



Investment Views

3. Quartal 2017

An aerial photograph of a forest with several power lines crisscrossing the scene. The image is overlaid with several decorative circles of different colors and sizes. A large light blue circle is centered in the middle, containing the text 'Investment Views' and '3. Quartal 2017'. Other circles include a large orange one, a medium dark blue one, and several smaller circles in both orange and dark blue. The overall aesthetic is modern and professional.

Investment Views

3. Quartal 2017

Einleitung

Rückenwind

Liebe Leserin, lieber Leser

Man muss kein Segler sein, um zu wissen, dass es sich mit kräftigem Rückenwind besser vorankommen lässt. Dies gilt auch für die Börse. Und so ist die durchaus erfreuliche Halbjahresbilanz für das Jahr 2017 auf Rückenwind aus unterschiedlichen Richtungen zurückzuführen. Dazu zählt die ökonomische Entwicklung: Besonders Länder wie China und Regionen wie die Eurozone, deren Wirtschaftswachstum in den vergangenen Jahren zumeist enttäuschte, überraschten zuletzt positiv. So musste der Internationale Währungsfonds seine Wachstumsprognose für die Weltwirtschaft nicht wie sonst üblich nach unten anpassen, sondern konnte diese sogar leicht nach oben revidieren.



Ein weiterer Rückenwindspender war die Tatsache, dass sich die politischen Risiken nicht materialisiert haben. Nach den beiden grossen Überraschungen des Vorjahrs (Brexit und die Wahl von Donald Trump) reagierten die Finanzmärkte zuletzt erleichtert auf die Wahl gemässigter Kandidaten in den Niederlanden und in Frankreich.

Doch der Schein trügt: Nur weil sich zuletzt bestimmte politische Risiken nicht unmittelbar materialisiert haben, heisst das nicht, dass die Unsicherheiten abgenommen haben. Sowohl der Brexit als auch die Wahl des vermeintlichen Aussenseiters Trump sind kein Zufallsprodukt, sondern das Resultat einer gefährlichen Veränderung in weiten Teilen der Gesellschaft.

Diese Veränderung wird oftmals als postfaktische Strömung oder Faktenabkehr bezeichnet. Die Börse zeigt sich davon bisher unbeeindruckt. Dennoch sollten Anleger diese Entwicklung im Auge behalten, weil ihr Einfluss auf die Finanzmärkte gross sein kann. Ausserdem können Anleger durchaus auch etwas von dieser postfaktischen Strömung lernen. Was genau, das erfahren Sie in unserem «Thema des Monats».

A handwritten signature in dark ink, appearing to read 'B. Hartmann', written in a cursive style.

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 21.06.2017	Mai 2017	Juli 2017
EUR/USD	1.113	↘	↘
EUR/CHF	1.085	↘	↘
USD/CHF	0.974	→	→
GBP/USD	1.262	→	↘ Neu
USD/JPY	111.25	↗	↗
AUD/USD	0.756	→	→
USD/SGD	1.390	↗	↗
USD/RUB	59.637	→	→
Leitzinsen			
Schweiz	-0.75 %	→	→
Europa EWU)	0.00 %	→	→
USA	1.00 %	↗	↗

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

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

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

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



1. Aktuelles



Thema des Monats | Bernd Hartmann

Postfaktische Lektionen für Anleger

Die politische Landschaft ist in Bewegung geraten. Das Brexit-Votum und die Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten gelten als eindeutiger Beleg für die tiefsitzende Skepsis gegenüber Eliten und Experten. Fakten treten in solch einem Umfeld in den Hintergrund und zählen nicht mehr. Doch was bedeutet diese gesellschaftspolitische Veränderung für die Finanzmärkte? Und was können Anleger von dieser postfaktischen Strömung lernen?

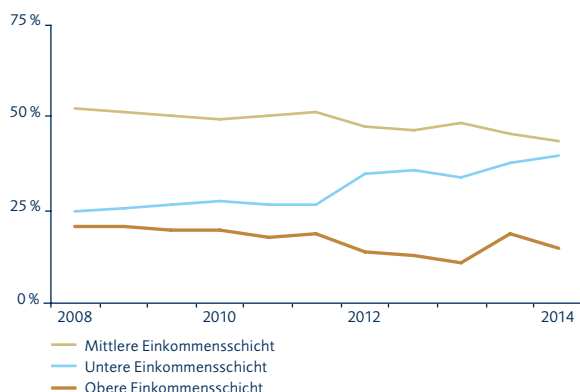
Ökonomische Entwicklungen als Nährboden

Nährboden für die Faktenabwehr bildet die steigende Anzahl unzufriedener Bevölkerungsschichten. Aus ökonomischer Sicht lässt sich diese Unzufriedenheit durchaus nachvollziehen. In den USA wurde vor rund zehn Jahren ein Viertel der Bevölkerung der Unterschicht zugeordnet. Aktuell sind es bereits 40 %. Diese Entwicklung ging zulasten der Mittelschicht, der aktuell rund 44 % der Bevölkerung zugerechnet werden. Die obere Einkommensschicht hingegen blieb weitestgehend konstant. Diese Entwicklung ist insofern ernüchternd, als dass sich die amerikanische Gesamtwirtschaft in den Jahren nach der Finanzkrise wieder deutlich erholen konnte. Hinter dem gestiegenen Unmut steckt somit auch die weiter zunehmende Kluft zwischen Arm und Reich. Die nach der Finanzkrise von vielen erwartete Zäsur fand nicht statt, die Ungleichgewichte sind heute grösser denn je. Dementsprechend gross ist die Enttäuschung vieler Bürger.

Diese Unzufriedenheit führt dazu, dass ein zunehmender Anteil der Gesellschaft aus Enttäuschung und nur mit Widerwillen bereit ist, gegen «die da oben» zu opponieren. Dazu gehört auch, Tatsachen und Fakten zu ignorieren sowie offensichtliche Lügen zu akzeptieren. Am offensichtlichsten ist dies in politischen und gesellschaftlichen Diskussionen wahrnehmbar. In Wahlen zeigt sich dies grundsätzlich in Form einer Abkehr von etablierten Parteien und Politikern. Zulauf erhalten Kandidaten, welche nicht als Teil des politischen Establishments wahrgenommen werden und/oder als Populisten gelten, die einfache Antworten und Lösungen auf immer komplexere Sachverhalte liefern. Wie

der Wahlsieg von Emmanuel Macron in Frankreich gezeigt hat, haben jedoch auch durchaus gemässigte Kandidaten Siegeschancen – zumindest, wenn sie als Teil einer neuen Bewegung wahrgenommen werden.

Schrumpfende US-Mittelschicht



Börsen reagieren nicht

An den Finanzmärkten ist die Faktenabwehr bisher kein grosses Thema. Die realwirtschaftlichen Konsequenzen sind derzeit äusserst unklar, zumal die neuen politischen Kräfte höchst unterschiedliche Ansätze verfolgen. Eine Abkehr von der bisherigen restriktiven Fiskalpolitik kann etwa Wachstumsimpulse freisetzen, was dementsprechend positiv für den Aktienmarkt wäre. Sollte jedoch eine Umverteilung zwischen Unternehmen und Arbeitnehmern zugunsten Letzterer erfolgen, würde sich dies negativ auf die Gewinnmargen und somit auf die Unternehmensgewinne auswirken.

Daher sind die Folgen heute zwar definitiv nicht absehbar, dennoch erstaunt die Gelassenheit der Anleger, denn die Börse gilt als sehr anfällig gegenüber potenziellen Unsicherheiten. Das Angstbarometer der Börse, der Volatilitätsindex Vix, befindet sich derzeit nahe historischer Tiefststände, was als Indiz für sehr entspannte Anleger interpretiert werden kann.

Auch wenn also keine (politische) Unsicherheitsprämie auszumachen ist und dadurch ein potenzieller negativer Überraschungsmoment besteht, ist es grundsätzlich positiv zu werten, dass sich die Finanzmärkte nicht von den Fakten abgewendet haben. Dies ist durchaus keine Selbstverständlichkeit, denn in der Geschichte der Börsen finden sich mehrere Episoden, in denen sich das Handelsgeschehen von den Fundamentaldaten abgekoppelt hat. Grundsätzlich kann solch ein Loslösen in beide Richtungen erfolgen. Das heisst, die Börse untertreibt, wenn die ökonomischen Fakten nicht so negativ sind, wie dies in den Kursen reflektiert und von Anlegern befürchtet wird. Die meisten Beobachtungen beziehen sich jedoch auf eine Übertreibung: Die Marktteilnehmer haben Erwartungen, die jeder ökonomischen Grundlage entbehren, und bezahlen zu hohe Kurse. Dementsprechend gross ist die Fallhöhe in Form einer Marktkorrektur, wenn ein breites Umdenken im Sinne einer Rückbesinnung auf die Fakten einsetzt. Das wohl bekannteste Beispiel der jüngeren Geschichte ist die Dotcom-Blase Ende der 1990er-Jahre.

Nützliche Erkenntnisse

Die historischen Erfahrungen zeigen somit, dass Börsianer gut daran tun, sich an die ökonomischen Fakten zu halten. Anleger sollten dennoch wachsam sein, denn die gesellschaftspolitische Entwicklung hat über kurz oder lang einen Einfluss auf die ökonomische Realität und somit auf die Finanzmärkte.

Es gibt jedoch noch einen weiteren Grund, die postfaktische Strömung genau zu beobachten: Anleger können nämlich durchaus einige Erkenntnisse aufnehmen. So etwa die kritische Haltung gegenüber dem, was wir gemeinhin als Fakten und somit als gegeben erachten. Gemeint ist hier ein gesundes, kritisches Hinterfragen in einem konstruktiven Sinn und nicht ein notorisches Ablehnen oder Negieren. Bestimmt haben Sie auch schon die Erfahrung gemacht, dass Kinder ihre Eltern mit allen möglichen und unmöglichen Fragen regelrecht löchern. Dies dient nicht nur dem Stillen des akuten Wissensdursts,

sondern auch dem Erkennen und Verstehen von Zusammenhängen. Mit zunehmendem Alter haben wir verlernt, Fakten zu hinterfragen. Dies ist insofern gefährlich, als dass dies zu einer Überschätzung des eigenen Wissens führt. Dies belegt auch die sogenannte Behavioral-Finance-Disziplin. Diese noch als relativ jung geltende Strömung innerhalb der Finanzmarktforschung widmet sich besonders der Verhaltensforschung, etwa von Anlegern. Anders als viele andere Theorien geht die Behavioral-Finance-Forschung davon aus, dass der Mensch nicht rein rational agiert. Dementsprechend ist er auch anfällig dafür, emotionale, nichtfaktenbasierte Entscheidungen zu treffen. Eines dieser breit erforschten Verhaltensphänomene ist die Selbstüberschätzung. Experimente zeigen etwa, dass die Befragten ihr eigenes Wissen und ihre Fähigkeiten sukzessive überschätzen. Das Besondere dabei ist, dass diese Überschätzung der eigenen Fähigkeiten zunimmt, je mehr Fachkenntnisse eine Person hat. Dieses Phänomen beschränkt sich nicht auf das Anlageverhalten, sondern findet sich in praktisch allen Lebensbereichen. Das wohl bekannteste Beispiel hierfür ist das Autofahren. Auf die Frage, ob man sich selbst als über- oder unterdurchschnittlicher Fahrer einstuft, ordnen sich die Befragten nicht etwa zu gleichen Teilen den beiden Lagern zu, wie es rational zu erwarten wäre. Befragungen zeigen regelmässig, dass 80 % der Befragten sich als überdurchschnittlich gute Autofahrer bezeichnen.

Und nun?

Die Faktenabkehr grosser Bevölkerungsteile ist Tatsache, auch wenn deren Entwicklung und Auswirkungen noch unklar sind. Die Börse tut gut daran, sich weiter an Fakten zu orientieren. Gesellschaftliche Veränderungen finden jedoch über kurz oder lang ihren Niederschlag an den Finanzmärkten.

Trotz aller Skepsis gegenüber der postfaktischen Strömung sollten Anleger Fakten im Hinblick auf die eigenen (Investment-)Entscheidungen und (Anlage-)Ideen wieder vermehrt kritisch hinterfragen. Dazu kann auch gehören, diese kontrovers mit einem Fachmann zu diskutieren.



Wirtschaftlicher Ausblick | Dr. Thomas Gitzel

Der Euro, Everybody's Darling

Der EUR entwickelte sich jüngst zum Lieblingsskind der Finanzmärkte. Nachlassende politische Risiken nach der Wahl Emmanuel Macrons zum französischen Staatspräsidenten und erfreuliche Konjunkturdaten entfachten eine neue EUR-Stärke. Gleichzeitig kam es aber auch zu einer Schwäche des USD: Donald Trumps Politik enttäuschte die Anleger.

Negative Nachrichten aus den USA ...

Der EUR wandelte sich vom Saulus zum Paulus. Der klare Sieg von Emmanuel Macron bei den französischen Präsidentschaftswahlen beendete die Furcht vor einem Übergreifen populistischer Parteien innerhalb der EU. Auch Konjunkturfrühindikatoren signalisieren eine solide Wirtschaftsentwicklung im gemeinsamen Währungsraum. Doch es war nicht nur die EUR-Stärke, die das Währungspaar EUR/USD zu einem einjährigen Hoch führte, sondern auch eine explizite USD-Schwäche. Wichtige Stimmungsbarometer gaben in den vergangenen Monaten empfindlich nach. Die US-Unternehmen sind angesichts des starken USD und einer restriktiveren Kreditvergabe verunsichert. Gleichzeitig sieht sich Donald Trump mit schweren Vorwürfen konfrontiert. Der US-Präsident soll vertrauliche Geheimdienstinformationen an Russland weitergegeben haben. An den Finanzmärkten befürchtete man deshalb bereits, dass nun ein Amtsenthebungsverfahren drohen könnte und Trump mit seiner Wirtschaftsagenda scheitert. Durch die Flut an negativen Nachrichten wurden die Devisenmärkte deutlich ausgebremst. Von der viel zitierten USD-Stärke konnte zuletzt jedenfalls keine Rede mehr sein.

... werden nicht von Dauer sein

Aus unserer Sicht ist es aber zu früh, den Abgesang auf den USD anzustimmen. Ja, es stimmt, die US-Wirtschaft liess zuletzt nicht unbedingt die Muskeln spielen. Doch der aktuelle Zustand der grössten Volkswirtschaft der Welt lässt sich aus unserer Sicht am besten mit «temporärer Schwäche» beschreiben. Man sollte nicht vergessen, dass die USA die Finanzmarktkrise der Jahre 2008 und 2009 im

Vergleich zu vielen anderen Volkswirtschaften am besten überwunden haben. Es herrscht mittlerweile Vollbeschäftigung, die Löhne legen wieder moderat zu, und der Immobilienmarkt hat sich ebenfalls wieder erholt. Dies alles spricht dafür, dass der private Konsum in den kommenden Quartalen wieder Fahrt aufnimmt. Die US-Notenbank (Fed) ist vor diesem Hintergrund auf dem Weg einer Normalisierung. Fed-Chefin Janet Yellen drehte seit dem Jahr 2015 nun bereits viermal an der Zinsschraube. Weitere Zinserhöhungen wurden in Aussicht gestellt. Darüber hinaus legten die Währungshüter in Washington einen Plan zur Reduzierung der Bilanzsumme der Notenbank vor. Konkret geht es also darum, die ultraexpansive Geldpolitik der Vorjahre wieder rückgängig zu machen. Möglicherweise könnte damit bereits zum Jahresende 2017 begonnen werden.

Fazit

Wenngleich sich die Konjunkturstimmung jenseits des Atlantiks in den vergangenen Monaten deutlich eingetrübt hat, sollte die US-Wirtschaft nicht abgeschrieben werden. Wir rechnen mit einem fortgesetzt soliden Wachstum. Die Fed wird deshalb an ihren graduellen Zinsanhebungen festhalten. Davon dürfte der USD auf Sicht der kommenden Monate wieder profitieren. Ob der EUR derweil den Status «Everybody's Darling» nachhaltig aufrechterhalten kann, bleibt hingegen fraglich.

Kompakt

- Mit Blick auf die US-Wirtschaft kam es zuletzt zu Enttäuschungen: Konjunkturfrühindikatoren gaben nach, und Donald Trump lieferte nicht die erwarteten Wirtschaftsimpulse.
- Die Entwicklung sollte aber nicht in die Zukunft fortgeschrieben werden; wir rechnen weiterhin mit einem robusten Wachstum und einem wieder stärkeren USD.

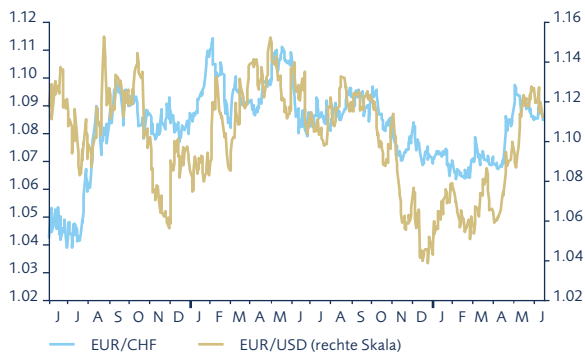


2. Anlageklassen Geldmarkt und Währungen

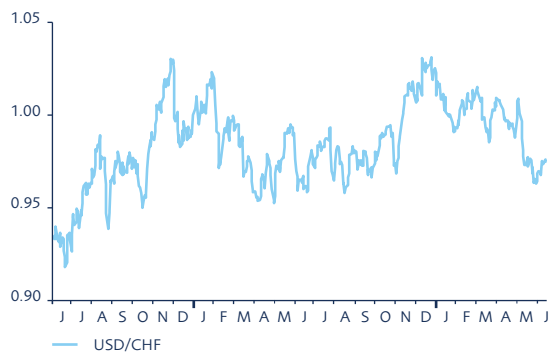
Geldmarkt und Währungen

Märkte im Überblick

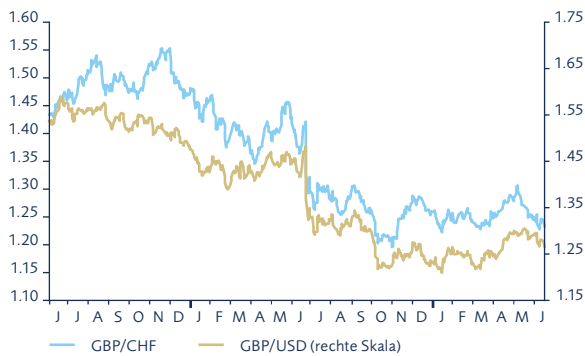
EUR/CHF und EUR/USD: Kursentwicklung seit Juni 2015



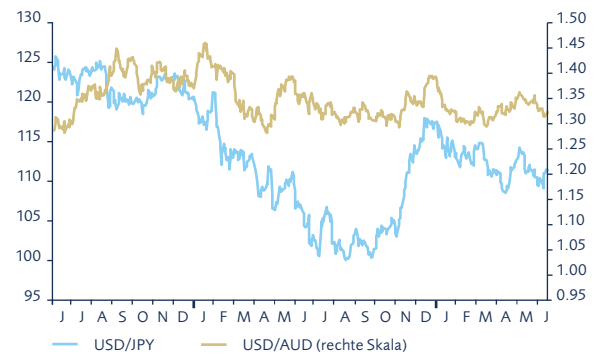
USD/CHF: Kursentwicklung seit Juni 2015



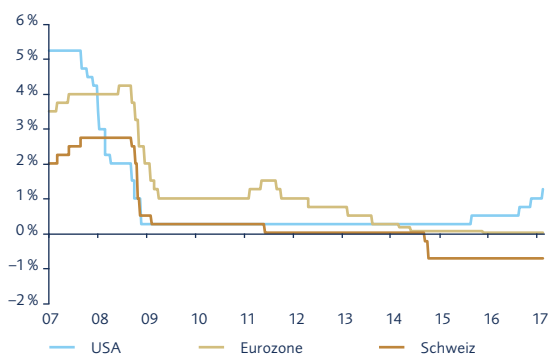
GBP/CHF und GBP/USD: Kursentwicklung seit Juni 2015



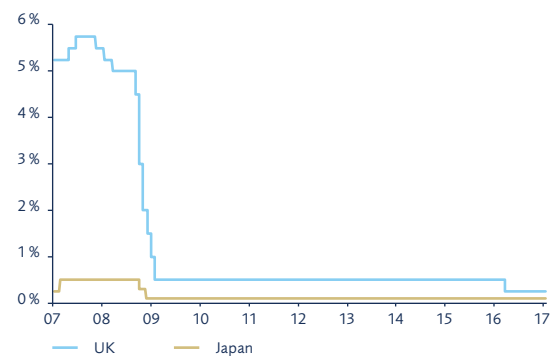
USD/JPY und USD/AUD: Kursentwicklung seit Juni 2015



Leitzinsen Schweiz, Eurozone, USA: Zinsentwicklung seit Januar 2007



Leitzinsen UK und Japan: Zinsentwicklung seit Januar 2007



Markteinschätzung

Die Währungsmärkte kamen in den Frühjahrsmonaten ordentlich in Bewegung. Während der EUR zu «Everybody's Darling» avancierte, geriet der USD in Anbetracht enttäuschender Konjunkturdaten und politischer Skandale unter Druck.

EUR: Everybody's Darling

Wie schnell sich doch Dinge ändern können: Während noch im Jahr 2016 in Anbetracht des britischen EU-Referendums über den Zusammenbruch der EU und damit der Eurozone diskutiert wurde, ist die europäische Gemeinschaftswährung plötzlich das Lieblingskind der Finanzmärkte. Der Wahlsieg von Emmanuel Macron bei den französischen Präsidentschaftswahlen war die Initialzündung zu den deutlichen Aufwertungen des EUR. Der klare Sieg des bekennenden Europäers und das schlechter als erwartete Abschneiden des rechtspopulistischen Front National unter Marine Le Pen beendete die Furcht vor einer generellen EU-feindlichen Stimmung innerhalb des Völkerbunds. Gleichzeitig wurde das verbesserte politische Umfeld noch mit einem erfreulich positiven wirtschaftlichen Datenkranz gekrönt. Wichtige Konjunkturfrühindikatoren schossen regelrecht in die Höhe, und auch das Wachstum in den ersten drei Monaten des Jahres 2017 trägt mit einem Zuwachs von 0.6 % gegenüber dem Vorquartal das Prädikatssiegel «respektabel». Tatsächlich geht man davon aus, dass das Wachstum innerhalb der Eurozone im laufenden Jahr besser ausfallen wird als allgemein zum Jahresende 2016 angenommen. Darüber hinaus zeigt sich auch, dass in einzelnen Ländern des Währungsraums der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts (BIP) an Breite gewinnt. Dazu gehört etwa Deutschland. War es dort in den vergangenen Jahren vor allem der private Konsum, der das Wachstum antrieb, sind es nun auch die Exporte und die Investitionen, die wieder Fahrt aufnehmen. Damit steht der BIP-Zuwachs nicht mehr nur auf einem Bein und nährt Hoffnungen auf einen sich selbst verstärkenden Aufschwung.

USA: Das Sorgenkind

Aus den USA kamen derweil ernüchternde Nachrichten. Wichtige Konjunkturfrühindikatoren gaben deutlich nach. Der starke USD, die steigenden Zinsen, eine restriktivere Kreditvergabe der Banken und merklich höhere Preise innerhalb des verarbeitenden US-Gewerbes vermiesen die gute Stimmung. Darüber hinaus legt das BIP im Quartalsvergleich lediglich um 0.3 % in den ersten drei Monaten des Jahres 2017 zu. Wäre es nur die Wirtschaft gewesen, die für schlechte Nachrichten sorgt, wäre dies zu verkraften gewesen – doch wenn es dicke kommt, dann richtig: Auch das Weiße Haus in Washington rührte in der versalzenen Suppe kräftig mit. Die Weitergabe von US-Geheimdienstinformationen von Donald Trump an Russland schürte die Ängste vor einem drohenden Amtsenthebungsverfahren.

Obacht: Den Kompass nicht aus den Augen verlieren

Sicher – in der Eurozone läuft es derzeit relativ rund. Doch es ist wichtig, den Kompass nicht aus den Augen zu verlieren. Die Inflationsrate des gemeinsamen Währungsraums wird noch über einen längeren Zeitraum hinter den Zielvorgaben der Europäischen Zentralbank (EZB) zurückbleiben. Zum Hintergrund: Die Arbeitslosenquote liegt noch bei hohen 9.4 %, weshalb die Löhne für die Eurozone insgesamt kaum nennenswert wachsen werden. Damit wird aber die Kerninflationsrate, also die Teuerungsentwicklung unter Herausrechnung der Energie- und Lebensmittelpreise noch weit in das Jahr 2018 hinein im 1%-Bereich verharren. An den Finanzmärkten spekulierte man bereits in Anbetracht nachlassender politischer Risiken und einer soliden wirtschaftlichen Situation auf eine EZB-Zinsanhebung in den Sommermonaten 2018. In Anbetracht der Teuerungsentwicklung erscheinen uns diese Markterwartungen jedoch überzogen. Mario Draghi wies in der jüngeren Vergangenheit mehrfach darauf hin, dass die Notenbank ein Inflations- und kein Wachstumsziel habe. Mit einer Zinsanhebung im Jahr 2018 rechnen wir deshalb nicht. Die EZB steht

gleichwohl unter Druck, ihre Anleihenkäufe im Laufe des Jahres 2018 allmählich zurückzufahren, da sie sonst die zu Beginn des Programms gesetzte Grenze, nicht mehr als 33 % der Anleihen eines Emittenten zu kaufen, überschreiten würde. Wegen der unbefriedigenden Inflationsentwicklung dürfte der Ausstieg jedoch sehr graduell über einen längeren Zeitraum erfolgen. Die an den Devisenmärkten eingepreisten Zinsanhebungsfantasien gehen aus unserer Sicht daher zu weit – das Enttäuschungspotenzial für die kommenden Monate ist gross. Wir rechnen mit einer EUR-Schwäche. Umgekehrtes gilt für die USA: Die US-Notenbank (Fed) dürfte derweil an ihrer Politik der graduellen Zinserhöhungen festhalten. Im Mai fiel die Arbeitslosenquote auf ein Nachkrisentief von 4.3 %. Die gute Beschäftigungssituation spricht für steigende Löhne und wachsende Konsumausgaben. Das US-Wachstum dürfte deshalb in den kommenden Quartalen einen Zahn zulegen, was für eine weiterhin restriktivere Geldpolitik spricht. Es sollte darüber hinaus nicht davon ausgegangen werden, dass die politische Agenda von Donald Trump nun vollständig abgeschrieben ist. Steuersenkungen und eine Erhöhung der Staatsausgaben bleiben auf dem Tisch. Mit konjunkturstimulierenden Massnahmen sollte deshalb weiterhin gerechnet werden.

Innerhalb der Fed wird mittlerweile laut darüber nachgedacht, auch die Bilanzsumme der Notenbank zu reduzieren. Konkret geht es darum, die Wiederanlage fällig werdender Anleihen zu reduzieren. Laut Fed-Kommentaren könnte damit bereits zum Jahresende 2017 begonnen werden. Die Fed wäre mit diesem Schritt endgültig auf dem Weg, die ultraexpansive Geldpolitik der vergangenen Jahre zurückzudrehen, was ein starkes Signal für den USD wäre. Anders formuliert: Auch die relative Bilanzsummenentwicklung (EZB- versus Fed-Bilanz) spräche für Aufwertungen des USD.

Fazit

Der EUR war zuletzt wieder gefragt: Nachlassende politische Risiken und gute Wirtschaftsdaten verhalfen der europäischen Gemeinschaftswährung zu breitflächigen Aufwertungen. Wir teilen jedoch nicht die Ansicht, dass die EZB bereits im kommenden Jahr mit Zinserhöhungen aufwarten wird. Die an den Geldmärkten bereits sichtbaren Zinsfantastien gehen zu weit – es wird zu Enttäuschungen kommen. Aus diesem Grund dürfte der EUR sowohl gegenüber dem USD als auch gegenüber dem CHF auf Sicht der kommenden drei bis sechs Monate wieder zu Abwertungen neigen.

Kompakt

- An den Devisenmärkten kam es zuletzt zu Bewegung.
- Der EUR zeigte generelle Stärke, der USD hingegen generelle Schwäche.
- Aus unserer Sicht geht die EUR-Stärke jedoch zu weit. Die an den Finanzmärkten eingepreisten EZB-Zinserhöhungsfantasien erscheinen überzogen.

Leitzinsen

Juli 2017

Schweiz	→
Europa (EWU)	→
USA	↗

Bandbreite für unsere Zinsprognose auf drei bis sechs Monate

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

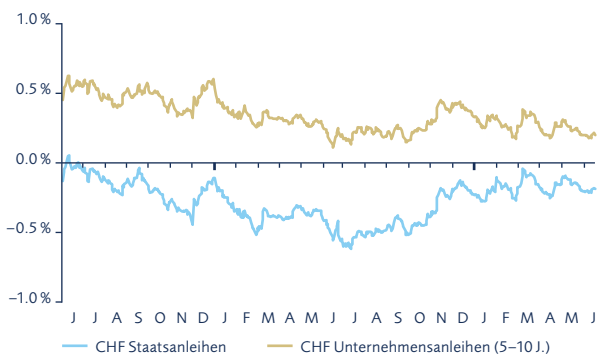


2. Anlageklassen Anleihen

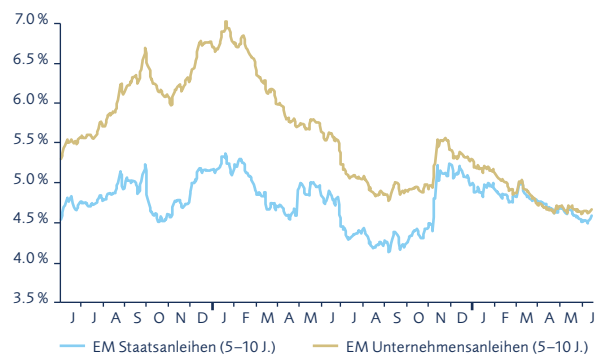
Anlageklassen Anleihen

Renditen im Überblick

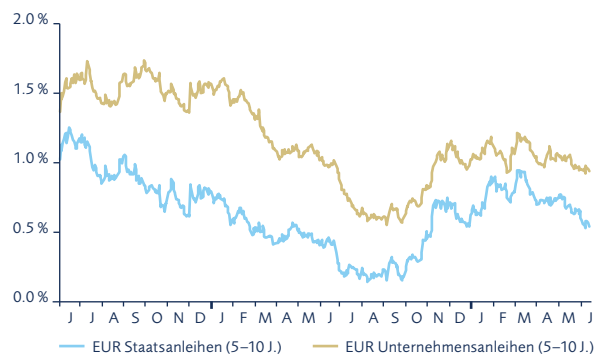
Schweiz: Renditeentwicklung seit Juni 2015



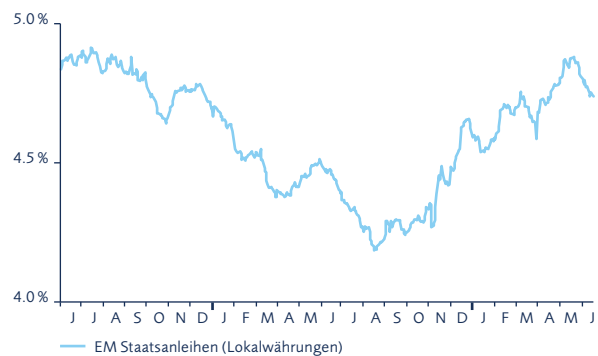
Schwellenländer (Hartwährung): Renditeentwicklung seit Juni 2015



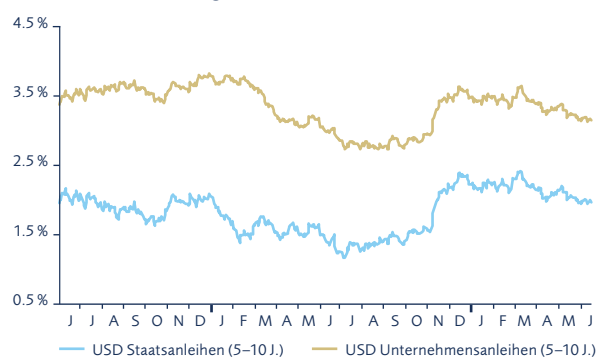
Europa: Renditeentwicklung seit Juni 2015



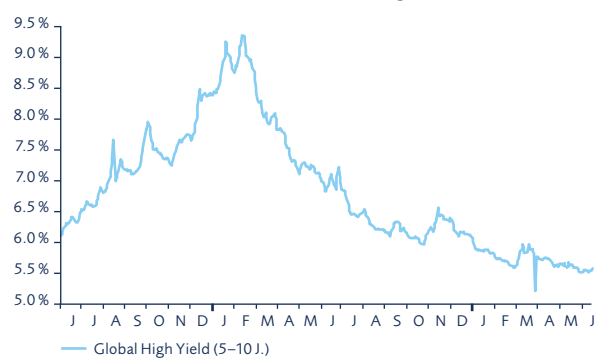
Schwellenländer (Lokalwährung): Renditeentwicklung seit Juni 2015



USA: Renditeentwicklung seit Juni 2015



Hochverzinsliche Anleihen: Renditeentwicklung seit Juni 2015



Markteinschätzung

Renditerückgang dies- und jenseits des Atlantiks

Und wieder gleicht sich das Bild: Vielerorts müssen die Renditeprognosen nach unten angepasst werden. Damit wiederholt sich ein alljährlich zu beobachtendes Phänomen. Während zum Jahresende stellenweise sehr ambitionierte Renditeanstiege prognostiziert werden, rudert die Analystengemeinde nur wenige Monate später oftmals deutlich zurück. Renditen lang laufender Staatsanleihen scheinen die Höhe zu scheuen. In den zurückliegenden Wochen war nun sogar ein deutlicher Rückgang der Verzinsung am langen Ende der Zinskurve zu beobachten. Rentierten etwa zehnjährige US-Staatsanleihen noch im März 2.62 %, waren es zuletzt nur noch 2.20 %. Im Sog des US-Markts fielen auch die europäischen Pendanten wie etwa deutsche Bundesanleihen. Fallende Inflationsraten, enttäuschende US-Konjunkturdaten und eine angesichts politischer Skandale gelähmte US-Politik drückten die Renditen wieder nach unten. Doch wir wollen an dieser Stelle nicht in den Rückspiegel schauen, sondern den Blick nach vorne richten.

US-Kreditvergabe führt zu Sorgenfalten

Auch wir erwarten einen Anstieg langfristiger Zinsbindungen, allerdings ist unsere Prognose im Verhältnis zur Konsensmeinung weniger ambitioniert. Für zehnjährige US-Staatsanleihen erscheint uns ein Anstieg auf 2.5 % realistisch. Doch was spricht überhaupt für ein höheres Niveau, wenn sich doch Staatsanleihen auf den gegenwärtigen Niveaus wohlfühlen scheinen? Die in den vergangenen Wochen enttäuschenden US-Konjunkturdaten sind aus unserer Sicht temporärer Natur. Gründe für einen nachhaltigen wirtschaftlichen Abschwung der grössten Volkswirtschaft der Welt sehen wir derzeit keine. Die gute Beschäftigungssituation in den USA spricht zumindest für einen moderat anziehenden privaten Konsum in den kommenden Quartalen. Sorgen bereiten derzeit aber die deutlich nachlassenden Zuwachsraten der Kreditvergabe an US-Unternehmen. Noch vor zwölf Monaten lagen die Kreditwachstumsraten bei über 10 % im Jahresvergleich,

zuletzt wurden gerade einmal magere 2 % vermeldet. Eine nachlassende Kreditvergabe war in der Vergangenheit unter anderem auch ein verlässlicher Rezessionsindikator – gerade wohl auch deshalb konnten Staatsanleihen profitieren. Doch Umfragen unter US-Banken zeigen, dass die Kreditvergaberichtlinien nach einer restriktiveren Handhabung im Jahr 2016 zuletzt wieder gelockert wurden. Da die Kreditvergaberichtlinien eine verlässliche Grösse für die künftigen Ausgaben von Krediten sind, kann davon ausgegangen werden, dass die Unternehmen finanziell nicht austrocknen werden. Es ist also wieder mit einem zunehmenden Finanzierungsgeschäft in den bevorstehenden Monaten zu rechnen, was gut für die US-Wirtschaft ist.

Bilanzsummenreduktion wird konkreter

Es sollte noch etwas bedacht werden: Die US-Notenbank (Fed) hat neben ihrer letzten Zinserhöhung auch noch eine Bilanzverkürzung in Aussicht gestellt. Es wurde hierfür eine anfängliche Obergrenze von USD 10 Mrd. pro Monat ins Feld geführt, die nach einem Jahr schrittweise auf USD 50 Mrd. angehoben werden soll. Der Bilanzsummenabbau würde nach diesem Plan sogar schneller vorangehen, als allgemein erwartet wird. Wenn sich die Wirtschaft wie erwartet entwickelt, will die Fed in diesem Jahr mit dem Abbau beginnen. Laut Fed-Chefin Janet Yellen könnte die Entscheidung «relativ bald» fallen, was als zarter Hinweis auf die Septembersitzung verstanden werden kann. Eine Reduktion der Bilanzsumme könnte den von uns erwarteten moderaten Renditeanstieg unterstützen. Da die USA als Leitmarkt für den europäischen Kontinent fungieren, dürften sowohl zehnjährige Bundesanleihen als auch zehnjährige eidgenössische Staatsanleihen mit nach oben befördert werden. Aber auch hierbei gilt: Mit einem deutlichen Sprung ist nicht zu rechnen, es sollte hierzulande ebenfalls moderat zugehen.

Faule Kredite belasten Wachstum in Europa

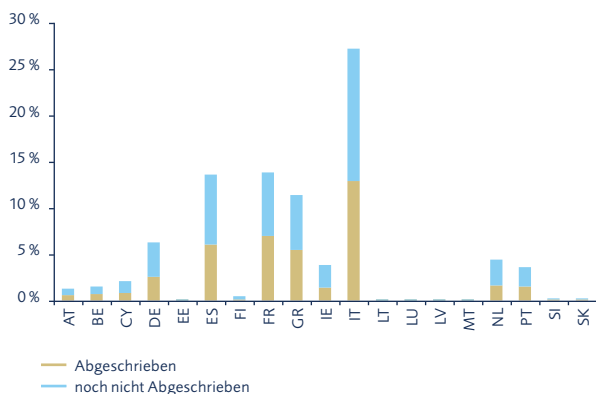
In Europa belasten weiterhin faule Bankkredite das Wachstum einzelner Länder. Während Griechenland, Zypern und Irland den schlimmsten Teil der Krise bereits hinter sich haben, ist die Gefahr in Italien, Portugal und Spanien weiterhin omnipräsent. Es fällt auf, dass genau diese Ländergruppe (mit Ausnahme von Irland) im realen wirtschaftlichen Output noch immer unter dem Niveau des Jahres 2007 liegt. Hohe Volumen an faulen Krediten schmälern die Rentabilität von Banken – die Finanzierung der Realwirtschaft mit frischen Krediten wird dadurch belastet.

Bankenkrise in Italien am prekärsten

Im Hinblick auf das absolute Volumen an faulen Krediten liegt Italien mit EUR 271 Mrd. an der Spitze, gefolgt von Frankreich mit EUR 138 Mrd. und Spanien mit EUR 136 Mrd. Faule Kredite sind dann unproblematisch, wenn vorab schon Abschreibungen vorgenommen wurden. Noch nicht abgeschrieben wurden EUR 143 Mrd. in Italien, EUR 75 Mrd. in Spanien und EUR 21 Mrd. in Portugal. Hier müssen Kapitalerhöhungen durchgeführt werden. Wenn dies nicht möglich ist, hilft nur die Übernahme durch eine finanzstarke Bank. Das Einschliessen öffentlicher Gelder, auch «Bail-out» genannt, ist mit der neuen Abwicklungsrichtlinie (Bank Recovery and Resolution Directive, kurz BRRD) seit Januar 2016 nicht mehr erlaubt. In Italien ist die Kapitalerhöhung der Veneto Banca und Banca Popolare di Vicenza über EUR 6.2 Mrd. gescheitert, es droht eine Systemkrise. Die Regierung macht nun Druck auf die Grossbanken. Nach der Rettung von vier Regionalbanken in den Jahren 2015 und 2016 sollen sie nun wiederum eingreifen. Anderenfalls müssten Gläubiger der Banken entweder auf Forderungen verzichten oder Schuldpapiere in Eigenkapital umwandeln. In diesem Fall spricht man von «Bail-in». Dies ist in Italien von politischer Brisanz, weil Schuldpapiere von Banken in der Bevölkerung breit gestreut sind. Da innerhalb der Jahresfrist Parlamentswahlen anstehen und die EU-kritische Fünf-Sterne-Bewegung in den Umfragen ohnehin schon vorne liegt, wird die Regierung alles unter-

nehmen, um diesen Weg nicht einschlagen zu müssen.

Faule Kredite



Fazit

Solange das Problem der faulen Kredite in Italien, Spanien und Portugal besteht, empfehlen wir konservativen Anlegern, Unternehmens- und insbesondere Bankanleihen aus diesen Märkten zu meiden. Zu gross ist das politische und konjunkturelle Risiko.

Benchmark

Benchmark	Juli 2017	% YTD ¹
Staatsanleihen Schweiz ²	↗	0.12 %
Staatsanleihen Europa (EUR) ²	↗	0.41 %
Staatsanleihen USA ²	↗	2.44 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen Schweiz ²	↗	0.55 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen Europa (EUR) ²	↗	1.02 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen USA ²	↗	4.46 %
High-Yield-Anleihen ³	↘	4.38 %
Anleihen Emerging Markets (Hartwährungen) ³	→	6.52 %
Anleihen Emerging Markets (Lokalwährungen) ³	→	9.84 %

¹ Daten per 21.06.2017

² Rendite

³ Total Return

Kompakt

- Analysten passen Renditeprognosen nach unten an.
- Moderater Zinsanstieg sollte dennoch auf der Agenda stehen.
- Zu viele US-Konjunktursorgen eingepreist.
- Faule Kredite belasten die Peripheriestaaten
- Bankenkrise in Italien im Fokus

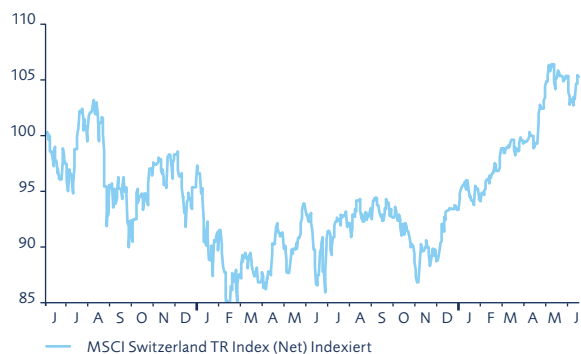


2. Anlageklassen
Aktien

Anlageklassen Aktien

Aktienindizes im Überblick

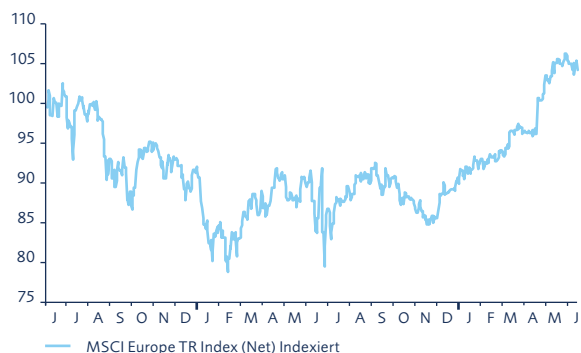
Schweiz: Kursentwicklung seit Juni 2015 (indexiert)



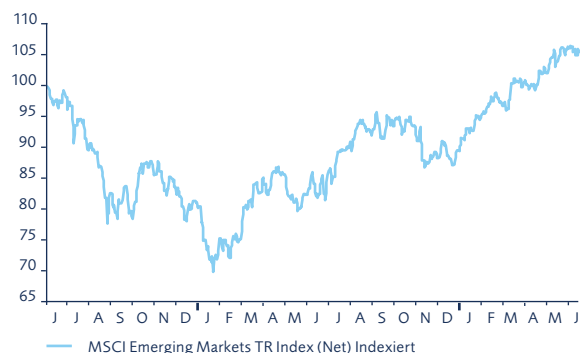
Pazifik: Kursentwicklung seit Juni 2015 (indexiert)



Europa: Kursentwicklung seit Juni 2015 (indexiert)



Schwellenländer: Kursentwicklung seit Juni 2015 (indexiert)



Nordamerika: Kursentwicklung seit Juni 2015 (indexiert)



Grossbritannien: Kursentwicklung seit Juni 2015 (indexiert)



Markteinschätzung

Wiederkehrend mit dem Wonnemonat Mai bestimmt die alte Börsenweisheit «Sell in May and go away» jedes Jahr auf ein Neues die Anlagediskussionen. Dieser Spruch stammt ursprünglich aus England und beinhaltet den wichtigen Zusatz «... but remember to come back in September». Die Beobachtung, die diesem Spruch zugrunde liegt, verweist somit nicht auf einen schwierigen Investmentmonat Mai, sondern auf traditionell schwache Anlagerenditen während der Sommermonate und eine vergleichbar bessere Börsenrendite während der Wintermonate. Was ist hierbei der Hintergrund?

Erwartungen bestimmen den Preis

Die ersten Handelsmonate eines Jahres sind von einer hohen Informationsdichte geprägt, ausgelöst durch Jahresberichterstattungen und die Veröffentlichung der Ergebnisse für das erste Quartal. Diese haben eine hohe Bedeutung für die Validität der bisherigen Erwartungen an das laufende Geschäftsjahr. Gleichermassen werden in Europa im April und Mai die meisten Dividendenzahlungen vorgenommen. All dies zusammen sorgt für erhöhte Handelsumsätze, denen im Normalfall ruhigere Wochen und Monate folgen. Der nächste wichtige Zeitpunkt zum Abgleich von Wunsch und Wirklichkeit liegt dann im Herbst mit der Veröffentlichung der Drittquartalsergebnisse – diese haben auch massgeblichen Einfluss auf die Erwartungen für das folgende Geschäftsjahr.

Betrachtet man nun die monatlichen Aktienrenditen, so trifft die eingangs erwähnte Börsenweisheit durchaus zu. In den vergangenen zehn Jahren rentierten die Sommermonate Juni bis September im Durchschnitt zumeist negativ, während die vergleichbaren Jahresrenditen ohne diese vier Monate deutlich positiv waren. Neben dem MSCI World wiesen auch der SMI, DAX oder Euro Stoxx 50 die gleichen Muster aus. In vier von zehn Beobachtungszeitpunkten trug der Sommer jedoch zum Teil deutlich positiv zur Gesamtrendite bei.

Die Betrachtung der Monatsrenditen zeigt jedoch auch auf, dass vor allem der Januar und der Juni die wirklich

schwachen Monate darstellen. Ein saisonales Timing mit Ausschluss dieser beiden Monate würde den Anlageerfolg beträchtlich verbessern. Ob es sich nun wirklich lohnt, alle Aktien zu den jeweiligen Monaten zu verkaufen, um dann in den Folgemonaten wieder zu kaufen, ist sehr fraglich. Anderenfalls ergeben diese Beobachtungen spannende Erkenntnisse, denn schwache Monate könnten auch attraktive Einstiegsmonate sein.

In der Schwäche liegt die Stärke

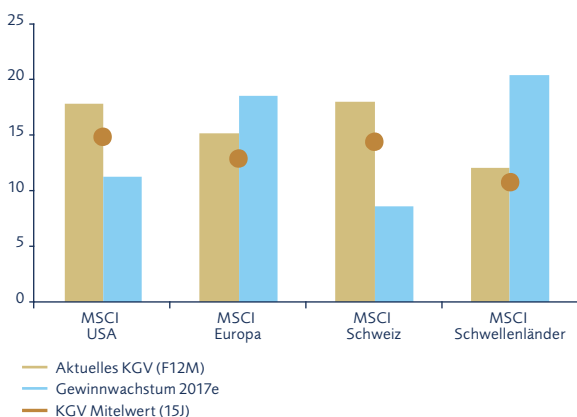
Die strategische Vermögensaufteilung und ein Fokus auf langfristige Anlagethemen bestimmen den grössten Anteil am Anlageerfolg. Eine «ruhige Hand» mit durchdachter Anlagedisziplin lohnt sich mehr, als kurzfristigen Ängsten oder spekulativen Renditeoptimierungen nachzugeben. Die Erwartung möglicher schwächerer Sommermonate bietet im Umkehrschluss auch attraktive Zeitfenster, um Investitionen zu überprüfen und zu optimieren. Der Sommer stellt hierbei einen guten Zeitraum dar, um spannende Anlagethemen aufzunehmen. Lenken wir den Fokus auf die fundamentalen Rahmenbedingungen, so unterstützen ein sich global verbessernder Arbeitsmarkt, das weltweite Wirtschaftswachstum und die sich verbessernde Produktivität weiterhin unternehmerische Investitionen. In diesem Kontext sind die bisherigen Wahlergebnisse in Europa (unter anderem in England, Italien und Frankreich) sehr proeuropäisch und gleichfalls marktstimulierend. Die Bürger in Europa zeigen ihre Unzufriedenheit, wollen aber gleichzeitig konstruktive Lösungen von den bisherigen und neuen Regierungen.

Die treibenden Wirtschaftsregionen hierbei sind die USA, Europa und Asien mit Japan. In diesen Regionen wird durch einen sich verbessernden Arbeitsmarkt und steigenden Konsum die Binnenkonjunktur gestärkt, nationale und internationale Infrastrukturprojekte initiiert und gleichfalls die langfristige Produktivität gefördert.

Dieses wirtschaftliche Szenario ist den Marktteilnehmern jedoch bestens bekannt, und hohe Bewertungen sind nun die Folge. Es wird somit zu erwarten sein, dass in einem

fortgeschrittenen Trend der Fokus mehr auf jene Sektoren, Regionen und Einzelwerte fällt, welche bisher schwächer rentiert haben und mögliche Bewertungsvorteile haben.

Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV): Bewertung und Wachstum der Unternehmensgewinne



Aktive Anlageentscheide machen den Unterschied

Besonders gravierend fällt die hohe Bewertung bei Schweizer Aktien aus, die gleichzeitig auch das geringste Wachstum der Unternehmensgewinne ausweisen. Im Vergleich hierzu rechtfertigt das sehr hohe Gewinnwachstum in Europa und in den Schwellenländern die derzeitigen Marktpreise.

Die kurzfristig euphorische Stimmung kann Börsenkurse hoch hinaustragen, jedoch trennt mittelfristig das Gewinnwachstum die Spreu vom Weizen. Aktiven Anlageentscheiden wird für den weiteren Jahresverlauf eine höhere Bedeutung zukommen.

Dies bewog uns zur Auflage unserer Top-Ten-Baskets für die Schweiz und Europa. Der klare Vorteil ist, attraktive Unternehmen aus einem bereits hoch bezahlten Aktienumfeld herauszuschälen, um fokussiert in Qualität zu investieren. Gleichzeitig sollte ein spezifischer Länder- und Sektorenfokus gute Anlagevorteile verschaffen. Das starke Wirt-

schaftswachstum bewog uns zu einem Übergewicht der Schwellenländer mit Fokus auf Asien, und über alle Regionen hinweg bietet die Partizipation an Infrastrukturinvestitionen sehr spannende Anlageopportunitäten. Gemessen am Bruttoinlandprodukt werden in Schwellenländern die höchsten Infrastrukturausgaben getätigt. Dies liegt daran, dass dort die Industriedichte sowie Transport- und Logistikstrukturen geringer ausgeprägt sind als in entwickelten Ländern. In den USA oder Europa stehen Modernisierungen im Vordergrund, mit dem Ziel, die Produktivität zu steigern.

Mit Besonnenheit dem Sommer begegnen

Die Konsolidierung im Mai verunsichert, und die Statistik nährt verunsichernde Emotionen. Jedoch bieten die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sehr gute Anlageopportunitäten, die mit Besonnenheit und einem klaren Blick auf die günstige Faktenlage in den Sommermonaten gute Einstiegsmöglichkeiten bieten sollten.

Kompakt

- Wir bleiben über die Sommermonate hinweg in Bezug auf Aktien positiv gestimmt und favorisieren folgende Anlagethemen:
- Smart und aktiv investieren mit unseren Top-Ten-Baskets für die Schweiz und Europa
- Übergewichtung der Schwellenländer mit Fokus auf Asien
- Infrastruktur: eine Investition in die Zukunft
- VP Bank China Consumer Basket

MSCI-Benchmark

	Juli 2017	% YTD ¹
Schweiz	→	12.41 %
Europa	→	15.37 %
Nordamerika	→	9.17 %
Pazifik (inklusive Japan)	→	10.83 %
Emerging Markets	↗	17.60 %

Bandbreite für unsere absoluten Performanceeinschätzungen auf drei bis sechs Monate

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

¹ Daten per 21.06.2017, Nettorendite mit Dividende in lokaler Währung

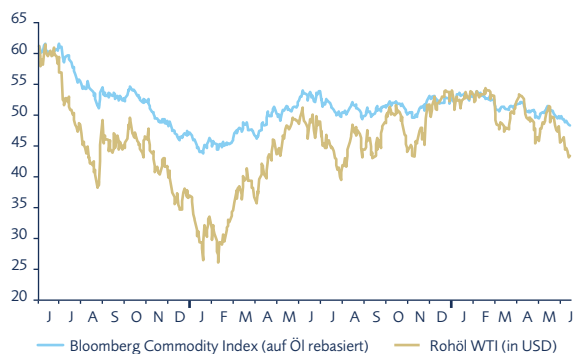


2. Anlageklassen Alternative Anlagen

Anlageklassen Alternative Anlagen

Überblick Alternative Anlagen

Rohstoffe: Kursentwicklung seit Juni 2015



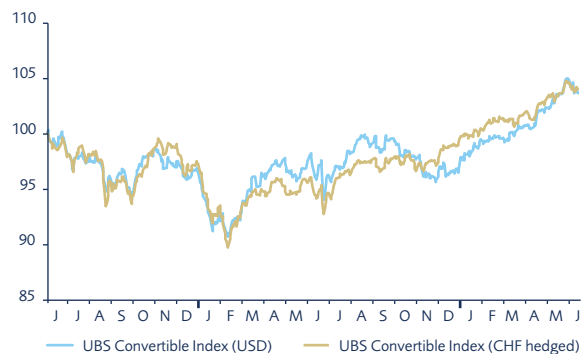
Private Equity: Kursentwicklung seit Juni 2015 (indexiert)



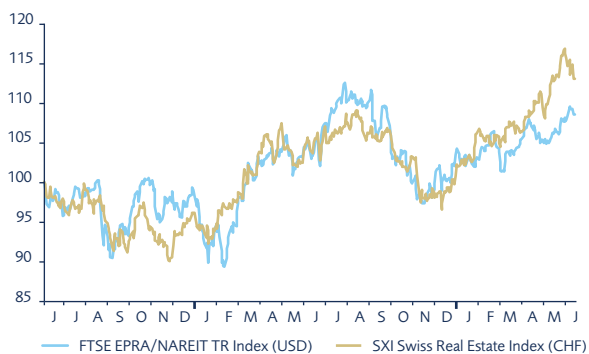
Gold: Kursentwicklung seit Juni 2015



Wandelanleihen: Kursentwicklung seit Juni 2015 (indexiert)



Immobilien: Kursentwicklung seit Juni 2015 (indexiert)



Hedgefonds: Kursentwicklung seit Juni 2015 (indexiert)



Anlageklassen Alternative Anlagen | Bernhard Allgäuer

Markteinschätzung

Wandelanleihen

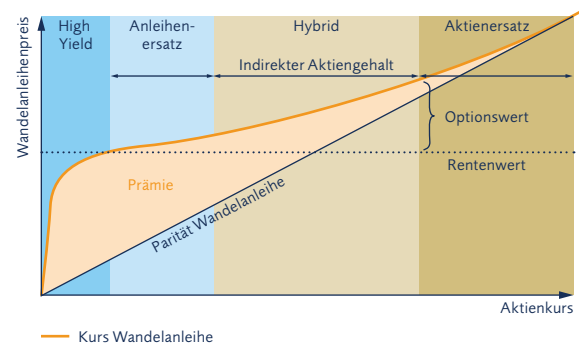
Seit dem Jahr 2014 bewegen sich Wandelanleihen in einem Seitwärtskanal, welcher mal 6 % nach oben, mal 6 % nach unten ausschlägt. Im Mai konnte der Index die alten Höchststände von Sommer 2014 durchbrechen und neue Allzeithochstände erreichen. Angesichts immer neuer Rekordstände an den Aktienmärkten und Tiefststände bei Zinsen sowie Kreditaufschlägen war der Ausbruch eigentlich überfällig.

Angesichts der Fundamentaldaten nicht günstig, aber ...

Der globale Wandelanleihenindex der UBS hält in USD rund 50 %, in EUR 35 % sowie in asiatischen Währungen 15 % Schuldner. Die Verfallsrendite (bzw. Rendite auf vorzeitige Kündigung) von Wandelanleihen ist also eine Mischung aus diesen Währungen. Diese beträgt momentan -3.7 %. Im Vergleich dazu rentieren «normale» Anleihen (Straight Bonds) mit +3.9 %. Eine Minderrendite von Wandelanleihen ist zwar üblich – das ist quasi der Preis für das Wandelrecht – die Differenz von 7.6 % ist aber derzeit doch etwas hoch. In den letzten Jahren war eine Differenz von 5.5 % üblich.

Wandelanleihen bestehen sowohl aus einer Aktien- als auch aus einer Anleihenkomponente. Für Aktien haben wir derzeit eine neutrale Einschätzung (mit Ausnahme von Schwellenländern). Der Zyklus steigender Aktien hat bereits im Jahr 2009 begonnen und ist in die Jahre gekommen. Dass es nach den starken Kursgewinnen zu Rückschlägen kommen wird, liegt auf der Hand. Die Märkte reagieren sensibler auf kleine Verunsicherungen – es dürfte somit zu erhöhter Volatilität kommen. Ein Beispiel hierfür ist die Übernahme der Biosupermarktkette Whole Foods Market durch Amazon. Konkurrenten wie Kroger verloren daraufhin bis zu 33 %, Walmart 8 % und Target 12 %. Trotz erhöhter Nervosität sind die Aktienmärkte noch in einem Aufwärtstrend. Bei den Anleihen hingegen erwarten wir Verluste aufgrund steigender Zinsen. In absoluter Betrachtung sind wir daher gegenüber Wandelanleihen zurückhaltend eingestellt.

Wandelanleihen



... aus taktischen Gründen sinnvoll

Im Gegensatz zu Aktien und Anleihen ist allerdings das Chance-Risiko-Verhältnis bei Wandelanleihen asymmetrisch. Es besteht lediglich bescheidenes Verlustpotenzial, weil Verluste nur bis zum fairen Wert einer Anleihe (dem Bond-Floor) anfallen können. Bei weiter steigenden Aktienmärkten hingegen können die Gewinne theoretisch unbeschränkt ausfallen. Je nach Risikoneigung können Wandelanleihen daher ein sinnvolles Instrument sein, um von einem weiteren Anstieg der Märkte zu profitieren.

Was gilt es bei Investitionen zu beachten?

Das asymmetrische Kursverhalten von Wandelanleihen funktioniert jedoch nur bei «at-the-money»-Papieren. Bei der Auswahl von Fonds sollte sichergestellt werden, dass die Strategie nicht zu aktien- oder kreditlastig, sondern im hybriden Bereich angesiedelt ist. Fonds, welche sich im Bullenmarkt unterdurchschnittlich entwickelt haben, dürften in Korrekturphasen einen grösseren Schutz bieten. Wichtig ist auch, darauf zu achten, dass der Fonds Fremdwährungsrisiken absichert. Währungsschwankungen können schnell stärker werden als die Schwankungen der Anlageklasse selbst.

Cat-Bonds/Insurance-Linked Securities (ILS)

In Zeiten negativer Zinsen sind Aktien (fast) alternativlos. Aber was passiert, wenn die Aktienmärkte überhitzen oder die Zinsen steigen? Für dieses Szenario eignen sich Cat-Bonds/Insurance-Linked Securities (ILS), denn sie entwickeln sich unabhängig von Konjunktur und Finanzmärkten. Ihre Rendite orientiert sich an den Versicherungsprämien und danach, ob eine Naturkatastrophe eintritt oder nicht. Aus diesem Grund bieten sie überdurchschnittliche Diversifikationseigenschaften und eignen sich für jedes gemischte Portfolio.

Transfer von Risiko

Im Jahr 1994 wurde der erste Cat-Bond am Kapitalmarkt platziert. Damit können Versicherungen Klumpenrisiken mit Hilfe von Verbriefung an den Kapitalmarkt abtreten und so die Eigenmittelkosten optimieren. Die häufigsten transferierten Risiken sind:

- Windschäden in den USA
- Sturmschäden in Europa
- Erdbebenschäden in Japan

Cat-Bonds haben Laufzeiten von ein bis zwei Jahren. In der Zwischenzeit werden sie wie normale Anleihen mit Kursabhängigkeit von Angebot und Nachfrage täglich gehandelt. Die Versicherungsprämien richten sich nicht nur nach Angebot und Nachfrage, sondern vor allem nach dem modellierten Risiko, oder anders gesagt nach dem erwarteten Verlust bzw. der Schadenswahrscheinlichkeit. Bei geringer Schadenswahrscheinlichkeit sind Prämien im tiefen, einstelligen Bereich realistisch, bei höheren erwarteten Schadenshäufigkeiten sind jedoch durchaus zweistellige Prämien möglich. Der Anleger sollte sich bei der Auswahl des Risikoprofils an diesen modellierten Risiken orientieren. Der Track-Record ist nicht unbedingt aussagekräftig, sofern in dieser Zeit keine grösseren Naturkatastrophen eingetreten sind. Aus Risiko-/Renditesicht konnte sich die Anlageklasse in der Vergangenheit gegenüber Aktien und Anleihen durchsetzen – der grosse Stresstest blieb bisher aus.

Diversifikation

Im Schadensfall geht das gesamte Kapital an den Versicherungsnehmer, anderenfalls wird es samt Zins und Prämie an den Anleger zurückbezahlt.

Für Anleger eignet sich die Anlageklasse daher nur in Form eines Fonds, in dem teils über hundert verschiedene Risiken abgebildet sind. Dank dieser Diversifikation werden ein Hurrikan in den USA und ein gleichzeitiges Erdbeben in Japan unwahrscheinlich.

Kein Zinsänderungsrisiko

Im Gegensatz zu herkömmlichen Anleihen besteht so de facto kein Zinsänderungsrisiko. Der Anleger profitiert von steigenden Geldmarktzinsen und hat somit einen impliziten Inflationsschutz.

Fazit

Cat-Bonds/ILS reduzieren die Abhängigkeit von Konjunktur- und Finanzmarktrisiken.

Kompakt

- Wandelanleihen konnten im Mai den mehrjährigen Seitwärtstrend verlassen.
- Sie sind derzeit nicht günstig, aus taktischen Gründen aber sinnvoll.
- Cat-Bonds (ILS) sind eine Alternative um sich aus dem Konjunktur- und Finanzmarktrisiko zu diversifizieren.
- Sie profitieren von steigenden Zinsen.

Benchmark

	Juli 2017	% YTD ¹
Rohstoffe	→	-8.18 %
Rohöl	→	-23.66 %
Gold	→	8.12 %
Immobilienaktien	→	6.14 %
Private Equity	→	11.35 %
Wandelanleihen	→	7.04 %
Hedgafonds	→	2.62 %

Bandbreite für unsere absoluten Performanceeinschätzungen auf drei bis sechs Monate

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

¹ Daten per 21.06.2017

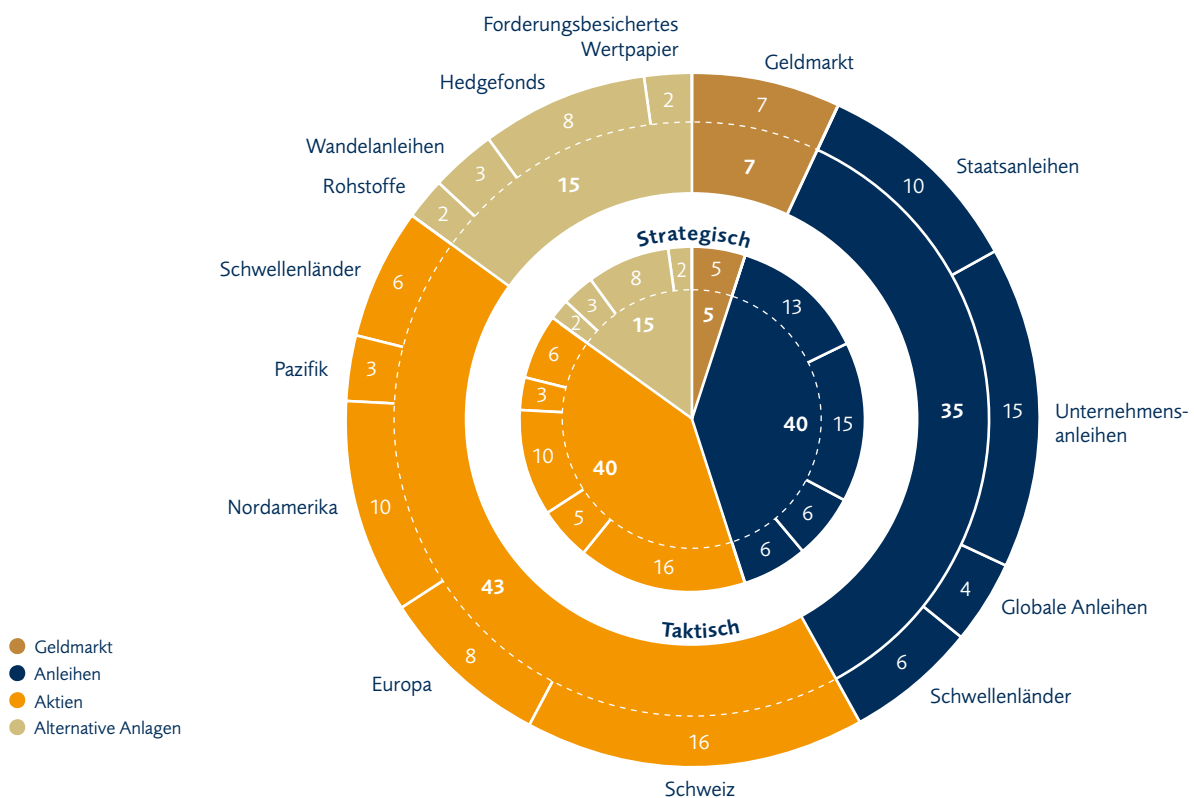


3. Investment Management



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	20.06.2017	1'066.82	nein	ja	2.72 %
VP Bank Strategiefonds Konservativ (EUR)	EUR	LI0017957528	20.06.2017	1'423.04	nein	ja	2.20 %
VP Bank Strategiefonds Konservativ (USD)	USD	LI0100145379	20.06.2017	1'360.98	nein	ja	3.75 %
VP Bank Strategiefonds Ausgewogen (CHF)	CHF	LI0014803709	20.06.2017	1'584.86	nein	ja	4.54 %
VP Bank Strategiefonds Ausgewogen (EUR)	EUR	LI0014803972	20.06.2017	998.92	nein	ja	3.80 %
VP Bank Strategiefonds Ausgewogen (USD)	USD	LI0014804020	20.06.2017	1'522.56	nein	ja	5.12 %

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

Aktuelle Anlagetaktik

Aktuelle Anlagetaktik

Im Februar haben wir unsere Aktienquote von neutral auf Übergewichtet erhöht. Dank der expansiven Geldpolitik der Zentralbanken und der positiven Konjunkturdaten haben sich die Aktienmärkte seitdem deutlich erholt. In den letzten Wochen hat sich das positive konjunkturelle Bild jedoch leicht eingetrübt. Vor allem in den USA haben die letzten Wirtschaftszahlen enttäuscht. Es waren nicht nur die Arbeitsmarktdaten, sondern vor allem auch die US-Stimmungsindikatoren, die schlechter waren als erwartet. Die Anleihenmärkte haben auf die schwächeren Wirtschaftsdaten mit fallenden Renditen reagiert, und der USD ist in den letzten Wochen schwächer geworden. Trotz dieser konjunkturellen Verlangsamung hat sich unsere Meinung zur US-Konjunktur nicht geändert. Wir gehen weiter davon aus, dass die aktuelle Schwäche lediglich vorübergehend ist. In den kommenden Quartalen dürfte vor allem die Investitionsdynamik zulegen. Die Anzahl der offenen Stellen ist zuletzt gestiegen, und nach dem letzten Konjunkturbericht der US-Notenbank bleibt die Lage auf dem Arbeitsmarkt trotz der zuletzt schwachen Zahlen angespannt. Dies spricht dafür, dass der Konsum weiter anziehen wird und die aktuelle Wachstumsdelle schon bald der Vergangenheit angehört. In Europa ist die wirtschaftliche Dynamik nach wie vor hoch, sodass die Aktienmärkte hier gut unterstützt bleiben. Der Anleihenmarkt konnte von der Wachstumsschwäche profitieren. Wir gehen davon aus, dass sich der Renditerückgang in den USA nicht weiter fortsetzen wird. Entscheidend dürfte dabei vor allem aber auch 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.

Anleihen

Staatsanleihen haben zuletzt leicht profitieren können, das heißt, die Anleihenrenditen sind zuletzt leicht gesunken. Wir haben dennoch unsere Positionierung nicht geändert und bleiben durationsseitig in sämtlichen Referenzwährungen unter dem jeweiligen Benchmarkniveau. Insgesamt sind wir in Investment-Grade-Anleihen nach wie vor untergewichtet. Schwellenländeranleihen gewichten wir neutral. Diese Anlageklasse ist durch eine attraktive Risikoprämie gekennzeichnet; die gestiegene Risikofreude und die zuletzt fallenden Renditen haben diese Anlageklasse unterstützt. An inflationsgeschützten Anleihen halten wir weiter fest.

Aktien

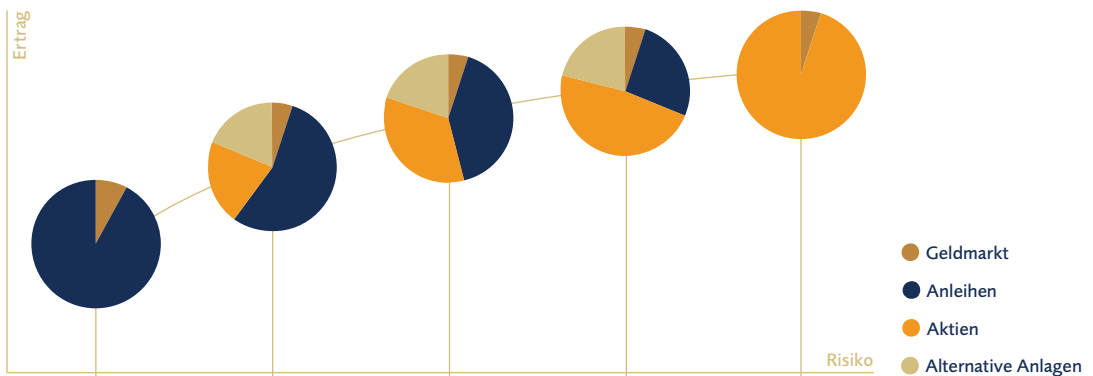
Die Belebung der Konjunktur ist über alle Länder hinweg spürbar. Dies kommt in den Befragungen der Unternehmen und vor allem auch in den gestiegenen Gewinnerwartungen zum Ausdruck, was für uns auch der Hauptgrund ist, warum wir in Bezug auf Aktien Übergewichtet bleiben. Die Eurozone profitiert im relativen Vergleich auch weiterhin von der günstigeren Bewertung gegenüber den USA als auch von der anhaltenden Unterstützung durch die Europäische Zentralbank. Zusätzliche Unterstützung kommt von der im Vergleich zu Anleihen noch immer hohen Dividendenrendite. Die Schwellenländer profitieren ebenso vom kontinuierlichen Gewinnwachstum.

Alternative Anlagen und Währungen

Die Anlageklasse der Alternativen Anlagen wie Rohstoffe, Wandelanleihen und Hedgefonds sind als Beimischung und 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	●○○○○	●●○○○	●●●○○	●●●●○	●●●●●

Anagelösungen	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 Partizipationscheine.

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 Verfügung 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

