte von den politischen Unsicherheiten in der Eurozone profitieren und gegenüber dem EUR moderat zulegen können. Gegenüber dem CHF sehen wir den USD in einer fortgesetzten Seitwärtsbewegung.

Kompakt

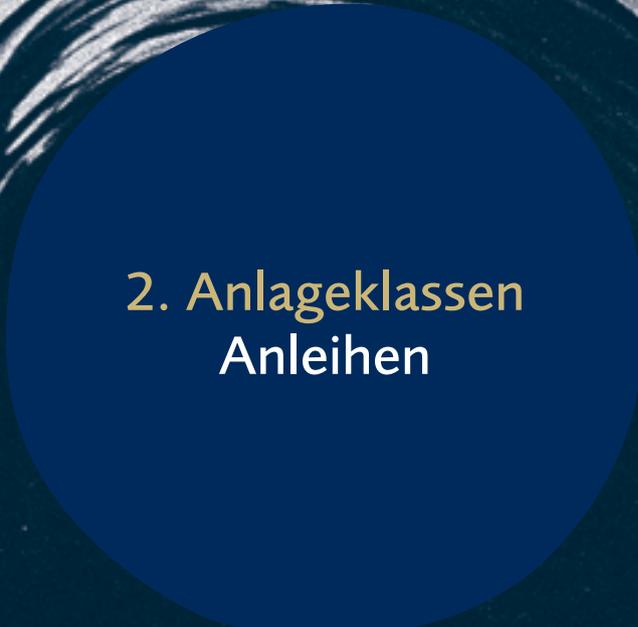
- Trotz guter Konjunkturfrühindikatoren wird das US-Wachstum nicht besonders hoch ausfallen.
- Für die kommenden Monate muss sogar von einer leichten Eintrübung des US-Wirtschaftsausblicks ausgegangen werden.
- Weitere US-Zinserhöhungen werden somit vermutlich nicht zum Selbstläufer.

Leitzinsen

	April 2017
Schweiz	→
Europa (EWU)	→
USA	↗

Bandbreite für unsere Zinsprognose auf drei bis sechs Monate

- ↑ > +50 Basispunkte
- ↗ +25 Basispunkte
- ↘ -25 Basispunkte
- ↓ < -50 Basispunkte
- keine Veränderung



2. Anlageklassen
Anleihen

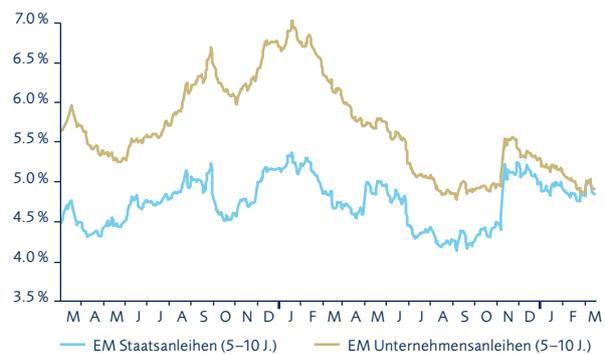
Anlageklasse Anleihen

Renditen im Überblick

Schweiz: Renditeentwicklung seit März 2015



Schwellenländer (Hartwährung): Renditeentwicklung seit März 2015



Europa: Renditeentwicklung seit März 2015



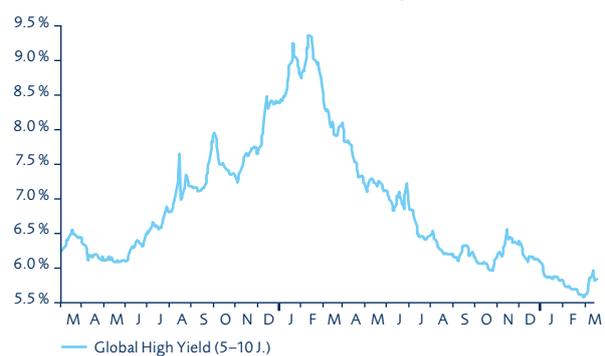
Schwellenländer (Lokalwährung): Renditeentwicklung seit März 2015



USA: Renditeentwicklung seit März 2015



Hochverzinsliche Anleihen: Renditeentwicklung seit März 2015



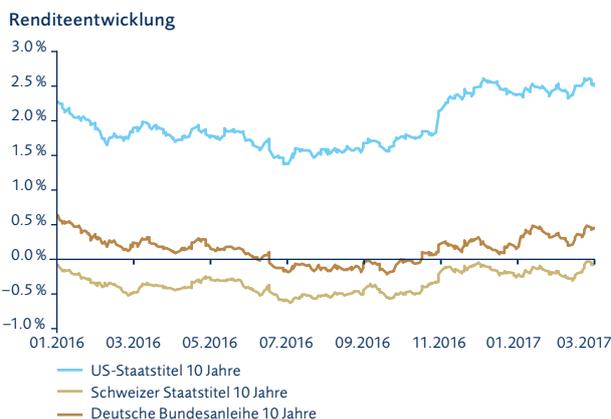
Markteinschätzung

Renditeanstieg dies- und jenseits des Atlantiks

Über die vergangenen Monate hinweg hat sich am Staatsanleihenmarkt einiges bewegt. Nach einer lang anhaltenden glänzenden Periode waren wieder Kursrückschläge zu verbuchen. Spiegelbildlich strebten die Renditen wieder höheren Niveaus entgegen. Selbst die fast schon notorisch im negativen Bereich liegende Rendite 10-jähriger eidgenössischer Staatsanleihen sprang nach eineinhalb Jahren kurzzeitig sogar wieder über die 0 %-Marke. In der benachbarten Eurozone konnten 10-jährige Bundesanleihen die Renditemarke von 0.5 % touchieren. Haupttreiber der Marktbewegungen war – wie so oft – der korrespondierende Markt in den USA. Bereits nach der Wahl Donald Trumps zum neuen US-Präsidenten kam es zu einem Renditeanstieg bei US-Staatsanleihen, der auch auf dem europäischen Kontinent auf Widerhall stiess. Die von Donald Trump in Aussicht gestellten Steuersenkungen und Infrastrukturmassnahmen beflügelten Hoffnungen auf ein deutlich höheres US-Wachstum und damit einhergehende höhere Zinsen durch die US-Notenbank (Fed). Aber auch die in Anbetracht höherer Ölpreise wieder zunehmenden Inflationsraten unterstützten den Anstieg langlaufender Zinsen.

Vorerst im Seitwärtstrend

Wenngleich wichtige US-Konjunkturfrühindikatoren zuletzt deutlich nach oben gingen, sind die harten Fakten eher ernüchternd. Die vorliegenden Daten lassen auf ein mageres US-Wachstum im ersten Quartal 2017 schliessen. Darüber hinaus zeigen unsere Analyseergebnisse, dass die in luftigen Höhen notierenden Konjunkturfrühindikatoren in den kommenden Monaten auf Rückzugskurs sein werden. Steigende Löhne, deutlich anziehende Produzentenpreise, ein starker USD und höhere Zinsen versalzen vielen Unternehmen die Suppe. Die US-Regierung macht derweil Bekanntschaft mit der politischen Realität. Die Schuldenobergrenze, eine nachhaltige Haushaltspolitik und eine liberal-freiheitliche Handelspolitik müssen bei der Ausarbeitung von Gesetzen berücksichtigt werden. Mögliche Steuerentlastungen und Infrastrukturmassnahmen werden jedenfalls noch etwas auf sich warten lassen. Positive Konjunkturimpulse durch die Trump-Administration kommen somit vermutlich erst im Jahr 2018 zum Tragen. Auch die Teuerungsraten haben ihr kurzfristiges Hoch hinter sich. Die inflationstreibenden Effekte des Ölpreises laufen aus: In den kommenden Monaten gehen die Teuerungsraten auf Rückzugskurs. Während in den USA die Inflationsraten jüngst nur knapp unter 3 % lagen, wird es in der zweiten Jahreshälfte wieder in Richtung der 2 %-Marke gehen. In Anbetracht dessen rechnen wir auf kurze Sicht nicht damit, dass ein erneuter deutlicher Renditeanstieg bevorsteht – dies gilt sowohl für US-Staatsanleihen als auch für die eidgenössischen und bundesdeutschen Pendanten. Gewissermassen ist die Zeit hierfür noch nicht reif. Zunächst dürften die von uns erwartete Abschwächung der Konjunkturfrühindikatoren und die wieder sinkenden Inflationsraten gegen ein höheres Renditeniveau sprechen. Da die Kerninflationen in den USA aber auf relativ hohem Niveau bleiben werden, wird die Fed vermutlich zwei weitere Zinserhöhungen im laufenden Jahr umsetzen. Erst, wenn es an den Geldmärkten zu einer Neubepreisung der bislang zurückhaltenden Zinserhöhungserwartungen kommt, sollte das Renditeniveau steigen.



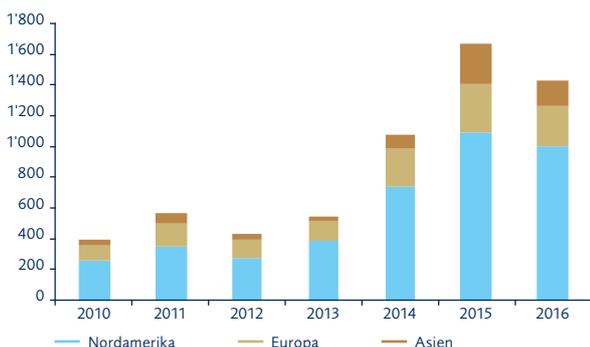
Unternehmensanleihen im Bann von M&A

Das Niedrigzinsumfeld und die mangelnde Rentabilität der Unternehmen haben in den letzten Jahren zu einem regelrechten Boom an Firmenübernahmen geführt. Während die Aktien der zu übernehmenden Gesellschaft steigen, sind die Verlierer meist die Anleger von Unternehmensanleihen. Oft bringen nicht nur die festverzinslichen Papiere des Käufers Verluste, sondern auch die des Verkäufers. Manchmal reichen sogar schon Gerüchte über eine mögliche Fusion aus, um die Kreditaufschläge ansteigen zu lassen. Solange das Zinsniveau nicht wesentlich steigt, dürfte der Trend zu Fusionen und Übernahmen anhalten. Unternehmens- und High-Yield-Anleihen bleiben nicht nur deshalb unattraktiv.

Übernahmen und Fusionen boomen

Dank günstiger Finanzierungsbedingungen sorgen Akquisitionen fast täglich für Schlagzeilen. Nicht nur die Anzahl an Transaktionen nimmt stetig zu, sondern auch deren Volumen. Die aktuelle Übernahme von Monsanto durch Bayer hat beispielsweise ein Volumen von USD 65 Mrd. Fusionen und Übernahmen mit mehr als USD 5 Mrd. Volumen summierten sich im letzten Jahr auf ein weltweites Volumen von rund USD 1'400 Mrd.

M&A Volumen in USD Mrd. (Abschlüsse über USD 5 Mrd.)



Kompakt

- Zuletzt kam es zu einem durchaus beachtlichen Renditeanstieg.
- Auf Sicht der kommenden Wochen ist nun erst einmal eine Konsolidierung angesagt.
- Fusionen und Übernahmen belasten Unternehmens- und High-Yield-Anleihen.

Meist gehen die Übernahmen mit einer höheren Fremdkapitalquote des neuen Unternehmens einher. Der höhere Hebel durch dieses «Releveraging» führt zu mehr Risiko und somit zu einer höheren Ausfallwahrscheinlichkeit des Emittenten. Einerseits bringt eine Verschlechterung der Bonitätskennzahlen das Risiko von Herabstufungen und Spreadveränderungen entlang der Ratingskala mit sich, andererseits entstehen durch die um sich greifenden Megadeals signifikante Angebotsrisiken.

Fazit

Es ist auch für das laufende Jahr mit einer Vielzahl an Fusionen und Übernahmen zu rechnen. Die damit einhergehende Spreadausweitung bei Anleihen kann den positiven Carry, also die Mehrrendite über Jahre, schnell zunichtemachen. Kreditrisiken werden schon längere Zeit nicht mehr adäquat entschädigt. Die Übernahmewelle ist ein weiterer negativer Punkt gegen das Eingehen von Kreditrisiken bei Unternehmensanleihen.

Benchmark

Benchmark	April 2017	% YTD ¹
Staatsanleihen Schweiz ²	→	-1.36 %
Staatsanleihen Europa (EUR) ²	→	-2.42 %
Staatsanleihen USA ²	→	0.17 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen Schweiz ²	→	-0.11 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen Europa (EUR) ²	→	-0.34 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen USA ²	→	0.57 %
High-Yield-Anleihen ³	↘	1.42 %
Anleihen Emerging Markets (Hartwährungen) ³	→	3.43 %
Anleihen Emerging Markets (Lokalwährungen) ³	→	7.87 %

¹ Daten per 21.03.2017

² Rendite

³ Total Return



2. Anlageklassen Aktien

Anlageklasse Aktien

Aktienindizes im Überblick

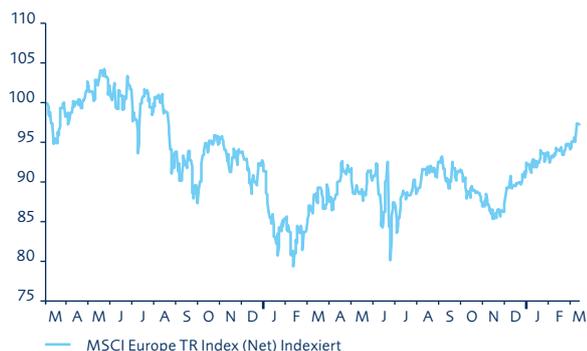
Schweiz: Kursentwicklung seit März 2015 (indexiert)



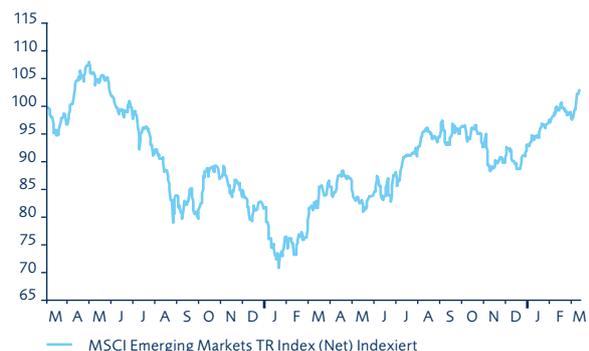
Pazifik: Kursentwicklung seit März 2015 (indexiert)



Europa: Kursentwicklung seit März 2015 (indexiert)



Schwellenländer: Kursentwicklung seit März 2015 (indexiert)



Nordamerika: Kursentwicklung seit März 2015 (indexiert)



Grossbritannien: Kursentwicklung seit März 2015 (indexiert)



Anlageklasse Aktien | Rolf Kuster

Markteinschätzung

Für den russischen Bären waren die letzten Jahre gute Zeiten. Sanktionen und ein eingebrochener Rohölpreis hinterliessen tiefe wirtschaftliche Spuren. Nun hellt sich die Stimmung auf: Neue Daten zeigen, dass Russland bereits im vierten Quartal 2016 die längste Rezession seit 20 Jahren verlassen haben dürfte. Dies eröffnet neue Chancen für den attraktiv bewerteten russischen Aktienmarkt.

Der Rote Platz als rotes Tuch

Der dramatische Preiszerfall an den internationalen Rohölmärkten gilt als eine Hauptursache für das ökonomische Leid, welches viele Russen in den letzten Jahren erdulden mussten. Die russische Volkswirtschaft ist vom Export abhängig. Rund 30 % des Bruttoinlandprodukts (BIP) werden durch Exporte erwirtschaftet, wobei hiervon wiederum knapp ein Viertel auf direkte Erdölexporte entfällt. Doch nicht nur die russische Exportindustrie litt unter dem tiefen Rohölpreis, auch der Staat sah sich mit drastisch fallenden Steuereinnahmen konfrontiert, und der Konsument litt unter dem schwachen Rubel und der damit zusammenhängenden importierten Inflation. Die Folge: eine zweijährige Rezession, Inflationsraten von mehr als 15 % und ein Staatsdefizit, welches den staatlichen Fonds zur Finanzierung von künftigen Staatsausgaben innerhalb von zwei Jahren um 80 % schmelzen liess. Verstärkt wurde die Misere zudem durch westliche Wirtschaftssanktionen, welche sich Russland durch die Annexion der Krimhalbinsel eingefangen hatte.

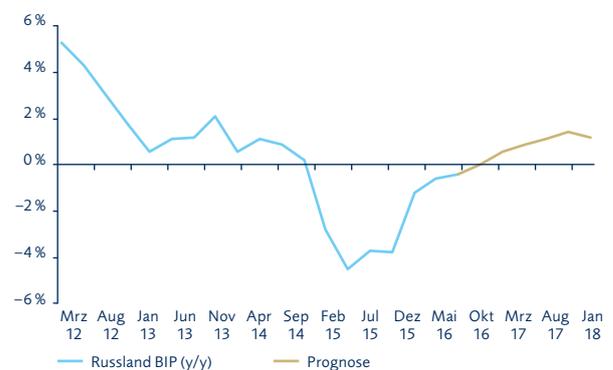
Aufgrund der wirtschaftlichen Schwäche und der geopolitischen Unsicherheit galt der russische Aktienmarkt gerade für international orientierte Anleger lange Zeit als rotes Tuch.

Aus dem russischen Bären könnte ein Bulle werden

In den letzten Monaten und Wochen mehrten sich die Anzeichen, dass das Schlimmste überstanden ist. Ein Blick auf die Staatseinnahmen verdeutlicht, dass die Inlandproduktion wieder deutlich hochgefahren wurde. Wichtige ökonomische Vorlaufindikatoren wie der russische Einkaufs-

managerindex (PMI) verdeutlichen zudem die positive Stimmung und notieren klar im expansiven Bereich. Die Mehrheit der Ökonomen rechnet damit, dass das russische Wachstum bereits im vierten Quartal 2016 wieder eine schwarze Null verzeichnen wird.

Russisches BIP



Quelle: Bloomberg

Zwar wird das Budgetdefizit den russischen Staat wohl noch rund zwei bis drei Jahre begleiten, allerdings erscheinen die offiziellen Prognosen von einem Rohölpreis von USD 40 für die nächsten zwei Jahre etwas zu pessimistisch. Die Chancen für den ohnehin gering verschuldeten russischen Staat, bereits vor dem Jahr 2019 wieder einen Budgetüberschuss erzielen zu können, stehen also durchaus gut. Entwarnung gibt es auch von der einst gravierenden Inflation. Im Januar 2017 lag die russische Teuerungsrate im Jahresvergleich noch bei 5 % und damit nur noch leicht über der Zielinflationsrate für 2017 von 4 %. Dies verschafft der Notenbank wichtigen Spielraum für eine geldpolitische Lockerung.

Auch wenn sich die Anzeichen mehren, dass Russlands Wirtschaft das Schlimmste überstanden hat, stellt sich die wichtige Frage, wie das künftige politische Verhältnis zwischen Russland und der westlichen Staatengemeinschaft wohl ausgestaltet wird. Donald Trump wird grund-

sätzlich zwar eine russlandfreundlichere Politik als seinem Vorgänger attestiert, allerdings lässt sich der russland-kritische Tenor vieler eingefeischter Republikaner kaum wegdiskutieren. Auch die jüngste Affäre um den zurückgetretenen Sicherheitsberater Michael Flynn wirkt hier wenig unterstützend. Angesichts des aktuellen Hin und Her lässt sich wenig mit Bestimmtheit sagen. Klar bleibt allerdings, dass die Chancen für eine baldige Entschärfung der wirtschaftsfeindlichen Sanktionspolitik unter Trump wesentlich höher sind als noch unter dessen Vorgänger Obama.

Ist der russische Aktienmarkt attraktiv?

Historisch gesehen galt der russische Aktienmarkt oftmals als einer der günstigsten der Welt. Anleger sollten sich aber von vermeintlich tiefen Kurs-Gewinn-Verhältnissen nicht blenden lassen: Die im internationalen Vergleich tiefe Bewertung lässt sich teilweise mit der einseitigen Sektorausrichtung (Energie, Rohstoffe, Finanzen), aber auch mit einer politischen Risikoprämie erklären.

Russland: Relative Performance (in USD)



Quellen: Bloomberg, VP Bank

Auf den aktuellen Bewertungsniveaus gilt der russische Aktienmarkt im historischen Vergleich nicht mehr als klar unterbewertet, auch wenn er gegenüber anderen

Schwellenländern weiterhin einen leichten Abschlag aufweist.

In Russland sollte man derzeit nicht wegen der tiefen Bewertungen investieren, sondern aufgrund der positiven Aussichten.

Die Wolken über der russischen Volkswirtschaft lichten sich; die negativen Effekte des Rohstoffpreiserfalls (2015 und 2016) laufen aus und sollten sich auch trotz der jüngst wieder etwas schwächeren Rohölpreisnotierungen nicht wiederholen. Politisch bleibt die Lage zwar weiterhin fragil, allerdings sitzt mit Trump zumindest ein Präsident im Oval Office, der Putin nicht per se abgeneigt zu sein scheint. Diese Aufhellung drückt sich sukzessive auch in steigenden Erwartungen aus. Gemäss dem Datenanbieter IBES dürfte sich das Gewinnwachstum im Jahr 2017 auf rund 10 % belaufen; Analysten erhöhen seit einiger Zeit auffällig oft ihre Gewinnprognosen für das Jahr 2017. Ein Blick auf die aktuellen Geldflüsse namhafter Fondsmanager verdeutlicht, dass insbesondere Schwellenländermanager beginnen, in ihren Fonds ein Übergewicht in russischen Aktien aufzubauen. Ein Trend, der sich auch mit der Empfehlung zahlreicher Investmentbanken deckt, dem russischen Markt eine höhere Bedeutung zuzumessen.

Kompakt

- In Russland zeichnet sich eine konjunkturelle Aufhellung ab. Die russische Volkswirtschaft dürfte schon im vierten Quartal 2016 die Rezession verlassen haben.
- Der russische Aktienmarkt profitiert ausserdem von den vergleichsweise stabilen Rohölpreisen, der tiefen Bewertung und den steigenden Gewinnerwartungen.
- Die neue US-Regierung steht dem Kreml tendenziell näher als die Regierung Obama.

Benchmark

Benchmark	April 2017	% YTD ¹
Schweiz	→	6.78 %
Europa	→	6.91 %
Nordamerika	→	6.25 %
Pazifik (inklusive Japan)	→	8.04 %
Emerging Markets	→	12.97 %

Bandbreite für unsere absoluten Performanceeinschätzungen auf drei bis sechs Monate

↑ > +5 % ↗ +2 % bis +5 % → -2 % bis +2 %
 ↓ -5 % bis -2 % ↘ < -5 %

¹ Daten per 21.03.2017

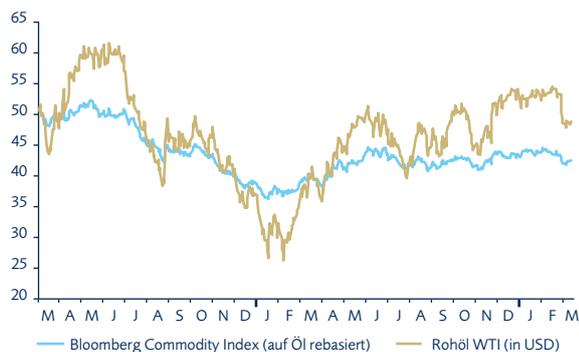


2. Anlageklassen Alternative Anlagen

Anlageklasse Alternative Anlagen

Überblick Alternative Anlagen

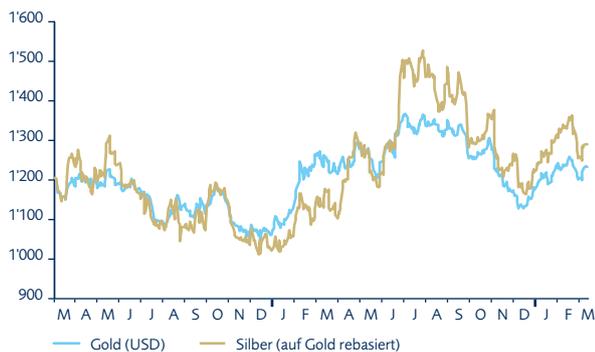
Rohstoffe: Kursentwicklung seit März 2015



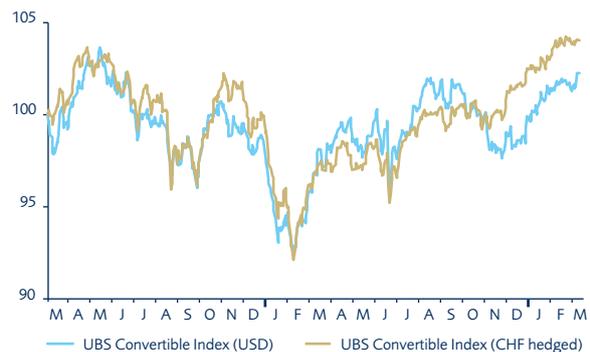
Private Equity: Kursentwicklung seit März 2015 (indexiert)



Gold: Kursentwicklung seit März 2015



Wandelanleihen: Kursentwicklung seit März 2015 (indexiert)



Immobilien: Kursentwicklung seit März 2015 (indexiert)



Hedgefonds: Kursentwicklung seit März 2015 (indexiert)



Anlageklasse Alternative Anlagen | Rolf Kuster

Markteinschätzung

Das Jahr 2017 hat für Rohstoffe relativ ruhig begonnen. Der breit gefächerte Bloomberg Commodity Index büsste in den ersten drei Monaten rund 3 % seines Werts ein. Das Gros des leichten Preisrückgangs geht auf die Energiekomponente und letztlich auf den schwächeren Rohölpreis zurück. Während Edelmetalle wie Gold von einem schwächeren USD und einer tendenziell höher ausfallenden Inflation profitieren, bleiben die von Trump angekündigten Wachstumsprogramme die treibende Kraft hinter den Industriemetallpreisen. Rohstoffanleger sollten sich derzeit etwas in Zurückhaltung üben. Besonders bei Rohöl überwiegen die Risiken von weiteren Preisrückschlägen, und in den hohen Industriemetallpreisen scheint bereits eine gewisse Wachstumseuphorie eingepreist zu sein, die mittelfristig durchaus etwas enttäuschen könnte.

US-Schieferöl – Der Riese kehrt zurück

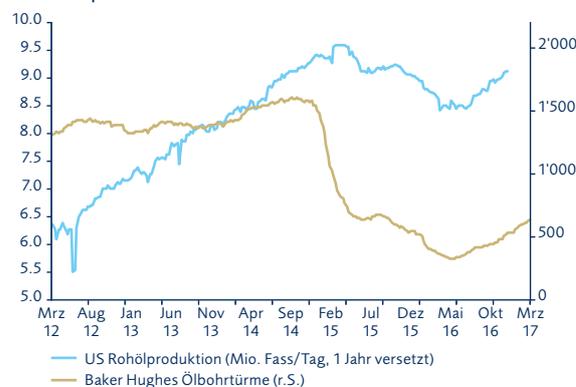
Nach einem starken Jahr 2016 überraschte der Rohölpreis in den ersten Monaten des Jahres 2017 negativ. Der Grund liegt – wie so oft – im Angebot. Dabei hatte alles so gut angefangen: Ende November 2016 beschloss die Organisation der Erdöl exportierenden Länder (OPEC), zum Jahresauftakt ihre Rohölförderung um 1.2 Mio. Fass pro Tag zu verringern. Weitere elf Nicht-OPEC-Staaten, darunter auch der grösste Rohölförderer, Russland, verpflichteten sich ebenfalls, die Produktion markant zu senken. So sollten die hohen Lagerbestände abgebaut und der Markt zurück ins Gleichgewicht geführt werden. Die erste Förderkürzung seit mehr als acht Jahren überraschte eigentlich bereits damals, zumal bis dahin die Strategie verfolgt wurde, die unangenehme Konkurrenz aus den USA durch einen Preiskrieg aus dem Markt zu drängen. Dass Russland und die OPEC sich einig werden und sich gleichzeitig noch einigermaßen an die vereinbarten Förderkürzungen halten, verdeutlicht, wie verzweifelt höhere Preise herbeigeseht werden. Für viele erdölexportierende Länder ist ein höherer Rohölpreis erforderlich, um das Staatsbudget nachhaltig ausgleichen zu können. Die US-Schieferölindustrie durchlitt durch den rasanten Preiszerfall von Rohöl in den Jahren

2014 und 2015 zwar eine hausgemachte Krise mit sinkendem Angebot, doch schon leicht höhere Rohölpreise zur Jahresmitte 2016 genügten, um die Investitionstätigkeit und damit auch die Produktion erneut zu beleben.

Angebotsschub dank Produktivität und Investitionen

Die US-amerikanische Schieferölindustrie ist gestärkt aus der Krise hervorgegangen. Zwar liegt die gesamte US-Ölproduktion weiterhin unter ihren Höchstständen von Mitte 2015, allerdings zeichnet sich seit rund einem Jahr eine starke Erholung ab. Die US-Energiebranche hat ihre Krise überwunden und investiert wieder kräftig in künftiges Wachstum. Dies verdeutlichen sowohl ein Blick auf die Beschäftigungsstatistik im Energiebereich als auch die Anzahl aktiver horizontaler Bohrtürme, welche sich seit ihrem Tiefstand im Juni 2016 mehr als verdoppelt hat. Die treibende Kraft hinter dem neuen Aufschwung liegt allerdings in der Förderproduktivität.

US-Rohölproduktion



Quelle: Baker Hughes

Schieferölquellen leiden nach wie vor unter einer äusserst raschen Abnahmerate der Fördermenge («decline rate»), das heisst, schon nach wenigen Monaten liefern die Bohrtürme nur noch einen Bruchteil der anfänglichen

Fördermenge; allerdings hat sich das Produktionsprofil deutlich verbessert. Gemäss dem US-Energieministerium erreichte eine Schieferölanlage im Jahr 2013 im ersten Produktionsmonat sein Fördermaximum bei rund 100 Fass pro Tag; im Jahr 2015 lag dieser Wert bereits bei über 230 Fass pro Tag. Zwischen 2012 und 2015 hat sich die totale Förderproduktivität in etwa verdreifacht. Die deutlich bessere Ausbeute, aber auch neuartige Förderverfahren führen letztlich dazu, dass die Grenzkosten pro Fass Rohöl sinken. Die US-Schieferölindustrie kann also zu immer tieferen Rohölpreisen rentabel produzieren – eine Erkenntnis, die vielen traditionellen Ölförderern sauer aufstossen könnte.

Spekulant setzen weiterhin auf steigende Kurse

Die rasche Rückkehr der US-amerikanischen Schieferölindustrie mit ihrem beachtlichen Produktivitätswachstum hat selbst eingefleischte Experten überrascht.

Rohöllagerbestände



Quelle: DOE

Die meisten Analysten rechneten angesichts der OPEC-Förderkürzungen mit einem sukzessiven Rückgang der ohnehin exorbitanten Lagerbestände und einem stärker ausgeglichenen Markt. Die Daten der US-Börsenaufsicht CFTC verdeutlichen denn auch, dass die meisten Marktteilnehmer auf weiter steigende Preisnotierungen gesetzt

hatten. Der wiederholte Anstieg der US-Lagerbestände liess eine gewisse Ernüchterung einkehren und führte in der Folge zu steigendem Verkaufsdruck.

Besteht nun Handlungsbedarf?

Die Risiken bei Rohöl haben sich verlagert und finden sich derzeit eher in einer erneuten Preisabschwächung. Die grundsätzliche Arbeitshypothese gilt jedoch weiterhin. Der Rohölpreis bleibt vom Angebot dominiert, wobei die Grenzkosten der US-Schieferölproduzenten die Preisobergrenze bestimmen. Fallen diese, so wird sich der Rohölpreis entsprechend anpassen müssen. Einen weiteren dramatischen Preiserfall wie Anfang 2016 erachten wir jedoch ebenfalls als nicht wahrscheinlich. Hierfür bleiben die Grenzkosten der Schieferölproduzenten zu hoch und die weltweite Nachfrage zu stabil (besonders im Hinblick auf kommende Konjunkturprogramme). Letztlich signalisiert die OPEC durch ihre aktuell hohe Quotentreue auch, dass sie notfalls zu weiteren Förderkürzungen bereit wäre.

Kompakt

- Die US-Schieferölindustrie hat sich von ihrer Krise erholt.
- Neue Investitionen und erhebliche Produktivitätsgewinne sind verantwortlich für den neuen Angebotsschub und letztlich für die hohen Lagerbestände.
- Die Risiken eines Kursrückgangs haben sich verschoben. Wir halten jedoch vorerst an unserer Seitwärtseinschätzung fest.

Benchmark

	April 2017	% YTD ¹
Rohstoffe	→	-2.47 %
Rohöl	→	-12.09 %
Gold	→	6.93 %
Immobilienaktien	→	1.55 %
Private Equity	→	6.47 %
Wandelanleihen	→	3.46 %
Hedgafonds	→	1.68 %

Bandbreite für unsere absoluten Performanceeinschätzungen auf drei bis sechs Monate

↑ > +5 % ↗ +2 % bis +5 % ↓ -2 % bis +2 %
 ↘ -5 % bis -2 % ↓ < -5 %

¹ Daten per 21.03.2017

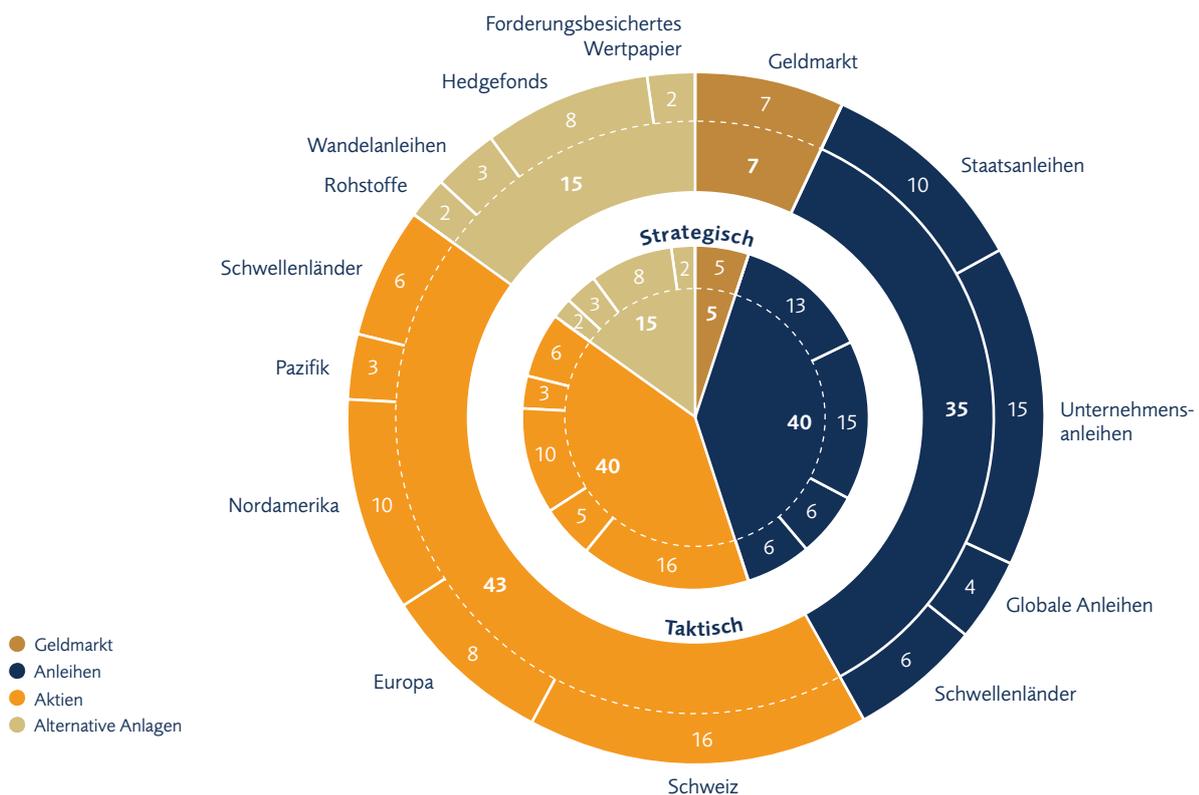
An aerial photograph of a coastline, showing a dark blue sea on the left and a light-colored, textured landmass on the right. A bright blue circle is overlaid on the left side of the image, containing the text '3. Investment Management'.

3. Investment Management



Investment Management | Aurelia Schmitt, Christoph Boner
Vermögensverwaltung

Strategische und taktische Allokation – Ausgewogen CHF (in %)



VP Bank Strategiefonds

Produktname	Whg.	ISIN	NAV-Datum	NAV	Ausschüttung	Whg.-gesichert	YTD (in %)
VP Bank Strategiefonds Konservativ (CHF)	CHF	LI0017957502	21.03.2017	1'049.51	nein	ja	1.05 %
VP Bank Strategiefonds Konservativ (EUR)	EUR	LI0017957528	21.03.2017	1'401.20	nein	ja	0.63 %
VP Bank Strategiefonds Konservativ (USD)	USD	LI0100145379	21.03.2017	1'335.94	nein	ja	1.84 %
VP Bank Strategiefonds Ausgewogen (CHF)	CHF	LI0014803709	21.03.2017	1'549.14	nein	ja	2.19 %
VP Bank Strategiefonds Ausgewogen (EUR)	EUR	LI0014803972	21.03.2017	979.67	nein	ja	1.80 %
VP Bank Strategiefonds Ausgewogen (USD)	USD	LI0014804020	21.03.2017	1'488.63	nein	ja	2.77 %

Für detaillierte Informationen zu unseren Vermögensverwaltungsmandaten wenden Sie sich bitte an Ihren persönlichen Berater.

Aktuelle Anlagetaktik

Aktuelle Anlagetaktik

Trotz guter Wirtschafts- und Unternehmensdaten kann sich der Aufwärtstrend an den europäischen Aktienmärkten nur bedingt fortsetzen. Für die Mehrheit der Marktteilnehmer bleiben die politischen Risiken hoch. Deutlich erkennbar wird diese Tatsache an den Renditeunterschieden zwischen Staatsanleihen aus Frankreich und Deutschland sowie an den Mittelabflüssen von europäischen Aktienindexfonds. Zwar ist die Wahrscheinlichkeit eines Regierungswechsels hin zu populistischen Parteien in Frankreich gering, doch die Vergangenheit hat gezeigt, dass politische Prognosen nur bedingt verlässlich sind. Demnach benötigen Anleger in Europa zunächst mehr Klarheit in Bezug auf die politische Lage, bevor sie sich stärker engagieren. In den USA hat der Regierungswechsel zu einem deutlichen Kursanstieg geführt. Wir sind der Meinung, dass Steuersenkungen und Deregulierungen zu höherem Wachstum führen. Bisher liegen allerdings lediglich Pläne vor, und es sind noch keine konkreten Fortschritte bezüglich der Umsetzung zu beobachten. Gleichzeitig sind die Kurse an den US-Märkten in den vergangenen Wochen stark gestiegen, was auch hier zu kurzfristigen Enttäuschungen führen kann. Der Anleihenmarkt setzte im ersten Quartal 2017 seine Seitwärtsentwicklung am langen Ende fort. Wir gehen davon aus, dass sich der Renditeanstieg weiter fortsetzen wird – wenn auch mit geringerem Momentum. In den USA dürfte es vor allem entscheidend sein, inwiefern es der neuen Regierung gelingt, die Investitionstätigkeit der Unternehmen zu beleben. Sollte dieses Unterfangen gelingen, dürfte dies auch positive Effekte auf die Löhne und somit auf die Inflation haben. Fazit: Europa bietet unseres Erachtens noch immer Nachholpotenzial: Aktien bleiben übergewichtet, während wir in den USA für den Moment Gewinne mitnehmen und unsere Positionierung auf neutral reduzieren. Anleihen bleiben untergewichtet.

Anleihen

Aktuell sehen wir eine Verbesserung der globalen Konjunkturindikatoren. Folglich sind die Anleihenrenditen zuletzt gestiegen. Wir halten an unserer Positionierung fest und bleiben durationsseitig in sämtlichen Referenzwährungen unter dem jeweiligen Benchmarkniveau. Die Positionierung in den anderen Rentenanlageklassen bleibt unverändert; Staatsanleihen sowie globale Anleihen sind untergewichtet. An inflationsgeschützten Anleihen halten wir weiter fest.

Aktien

Das Wachstum in der Eurozone hat sich zuletzt beschleunigt, und die geldpolitischen Massnahmen der Europäischen Zentralbank scheinen zu wirken. Das Kreditwachstum in der Eurozone, welches seit Jahren nur gefallen ist, zeigt mit 2 % Wachstum zum ersten Mal seit Jahren einen positiven Wert. Trotz dieser positiven Effekte bleiben europäische Aktien im relativen Vergleich zu US-amerikanischen weiter günstig, und das Gewinnwachstum steigt in der Eurozone stärker als in den USA. Gleiches trifft ebenso auf die Schwellenländer zu.

Alternative Anlagen und Währungen

Die Anlageklasse der Alternativen Anlagen wie Rohstoffe, Wandelanleihen und Hedgefonds sind unter dem Gesichtspunkt der Risikostreuung neutral gewichtet. In unseren EUR-Mandaten halten wir eine offene USD-Position. Ansonsten sichern wir die wichtigsten Industrieländerwährungen weiterhin ab.

Investment Management

Unser Angebot



Eigenschaften	Zinsertrag	Konservativ	Ausgewogen	Wachstum	Aktien
Aktienquote	0 %	10–30 %	20–50 %	30–70 %	80–100 %
Anlagehorizont	3 Jahre	5 Jahre	7 Jahre	10 Jahre	15 Jahre
Sicherheitsbedürfnis	●●●●●	●●●●○	●●●○○	●●○○○	●○○○○
Ertragsersparung	●○○○○	●●○○○	●●●○○	●●●●○	●●●●●

Anlagelösungen	Zinsertrag	Konservativ	Ausgewogen	Wachstum	Aktien
Strategiefonds		●	●		
Fondsmandat	●	●	●	●	●
Klassisches Mandat	●	●	●	●	●
Spezialmandat	●●●●●				
Portfolio-Management-Enhanced-Mandate		●●●●●			

1 Anteil
 ab CHF 250'000
 Gegenwert
 ab CHF 1 Mio.
 Gegenwert
 ab CHF 2 Mio.
 Gegenwert
 ab CHF 5 Mio.
 Gegenwert



4. Anhang

Glossar

Allokation

Strategisch Langfristige Zusammensetzung des Portfolios bezüglich der verschiedenen Anlageklassen (Geldmarkt, Anleihen, Aktien, Alternative Anlagen) je Anlagestrategie. Die Gewichtung innerhalb der strategischen Allokation wird halbjährlich überprüft und gegebenenfalls angepasst.

Taktisch Konkretisierung der strategischen Allokation. Als taktische Allokation bezeichnet man die Aufteilung des Vermögens in verschiedene Anlageklassen mit dem Ziel, eine überdurchschnittliche Rendite zu erzielen.

Benchmark Referenzgrösse, z. B. ein Aktienindex oder ein Indexportfolio, die als Vergleichsmaßstab für die Performanceanalyse eines Portfolios dient.

Dividendenrendite Kennzahl der Rentabilität einer Aktienanlage, die sich aus der Höhe der Dividende im Vergleich zum jeweiligen Aktienkurs bestimmen lässt und einen Vergleich mit der am übrigen Kapitalmarkt erzielbaren Verzinsung ermöglicht.

Drittfonds Fonds, die im Auftrag eines Dritten emittiert wurden und die auch von einem Dritten verwaltet werden.

Duration Bindungsdauer des in einem festverzinslichen Wertpapier oder Wertpapiervermögen angelegten Kapitals. Fallen Couponzahlungen an, ist die Duration kürzer als die Restlaufzeit und durch zwischenzeitliche Zinszahlungen auf das angelegte Kapital bedingt. Bei einem Zerobond entspricht die Duration exakt der Restlaufzeit.

EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) Zinssatz für Termingelder in Euro, den sich erstklassige Banken untereinander belasten.

Exchange Traded Commodities (ETC) Unbefristete, besicherte Schuldverschreibungen, die an der Wertentwicklung eines oder mehrerer Rohstoffe gekoppelt sind.

Exchange Traded Fund (ETF) Indexfonds, der sich in seiner Zusammensetzung an die Gewichtung eines Index bindet und jederzeit ohne Ausgabeaufschlag gehandelt werden kann.

Exchange Traded Notes (ETN) Sind Schuldverschreibungen. ETNs sind keine Fonds, besitzen jedoch ähnliche Eigenschaften, da beide Strukturen in der Regel an die Rendite eines Benchmarkindex gekoppelt sind und an der Börse gehandelt werden. Besondere Arten von ETNs sind Exchange Traded Certificates (börsengehandelte Zertifikate) und Exchange Traded Commodities (börsengehandelte Rohstoffe).

Festgeld Geld, das der Kunde der Bank für eine im Voraus fixierte Dauer zu einem bestimmten Zinssatz zur Verfügung stellt. Festgeld wird ab einem Mindestbetrag (oft CHF 100'000) mit einer Laufzeit von einem bis zwölf Monaten entgegengenommen.

Fund-of-Funds Fonds, die ihrerseits ausschliesslich in andere Fonds investieren.

Hedgefonds Die Anlage erfolgt in sogenannte Alternative Anlagen, d. h., der Fondsmanager kann diverse Anlagetechniken wie Leverage, Short Selling und Derivate einsetzen.

Immobilienfonds Anlagefonds, der sein Vermögen nach dem Prinzip der geographischen und objektmässigen Risikostreuung in bebaute und unbebaute Grundstücke sowie unter Umständen in Beteiligungen und Forderungen an Immobiliengesellschaften investiert.

Investment Grade Grobeinteilung der Bonitätseinstufungen BBB bis AAA, die besagt, dass Wertpapiere von befriedigender bis sehr guter Qualität sind.

ISIN Internationale Valorenkennnummer (International Securities Identification Number).

Kassenobligation In der Schweiz: von Banken laufend ausgegebene Obligation mit einer Laufzeit von zwei bis acht Jahren.

Kursdaten/Kursindikation Als Kursdaten dienen die Schlusskurse des jeweiligen Datums (siehe Impressum). In dieser Publikation werden Nettokurse am Erstellungsdatum berücksichtigt, also ohne Abwicklungskosten. Aktuelle Kurse erhalten Sie von Ihrer Kundenberaterin bzw. Ihrem Kundenberater der VP Bank.

LIBOR (London Interbank Offered Rate) Zinssatz, den sich Banken in London für kurzfristige Geldanlagen untereinander belasten.

Lombardkredit Der Lombardkredit ist ein Kredit gegen Verpfändung von Depotwerten, Bankkontoguthaben, Edelmetallen und Ansprüchen aus Lebensversicherungspolice. Er kann als Darlehen oder als Kontokorrentkredit für private und kommerzielle Zwecke gewährt werden.

NAV (Nettoinventarwert) Wert eines Fondsanteils, der dem Verkehrswert des Fonds an einem bestimmten Stichtag entspricht, vermindert um die Verpflichtungen und geteilt durch die Anzahl ausstehender Anteile.

Open end Es gibt keine Laufzeitbegrenzung.

Perf. % YTD Die Wertentwicklung (Performance) des Fonds im laufenden Kalenderjahr.

Private Equity-Fonds Die Anlage erfolgt vorwiegend in (noch) nicht an einer Börse notierte Anlagen, vorwiegend Aktien. Die Liquidität des Fonds kann dementsprechend sehr eingeschränkt sein.

Rating Ein Rating ist eine systematische, qualitative Bewertung von Emittenten hinsichtlich ihrer Bonität. Es wird durch kodierte Bonitätsstufen ausgedrückt. Bekannte Agenturen, die Ratings durchführen, sind z. B. Standard & Poor's und Moody's.

Rendite Effektivverzinsung der Anleihe nach der ISMA-Methode.

Strategiefonds Eine Strategiefondsfamilie mit unterschiedlichen Risikokategorien. Es wird immer die dazugehörige Assetallokation der VP Bank umgesetzt.

Treuhandanlage Geldmarktgeschäft, welches in Form von Festgeldern bei ausländischen Banken getätigt wird. Treuhandanlagen erfolgen zu einem festen Verfalltermin, festen Betrag und festen Zinssatz (oder als Treuhand-Callanlagen mit 48 Stunden Kündigungsfrist). Die Anlage wird im Namen der Bank, aber auf Rechnung und Gefahr des Kunden getätigt.

Volatilität Bezeichnet einen Schwankungsbereich während eines bestimmten Zeitraums von Wertpapierkursen, Rohstoffpreisen, Zinssätzen oder auch Investmentfonds-Anteilen. Sie ist eine mathematische Grösse (annualisierte Standardabweichung) für das Mass des Risikos einer Kapitalanlage. Je grösser diese Schwankungsbreite ist, desto volatilier und damit risikoreicher ist ein Fonds. Für das Risiko ist z. B. der maximale Verlust eine weitere Messgrösse.

Währungssicherung Massnahme, die eine Investition ausserhalb des eigenen Währungsraums von der Entwicklung des Wechselkurses unabhängig macht. Anleger oder Emittenten schliessen hierzu Devisentermingeschäfte ab. Währungsverluste werden damit ebenso ausgeschlossen wie Währungsgewinne.

Wandelanleihenfonds Anlagefonds, der sein Vermögen hauptsächlich in Wandelanleihen investiert.

Wandelprämie Preisunterschied zwischen dem Erwerb einer Aktie via Wandlung einer Wandelobligation und dem direkten Erwerb der entsprechenden Aktie an der Börse zum Aktienkurs. Die Wandelprämie bringt zum Ausdruck, um wie viele Prozent Aktien teurer zu stehen kommen, wenn sie durch Kauf und anschließende Umwandlung von Wandelobligationen erworben werden.

Wandelpreis Bei der Emission von Wandelobligationen festgelegter Wandelpreis für den Umtausch von Wandelobligationen in Aktien oder Partizipationssscheine.

YTD Bezeichnet den Zeitraum seit Jahresanfang bis zum aktuellen Zeitpunkt («year-to-date»).

Wichtige rechtliche Hinweise (Disclaimer)

Wesentliche Informationsquellen / keine Gewährleistung:

Diese Dokumentation wurde von der VP Bank AG (nachfolgend: VP Bank) aufgrund von Informationsquellen erstellt, die als zuverlässig eingestuft werden.

Wesentliche Informationsquellen für diese Dokumentation sind:

- Sekundärresearch: Finanzanalysen spezialisierter Broker/Analysten;
- Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Bloomberg, Thomson Financial Datastream, Reuters u.a.);
- öffentlich verfügbare Statistiken.

Obwohl bei Erstellung dieser Dokumentation grösstmögliche Sorgfalt angewandt wurde, übernimmt die VP Bank keine Gewährleistung für die Vollständigkeit, Aktualität oder Richtigkeit des Inhalts dieser Dokumentation. Insbesondere umfassen die Informationen in dieser Dokumentation möglicherweise nicht alle wesentlichen Angaben zu Finanzinstrumenten oder deren Emittenten. Die in dieser Dokumentation geäusserten Meinungen geben die Ansichten der VP Bank zum Zeitpunkt des auf der Dokumentation genannten Datums wieder. Die VP Bank und/oder ihre Gruppengesellschaften haben möglicherweise in der Vergangenheit Dokumentationen veröffentlicht oder werden möglicherweise in Zukunft Dokumentationen veröffentlichen, die Informationen und Meinungen enthalten, die mit der vorliegenden Dokumentation nicht übereinstimmen. Die VP Bank und/oder ihre Gruppengesellschaften sind nicht verpflichtet, den Empfängern dieser Dokumentation solche abweichenden Dokumentationen zukommen zu lassen.

Eignung / kein Angebot: Die Angaben in dieser Dokumentation stellen weder eine Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf der dargestellten Finanzinstrumente noch eine Rechts-, Finanz-, Buchführungs- oder Steuerberatung noch irgendeine Form von persönlicher Beratung dar. Insbesondere können in dieser Dokumentation behandelte Finanzinstrumente für einen Anleger je nach dessen Anlageziel, Zeithorizont, Risikobereitschaft, Risikofähigkeit, finanziellen Verhältnissen sowie weiteren persönlichen Umständen als auch aufgrund von mit dem Finanzinstrument verbundenen Verkaufsbeschränkungen ungeeignet sein. Die Informationen in dieser Dokumentation ersetzen daher in keiner Weise weder die individuelle Beratung durch eine hinsichtlich der oben genannten Themen qualifizierte Fachperson noch das Studium der von den Emittenten und Vertriebssträgern der Finanzinstrumente zur Verfügungen gestellten Dokumentationen (z.B. Emissionsprospekte, Termsheets, bei Anlagefonds den vollständigen und vereinfachten Prospekt). Die vorliegende Dokumentation stellt insbesondere weder eine Offerte bzw. Aufforderung zur Offertstellung noch ein öffentliches Inserat, das zu Transaktionen mit den beschriebenen Finanzinstrumenten auffordert, noch eine Aufforde-

rung zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäfts dar. Die VP Bank sowie ihre Gruppengesellschaften lehnen jegliche Haftung für sämtliche Schäden bzw. Verluste, die auf Grundlage der in dieser Dokumentation enthaltenen Informationen geltend gemacht werden, ausdrücklich ab.

Risikohinweise: Die in dieser Dokumentation erwähnten Anlagen können in ihrem Kurs und Wert sowie in den erzielten Erträgen sowohl steigen als auch sinken. Anlagen in Fremdwährungen unterliegen zusätzlich Währungsschwankungen. Einem Anleger kann nicht zugesichert werden, dass er die angelegten Beträge wieder zurückerhält. Die bisherige Performance einer Anlage ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Performance. Dasselbe gilt für Performanceprognosen. Die dargestellte Performance lässt etwaige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen an Anlagefonds erhobene Kommissionen und Kosten unberücksichtigt. Kommissionen und Kosten wirken sich nachteilig auf die Performance aus. Jede in dieser Dokumentation erwähnte Anlage kann mit den nachfolgenden, nicht abschliessend aufgezählten Risiken behaftet sein: Emittenten- (Bonitäts-), Markt-, Kredit-, Liquiditäts-, Zins- und Währungsrisiko sowie wirtschaftliches und politisches Risiko. Besonders Anlagen in Schwellenländern (Emerging Marketes) sind spekulativ und diesen Risiken besonders stark ausgesetzt.

Eigengeschäfte: Die VP Bank und/oder ihre Gruppengesellschaften und/oder deren Mitarbeitende können sich im Rahmen der gesetzlichen Bestimmungen an anderen Finanzgeschäften mit den Emittenten der in dieser Dokumentation erwähnten Anlagen beteiligen. Sie können in diese Emittenten investieren oder Dienstleistungen für diese erbringen, Aufträge von diesen akquirieren sowie Positionen in deren Anlagen oder Optionen auf diese halten, Transaktionen mit diesen Positionen durchführen oder ein sonstiges erhebliches Interesse hinsichtlich der Emittenten der in dieser Dokumentation erwähnten Anlagen haben. Dies kann auch bereits früher der Fall gewesen sein.

Grundlegende methodische Ansätze zur Finanzanalyse: Die VP Bank hat folgende grundlegende methodische Ansätze der Finanzanalyse festgelegt:

- Die Aktienauswahlliste basiert auf einem globalen, quantitativen Screeningmodell. Dieses rangiert Aktien anhand von Faktoren, die langfristig die höchsten Performancebeiträge liefern.
- Die Bondselektion berücksichtigt pro Währung ausschliesslich Anleihen ohne spezielle Klauseln (Bullet Bonds). Es handelt sich dabei um Eurobonds mit Investment Grade Rating ohne erhöhte Risikoaufschläge. Weiteres Augenmerk wird auf die Handelbarkeit gelegt, bevor in die Segmente Staats- bzw. Unternehmensanleihen unterteilt wird.
- Die ETF-Selektion erfolgt anhand eines quantitativen Scorings und einer qualitativen Analyse.

- Die Fondsselektion erfolgt nach dem «Best in Class»-Ansatz. Der mehrstufige Analyseprozess beinhaltet unter anderem quantitative und qualitative Elemente.

Anlagehorizont: Die Empfehlungen bauen auf gut diversifizierten Portfolios auf. Die empfohlenen Anlagehorizonte liegen bei ausgewogenen Portfolios bei fünf bis zehn Jahren, bei Aktienportfolios in der Regel bei über zehn Jahren.

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention von Interessenkonflikten: Die VP Bank und deren Gruppengesellschaften haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offenzulegen.

Erläuterung von Interessenkonflikten: Mögliche Interessenkonflikte sind mittels nachfolgenden Ziffern beim Emittentenamen wie folgt gekennzeichnet: Die VP Bank und/oder deren Gruppengesellschaften

1. sind am Emittenten mit mehr als fünf Prozent beteiligt,
2. haben bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf den Emittenten,
3. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte,
4. sind ein Market Maker in den Finanzinstrumenten des Emittenten,
5. haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Dienstleistungen geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten,
6. haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zur Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

Hinweise zum Vertrieb dieser Dokumentation: Der Zugang zu den in dieser Dokumentation enthaltenen Informationen bzw. den darin beschriebenen Finanzinstrumenten (insbesondere Anlagefonds) kann durch nationale Gesetze beschränkt sein. Der Inhalt dieser Dokumentation bzw. die darin beschriebenen Finanzinstrumente (insbesondere Anlagefonds) sind somit nicht für Personen oder Gesellschaften bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, die den Zugang zu diesen Informationen bzw. den Erwerb der beschriebenen Finanzinstrumente (insbesondere Anlagefonds) verbietet oder von einer Bewilligung abhängig macht (sei es aufgrund der Nationalität der betreffenden Person, ihres Wohnsitzes oder aus anderen Gründen). Personen, in deren Besitz diese Dokumentation gelangt bzw. die darin beschriebene Finanzinstrumente (insbesondere Anlagefonds) erwerben wollen, müssen sich daher über örtliche Gesetze und etwaige Beschränkungen

informieren und diese einhalten. Der Inhalt dieser Dokumentation ist urheberrechtlich geschützt, und ihre Verwendung ausser zum privaten Gebrauch bedarf der vorgängigen Zustimmung der VP Bank.

British Virgin Islands: Diese Informationen wurden von der VP Bank (BVI) Ltd, VP Bank House, 156 Main Street, Road Town, Tortola VG1110, Britische Jungferninsel, verteilt. Die VP Bank (BVI) Ltd untersteht der Bewilligung und Aufsicht durch die British Virgin Islands Financial Services Commission.

Hong Kong: Diese Informationen wurden von der VP Wealth Management (Hong Kong) Ltd, 33/F, Suite 3305, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Central, Hong Kong, verteilt.

Singapur: Diese Dokumentation wurde von der VP Bank (Singapore) Ltd, 8 Marina View, #27-03 Asia Square Tower 1, Singapur 018960, Singapur, verteilt, die von der Monetary Authority of Singapore als «Merchant Bank» zugelassen ist.

Liechtenstein: Diese Dokumentation wurde von der VP Bank AG, Aeulestrasse 6, 9490 Vaduz, Liechtenstein, erstellt und verteilt. Die VP Bank AG untersteht der Zulassung und Regulierung durch die Finanzmarktaufsicht (FMA) Liechtenstein.

Luxemburg: Diese Informationen wurden von der VP Bank (Luxembourg) SA, 26, Avenue de la Liberté, L-1930 Luxembourg, Luxemburg, verteilt. Die VP Bank (Luxembourg) SA untersteht der Zulassung und Regulierung durch die Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

Schweiz: Diese Informationen wurden von der VP Bank (Schweiz) AG, Bahnhofstrasse 3, 8001 Zürich, Schweiz, verteilt. Die VP Bank (Schweiz) AG untersteht der Zulassung und Regulierung durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA.

USA/Kanada: Weder die vorliegende Dokumentation noch Kopien davon dürfen an Personen abgegeben werden, die ihren Wohnsitz in den USA oder Kanada haben oder die Staatsangehörigkeit eines dieser Staaten oder beider Staaten besitzen.

Die VP Bank Gruppe

Die VP Bank AG ist eine in Liechtenstein domizilierte Bank und untersteht der Finanzmarktaufsicht (FMA) Liechtenstein, Landstrasse 109, Postfach 279, 9490 Vaduz, Liechtenstein, www.fma.li

VP Bank AG	Aeulestrasse 6 9490 Vaduz · Liechtenstein T +423 235 66 55 · F +423 235 65 00 info@vpbank.com · www.vpbank.com MwSt.-Nr. 51.263 · Reg.-Nr. FL-0001.007.080-0
VP Bank (Schweiz) AG	Bahnhofstrasse 3 8001 Zürich · Schweiz T +41 44 226 24 24 · F +41 44 226 25 24 · info.ch@vpbank.com
VP Bank (Luxembourg) SA	26, Avenue de la Liberté L-1930 Luxembourg · Luxembourg T +352 404 770-1 · F +352 481 117 · info.lu@vpbank.com
VP Bank (BVI) Ltd	VP Bank House · 156 Main Street · Postfach 2341 Road Town · Tortola VG1110 · Britische Jungferninseln T +1 284 494 11 00 · F +1 284 494 11 44 · info.bvi@vpbank.com
VP Bank (Singapore) Ltd	8 Marina View · #27-03 Asia Square Tower 1 Singapur 018960 · Singapur T +65 6305 0050 · F +65 6305 0051 · info.sg@vpbank.com
VP Wealth Management (Hong Kong) Ltd	33/F · Suite 3305 · Two Exchange Square 8 Connaught Place · Central · Hongkong T +852 3628 99 00 · F +852 3628 99 11 · info.hkwm@vpbank.com
VP Bank AG Repräsentanz Hongkong	33/F · Suite 3305 · Two Exchange Square 8 Connaught Place · Central · Hongkong T +852 3628 99 99 · F +852 3628 99 11 · info.hk@vpbank.com
VP Bank (Schweiz) AG Repräsentanz Moskau	World Trade Center · Office building 2 · Entrance 7 · 5 th Floor · Office 511 12 Krasnopresnenskaya Embankment · 123610 Moskau · Russische Föderation T +7 495 967 00 95 · F +7 495 967 00 98 · info.ru@vpbank.com
VP Fund Solutions (Luxembourg) SA	26, Avenue de la Liberté · L-1930 Luxembourg · Luxembourg T +352 404 770-260 · F +352 404 770-283 fundclients-lux@vpbank.com · www.vpfundsolutions.com
VP Fund Solutions (Liechtenstein) AG	Aeulestrasse 6 · 9490 Vaduz · Liechtenstein T +423 235 67 67 · F +423 235 67 77 fundsetup@vpbank.com · www.vpfundsolutions.com

