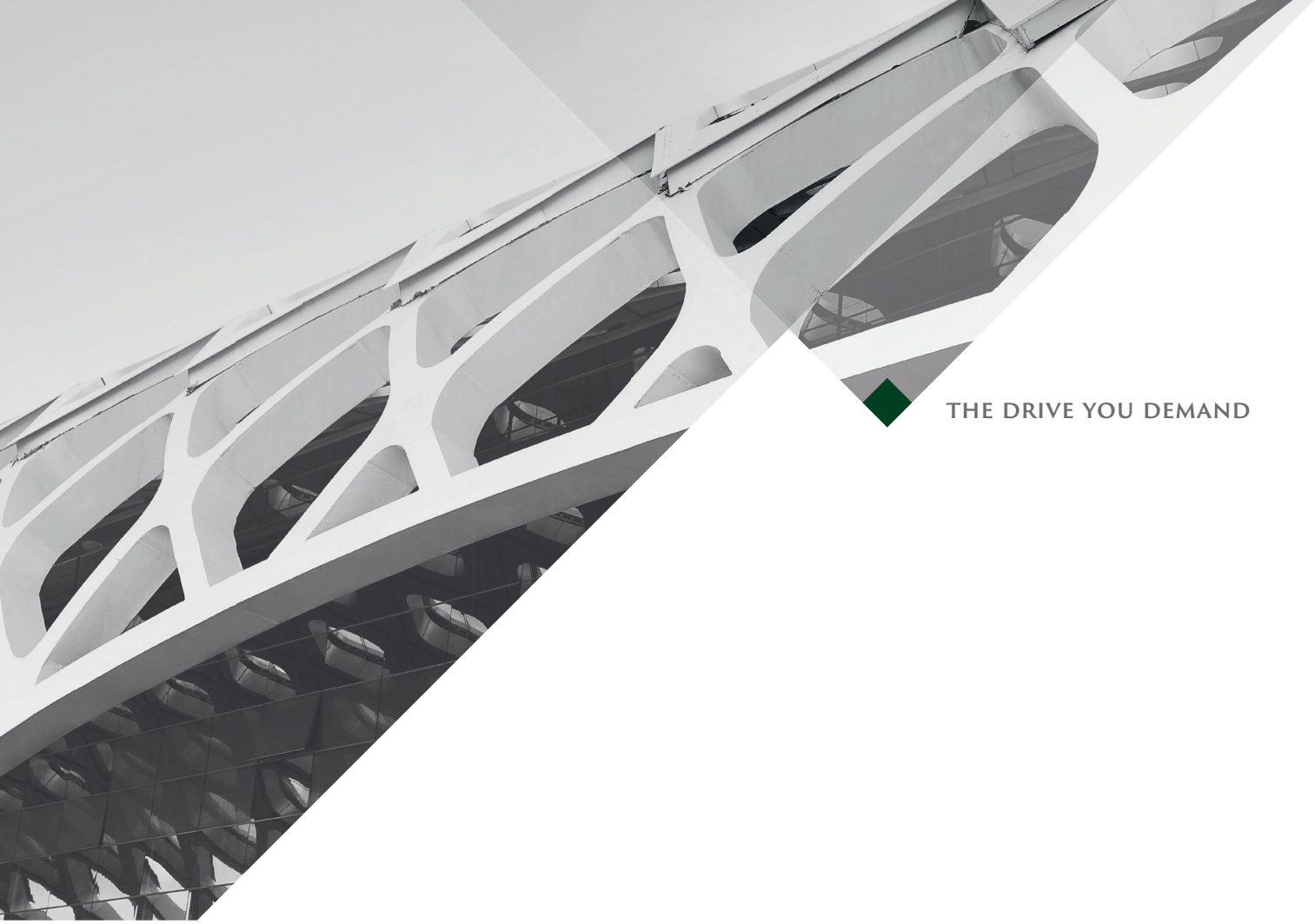


THE DRIVE YOU DEMAND

ANLAGEPERSPEKTIVEN 2. QUARTAL 2017

April 2017 | Globales Investmentkomitee

UBP

UNION BANCAIRE PRIVÉE

AUF EINEN BLICK

- *Trotz politischer Ungewissheit entwickelt sich das Wachstum weltweit synchron und nachhaltig.*
- *Die EZB sollte mit der Fed gleichziehen und in der zweiten Jahreshälfte einen neutraleren politischen Kurs fahren.*
- *In den wichtigsten Regionen der Welt nähert sich die Kerninflation 2%, obwohl sie sich in der Eurozone in den kommenden Monaten stabilisieren sollte.*
- *Steigende Löhne und mögliche Steuererleichterungen nähren den Aufwärtstrend der US-Inflation.*
- *Hartwährungsanleihen aus Schwellenländern entschädigen die Anleger mit einer relativ guten Rendite, verglichen mit hoch bewerteten Schuldpapieren aus Industrieländern.*
- *Die Normalisierung der Geldpolitik in der Eurozone sollte die Zinsvolatilität in dieser Region befeuern.*
- *Die weltweit hohen Aktienkurse gehen in erster Linie auf historisch hohe Bewertungen in den USA zurück.*
- *Aktien aus Japan, den Schwellenländern und, in geringerem Masse, aus Europa bieten in relativer Hinsicht bessere Gelegenheiten als US-Aktien.*
- *Die Märkte der Eurozone preisen gegenwärtig die Möglichkeit eines Siegs der Populisten bei der kommenden Präsidentschaftswahl in Frankreich unzureichend ein.*
- *Alternative Strategien, einschliesslich auf Risikoprämien fokussierte und marktneutrale Strategien, werden angesichts der hohen Aktien- und Anleihenbewertungen zunehmend attraktiver.*

WELTWIRTSCHAFT

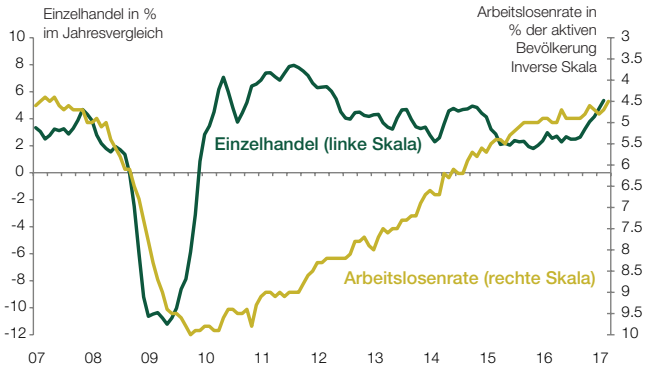
Nachhaltig synchron verlaufendes Wachstum

Im zweiten Quartal dürfte das Wachstum seine gute Entwicklung fortsetzen, die auf den positiven Trend in den USA, die robuste Wirtschaftstätigkeit in Asien und die besseren Prognosen in der Eurozone zurückzuführen ist. Dank des festeren Gewerbes und des anziehenden Konsums sollte das Wachstum in den wichtigsten Regionen synchron verlaufen und nachhaltig ausfallen.

US-Wachstum entspricht seinem Trendwert – warten auf die Reformpläne für den Staatshaushalt

Der robuste Verbrauch und das Stimmungshoch im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sollten das Wachstum in den USA auf 2%-2,5% halten. Die Fundamentaldaten erweisen sich für die Konsumenten nach wie vor als positiv, denn es herrscht praktisch Vollbeschäftigung und der Häusermarkt ist gesund. Die Stimmungsaufhellung der letzten Monate in Unternehmerkreisen sollte in den kommenden Quartalen zu einer Steigerung der Unternehmensinvestitionen führen.

USA: Vollbeschäftigung stützt Konsum



Quellen: BEA, Census Bureau

Es wird weithin erwartet, dass die amerikanische Haushaltspolitik die Wirtschaftstätigkeit durch Reformen ankurbelt. Dennoch konnte trotz eines republikanischen Präsidenten und der Mehrheit im Kongress keine Einigung in Bezug auf die Reform von Obamacare erzielt werden. Die steuerpolitischen Massnahmen wurden daher auf einen späteren Zeitpunkt verschoben. Die makroökonomischen Auswirkungen der Steuersenkungen auf Privathaushalte und Unternehmen könnten sich erst in 2018 entfalten.

Da das Wachstum der US-Wirtschaft praktisch auf seinem Potentialwert liegt, ergibt sich aus den kräftigen fiskalpolitischen Impulsen das Risiko einer höheren Inflation, die mit steigendem Lohndruck und grösseren Haushalts- und Handelsdefiziten einhergeht. Fallen die Impulse niedriger als erwartet aus, sollte sich das US-Wachstum auf dem Trend von 2%-2,5% ansiedeln, womit das Risiko einer Überhitzung begrenzt ausfallen sollte. Die US-Notenbank sollte daher mit der graduellen Normalisierung ihrer Geldpolitik fortfahren und in den kommenden Quartalen wie erwartet zwei weitere Zinserhöhungen vornehmen.

Schwellenländer: Exporte und Konsum als wichtigste Antriebskräfte

In den Schwellenländern dürfte der Ausblick in den nächsten Quartalen relativ ausgewogen ausfallen und dies trotz der Befürchtungen einer zunehmend protektionistischen Politik in den Industrieländern. Dank dem Konsum und der akkommodierenden Politik hat sich das Wachstum in den vergangenen Monaten stabilisiert. Ausserdem weist das verarbeitende Gewerbe nun ein positives Momentum auf und die Exporte legen vor allem in Asien zu.

In China dürfte sich das Wachstum mithilfe des kräftigen Privatverbrauchs und globaler Investitionen um die 6,5% stabilisieren. Nach dem Treffen zwischen Trump und Xi Jinping sind die Ängste im Hinblick auf einen Kalten Krieg an der Handels- und Devisenfront zwischen den beiden grössten Volkswirtschaften abgeflaut. Derweil strafft Peking die Geldzügel weiter mit dem Ziel, Reformen im Bankensektor durchzusetzen, eine grössere Blase am Immobilienmarkt zu vermeiden und die Kapitalflüsse zu stabilisieren.

Wachstumsstabilisierung in China

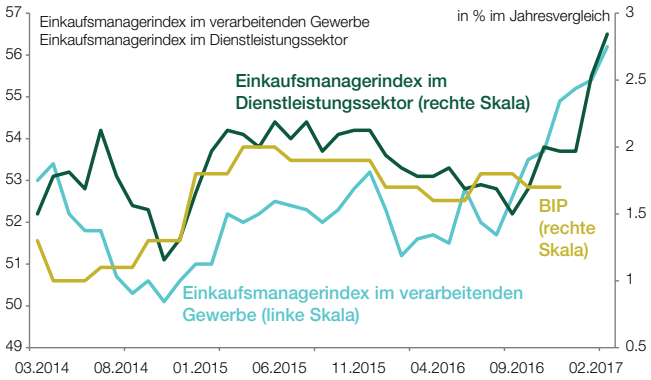
Quelle: NBSC

Bei den Schwellenländern bietet Asien dank China und Indien nach wie vor die besten Aussichten. In Brasilien und Russland hat sich die Wirtschaftslage zwar etwas gebessert, doch bremsen die volatilen Rohstoffpreise und die politisch labile Lage im Landesinnern den Ausstieg dieser Länder aus der Rezession. Die jüngsten Entwicklungen im Nahen Osten haben zudem aus geopolitischer Sicht die Wahrscheinlichkeit einer allfälligen Aufweichung der Sanktionen gegen Russland reduziert.

Eurozone: Ausblick bessert sich trotz bedeutender Ungewissheit im politischen Lager

Der Ausblick für die Eurozone hat sich in den vergangenen Monaten aufgehellt. Das Geschäftsvertrauen erholte sich, sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor, ebenso wie das Konsumvertrauen, das durch den festeren Arbeitsmarkt gestützt wurde. Auf eine global entsprechend kräftigere Nachfrage sollte dann ein Aufschwung bei den Investitionsausgaben folgen. Deutschland ist immer noch die führende Volkswirtschaft in der Eurozone dank der robusten inländischen Nachfrage, einer tiefen Arbeitslosenrate und steigenden Überschüssen in der Steuer- und Handelsbilanz.

Eurozone: festeres Geschäftsvertrauen signalisiert höheres BIP



Quellen: Markit, Eurostat

Frankreich und Italien weisen beide ein stärkeres Wachstum aus, doch bleibt ihre Situation anfällig. Die Präsidentschaftswahl in Frankreich hat zunehmende Ungewissheiten ans Licht gebracht, da die EU-Gegner (die rechtsextreme Partei von Marine Le Pen und die linke/linksextreme Partei von Jean-Luc Mélenchon) vor kurzem noch in den Meinungsumfragen vorne lagen. Obwohl das Risiko eines Frexit laut den letzten Umfragen nun doch niedrig erscheint, geben die Präsidentschaftswahl im April bzw. Mai und die Parlamentswahlen im Juni und ihr möglicher Ausgang nur begrenzt Aufschluss über die künftige Wirtschaftspolitik.

Im ersten Quartal 2017 zog die Inflation in der Eurozone signifikant an, was auf den höheren Ölpreis zurückzuführen war. Sie dürfte sich im Jahresvergleich innerhalb einer Spanne von 1,5-2% bewegen. Die Kerninflation bleibt noch niedrig (nahe bei 1% im Jahresvergleich), aber der deflationäre Druck hat endlich nachgelassen. Nach der Reduktion der Anleihenkäufe im zweiten Quartal (von EUR 80 Mrd. auf EUR 60 Mrd.) hat die EZB zu einer weniger aggressiven Politik gewechselt. Sie dürfte im kommenden Quartal ihre Kommunikationsstrategie weniger freundlich gestalten und im nächsten Jahr zu einer neutraleren Politik zurückkehren, da sich Wachstum und Inflation normalisieren sollten.

VERMÖGENSAUFTEILUNG

Umverteilung der Engagements innerhalb der Anlageklassen

Das weltweit robuste und parallel verlaufende Wachstum stützt die hohen Aktienbewertungen und die engen Renditespreads, obwohl es im Widerspruch zu den niedrigen Realrenditen an den globalen Anleihemärkten steht.

Während die Fundamentaldaten der Unternehmensanleihen kaum Stresssignale aussenden, ziehen wir nach wie vor Aktien den festverzinslichen Werten vor. Die Aussicht auf eine anbrechende Zinsvolatilität erschwert die Erzielung von Erträgen an den Bondmärkten.

Wir nutzen die Gelegenheit, in gewissen direktionalen Aktienpositionen eine Umverteilung in teilweise kapitalgeschützten Anlagen vorzunehmen. Nach wie vor werden politische und geopolitische Risiken die Märkte in den kommenden Monaten belasten.

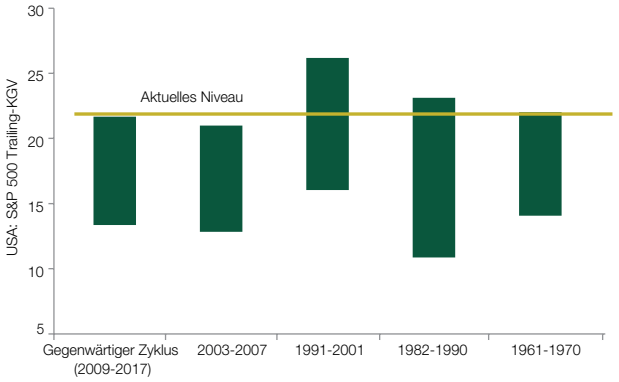
In Anbetracht der hohen Bewertungen in allen Regionen und wichtigen Anlageklassen erhalten alternative Strategien zunehmende Bedeutung, sowohl als Mittel zum Risikoabbau als auch als Ertragstreiber.

AKTIEN
Nicht-amerikanische Aktien im Fokus

Angesichts einer weltweiten Aktienhausse von 7% im ersten Quartal 2017 erscheinen die Bewertungen im historischen Vergleich eher hoch. Diese Überbewertung ist grösstenteils auf die hohen Aktienkennzahlen in den USA zurückzuführen, die ein KGV von 22 über die vergangenen 12 Monate aufweisen. Ein Niveau das zuletzt während der Technologieblase in den Jahren 2000 und 2001 erreicht wurde.

Im Hinblick auf einzelne Sektoren sehen wir Gelegenheiten in der Technologiesparte in den USA. In dem von uns bevorzugten Gesundheitssektor, könnte dagegen das Ausbleiben von Reformen in den USA einen nachhaltigeren Anstieg der Gewinnkraft dieser Branche behindern. Kurzfristig halten wir aber unsere Positionen bei, denn wir erwarten eine Outperformance der Gesundheit in den nächsten Monaten.

US-Aktien: Gewinnentwicklung dient als Ertragstreiber angesichts hoher Bewertungen



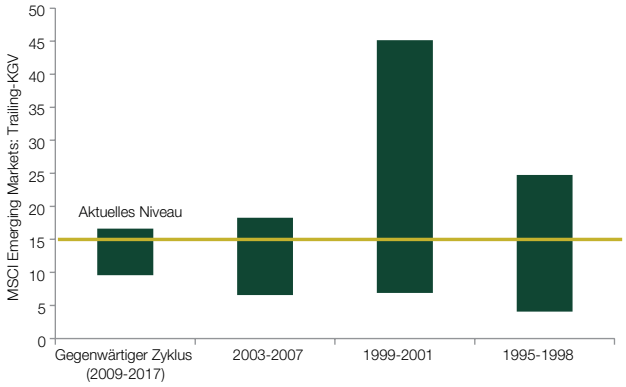
Quellen: UBP, Bloomberg Finance L.P.

In den Schwellenländern liegen die Bewertungen noch unter den während der weltweiten Expansion in den Jahren 2003 bis 2007 erreichten zyklischen Höchstwerte. Regelmässige robuste Gewinnkorrekturen nach oben und die nachlassende Bedeutung des US-Dollars für diese Länder dürften künftig für neues Haussepotential sorgen. Die dynamischere Wirtschafts- und Gewinnentwicklung in Asien veranlasst uns, nun asiatische Schwellenländern zu bevorzugen.

In Japan erscheint die Stärke des Yen als das wichtigste Hindernis, um eine Trendwende bei der seit Anfang Jahr anhaltend enttäuschenden Aktienentwicklung zu bewirken. Die dauerhaft positiven Aktienbewertungen könnten, zusammen mit einer robusten Gewinn- und Wirtschaftsdynamik, auf lange Sicht geduldigen Anlegern wieder Mehrwert einbringen.

Erwiesenermassen siedelt sich die Rentabilität der Eigenmittel der Unternehmen (ROE) sowohl in den Schwellenländern, als auch in Japan, nahe bei ihrem zyklischen Tiefwert an. Daraus könnte man ableiten, dass die Aktienrenditen weltweit seit Anfang dieses Jahres und auch künftig von Überraschungen bei den Gewinnzahlen getragen würden. Dies gilt vor allem für Unternehmen ausserhalb der USA, wo diese Art von Meldungen weniger stark eingepreist werden.

Schwellenländeraktien: Höchstkurse fallen niedriger als in früheren Expansionszyklen aus



Quellen: UBP, Bloomberg Finance L.P.

Dank der robusten Erholung in der Eurozone stufen wir die Aktien in dieser Region nun weniger negativ ein. Während die Bewertungen vor allem in den USA angemessen bis relativ günstig ausfallen, sind wir der Auffassung, dass in Kontinentaleuropa vor allem bessere Prognosen für positive Gewinnüberraschungen sorgen und diese wiederum als wichtigste Ertragstreiber fungieren sollten.

Die seit Januar in der Eurozone verzeichnete Aktienmarktrally von 8% lässt darauf schliessen, dass die Aussicht auf einen Sieg der Populisten anlässlich der Präsidentschaftswahl in Frankreich von den Aktien nach wie vor wenig eingepreist wird.

Als Folge davon haben wir für unsere Aktienpositionen in Europa eine Umverteilung auf teilweise kapitalgeschützte Engagements vorgenommen, die wir bis nach den Wahlen aufrechterhalten werden. Dies erlaubt uns, eine Ausrichtung auf die gegenwärtige zyklische Erholung beizubehalten und uns gleichzeitig vor den kurzfristigen politischen Risiken in Europa zu schützen.

ANLEIHEN
Ausbreitung der Zinsvolatilität in der Eurozone

Generell wird erwartet, dass die EZB im Sommer als erstes den Fokus ihrer Kommunikationsstrategie anders ausrichten und in 2018 dann ihr QE-Programm zurückfahren wird. Die Anleger sollten sich darauf einstellen, dass die "einspurige" Zinsentwicklung in der Eurozone zunehmend zu einer "zweispurigen" Volatilität mutieren wird, wie in den Übergangsjahren nach der Beendigung des QE-Programms in den USA in 2013.

Die Realrenditen liegen in Deutschland nahe bei ihren historischen Tiefstwerten. Wir rechnen daher damit, dass EZB-Präsident Draghi von seiner Politik der bedingungslosen Unterstützung absehen und wie die USA in 2012 in den kommenden Jahren die Normalisierung des realen Zinsumfelds herbeiführen wird.

Normalisierung der Realrenditen in Deutschland: zunehmende Zinsvolatilität

Quellen: UBP, Bloomberg Finance L.P.

Der oben beschriebene Regimewechsel deutet darauf hin, dass Staatsanleihen und, angesichts der Renditedifferenzen, auch Unternehmenspapiere im EU-Raum anstelle von "Renditen über dem Coupon" künftig eher "Renditen unter dem Coupon" abwerfen werden.

Die historisch niedrigen Renditen und die zunehmende Wahrscheinlichkeit einer höheren Volatilität als in den jüngsten Jahren dürften dazu führen, dass sich auch bei EUR-Anleihen das unattraktive Risiko-Ertrags-Profil der in US-Dollar begebenen Anleihen entwickeln könnte.

Da sich die Renditespreads nahezu auf dem historischen Durchschnittswert befinden, bieten einige wenige Schwellenländeranleihen dagegen relativ attraktive Risiko-Ertrags-Profile verglichen mit dem breiteren Anlageuniversum der USD- und EUR-Anleihen.

Obwohl inflationsgeschützte Anleihen zusehends ein normaleres Inflationsszenario einpreisen, wobei die Anleihen selbst für ein Szenario einer Erholung der Weltwirtschaft generell teuer sind, bieten Strategien, die auf Durationsabsicherung und inflationsgeschützte Werte setzen, nach wie vor relativen Mehrwert.

Vor diesem Hintergrund ziehen wir im festverzinslichen Segment eine aktive Verwaltung vor, um das erwartete Aufflackern der Zinsvolatilität über nicht-direktionale Strategien zu nutzen.

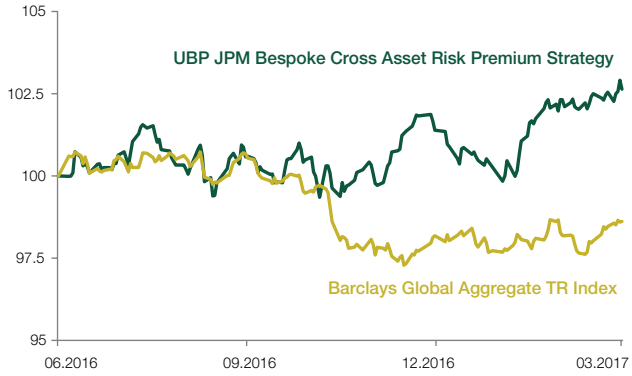
ALTERNATIVE STRATEGIEN
Schutz vor Zins- UND Aktienvolatilität

Alternative Strategien können als Ergänzung zu einer aktiven, nicht-direktionalen Ausrichtung unserer Engagements in festverzinslichen Werten fungieren und damit teilweise die Rolle einnehmen, die üblicherweise von festverzinslichen Strategien übernommen wurde: die Portfolios vor der Marktvolatilität zu schützen.

Im künftigen Umfeld dürften die Aussichten auf eine anziehende Volatilität nicht nur wie üblicherweise an den Aktien-, sondern auch zusehends an den Anleihemärkten in US-Dollar und Euro zu beobachten sein.

Als Folge davon werden Risikoprämien-Strategien immer mehr zu einem wichtigen Instrument werden, da die breiteren Anleihenmärkte nun mit "zweispurigen" Risiken konfrontiert sein werden.

Risikoprämien-Strategien: Portfolios gegen steigende Zinsvolatilität absichern



Quellen: UBP, Bloomberg Finance L.P.

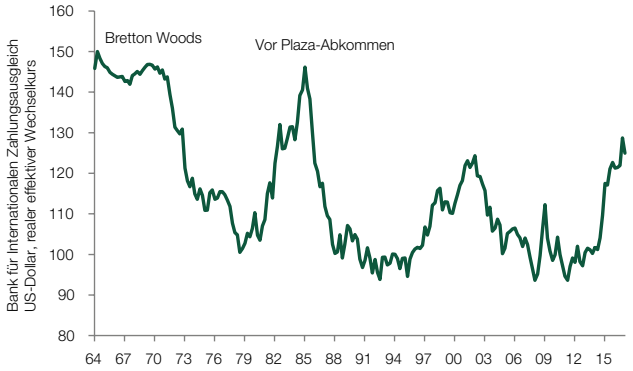
Die hohe Bewertung vieler Anlageklassen veranlasst uns, uns marktneutralen Strategien zuzuwenden, da sie einen wirksamen Schutz gegen vorübergehende Volatilitätsausschläge bieten können.

In Anbetracht der in diesem Jahr bisher guten Entwicklung beim Gold fallen die fundamentalen Argumente zu Gunsten des Edelmetalls schwächer aus als gegen Ende 2016; wahrscheinlich ist eine taktischere Positionierung angesagt. Die politische Ungewissheit in Europa wandelt sich in politische Instabilität um. Grund dafür sind die missglückten Versuche des US-Präsidenten, in den ersten 100 Tagen seiner Amtszeit, Gesetzesreformen durchzuführen und aussenpolitische Herausforderungen in Syrien und Nordkorea anzugehen. Wir glauben, dass das Gold angesichts der wachsenden geopolitischen Unsicherheit einen angemessenen Schutz bieten kann.

DEVISENMARKT
Sprunghafte Aufwertung des US-Dollar zu erwarten

Der seit 2011 anhaltende Bullenmarkt des US-Dollars neigt sich seinem Ende zu. Nimmt man die realen effektiven Wechselkurse als Grundlage, war der US-Dollar nur zweimal stärker als heute: im Bretton-Woods-System der Nachkriegszeit und in den frühen 1980er Jahren, als seine Stärke zum Plaza-Abkommen und zu seiner Abwertung gegenüber dem japanischen Yen und der D-Mark führte.

US-Dollar: Bullenmarkt neigt sich dem Ende zu



Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

Obwohl wir in den kommenden Monaten noch mit einer gewissen Stärke des US-Dollar rechnen, dürfte er sich gegenüber einer weitaus kleineren Anzahl Währungen als in den jüngsten Jahren aufwerten.

Wir rechnen künftig mit einem Kurswechsel in der Kommunikationsstrategie der EZB im Vorfeld eines anschliessenden Tapering. So dürfte die Stärke des US-Dollar vor allem gegenüber dem Euro und in geringerem Ausmass gegenüber dem Schweizer Franken abflauen.

Folglich suchen wir für EUR- und CHF-Portfolios nach Gelegenheiten, um die Long-Positionen im US-Dollar zu liquidieren. Der EUR/USD-Wechselkurs preist mit hoher Wahrscheinlichkeit ein Tapering durch die EZB ein. Gleichzeitig befinden sich spekulative Leerverkäufe auf dem niedrigsten Stand seit Ausbruch der Krise in der Eurozone. Wir sind der Auffassung, dass Short-Positionen im Währungspaar EUR/USD eine attraktive Absicherungsmöglichkeit gegen einen unvorhergesehenen Ausgang der französischen Präsidentschaftswahl bilden.

In Japan dürfte die Zentralbank die langfristigen Zinsen weiter verankern, während die US-Notenbank ihre geldpolitische Straffung fortsetzen wird. Wir rechnen daher mit einer Trendumkehr der in diesem Jahr bisher beobachteten Entwicklung beim Yen und einer Abwertung desselben.

Der seit 2014 dauerhaft niedrige GBP/USD-Kurs sollte vorübergehende Volatilitätsphasen durchlaufen, sobald Grossbritannien mit den direkten Verhandlungen zum Brexit beginnt. Auf der Grundlage der realen effektiven Wechselkurse befindet sich das Pfund auf dem tiefsten Stand der Nachkriegszeit. Sobald mehr Klarheit in Bezug auf die endgültigen Verhandlungen zwischen Grossbritannien und der EU herrscht, könnte sich eine dauerhaftere Untergrenze für das GBP/USD-Paar bilden.

Autoren

Michaël Lok
Group Chief Investment Officer (CIO)
und Co-CEO Asset Management

michael.lok@ubp.ch

Norman Villamin
Chief Investment Officer (CIO)
Private Banking

norman.villamin@ubp.ch

Patrice Gautry
Chief Economist

patrice.gautry@ubp.ch

Rechtshinweis

Dieses Dokument dient lediglich Informationszwecken und stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Eingehen jeglicher Art von Finanztransaktionen oder zum Abschluss von jeglichen Mandaten mit Union Bancaire Privée, UBP SA, oder einer Zweigstelle der UBP Gruppe (nachfolgend „UBP“) dar. Es stellt auch kein Angebot im Zusammenhang mit Wertschriften, Devisentransaktionen, Versicherungs- oder Rentenlösungen dar. Trotz aller unternommenen Anstrengungen, genaue und auf den neusten Stand gebrachte Informationen zu liefern, wird der Inhalt ohne ausdrückliche noch implizite Garantien oder eine dahingehende Darstellung geliefert und deshalb wird jegliche Haftung abgelehnt. Daher kann dieses Dokument nicht als Anlageempfehlung, Rechts- oder Steuerberatung betrachtet und ausgelegt werden.

Vorliegendes Dokument widerspiegelt die Meinung von UBP zum Datum seiner Veröffentlichung. Es ist nicht das Ergebnis von Finanzanalysen oder Research und unterliegt damit nicht den gesetzlichen Anforderungen in Bezug auf die Unabhängigkeit von Finanzstudien. Der Vertrieb, die Veröffentlichung oder Verwendung eines solchen Dokuments in Gerichtsbarkeiten, die dessen Vertrieb, Veröffentlichung oder Verwendung verbieten, sind nicht zulässig. Dieses Dokument richtet sich auch nicht an Personen oder Zweigstellen, für die eine Zustellung desselben gesetzeswidrig ist.

Die in vorliegendem Dokument enthaltenen Informationen und Analysen stammen aus als zuverlässig erachteten Quellen. Dennoch gibt UBP keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Angaben und haftet nicht für allfällige direkte oder Folgeschäden, die sich aus der Nutzung dieser Informationen ergeben. Die hierin enthaltenen Informationen, Beurteilungen und Preisangaben können ohne Vorankündigung Änderungen erfahren. Die UBP unterliegt keiner Verpflichtung, die in diesem Dokument beschriebene Situation zu kontrollieren, davor zu warnen oder kontinuierlich zu prüfen. Vergangene Performance und/oder Finanzmarktszenarien lassen nicht auf gegenwärtige oder künftige Erträge schliessen. Investoren können einen Teil ihres eingangs investierten Betrages einbüssen. Zudem können Gebühren, Tarife und/oder andere Spesen zu einer Performancereduktion führen.

Die hierin geäusserten Meinungen berücksichtigen weder die persönliche Situation eines Kunden noch seine Zielsetzungen oder spezifischen Bedürfnisse. UBP macht keine Aussage über die Geeignetheit der hier beschriebenen Produkte oder Dienstleistungen für bestimmte Kunden und/oder zu ihrer künftigen Performance. Der Kunde sollte in Bezug auf die erwähnten Wertpapiere oder Finanzinstrumente seine Entscheidungen eigenständig treffen. Vor Eingehen jedweder Transaktion sollte der Kunde prüfen, ob eine Transaktion mit seiner persönlichen Situation vereinbar ist sowie die eingegangenen Risiken eigenständig analysieren, u. a. in finanzieller, reglementarischer, rechtlicher, buchhalterischer und steuerlicher Hinsicht und gegebenenfalls professionelle Beratung einholen.

Die in diesem Dokument erwähnten Investitionen können Risiken beinhalten, die schwer messbar und in die Bewertung besagter Investitionen schwer integrierbar sind. Generell richten sich Produkte mit erhöhtem Risiko wie Derivate, strukturierte Produkte, nicht traditionelle bzw. alternative Investments (Hedgefonds, Private Equity, Investmentfonds usw) ausschliesslich an erfahrene Investoren, die in der Lage sind, das entsprechende Risiko zu verstehen und zu tragen. Der Kunde könnte sich einem Wechselkursrisiko aussetzen, wenn ein Produkt oder ein Basisinstrument in einer anderen Währung begeben wird als diejenige seines Wohnsitzlandes. Investitionen können Wechselkursschwankungen ausgesetzt sein, die zu Wertsteigerungen und Werteinbussen führen können. Auf Anfrage kann die UBP ausführlichere Informationen zu den mit spezifischen Anlagen einhergehenden Risiken geben.

Dieses Dokument ist vertraulich und nur für den persönlichen Gebrauch der Person bestimmt, die es erhalten hat. Vervielfältigung (vollständig oder auszugsweise), oder Vertrieb des vorliegenden Dokuments an andere Personen sind ohne vorgängige schriftliche Zustimmung der UBP nicht erlaubt.

Die UBP ist in der Schweiz zugelassen und der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA unterstellt. In Grossbritannien untersteht sie der Financial Services Authority (FSA).

Union Bancaire Privée, UBP SA | Hauptsitz
Rue du Rhône 96-98 | Postfach 1320 | 1211 Genf 1, Schweiz
ubp@ubp.com | www.ubp.com

Signatory of: PRI Principles for Responsible Investment