

Anlagestrategie Privatkunden

2/4

April 2019 · 2. Quartal

Makroökonomische Erkenntnisse

Die aktuelle globale
Konjunkturschwäche ist vor
allem handelsbedingt

S.03

Auf einen Blick

- Unser Basisszenario für die kommenden Quartale geht von einer globalen Wachstumsstabilisierung, ja sogar von einer gewissen Erholung aus – vorausgesetzt, die chinesischen und US-amerikanischen Unterhändler schaffen es, den Handelsstreit beizulegen.
- Angesichts des verlangsamten US-Wachstums, der globalen Handelsspannungen und der gedämpften Inflation hat das Fed beschlossen, eine Normalisierungspause einzulegen.
- Die anhaltende Schwäche der Wirtschaft in der Eurozone gibt, auch wenn sie hauptsächlich extern bedingt ist, Anlass zur Sorge – vor allem weil das geldpolitische Instrumentarium zurzeit ziemlich ausgeschöpft scheint.
- Das konjunkturelle Umfeld in Japan ist seit Anfang Jahr recht anspruchsvoll. Aber das neue Budget von Abe über 101 Billionen Yen signalisiert Entschlossenheit, die letzte Erhöhung der Konsumsteuer durchzusetzen.
- Angesichts der abwartenden Haltung des Fed und der Stabilisierung der Währungen sollten die Zentralbanken in den Schwellenländern die geldpolitischen Zügel dieses Jahr im Gegensatz zu 2018 nicht stark straffen müssen.
- Während die Befürchtungen einer zentralbankinduzierten Rezession weitgehend ausgeräumt worden sind, bleibt das Risiko eines anhaltenden, die Weltkonjunktur belastenden Handelsrückgangs bestehen. Deshalb ist weiterhin eine ausgewogene und disziplinierte Bewirtschaftung des Portfoliorisikos erforderlich.
- An den Devisenmärkten spricht die Kombination aus Verlangsamung des US-Wirtschaftswachstums, expansivem Kurs des Fed und allmählicher Belebung des Weltwirtschaftswachstums für einen längerfristig schwächeren Dollar – ausser (zumindest vorerst) gegenüber dem Euro, der selbst von der überaus lockeren Geldpolitik der EZB gebremst wird.

Einschätzung der Devisenmärkte

Dollar dürfte sich weiter
abschwächen, doch EURUSD
auf kurze Sicht weiterhin
im Gegenwind

S.12

Enthält auch

Brexit: chaotisch,
aber allmählich Licht
am Ende des Tunnels

Wichtige Hinweise

Bitte beachten Sie die wichtigen Hinweise
am Ende des Dokuments.

Redaktionsschluss: 1. April 2019

Die aktuelle globale Konjunkturschwäche ist vor allem handelsbedingt



Der gegenwärtige globale Abschwung liegt im plötzlichen und starken Handelsrückgang begründet. In der heutigen integrierten Welt mit breit diversifizierten Handelspartnern, offenen Leistungs- und Kapitalbilanzen sowie engen internationalen Finanzverflechtungen wirkt sich ein Handelsschock direkt auf die Gesamtwirtschaft aus.

Die gute Nachricht ist, dass der Transmissionskanal auch in umgekehrter Richtung funktionieren sollte. Wenn also der Streit zwischen den USA und China beigelegt und eine Lösung für den Brexit gefunden wird, ist mit einer Erholung der Wirtschaftstätigkeit zu rechnen. Deshalb sieht unser Basisszenario für die kommenden Quartale eine globale Wachstumsstabilisierung, ja sogar eine gewisse Erholung vor. Eine Verbesserung der Aussichten für den Welthandel käme besonders Asien und Europa zugute, wo der aussenwirtschaftliche Druck die konjunkturelle Entwicklung am stärksten belastet hat (siehe Grafiken 1 und 2 – Seite 4).

Verschiedene Indikatoren deuten auf eine Verbesserung hin, die sich indes nur langsam einstellt. Trotzdem geben einige Aktivitätsindikatoren Anlass zu verhaltenem Optimismus. Der globale PMI für die Industrie gab im März nicht weiter nach und verharrte bei 50,6. Zudem liegen 75% der Länder über dem Schwellenwert von 50 (und damit im Expansionsbereich) – so viele wie seit November nicht mehr. Die Dienstleistungskomponente des globalen PMI hat sich auf 53,7 erhöht, wobei sich 77% der Länder im Expansionsbereich befinden. Die Indizes Harpex und Baltic Dry, zeitnahe Indikatoren für die Entwicklung des globalen Containerfrachtgeschäfts, scheinen die Talsohle durchschritten zu haben (siehe Grafik 3 – Seite 4). Und schliesslich beginnt insbesondere der chinesische Puls etwas schneller zu schlagen: Das Kreditwachstum hat sich beschleunigt, und der PMI für die Industrie hat eine ermutigende Erholung verzeichnet. Letzterer stieg auf 50,8 (was einem jährlichen BIP-Wachstum von rund 6% entspricht) und damit auf das höchste Niveau seit 8 Monaten.

Diese Verbesserung wurde anschliessend durch den Caixin-PMI für den Dienstleistungssektor bestätigt, der überraschend hoch ausfiel und mit 54,4 seinen höchsten Stand seit Januar 2018 erreichte.

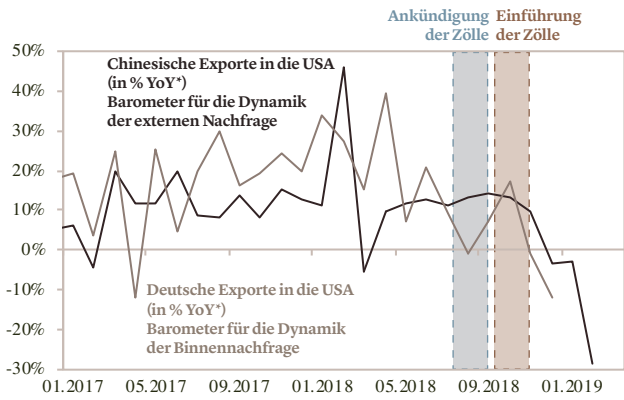
Wir geben zu, dass dies lediglich zaghafte Hinweise auf eine Erholung sind und es eines Handelsabkommens zwischen den USA und China bedarf, damit sich diese Erholung beschleunigt. Nur eine solche Beschleunigung würde die Unsicherheiten ausräumen und einem stärkeren Vertrauenszuwachs und einer kräftigeren Konjunkturbelebung den Weg ebnen. Sollten sich die chinesischen und US-amerikanischen Unterhändler nicht einigen, würde die Dynamik der Binnennachfrage in Europa und Asien, aber auch in den USA nicht ausreichen, um die externe Schwäche zu kompensieren.

Die Diskussionen gehen vorerst in die richtige Richtung. Denn der Schaden, den der Handelskrieg bereits angerichtet hat, hat beide Seiten motiviert, nach einem gemeinsamen Nenner zu suchen. In China reagiert die Konjunktur trotz des derzeitigen Übergangs zu einer stärker binnenmarktorientierten Wirtschaft nach wie vor sehr empfindlich auf Handelsströme. In den USA wiederum hat sich die durch den Handelskrieg ausgelöste globale Abschwächung als starker Nachteil für die Unternehmen erwiesen, obwohl die Exporte einen kleineren Teil des BIP ausmachen. Dies lässt uns hoffen, dass die USA und China sich schliesslich darauf einigen können, die bestehenden Strafzölle nicht weiter anzuheben und möglicherweise einige aufzuheben. Dennoch bleiben wir angesichts der nach wie vor nicht unerheblichen Gefahr politischer Fehlentscheidungen wachsam.

Hinweis: Sofern nicht anders angegeben, basieren alle in dieser Publikation aufgeführten Daten auf folgenden Quellen: Datastream, Bloomberg, Berechnung von Lombard Odier.

1. **Der Handel leidet unter dem Einbruch der chinesischen Nachfrage**

Deutsche Exporte nach China brachen im 2. Halbjahr 2018 ein



* ggü. Vorjahr

Quellen: Datastream, Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

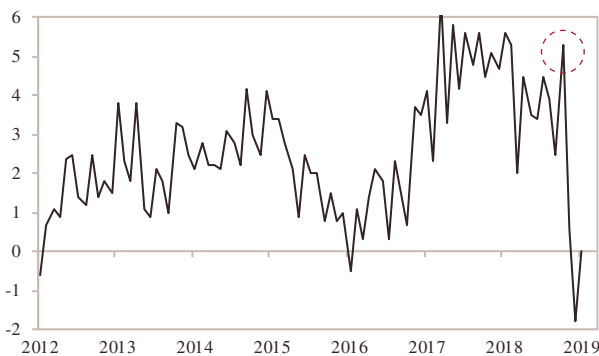
Nur wenige Wochen, nachdem die Europäische Zentralbank (EZB) beschlossen hatte, frühestens 2020 an der Zinsschraube zu drehen, und eine neue Serie von gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (TLTROs) angekündigt hatte, schlug die Federal Reserve (Fed) einen expansiveren Kurs ein. Der geldpolitische Trend hat sich also spürbar verändert. Das kurzfristige Risiko einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen, die die Expansion gefährdet hätte, ist gesunken. Auch wenn die Entwicklung des Handelsstreits und des Brexit weiter beobachtet werden muss, haben sich aufgrund dieses akkommodierenderen geldpolitischen Kurses die Aussichten massgeblich verändert. Er dürfte nicht nur in nächster Zeit zu einem berechenbareren Umfeld, sondern unter Umständen auch zu einer Verlängerung des Konjunkturzyklus beitragen.

Abschliessend möchten wir bekräftigen, dass das derzeitige Investitionsumfeld in vielerlei Hinsicht beispiellos ist. Die Aussicht auf ein langfristig geringes Wachstum in der westlichen Welt und die direkteren handelsbezogenen Gefahren haben die Zentralbanken veranlasst, weiterhin für unterstützende monetäre Bedingungen zu sorgen. Das Fed hat noch vor Erreichen des neutralen Zinssatzes und trotz Vollbeschäftigung eine Straffungspause eingelegt, während es für die EZB möglicherweise schwierig werden könnte, ihre Zinspolitik je zu normalisieren. Unsere Anlagestrategie konzentriert sich weiterhin darauf, die aktuellen Rahmenbedingungen – niedriges Wachstum, aber lockeres Geld – bestmöglich zu nutzen.

Samy Chaar, Chefökonom

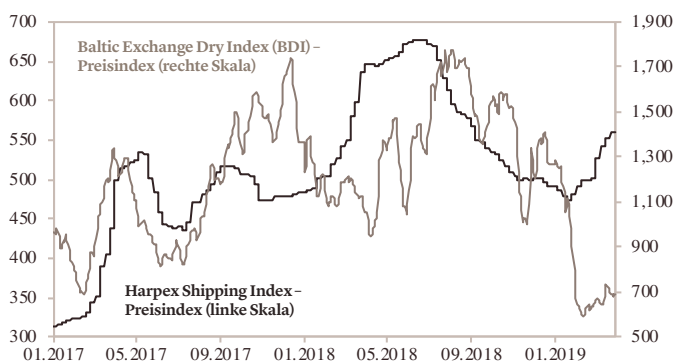
2. **US-Zölle liessen globale Handelsströme einbrechen**

Wachstum der Handelsvolumen, in % YoY



Quellen: Datastream, Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

3. **Frachtindizes: zeitnahe Indikatoren für die globalen Handelsströme**



Quellen: Datastream, Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

USA

Rezession oder weiche Landung?

Auf einen Blick:

- Angesichts des verlangsamten US-Wachstums, der globalen Handelsspannungen und der gedämpften Inflation hat das Fed beschlossen, eine Normalisierungspause einzulegen. Dieses Jahr sind keine weiteren Zinserhöhungen zu erwarten.
- Dieser überraschend lockere Kurs des Fed hat dazu geführt, dass die Renditekurve an einigen Stellen invertierte, was wiederum Rezessionsängste auslöste.
- Vorerst sind die Rahmenbedingungen für die Verbraucher jedoch günstig, was eher auf eine weiche Landung hindeutet.

Im März entschied sich das Fed für einen überraschend akkommodierenden Kurs: Es werde grundsätzlich nicht an der Zinsschraube drehen (siehe den bekannten „Dot Plot“ in Grafik 4) und die Bilanznormalisierung früher als erwartet beenden (neu Verlangsamung im Mai und Abschluss im Oktober).

Obwohl dies nicht unbedingt das Ende des Straffungszyklus bedeutet, hat das Fed angesichts des nachlassenden Binnenwachstums, der globalen Handelsrisiken und der gedämpften Inflation beschlossen, für längere Zeit Geduld walten zu lassen. In unserem Basisszenario gehen wir nun davon aus, dass die Zinsen 2019 nicht angehoben werden.

Die Ankündigung des Fed führte dazu, dass sich die Finanzierungsbedingungen entspannten und einige Segmente der Renditekurve erstmals seit 2007 invertierten (siehe Grafik 5), was Rezessionsängste auslöste. Wir nehmen das Renditekurvensignal ernst. Es muss indes sowohl entlang des Laufzeitenspektrums als auch durch andere Wirtschaftsindikatoren (vor allem weil das Fed vielleicht nie restriktives Territorium erreichen wird) erst noch bestätigt

werden. Zudem vergingen in der Vergangenheit jeweils neun Monate bis zwei Jahre, bis auf eine Inversion in den USA eine Rezession folgte. Wir sind daher nach wie vor der Meinung, dass dieser Konjunkturzyklus andauern wird, obwohl er bereits recht fortgeschritten ist.

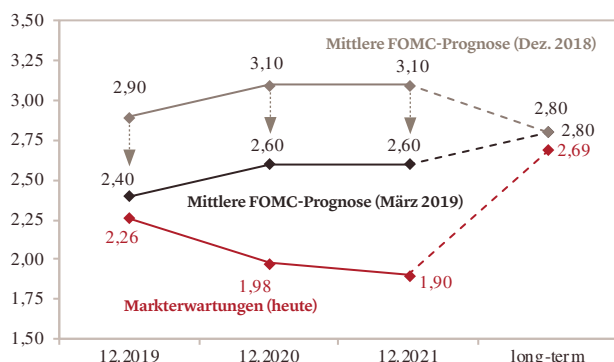
Insbesondere hervorzuheben sind die Stärke des Arbeitsmarkts und die gute Verbrauchersituation. Der US-Konsum, auf den 70% des US-BIP entfallen, profitiert derzeit von so vielen positiven Effekten (Vollbeschäftigung, steigende Löhne, niedrige Ölpreise, verfügbare Kredite), dass die Vorstellung einer kurz bevorstehenden Rezession schwer fällt. Überdies wird der Rückgang der Hypothekenzinsen die Investitionen in Wohnimmobilien ankurbeln, die Hausverkäufe in die Höhe treiben und die Bautätigkeit anheizen.

Letztlich spricht eine reale Fed Funds Rate von nahe null eher für eine weiche Landung als für eine Rezession. Bis (oder ausser wenn) das Fed gezwungen ist, aufgrund von Arbeitsmarkt-/ Lohnentwicklungen oder etwa einer übermässigen Verschuldung des öffentlichen Sektors und der Unternehmen wieder zur monetären Normalisierung zurückzukehren, dürfte die US-Wirtschaft weiterhin ungefähr im Rahmen ihres durchschnittlichen Wachstums in diesem Zyklus zulegen.

Samy Chaar, Chefökonom

4. „Dot Plot“ des Fed vs. Markterwartungen

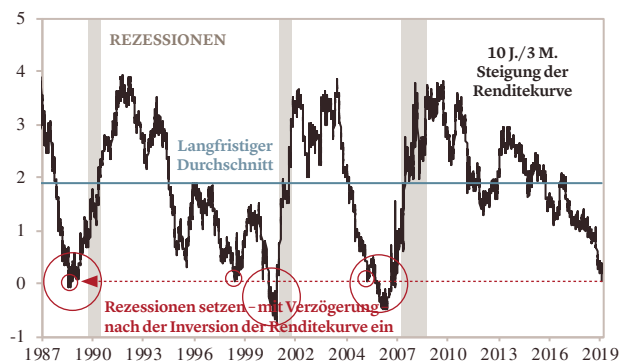
In %



Quellen: Datastream, Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

5. Einige Segmente der Renditekurve invertiert

Renditedifferenz zwischen 10-jährigen und 3-monatigen US-Staatsanleihen, in %



Quellen: Datastream, Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

Europa (Wann) endet der Abschwung?

Auf einen Blick:

- Die gegenwärtige Konjunkturschwäche der Eurozone ist weitgehend extern bedingt, denn der Binnenkonsum wird bislang durch solide Arbeitsmarkttrends gestützt.
- Allerdings gibt die Hartnäckigkeit der Schwäche Anlass zur Sorge – vor allem weil das geldpolitische Instrumentarium zurzeit ziemlich ausgeschöpft scheint.
- Fiskalische Stimulierungsmassnahmen wären zwar eine effektivere Antwort, sind bei einem Blick in die jüngste Vergangenheit jedoch unwahrscheinlich. Eine Verbesserung des Welthandels – und keine neuen Zwischenfälle – scheint eine Voraussetzung für eine Wachstumsbelebung zu sein.

Der kurzfristige Ausblick für den Euroraum hängt davon ab, ob die aktuelle Handelsschwäche anhält und wie wahrscheinlich es ist, dass sie sich wesentlich auf die Binnennachfrage auswirkt. In die Antwort spielen (natürlich) viele, zueinander in Wechselwirkung stehende Faktoren hinein: Je länger der Handel schwächelt, desto mehr leiden unter Umständen das Vertrauen, die Investitionen, die Beschäftigung und der Konsum.

Die Aussichten für den Welthandel sind düster – aber wohl etwas weniger düster als Ende 2018. Wenn sich die jüngsten zaghaften Hinweise auf eine Aufhellung tatsächlich bestätigen und sich der Welthandel erholt, wäre dies zweifellos positiv für die Eurozone. Jedes zusätzliche Risiko hingegen – wie eine mögliche Entscheidung der USA, Sonderzölle auf europäische Autos zu erheben – wäre das Letzte, was die europäischen Volkswirtschaften derzeit brauchen.

Die Binnennachfrage wird durch die wachsende Beschäftigung, die steigenden Löhne und die – dank niedriger Inflationsraten – starke Kaufkraft gestützt. Das sind starke und nicht besonders volatile Einflussfaktoren, weshalb wir ihnen grosse Bedeutung beimessen. Aber es gibt auch binnenmarktorientierte Sektoren,

die schwächeln. Die Dienstleistungsbranche hat an Dynamik verloren, wenn auch weniger stark als die Industrie. Und mit fortschreitendem Zyklus dürften weniger neue Stellen geschaffen werden.

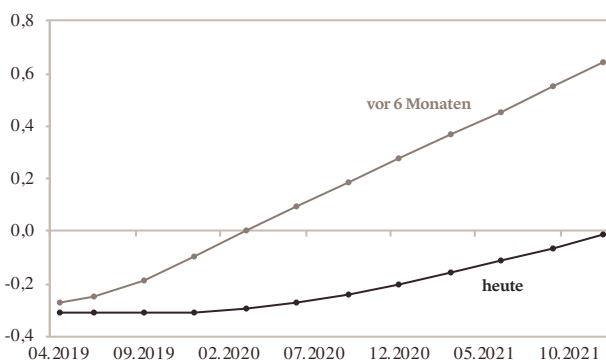
Das grösste Problem ist indes der begrenzte Spielraum für geldpolitische Reaktionen. Obwohl die EZB bekräftigt, dass ihr Instrumentarium einsatzbereit ist, kann sie unseres Erachtens derzeit wenig bewirken. Die Ankündigung vom März war ein gutes Beispiel dafür: Die EZB verlängerte ihre Forward Guidance für die Zinssätze und kündigte neue TLTROs an. Diese Massnahme kann vielleicht eine ungerechtfertigte Straffung verhindern, und die Märkte haben die Botschaft sicherlich zur Kenntnis genommen (siehe Grafik 6). Aber es ist unwahrscheinlich, dass sie das Wachstum deutlich ankurbelt.

Die Tatsache, dass die aktuelle Konjunkturschwäche weitgehend extern bedingt ist, kompliziert die Lage. Eine lockerere Geldpolitik kann helfen, wenn die Binnennachfrage schwach oder der Kreditkanal verstopft ist – worauf gegenwärtig wenig hinweist. Im Gegenteil: Wie Grafik 7 zeigt, hat sich das Geldmengenwachstum in der Eurozone trotz des QE-Endes kaum verlangsamt. Auch der starke Ausverkauf der europäischen Bankwerte nach dem März-Treffen deutet auf mögliche negative Auswirkungen der aktuellen Geldpolitik hin. In einer Zeit negativer Zinssätze wäre eine fiskalpolitische Reaktion wirksamer. Aber die Hoffnung auf eine stärkere fiskalische Stimulierung im Euroraum ist bislang oft enttäuscht worden, weil die Länder mit dem grössten Spielraum nicht bereit sind, diesen zu nutzen. Da mit geldpolitischen Massnahmen kaum zu rechnen ist oder diese wohl nichts bewirken würden, kann Europa nur hoffen, dass der Welthandel wieder an Schwung gewinnt – und es zu keinen Zwischenfällen kommt (siehe Brexit-Diskussion).

Bill Papadakis, Macro Strategist

6. Deutliche Anpassung der EZB-Leitzinserwartungen

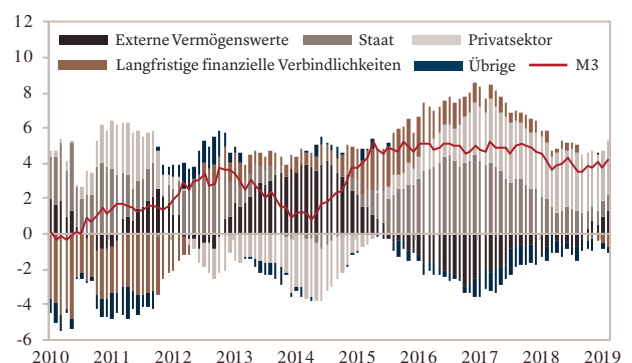
Zinserwartungen abgeleitet aus Euribor-Futures-Preisen



Quellen: Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

7. Geldmengenwachstum der Eurozone von QE-Beendigung kaum beeinflusst

M3-Wachstum und Beiträge, in % YoY



Quellen: Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

Chaotisch, aber allmählich Licht am Ende des Tunnels

Eine Frist um die andere ist verstrichen, ohne dass die Brexit-Saga ein Ende gefunden hätte. Im Gegenteil: Die Lage wird immer komplizierter. Zur Überraschung vieler verlief der erste Teil der Geschichte – die Verhandlungen zwischen Grossbritannien und der EU27 – ziemlich reibungslos. Dann wurde jedoch das ausgehandelte Austrittsabkommen nicht vom britischen Parlament ratifiziert: Zweimal wurde es deutlich abgelehnt. Angesichts dieser Sackgasse beantragte die britische Regierung eine Fristverlängerung, um einen „No Deal“-Brexit am 29. März zu verhindern. Die EU stimmte zwar zu, gewährte aber nur eine Verlängerung bis Mitte April, da Grossbritannien für eine längere Fristerstreckung beschliessen müsste, an den Europawahlen teilzunehmen.

Seit Beginn des Prozesses sieht unser Basisszenario vor, dass der Brexit recht geordnet – mit einem Austrittsabkommen und einer Übergangsfrist von mehreren Jahren – stattfinden wird. Dies ist ein entscheidender Punkt, da ein „No Deal“-Szenario weitaus einschneidendere Folgen hätte, vor allem weil eine solche Übergangsfrist wegfiel, die es allen Wirtschaftsakteuren ermöglichen würde, sich an den neuen Status quo anzupassen. Auch wenn ein reibungsloser Brexit inzwischen weniger wahrscheinlich ist, bleibt er unser Basisszenario. Dafür spricht unseres Erachtens auch der klare Widerstand des Parlaments gegen einen vertragslosen Austritt Grossbritanniens. Deshalb gehen wir davon aus, dass das britische Pfund mittelfristig aufwerten wird. GBPUSD dürfte in Richtung 1.35 bis 1.40 tendieren und EURGBP auf 0.82 (oder darunter) sinken. Der Grund für diese Einschätzung ist, dass eine Zustimmung des britischen Parlaments zu einem Austrittsabkommen eine Auspreisung der (dann allenfalls noch vorhandenen) „No Deal“-Brexit-Prämie zur Folge hätte, während unter Umständen eine geldpolitische Straffung durch die Bank of England eingepreist würde.

Beunruhigend ist allerdings, dass es Theresa May trotz des weit fortgeschrittenen Prozesses bislang nicht gelungen ist, genügend Unterstützung für ihr Abkommen zu sammeln. Premierministerin May hat sich jüngst zu einem weichen Brexit, wie dem Verbleib in einer Zollunion mit der EU, bereit erklärt und sich um einen entsprechenden parteiübergreifenden Konsens bemüht. Diese Kursänderung könnte der Impuls sein, den es braucht, um einen Austritt ohne Abkommen zu vermeiden. Allerdings ist noch unklar, ob sie Erfolg haben wird.

Die Märkte haben sich derweil wenig besorgt über die Worst-Case-Szenarien gezeigt. Wie in Grafik 8 dargestellt, deuten sowohl der britische Aktienmarkt als auch der Wert des GBP darauf hin, dass die meisten Anleger eine reibungslose Lösung der Austrittsfrage praktisch als gegeben annehmen. Seit der Europäische Gerichtshof (EuGH) im vergangenen Dezember entschieden hat, dass Grossbritannien den Austritts Antrag gemäss Artikel 50 einseitig widerrufen und in der EU verbleiben kann, hat der binnenorientierte Aktienindex FTSE 250 8% gewonnen, während das GBP handelsgewichtet um mehr als 5% zugelegt hat.

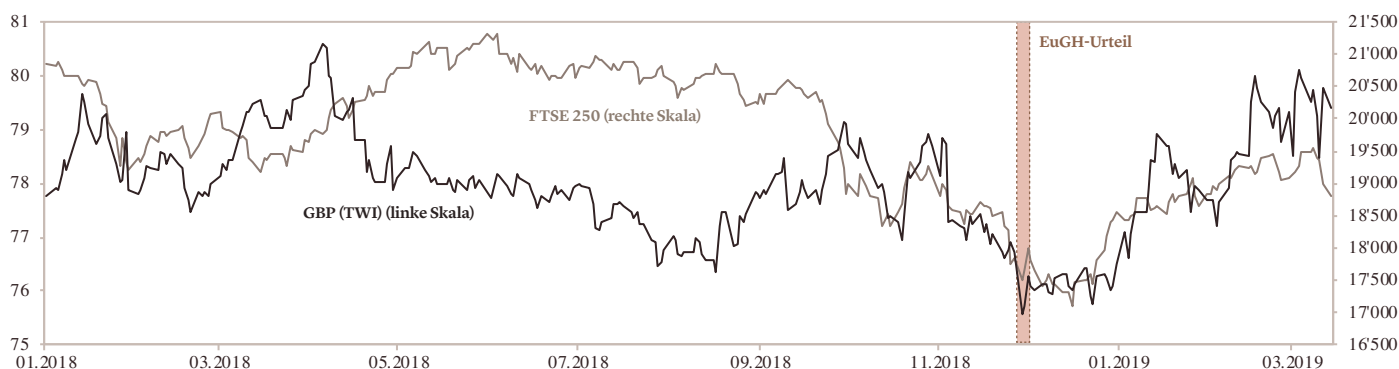
Dieser Gerichtsentscheid hat die Märkte eindeutig beruhigt. Allerdings scheint mehr Vorsicht angebracht. Die Tatsache, dass die britische Regierung das Recht hat, den Austritts Antrag zu widerrufen, bedeutet nicht, dass sie es tun wird. Denn diese Idee geniesst bei den Mitgliedern der regierenden Konservativen nur wenig Unterstützung und könnte zu einer Spaltung des Landes führen.

Es ist nicht sicher, dass es zu einem reibungslosen, „weichen“ Brexit kommt. Noch weniger wahrscheinlich ist indes, dass es zu keinem Brexit kommt. Das bedeutet, dass die Möglichkeit eines „No Deal“-Brexit nicht ausgeschlossen werden sollte. Angesichts der potenziell einschneidenden Auswirkungen eines vertragslosen Austritts und der günstigen Marktbedingungen ist es sinnvoll, das Verlustrisiko des britischen Pfunds (über kurzfristige GBPUSD-Puts) abzusichern: Wenn der Extremfall eintritt, würde die Währung erheblich an Wert verlieren. Nach dem Referendum fiel GBPUSD in Richtung 1.20 und unterschritt damit unsere Schätzung des (damals) fairen Werts von 1.57 um 23%. Neu ergeben unsere Modelle einen fairen Wert für GBPUSD von etwa 1.40. Bei einer ähnlichen Abweichung nach unten könnte GBPUSD auf 1.15 bis 1.10 und damit um fast 15% gegenüber dem aktuellen Kurs fallen.

Bill Papadakis, Macro Strategist, und Vasileios Gkionakis, Global Head of FX Strategy

8. Die Märkte haben sich jüngst überraschend wenig besorgt über ein „No Deal“-Szenario gezeigt

Kursentwicklung binnenmarktorientierter Aktienindex FTSE 250 und handelsgewichtetes GBP



Quellen: Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

Japan

Abes 101 Billionen Yen

Auf einen Blick

- Aufgrund der wirtschaftlichen Unsicherheiten im Ausland ist das konjunkturelle Umfeld in Japan seit Anfang Jahr recht anspruchsvoll. Sollte im 2. Quartal kein solides Wachstum erzielt werden, könnte für das Gesamtjahr 2019 ein Wachstum von nahe 0% resultieren.
- Das neue Budget des Kabinetts Abe über 101 Billionen Yen signalisiert Entschlossenheit, die letzte Erhöhung der Konsumsteuer durchzusetzen – und wahrscheinlich die Bereitschaft, künftig fiskalpolitisch aktiver zu sein.
- Die Bank of Japan könnte neue politische Optimierungen vornehmen, falls das Wachstum zurückbleibt. Die Hürde für einen grundlegenden Politikwechsel ist jedoch nach wie vor sehr hoch.

Die japanische Wirtschaft hat sich im 1. Quartal ziemlich stark abgekühlt und ist möglicherweise sogar leicht geschrumpft. Die Gründe dafür sind der schwache Welthandel, das verhaltene Geschäftsklima und die grundlegenden Arbeitsmarktbeschränkungen. Der Trend dürfte sich zur Jahresmitte umkehren, falls sich das globale Wachstum infolge eines robusten Privatkonsums und einer besseren Makro-/Handelspolitik wieder erholt. Aber der Umstand, dass es genau in dem Jahr, in dem die Konsumsteuer ein weiteres Mal erhöht wird, zu einer sichtlichen Abschwächung der wirtschaftlichen Dynamik gekommen ist, hat sowohl das Abe-Kabinett als auch die Bank of Japan (BoJ) in eine schwierige Lage gebracht.

Die Regierung scheint jedoch ziemlich entschlossen, ihren bisherigen fiskalischen Kurs fortzusetzen. Abes neues Budget über 101 Billionen Yen für das Haushaltsjahr 2019 wurde kürzlich von beiden Parlamentskammern verabschiedet. Es sieht den grössten Ausgabensprung von Abes Amtszeit vor (siehe Grafik 9). Abe löst damit lediglich die Versprechen ein, die er anlässlich der letzten

vorgezogenen Wahlen für das Unterhaus abgegeben hat. Damals hatte er in Aussicht gestellt, mit den neuen Einnahmen aus der Steuererhöhung kostenlose Bildung und Kinderbetreuung sowie konventionelle steuerliche Massnahmen, etwa Investitionen der öffentlichen Hand, zu finanzieren, um die negativen Auswirkungen auf die Privathaushalte auszugleichen. Diese vorab gemachten Zusagen sind ein klares Zeichen dafür, dass das Kabinett bereit ist, entsprechende Schritte zur Steigerung der Steuereinnahmen voranzutreiben.

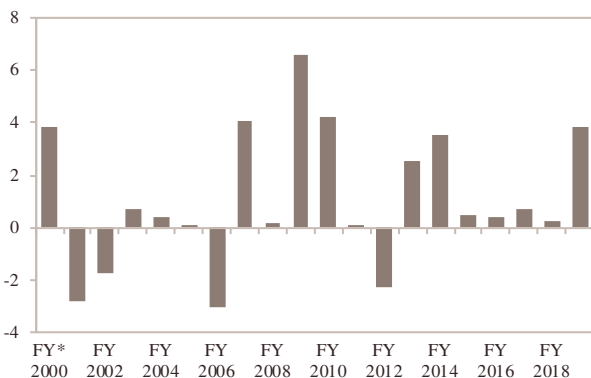
Auf geldpolitischer Ebene ist die Hürde für eine zusätzliche Lockerung nicht so gross. Aber wahrscheinlich tendiert die BoJ dazu, ihre geldpolitischen Instrumente vorerst nicht aktiv einzusetzen. Teilweise aufgrund von (rechtlichen und politischen) Beschränkungen für den Kauf ausländischer Vermögenswerte würde jede neue Ankündigung quantitativer Ziele für inländische Vermögenswerte unmittelbar Angst vor langfristigen Engpässen heraufbeschwören. Denn die BoJ besitzt bereits fast die Hälfte der ausstehenden japanischen Staatsanleihen und fast 80% der börsengehandelten Indexfonds (siehe Grafik 10). Und da die Öffentlichkeit und die Bankenlobby noch tiefere Negativzinsen entschieden ablehnen, wird die BoJ aggressivere Zinssenkungen oder Anpassungen der Zielrendite kaum erwägen können, solange ein gravierendes externes Ereignis ausbleibt.

Kurz gesagt werden die politischen Entscheidungsträger in Japan weiterhin vorsichtig vorgehen, da sie bei ihren Reflationsbemühungen auf eine Vielzahl politischer und technischer Zwänge Rücksicht nehmen müssen. Solange ein Konjunkturschock im Ausland ausbleibt, dürfte das Vorgehen dasselbe bleiben: Das Kabinett Abe wird versuchen, fiskalische Massnahmen aktiver einzusetzen, während die BoJ wohl nur eine unterstützende Nebenrolle spielen wird.

Homin Lee, Macro Strategist, Asien

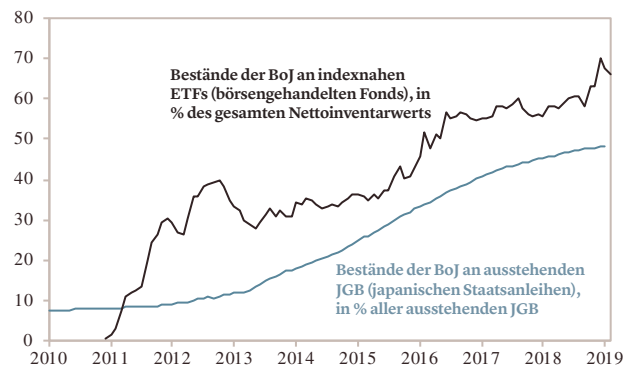
9. Wachstum anfänglicher Jahreshaushalt Japans

In % YoY



* Haushaltsjahr. Quelle: Finanzministerium

10. Die BoJ hat einen enormen Bestand an inländischen Vermögenswerten aufgebaut



Quelle: CEIC, Japan Investment Trust Association

Schwellenländer

Ist die lockere Geldpolitik des Fed ein Wendepunkt für die Schwellenländer?

Auf einen Blick

- Angesichts der abwartenden Haltung des Fed, der Stabilisierung der Währungen und der vorteilhaften Basiseffekte bei den Ölpreisen sollten die Zentralbanken in den Schwellenländern die geldpolitischen Zügel dieses Jahr nicht stark straffen müssen – anders als 2018.
- Nach dem Einbruch der schwächsten Schwellenländer sind die Fundamentaldaten der Emerging Markets nun im Grossen und Ganzen solide: Die Wirtschaft dürfte dieses Jahr (wenn auch nicht markant) wachsen.
- Allerdings müssen die politischen Entwicklungen beobachtet werden – insbesondere die Wahlen in Indien, Südafrika, Argentinien und Indonesien.

Angesichts des unerwartet lockeren geldpolitischen Kurses, den wichtige westliche Zentralbanken im 1. Quartal 2019 eingeschlagen haben, fragen sich die Anleger zu Recht, ob dies ein Wendepunkt für die Schwellenländer sein könnte.

Tatsächlich haben im vergangenen Jahr in den Emerging Markets viele Zentralbanken ihre Geldpolitik mehr oder weniger parallel zum Fed gestrafft, um ihre Währungen zu stützen und den aufkommenden Inflationsdruck einzudämmen. Deshalb liegen heute die Leitzinsen in der Hälfte der 18 Schwellenländer, die in unserem Universum enthalten sind, höher als Ende 2017 (siehe Grafik 11). Da das Fed abwartet, die Schwellenländerwährungen sich stabilisieren und die im Vorjahresvergleich vorteilhaften Basiseffekte bei den Ölpreisen die Inflation begrenzen, dürften 2019 weitere Straffungsmassnahmen ausbleiben.

Darüber hinaus sind die Fundamentaldaten der Schwellenländer im Grossen und Ganzen solide: In den letzten fünf Jahren haben sich die Leistungsbilanzen verbessert, die offiziellen Reserven sind gestiegen, und es wird überwiegend eine konventionelle Fiskal- und Geldpolitik verfolgt. Die schwächsten unter den grösseren

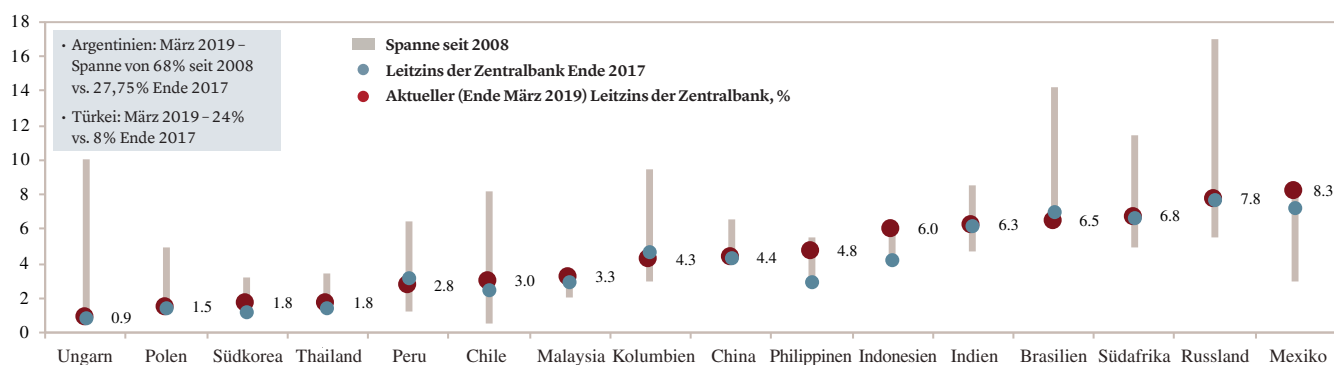
Schwellenländern – die Türkei und Argentinien – sind im letzten Jahr eingebrochen. Andere grosse Volkswirtschaften leiden nicht unter denselben Problemen, sodass eine Wiederholung der länderspezifischen Krisen von 2018 unwahrscheinlich ist. Im Gegenteil: Aufgrund der noch relativ jungen Konjunkturzyklen mit einem gewissen Aufwärtspotenzial dürften die Schwellenländer dieses Jahr erneut wachsen.

Was allerdings nicht heissen soll, dass wir eine deutliche Beschleunigung erwarten. Der verzögerte Effekt der letzten geldpolitischen Straffung auf das Wachstum sollte nicht unterschätzt werden. Darüber hinaus hat sich die weltwirtschaftliche Dynamik in den letzten beiden Quartalen abgeschwächt, und das Handelswachstum könnte weltweit durchaus unterdurchschnittlich bleiben, selbst im Falle einer Einigung zwischen China und den USA. Schliesslich ist die politische Agenda in den Schwellenländern dieses Jahr besonders reich befrachtet: In Indien (11. April bis 19. Mai), Südafrika (Mai), Argentinien (Oktober) und Indonesien (April) finden wichtige Parlamentswahlen statt. Aber auch die politischen Entwicklungen in anderen Ländern wie Brasilien (wird es Präsident Bolsonaro gelingen, das Sozialversicherungssystem grundlegend zu reformieren?), Mexiko (wird Präsident AMLO einen völlig unvorhersehbaren Regierungsstil übernehmen?) oder der Türkei (wird Erdogan erneut Druck auf die Zentralbank ausüben, damit sie das Wachstum auf Kosten der Währungsstabilität unterstützt?) sollten uns nicht kalt lassen.

Stéphanie de Torquat, Macro Strategist

11. Die Geldpolitik ist 2018 restriktiver geworden ...

... aber die meisten EM dürften parallel zum Fed eine Straffungspause einlegen



Quellen: Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

Asset Allocation

Die Renditen dürften länger niedrig bleiben

Auf einen Blick

- Der neue Kurs von Fed und EZB hat die Risikobereitschaft der Anleger wieder steigen lassen und zu einer kräftigen Rally der Risikoanlagen seit Jahresanfang geführt.
- Während die Befürchtungen einer zentralbankinduzierten Rezession weitgehend ausgeräumt worden sind, bleibt das Risiko eines anhaltenden, die Weltkonjunktur belastenden Handelsrückgangs bestehen. Deshalb ist weiterhin eine ausgewogene und disziplinierte Bewirtschaftung des Portfoliorisikos erforderlich.
- Wir favorisieren derzeit Carry-Strategien im Fixed-Income-Bereich. Insbesondere haben wir unsere Übergewichtung von Schwellenländeraktien in lokale Anleihen umgeschichtet und unser Engagement in Unternehmensanleihen aufgestockt.
- In Aktien sind wir über alle Regionen hinweg neutral gewichtet, wobei wir aufgrund des Liquiditätsrisikos Large Caps gegenüber Small Caps bevorzugen.
- Des Weiteren erkennen wir Diversifikations-/Absicherungschancen bei Gold und beim japanischen Yen und haben die geringere Volatilität genutzt, um Portfolios mit Optionsstrategien vor Extremrisiken zu schützen.

Nach den Kurseinbrüchen Ende 2018 kam es Anfang Jahr an den Märkten zu einer Trendwende. Nachdem das Fed angekündigt hatte, mindestens 2019 von weiteren Zinserhöhungen abzusehen, und die EZB eine etwaige Zinserhöhung auf 2020 verschoben hatte, schlug die Stimmung um. Davon profitierten Risikoanlagen. Die Renditen werden sicherlich niedrig bleiben – wodurch die Angst vor einer übermässigen Straffung durch die Zentralbanken, die das Wachstum gefährden könnte, schwindet. Das grösste Risiko für unser Basisszenario besteht nun in einer anhaltenden Verlangsamung des Welthandels und ihrer Auswirkungen auf das globale Wachstum und die

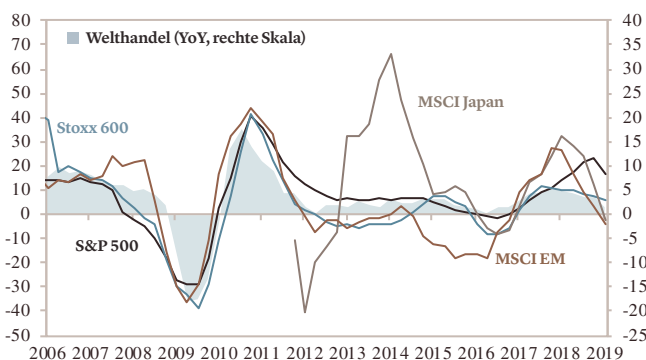
Unternehmensgewinne (Grafik 12). Deshalb ist weiterhin eine ausgewogene und disziplinierte Bewirtschaftung des Portfoliorisikos angebracht.

In der Vergangenheit hat die Kombination aus rückläufigem globalem Wachstum und abwartendem Fed Carry-Strategien begünstigt. Nachdem in den Schwellenländern (EM) die Aktien unsere fundamentalen Zielwerte erreicht hatten, haben wir auf der übergewichteten Position, die wir Anfang Dezember 2018 eingegangen waren, Gewinne mitgenommen. Der Aufwärtstrend der EM-Aktien (seit Jahresbeginn fast 10%) war hauptsächlich einer Bewertungsanpassung zuzuschreiben, da die Gewinnrendite weniger unterstützend wirkte. In der Tat haben die Analysten in den letzten drei Monaten ihre Gewinnprognosen für 2019 – vielleicht zu – stark von 13% auf 6% gesenkt. Daher haben wir entschieden, unsere EM-Aktienbestände in Fixed-Income- und Währungsanlagen umzuschichten. Den Ersteren dürfte zugutekommen, dass die EM-Zentralbanken ihren Kurs lockern, da der Druck von Fed und Inflation nachgelassen hat. Und die Letzteren scheinen nach wie vor unterbewertet und sollten von der Renditesuche der Anleger profitieren (siehe Abschnitt zu den Währungen).

Ausserdem haben wir unsere liquiden Mittel (die infolge der Risikoreduktion in der zweiten Jahreshälfte 2018 stark übergewichtet waren) genutzt, um unsere Untergewichtung von Unternehmensanleihen über alle Profile hinweg zu verringern. Da ein Anstieg der Finanzierungskosten kein Risiko mehr darstellt, sollten die Ausfallraten niedrig bleiben (Grafik 13). Gleichzeitig wird die steigende Anzahl von Staatsanleihen mit negativer Rendite die Anleger zwingen, in Unternehmensanleihen umzuschichten. Die Tatsache, dass sich der US-Konjunkturzyklus seinem Ende nähert, lässt es ratsamer erscheinen, sich an Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating zu halten, statt beim Rating Kompromisse einzugehen. In Europa sind die Unternehmen weniger verschuldet, weshalb ihre Anleihen eine höhere

12. Ein anhaltender Rückgang des Welthandels ist das grösste Risiko für unser Basisszenario

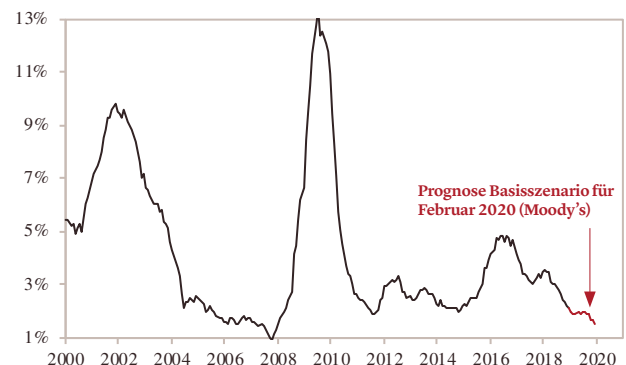
EPS-Wachstum der letzten 12 M., in %



Quellen: Datastream, Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

13. Prognostizierte Ausfallraten nahe historischen Tiefstständen, da die Kreditbedingungen günstig bleiben

Globale emittentengewichtete Spec-Grade-Ausfallrate letzte 12 M., in %



Quellen: Datastream, Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

Kreditqualität aufweisen. Daher sind in Europa auch Unternehmensanleihen aus dem Segment BBB-BB eine Anlagemöglichkeit.

Namentlich in USD-Portfolios, wo das Zinsniveau eine ausgewogenere Fixed-Income-Allokation ermöglicht, haben wir entschieden, Gewinne auf unserer Position in kurzfristigen inflationsgebundenen Anleihen mitzunehmen und den Erlös in Investment-Grade-Unternehmensanleihen zu reinvestieren. Bei den CHF-Portfolios haben wir beschlossen, sowohl in Unternehmensanleihen als auch in börsenkotierte Immobilien zu investieren – eine weitere zinsensitive Anlageklasse. Die aktuellen Bewertungen von börsenkotierten Schweizer Immobilien sind in einem Niedrigzinsumfeld nach wie vor angemessen, während die Dividendenrendite mit knapp 2,7% die Rendite von Unternehmensanleihen deutlich übertrifft (effektiv befindet sich der Spread nahe historischen Höchstständen). Die Schweizer Immobilien haben sich seit Ende November 2018, als wir unsere Übergewichtung eingegangen sind, kräftig erholt. Trotzdem ist mit verstärkten Zuflüssen zu rechnen, da die Renditen von Staatsanleihen wieder in den negativen Bereich gerutscht sind und auf absehbare Zeit dort verharren dürften.

In Aktien sind wir über alle Regionen hinweg neutral positioniert, wobei wir Large Caps gegenüber Small Caps bevorzugen. Während die niedrigen Renditen die Bewertungen weiter stützen werden, erkennen wir auf Basis der relativen Bewertungen kein starkes Signal. Deshalb wird die Gewinndynamik entscheidend sein. Im 4. Quartal 2018 haben die Gewinnveröffentlichungen der europäischen Unternehmen enttäuscht. Aber die Dynamik sollte sich in den kommenden Monaten verbessern – im Einklang mit unserer Erwartung einer Belebung der Wirtschaftstätigkeit. In den USA dürfte das Gewinnwachstum weniger hoch als im ausserordentlichen Jahr 2018 ausfallen. Es dürfte aber passabel bleiben und näher beim langfristigen Durchschnitt liegen. Die relativ defensive Ausrichtung des US-Marktes und sein überdurchschnittliches Engagement in von uns bevorzugten Sektoren, insbesondere IT, sind ebenfalls ein Grund, unsere Allokation unverändert beizubehalten. Was die Anlagestile betrifft, bekräftigen wir unsere vorsichtige Haltung gegenüber Small Caps, die im Falle einer Marktkorrektur unter Illiquidität leiden könnten (Grafik 14).

Ausserdem halten wir weiterhin Ausschau nach Möglichkeiten der Portfoliodiversifikation. Sind die Renditen niedrig, eignen sich traditionell sichere Häfen wie deutsche Bundesanleihen deutlich weniger gut zur Absicherung (Grafik 15). Um das Gesamtportfoliorisiko zu minimieren, müssen Nicht-USD-Investoren Alternativen zu ihren inländischen Staatsanleihen finden. Deshalb hat sich Gold zu behaupten vermocht und weitere Zuflüsse verzeichnet, obwohl die Risikobereitschaft jüngst wieder gestiegen ist und der Dollar aufgewertet hat (in der Vergangenheit nicht unbedingt unterstützende Voraussetzungen für Gold). Überdies wirken sich höhere Realzinsen tendenziell weniger negativ auf Gold aus, wenn die Anleger das Ende des US-Straffungszyklus erwarten. Aus diesen Gründen haben wir unsere breitere Rohstoffposition in Gold umgeschichtet.

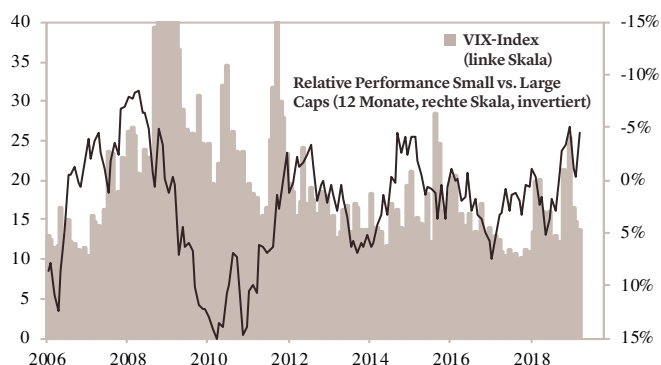
Auch der japanische Yen war für uns ein Mittel, um das Gesamtrisiko des Portfolios abzusichern. Während der Volatilitätsepisoden im Mai, August und Dezember 2018 hat er seine Aufgabe gut erfüllt. Und obwohl er in nächster Zeit etwas unter Druck geraten dürfte (höhere Risikobereitschaft, Wiederaufleben des Carry Trade), halten wir an unserem Engagement als Absicherung fest.

Schliesslich verfolgen wir insbesondere im Aktien- und Devisenbereich aktiver und opportunistischer Optionsstrategien. Damit nutzen wir die niedrige Volatilität, um uns gegen Extremrisiken wie den Brexit oder die laufenden Handelsgespräche zwischen den USA und China zu schützen.

Sophie Chardon, Cross-Asset Strategist

14. Small Caps entwickeln sich bei steigender Volatilität unterdurchschnittlich

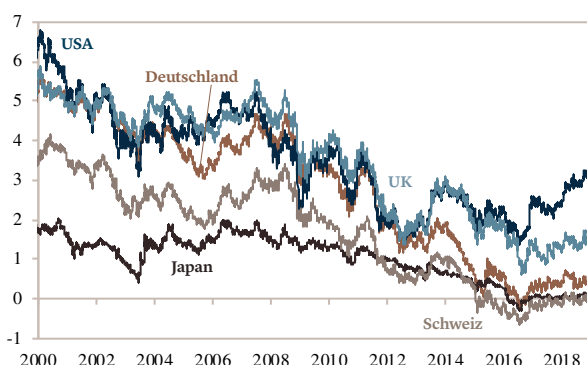
Relative Performance des MSCI World (in %) und VIX-Index



Quellen: Datastream, Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

15. Renditen dürften in den Industrieländern länger niedrig bleiben

Rendite 10-jähriger Anleihen, in %



Quellen: Datastream, Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

Devisenmarkt

Dollar dürfte sich weiter abschwächen, doch EURUSD auf kurze Sicht weiterhin im Gegenwind

Auf einen Blick

- In unserem Basisszenario gehen wir von einer Verlangsamung des US-Wirtschaftswachstums, einem expansiven Kurs des Fed und einer allmählichen Belebung des Weltwirtschaftswachstums aus. Dies spricht für einen längerfristig schwächeren Dollar – ausser (zumindest vorerst) gegenüber dem Euro, der selbst von der überaus lockeren Geldpolitik der EZB gebremst wird.
- Für die Währungen der Schwellenländer sind wir weiter zuversichtlich und gehen von einer Fortsetzung des Carry Trade aus, da die Staatsanleihspreeds niedrig sind, die US-Zinsen sinken und die Aktienmärkte zulegen.
- Ein Einbruch des Weltwirtschaftswachstums kann jedoch nicht ausgeschlossen werden, weshalb die Konjunkturdaten genau beobachtet werden müssen. Bei einem Einbruch würden die Anleger wahrscheinlich in den Dollar und den Yen flüchten und die EM-Währungen (insbesondere jene von Ländern mit externen Ungleichgewichten und politischen Problemen) leiden.

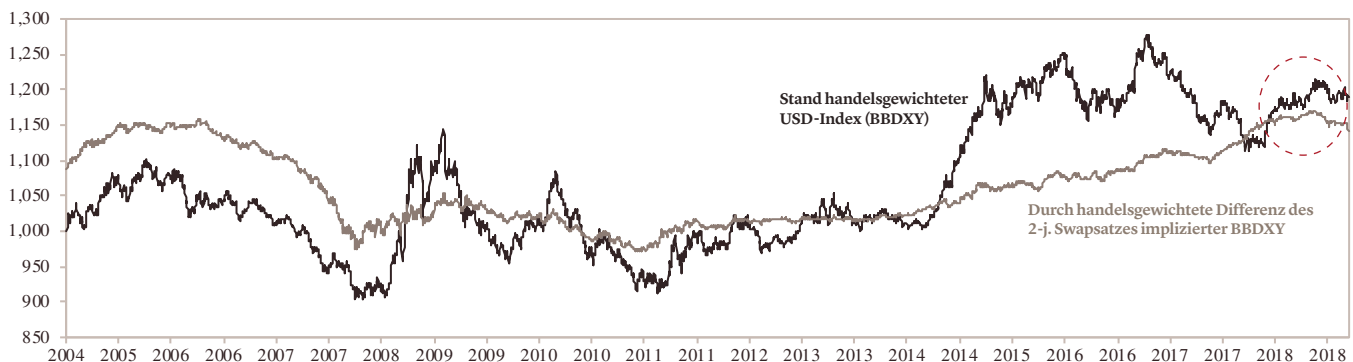
Zwei (gegensätzliche, aber zueinander in Wechselwirkung stehende) Kräfte beherrschen zurzeit den Devisenmarkt. Auf der einen Seite haben die grossen Zentralbanken (Fed und EZB) einen deutlich lockeren Kurs eingeschlagen als erwartet. Dadurch steigt die Wahrscheinlichkeit, dass die Geldpolitik länger akkommodierend bleiben wird. Eine Aussicht, die grundsätzlich Währungen mit einem hohen Beta und EM-Währungen unterstützt. Auf der anderen Seite belastet die Verlangsamung des Weltwirtschaftswachstums die Marktstimmung und damit die Risikowährungen (der Einbruch der türkischen Lira am 22. März um über 5% war der panischen Angst der Anleger geschuldet). Welche dieser gegensätzlichen Kräfte sich durchsetzt, wird massgeblich vom Schweregrad und von der Dauer der Verlangsamung abhängen.

In unserem Basisszenario gehen wir nach wie vor davon aus, dass die Daten sich stabilisieren werden und es zu keinem

ausgeprägteren Abschwung (oder schlimmer noch zu einer Rezession) kommt. Allerdings müssen wir zugeben, dass dieser Prozess mehr Zeit in Anspruch nimmt, als wir vor einigen Monaten erwartet haben. Aber es gibt Anzeichen dafür, dass das Schlimmste hinter uns liegen könnte. Eine kräftige Erholung des Gesamt-PMI für die Eurozone ist zwar bislang ausgeblieben, doch hat sich dieser wenigstens über dem Niveau von 50 (das die Grenze zwischen Expansion und Schrumpfung markiert) stabilisiert. Die chinesischen PMIs haben jüngst eine spürbare Erholung signalisiert, und das Wachstum der Sachinvestitionen scheint, unterstützt durch die fiskalische Expansion der Behörden, die Talsohle durchschritten zu haben. Der Baltic Exchange Dry Index (ein Barometer für Massengutfrachten und zeitnahe Indikator für den Welthandel) scheint sich seit Februar nach seinem markanten Einbruch zwischen Mitte Dezember und Ende Februar stabilisiert zu haben (siehe Grafik 3, Seite 4).

Entwickelt sich die Weltwirtschaft gemäss unseren Vorstellungen – überraschend expansiver Kurs des Fed, Abkühlung der mit fiskalischen Stimulierungsmassnahmen künstlich hoch gehaltenen US-Konjunktur und ganz sachte Wachstumserholung im Rest der Welt –, gehen wir weiterhin von einer allmählichen Abwertung des US-Dollar aus. Es ist in der Tat auffällig, dass sich die handelsgewichtete (TW) Differenz des 2-jährigen Swapsatzes zwischen den USA und ihren sieben wichtigsten Handelspartnern seit der letzten FOMC-Sitzung (20. März) um 19 Basispunkte (Bp.) verringert hat, da die US-Sätze auf breiter Front gesunken sind. Nur gemessen an dieser Kennzahl scheint der TW Dollar rund 5% überbewertet (siehe Grafik 16), was in etwa unseren kombinierten BEER⁻¹ und FEER²-Modellschätzungen entspricht. Die Diskrepanz ist bislang nicht extrem, weshalb ihr Einfluss begrenzt bleiben dürfte. Sollten sich die globalen Daten jedoch stabilisieren, werden Bewertungsüberlegungen die Auswirkungen des expansiven Fed-Kurses und der abnehmenden fiskalischen Impulse voraussichtlich noch verstärken und den US-Dollar schwächen. Dies umso mehr, als die US-Risikoprämien aufgrund des anschwellenden US-Zwillingsdefizits steigen dürften.

16. Sinkende US-Sätze legen moderate USD-Überbewertung nahe



Quellen: Datastream, Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

Zumindest in den nächsten drei bis sechs Monaten dürfte sich der Greenback aber kaum gegenüber allen wichtigen Währungen abschwächen. Unserer Meinung nach wird beispielsweise EURUSD vom äusserst lockeren Kurs der EZB gebremst, deren neue Prognose darauf hindeutet, dass das Risiko länger negativ bleibender Zinsen gestiegen ist. Nur eine markante Verbesserung der Wirtschaftsdaten würde einen deutlichen Aufwärtstrend von EURUSD ermöglichen, wobei 1.15 weiterhin eine starke Widerstandslinie für die nahe Zukunft darstellt.

Angesichts der sehr attraktiven Bewertung (gemäss unseren Schätzungen rund 9%) und niedrigerer US-Renditen (der Renditezuwachs bei den 10-jährigen US-Staatsanleihen im Jahr 2018 wurde inzwischen zunichtegemacht) gehen wir nach wie vor davon aus, dass USDJPY sinken wird.

Für den Rest der G-10 rechnen wir damit, dass sich Währungen von Staaten mit dicken Polstern (also hohen Leistungs- und Haushaltsbilanzen), namentlich Schweden und Norwegen, überdurchschnittlich entwickeln werden. Auch AUD und CAD bergen unseres Erachtens etwas Aufwärtspotenzial, vor allem weil wir die Erwartungen des Marktes an den jeweiligen zukünftigen geldpolitischen Kurs als zu pessimistisch einschätzen.

Die EM-Währungen schätzen wir ebenfalls positiv ein und gehen davon aus, dass sich der Carry Trade zwar langsamer als seit September 2018, aber weiterhin erfreulich entwickeln wird. Unser Fair-Value-Modell für das Universum der EM-Währungen (das auf die Renditen der 10-jährigen US-Anleihen, die Gesamtverschuldung der EM in % des BIP, das Wachstumsgefälle zwischen den USA und den EM sowie frühere Episoden von US-Rezessionen abstellt) legt den Schluss nahe, dass die EM-Währungen als Ganzes etwa 5% bis 6% unterbewertet sind (siehe Grafik 17). Wenn wir mit unseren Wachstumsprognosen (Rückgang in den USA, leichte Zunahme in den EM) und der Vorhersage niedrigerer US-Renditen Recht behalten, sollte der Fair Value der EM-Währungen weiter steigen, was auf einen Aufwärtstrend der EM-Währungen schliessen lässt.

Hinzu kommt, dass die in der Vergangenheit stark mit dem Währungs-Carry-Trade korrelierenden Faktoren unterstützend bleiben. Genauer gesagt sind die Spreads der EM-Staatsanleihen niedrig (obwohl sie gegen Ende des 1. Quartals leicht nach oben ausschlagen, was beobachtet werden muss), die US-Zinsen liegen deutlich unter ihrem Höchststand vom November 2018 (in den USA ist der 10-Jahres-Swapsatz im Berichtszeitraum um 86 Bp.

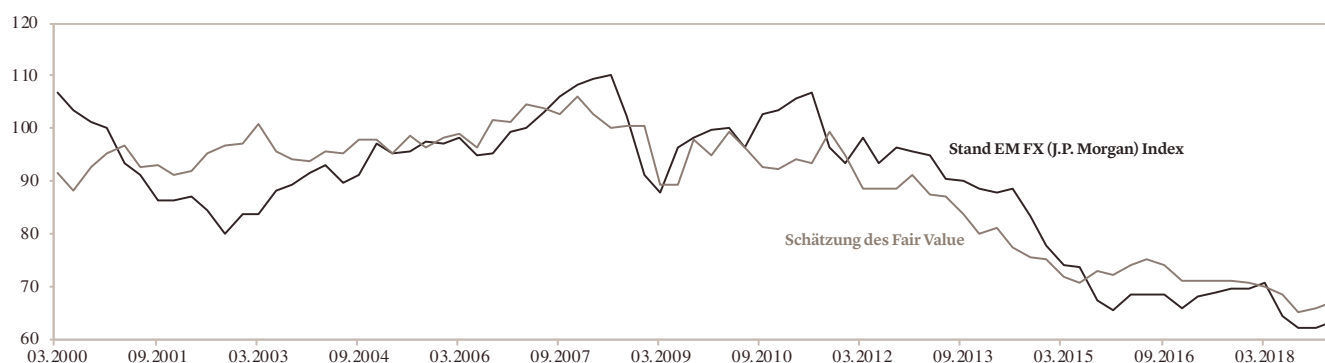
gesunken), während die Aktienmärkte ihren Aufwärtstrend fortsetzen. Die Unterstützung einiger dieser Faktoren könnte etwas nachlassen, wenn die Anleger aufgrund des fortgeschrittenen US-Zyklus vorsichtiger werden. Dennoch besteht unserer Ansicht nach bei den Hochzinsanleihen noch immer Spielraum für eine gute Performance über die nächsten drei bis sechs Monate. Wir favorisieren nach wie vor renditestarke EM-Währungen, die unterbewertet sind und von positiven länderspezifischen Faktoren, wie den hohen Ölpreisen beim RUB und der Reformumsetzung beim BRL, unterstützt werden dürften. Der MXN – eine traditionell renditestarke Währung – sollte sich ebenfalls recht erfreulich entwickeln. TRY und ZAR bleiben die grossen Unbekannten: Die politischen Aussichten der jeweiligen Länder sind äusserst verworren und kompliziert und bergen eine Vielzahl potenzieller Risiken. Gleichzeitig zählten die TRY und der ZAR in der Vergangenheit, wenn der Carry Trade unterstützt wurde, zu den Spitzenreitern unter den Währungen.

Das Risiko für alle diese Szenarien ist eine markante Verschlechterung der globalen Wachstumsaussichten – die zum jetzigen Zeitpunkt nicht ausgeschlossen werden kann. Daher müssen die globalen Vertrauensindikatoren und harten Daten in den nächsten Monaten genau darauf überprüft werden, ob sie Hinweise auf eine Trendwende beim Weltwirtschaftswachstum enthalten. Sollte dies geschehen, würde die Risikoaversion der Anleger abrupt steigen und eine Flucht in sichere Titel stattfinden. Dollar und Yen dürften in einem solchen Fall die Hauptnutznießer sein, während EM-Währungen – insbesondere jene von Ländern, die unter externen Ungleichgewichten und politischen Problemen leiden, wie ZAR und TRY – erhebliche Verluste erleiden würden.

Vasileios Gkionakis, Global Head of FX Strategy

- ¹ Das BEER-Modell (Behavioral Equilibrium Exchange Rate = verhaltensbedingter Gleichgewichtswchselkurs) schätzt anhand von ökonomischen Methoden die Gleichgewichtswchselkurse auf Basis einer Reihe von makroökonomischen Variablen (Terms of Trade, Investitionen als Anteil des BIP und reale Renditen innerhalb eines Paneldatensatzes von G-10-Währungen).
- ² Das FEER-Modell (Fundamental Equilibrium Exchange Rate = fundamentaler Gleichgewichtswchselkurs) berechnet den Wechselkurs, der für das makroökonomische Gleichgewicht erforderlich ist (Vollbeschäftigung, niedrige Inflation und nachhaltige Leistungsbilanz).

17. EM-Währungen gemessen an den Fundamentaldaten zu niedrig



Quellen: Datastream, Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

Wichtige Hinweise

Die vorliegende Marketingmitteilung wurde von der Bank Lombard Odier & Co AG (nachstehend "Lombard Odier") herausgegeben.

Sie ist weder für die Abgabe, Veröffentlichung oder Verwendung in Rechtsordnungen bestimmt, in denen eine solche Abgabe, Veröffentlichung oder Verwendung rechtswidrig ist, noch richtet sie sich an Personen oder Rechtsstrukturen, an die eine entsprechende Marketingmitteilung rechtswidrig ist.

Diese Marketingmitteilung dient nur zu Informationszwecken. Sie stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zur Zeichnung oder zum Kauf, Verkauf oder Besitz von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Sie gibt die Einschätzungen von Lombard Odier zum Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung wieder. Diese Meinungen und die hier enthaltenen Informationen werden ohne Berücksichtigung der besonderen Umstände, Ziele oder Bedürfnisse der einzelnen Anleger abgegeben. Es wird keine Gewähr dafür übernommen, dass eine bestimmte Anlage oder Strategie für die Umstände des jeweiligen Anlegers angemessen oder zweckmässig ist oder dass eine bestimmte Anlage oder Strategie eine persönliche Anlageempfehlung für den jeweiligen Anleger darstellt. Die steuerliche Behandlung hängt von den persönlichen Umständen jedes einzelnen Kunden ab und kann sich in Zukunft ändern. Lombard Odier bietet keine Steuerberatung an. Folglich müssen Sie die obigen und alle anderen in der Marketingmitteilung bereitgestellten Informationen kontrollieren oder sie mit Ihren externen Steuerberatern überprüfen. Die in diese Marketingmitteilung beschriebenen Produkte geben nicht das vollständige Marktangebot wieder, und bestimmte Dienstleistungen, einschliesslich Depotverwaltung, können gesetzlichen Einschränkungen unterliegen oder sind möglicherweise nicht in allen Rechtsordnungen ohne Einschränkungen verfügbar.

Die in diese Marketingmitteilung enthaltenen Informationen und Analysen basieren auf Quellen, die als verlässlich erachtet werden. Lombard Odier ist stets bemüht, Aktualität, Genauigkeit und Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen sicherzustellen. Alle Informationen und Meinungen sowie die hierin enthaltenen Preisangaben, Marktbewertungen und Berechnungen können sich jedoch jederzeit ohne Vorankündigung ändern.

Anlagen unterliegen verschiedenen Risiken. Bevor ein Anleger eine Transaktion tätigt, sollte er sich an seinen Anlageberater wenden und gegebenenfalls bei einem unabhängigen Fachberater Informationen über die damit zusammenhängenden Risiken sowie die etwaigen rechtlichen, regulatorischen, kredit-spezifischen, steuerlichen und buchhalterischen Auswirkungen einholen. **Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Gewähr für laufende oder zukünftige Ergebnisse, und der Anleger erhält unter Umständen den investierten Betrag nicht vollständig zurück.** Der Wert einer Anlage, die auf eine andere Währung als die Basiswährung eines Portfolios lautet, unterliegt dem Wechselkursrisiko. Wechselkurse können schwanken und den Wert einer Anlage mindern, sobald diese veräussert und zurück in die Basiswährung des Anlegers gewechselt wird. Die Liquidität einer Anlage ist abhängig von Angebot und Nachfrage. Für gewisse Produkte gibt es unter Umständen keinen gut etablierten Sekundärmarkt. Unter extremen Marktbedingungen kann es zudem schwierig sein, deren Wert zu bestimmen. Die Folge sind Kursschwankungen sowie Schwierigkeiten bei der Erzielung eines Preises zum Verkauf der Anlage.

Mitglieder der Europäischen Union: Diese Marketingmitteilung wurde von Lombard Odier (Europe) S.A., in Luxemburg, für den Gebrauch durch ihre in den folgenden Gebieten tätigen Zweigniederlassungen genehmigt: **Belgien:** Lombard Odier (Europe) S.A. Luxembourg · Belgium branch; **Frankreich:** Lombard Odier (Europe) S.A. · Succursale en France; **Italien:** Lombard Odier (Europe) S.A. · Italian Branch; **Spanien:** Lombard Odier (Europe) S.A. · Sucursal en España; and **Vereinigtes Königreich:** Lombard Odier (Europe) S.A. · UK Branch. Lombard Odier (Europe) S.A ist ein Kreditinstitut, das in Luxemburg von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) reguliert und beaufsichtigt wird.

Hinweis für Anleger im Vereinigten Königreich: Lombard Odier (Europe) S.A. · UK Branch ist ein Kreditinstitut, das im Vereinigten Königreich durch die Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen ist und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Financial Conduct Authority (FCA) und die PRA unterliegt. Nähere Angaben zum Umfang unserer Zulassung und Regulierung durch die PRA sowie unserer Regulierung durch die FCA erhalten Sie von uns auf Anfrage. **Die britischen Vorschriften zum Schutz von Kleinanlegern im Vereinigten Königreich sowie der Anspruch auf Entschädigungsleistungen im Rahmen des Financial Services Compensation Scheme gelten nicht für Anlagen oder Dienstleistungen, die von einer ausländischen Person ("overseas person,") bereitgestellt bzw. erbracht werden.**

Von folgenden Geschäftseinheiten mit Sitz in der Europäischen Union wurde die vorliegende Marketingmitteilung ebenfalls für den Gebrauch genehmigt:

Gibraltar: Lombard Odier & Cie (Gibraltar) Limited, eine Gesellschaft, die von der Financial Services Commission, Gibraltar (FSC) zum Bank- und Anlagendienstleistungsgeschäft zugelassen wurde und von dieser reguliert wird; **Spanien:** Lombard Odier Gestión (España) S.G.I.I.C., S.A.U., eine Portfoliomanagementgesellschaft, die von der Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), Spanien, zugelassen wurde und von dieser reguliert wird.

Hong Kong: Diese Marketingmitteilung wurde von Lombard Odier (Hong Kong) Limited, einer lizenzierten Rechtseinheit, die von der Securities and Futures Commission in Hongkong reguliert wird und unter deren Aufsicht steht, als allgemeine Information für professionelle Anleger und andere Personen in Übereinstimmung mit der Securities and Futures Ordinance (Chapter 571) der Gesetze von Hongkong für den Gebrauch genehmigt; **Singapore:** Diese Marketingmitteilung wurde von Lombard Odier (Singapore) Ltd als allgemeine Information akkreditierter Anleger und anderer Personen im Einklang mit den in Sections 275 und 305 des Securities and Futures Act (Chapter 289) dargelegten Bedingungen für den Gebrauch genehmigt. Empfänger in Singapur sollten sich im Hinblick auf alle Angelegenheiten, die sich aus oder im Zusammenhang mit dieser Marketingmitteilung ergeben, an Lombard Odier (Singapore) Ltd wenden, einen befreiten Finanzberater im Sinne des Financial Advisers Act (Chapter 110) und eine von der Monetary Authority of Singapore regulierte und beaufsichtigte Geschäftsbank. Die Empfänger dieser Marketingmitteilung versichern und garantieren, dass sie akkreditierte Anleger und andere Personen gemäss Definition im Securities and Futures Act (Chapter 289) sind. Diese Anzeige wurde von der Monetary Authority of Singapore nicht geprüft.

Panama: Diese Marketingmitteilung wurde von Lombard Odier (Panamá) Inc., von der Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá zugelassenen und regulierten Rechtseinheit, für den Gebrauch in Panama genehmigt. Zur Tätigkeit als Anlageberater zugelassen. Res.- SMV Nr.528-2013.

Israel: Diese Marketingmitteilung wurde vom Israel Representative Office der Bank Lombard Odier & Co AG, einer Rechtseinheit, die nicht der Aufsicht des Supervisor of Banks der Bank of Israel untersteht, sondern von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht, welche die Tätigkeit der Bank Lombard Odier & Co AG beaufsichtigt, für den Gebrauch in Israel genehmigt.

Südafrika: Diese Marketingmitteilung wurde vom South Africa Representative Office der Bank Lombard Odier & Co AG, einem zugelassenen Finanzdienstleistungsanbieter mit der Registrierungsnummer 48505, für den Gebrauch in Südafrika genehmigt.

Schweiz: Die vorliegende Marketingmitteilung wurde von der Bank Lombard Odier & Cie AG, Genf, einem Bankinstitut und Wertschriftenhändler, das/der der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) untersteht und von ihr zugelassen ist, zur Veröffentlichung in der Schweiz genehmigt.

USA: Weder das vorliegende Dokument noch Kopien davon dürfen in die USA, Gebiete unter der Hoheitsgewalt der USA oder der Rechtsprechung der USA unterworfenen Gebiete versandt, dorthin mitgenommen, dort verteilt oder an US-Personen bzw. zu deren Gunsten abgegeben werden. Als US-Person gelten vorliegend alle Personen, die US-Bürger sind oder ihren Wohnsitz in den USA haben, alle Personengesellschaften, die in einem Bundesstaat oder Gebiet unter der Hoheitsgewalt der USA gegründet oder organisiert sind, alle Kapitalgesellschaften, die nach US-amerikanischem Recht oder dem Recht eines Bundesstaates oder Gebiets unter der Hoheitsgewalt der USA organisiert sind, sowie alle in den USA ertragsteuerpflichtigen Vermögen oder Trusts, ungeachtet des Ursprungs ihrer Erträge.

Medien: Zu Ihrer Information erhalten Sie im Anhang die Anlagestrategie Privatkunden von Lombard Odier.

Es gelten folgende Nutzungsbedingungen: Der Inhalt dieses Dokuments dient ausschliesslich zu Ihrer persönlichen Information. Falls Sie aus dem Dokument zitieren, dürfen Sie Lombard Odier nur als Quelle der zitierten Informationen erwähnen. Der guten Ordnung halber möchte Sie Lombard Odier daran erinnern, dass Sie für Inhalte, die Sie selbst zitieren, sowie für die Einhaltung der geltenden regulatorischen Vorschriften die alleinige Verantwortung tragen. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen weder eine Anlageempfehlung noch ein Angebot für die - vor allem nicht öffentliche - Erbringung von Finanzdienstleistungen dar.

Die vorliegende Marketingmitteilung darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung von Lombard Odier weder ganz noch auszugsweise reproduziert, übertragen, abgeändert oder zu öffentlichen oder kommerziellen Zwecken verwendet werden.

Datenschutz: Sie erhalten diese Mitteilung möglicherweise, weil Sie uns Ihre Kontaktdaten mitgeteilt haben. Beachten Sie in diesem Fall bitte, dass wir Ihre personenbezogenen Daten auch zum Zwecke des Direktmarketings verarbeiten können. Wenn Sie einer solchen Verarbeitung widersprechen möchten, richten Sie Ihren Widerspruch bitte an den Datenschutzbeauftragten der Gruppe: Bank Lombard Odier & Co AG, Group Data Protection Officer, 11, Rue de la Corratierie, 1204 Genf, Schweiz. E-Mail: group-dataprotection@lombardodier.com. Nähere Informationen über die Datenschutzpolitik von Lombard Odier finden Sie auf www.lombardodier.com/privacy-policy.

© 2019 Bank Lombard Odier & Co AG - alle Rechte vorbehalten. Ref. LOCH/LOESA/LOASIA-GM-de-032019.

SCHWEIZ

GENÈVE

Bank Lombard Odier & Co AG¹

Rue de la Corrairie 11 · 1204 Genève · Suisse
geneva@lombardodier.com

Lombard Odier Asset Management (Switzerland) SA

Avenue des Morgines 6 · 1213 Petit-Lancy · Suisse
Support-Client-LOIM@lombardodier.com
Verwaltungsgesellschaft unter der Aufsicht der FINMA.

FREIBURG

Banque Lombard Odier & Cie SA · Bureau de Fribourg¹

Rue de la Banque 3 · 1700 Fribourg · Suisse
fribourg@lombardodier.com

LAUSANNE

Bank Lombard Odier & Co AG¹

Place St-François 11 · 1003 Lausanne · Suisse
lausanne@lombardodier.com

VEVEY

Banque Lombard Odier & Cie SA · Agence de Vevey¹

Rue Jean-Jacques Rousseau 5 · 1800 Vevey · Suisse
vevey@lombardodier.com

ZÜRICH

Bank Lombard Odier & Co AG¹

Utoschloss · Utoquai 29-31 · 8008 Zürich · Schweiz
zurich@lombardodier.com

EUROPA

BRÜSSEL

Lombard Odier (Europe) S.A. Luxembourg · Belgium branch²

Avenue Louise 81 · Boîte 12 · 1050 Bruxelles · Belgique
brussels@lombardodier.com
Kreditinstitut, das in Belgien der Aufsicht der Banque nationale de Belgique (BNB) und der Finanzaufsichtsbehörde (Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten, FSMA) untersteht.

GIBRALTAR

Lombard Odier & Cie (Gibraltar) Limited

Suite 921 Europort · P.O. Box 407 · Gibraltar
gibraltar@lombardodier.com
Von der Gibraltar Financial Services Commission (FSC) für die Erbringung von Bank- und Anlagendienstleistungen zugelassene und beaufsichtigte Gesellschaft.

LONDON

Lombard Odier (Europe) S.A.²

Queensberry House · 3 Old Burlington Street · London
W1S 3AB · United Kingdom · london@lombardodier.com

Die Bank ist im Vereinigten Königreich durch die Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen und wird von dieser reguliert. Zudem unterliegt sie in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Financial Conduct Authority (FCA) und die PRA. Nähere Angaben zum Umfang unserer Zulassung und Regulierung durch die PRA sowie unserer Regulierung durch die FCA erhalten Sie von uns auf Anfrage. Registrierung in Luxemburg unter der Nr. B169 907.

Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited

Queensberry House · 3 Old Burlington Street · London
W1S 3AB · United Kingdom
london@lombardodier.com
Wertpapierfirma, die von der Financial Conduct Authority (FCA, Register-Nr. 515393) zugelassen ist und reguliert wird.

¹ Privatbank und Wertpapierhändlerin, die von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) zugelassen ist und reguliert wird.

² Zweigniederlassung von Lombard Odier (Europe) S.A., einem in Luxemburg ansässigen Kreditinstitut, das von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) in Luxemburg zugelassen ist und von dieser reguliert wird.

LUXEMBURG

Lombard Odier (Europe) S.A.

291, route d'Arlon · 1150 Luxembourg · Luxembourg
luxembourg@lombardodier.com

Kreditinstitut unter der Aufsicht der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) in Luxemburg.

Lombard Odier Funds (Europe) S.A.

291, route d'Arlon · 1150 · Luxembourg · Luxembourg
luxembourg@lombardodier.com

MADRID

Lombard Odier (Europe) S.A. · Sucursal en España²

Paseo de la Castellana 66, 4^a Pl. · 28046 Madrid · España · madrid@lombardodier.com
Kreditinstitut, das in Spanien der Aufsicht der Banco de España und der Finanzaufsichtsbehörde (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV) untersteht.

Lombard Odier Gestión (España) S.G.I.I.C., S.A.U

Paseo de la Castellana 66, 4^a Pl. · 28046 Madrid · España · madrid@lombardodier.com
Verwaltungsgesellschaft unter der Aufsicht der Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

MILAN

Lombard Odier (Europe) S.A. · Succursale in Italia²

Via Santa Margherita 6 · 20121 Milan · Italien
milano-cp@lombardodier.com
Kreditinstitut, das in Italien der Aufsicht der Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) und der Banca d'Italia untersteht.

MOSKAU

Bank Lombard Odier & Co Ltd · Representative Office Moscow

Letnikovskaya st.2, bld.1 · 115 114 Moscow · Russian Federation · moscow@lombardodier.com
Unter der Aufsicht der Zentralbank der russischen Föderation.

PARIS

Lombard Odier (Europe) S.A. · Succursale en France²

8, rue Royale · 75008 Paris · France. RCS PARIS B 803 905 157 · paris@lombardodier.com
Kreditinstitut, das in Frankreich im Hinblick auf seine Anlagendienstleistungen der Aufsicht der Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) und der Autorité des Marchés Financiers (AMF) untersteht. Gewerbe genehmigung Nr. 23/12. Registrierung in Luxemburg unter der Nr. B169 907. Vom Commissariat aux Assurances (CAA) unter der Nr. 2014 CM002 zugelassener Versicherungsvermittler. Die Eintragung beim CAA kann unter www.oria.fr überprüft werden.

AFRIKA | ASIATISCH-PAZIFISCHER RAUM |

NAHER OSTEN | NORD- UND

LATEINAMERIKA

BERMUDAS

Lombard Odier Trust (Bermuda) Limited

3rd Floor, Victoria Place · 31 Victoria Street · Hamilton
HM 10 · Bermuda · bermuda@lombardodier.com
Autorisiert zur Ausübung von Treuhand-, Anlage- und Dienstleistungsgeschäften durch die Bermuda Monetary Authority (BMA).

DUBAI

Bank Lombard Odier & Co Ltd · Representative Office Dubai

Conrad Business Tower · 12th Floor · Sheikh Zayed Road · P.O. Box 212240 · Dubai · UAE
dubai@lombardodier.com
Unter der Aufsicht der Zentralbank der Vereinigten Arabischen Emirate.

HONGKONG

Lombard Odier (Hong Kong) Limited

3901, Two Exchange Square · 8 Connaught Place · Central · Hong Kong · hongkong@lombardodier.com
Zugelassene Geschäftseinheit, die von der Securities and Futures Commission von Hongkong reguliert und beaufsichtigt wird.

ISRAEL

Israel Representative Office · Bank Lombard Odier & Co Ltd

Alrov Tower 11th floor · 46 Rothschild Blvd. · Tel Aviv
6688312 · Israel · telaviv@lombardodier.com
Untersteht nicht der Aufsicht des Supervisor of Banks der Bank of Israel, sondern der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht, die die Aktivitäten der Bank Lombard Odier & Co AG beaufsichtigt.

JOHANNESBURG

South Africa Representative Office · Bank Lombard Odier & Co Ltd

140 West Street · Sandton · Johannesburg 2196 · South Africa · johannesburg@lombardodier.com
Zugelassener Finanzdienstleistungserbringer
Registrierungsnummer 48505.

MONTEVIDEO

Lombard Odier (Uruguay) SA

Luis Alberto de Herrera · Torre 2 · Oficina 2305
11300 Montevideo · Uruguaymontevideo@lombardodier.com
Beaufsichtigt von der Banco Central del Uruguay.

MONTREAL

Lombard Odier & Cie (Canada), Limited Partnership

1000, rue Sherbrooke Ouest · Bureau 2200 · Montréal (Québec) · Canada H3A 3R7
montreal@lombardodier.com
Reguliert durch die Autorité des Marchés Financiers von Québec.

NASSAU

Lombard Odier & Cie (Bahamas) Limited

Goodman's Bay Corporate Centre · West Bay Street · P.O. Box N-4938 · Nassau · Bahamas
nassau@lombardodier.com
Unter der Aufsicht der Zentralbank der Bahamas und der Securities Commission der Bahamas.

PANAMA

Lombard Odier & Cie (Bahamas) Limited · Representative Office in Panama

Oceania Business Plaza Torre 2000 · Oficina 38-D · Blv. Pacifica · Urb. Punta Pacifica · Corregimiento de San Francisco · Panamá · panama@lombardodier.com
Unter der Aufsicht der Zentralbank der Bahamas und der Superintendencia de Bancos de Panamá.

Lombard Odier (Panama) Inc.

Oceania Business Plaza Torre 2000 · Oficina 38-D · Blv. Pacifica · Urb. Punta Pacifica · Corregimiento de San Francisco · Panamá · panama@lombardodier.com
Unter der Aufsicht der Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá. Zur Tätigkeit als Anlageberater autorisiert. Res.-SMV Nr.528-2013.

SINGAPUR

Lombard Odier (Singapore) Ltd.

9 Raffles Place · Republic Plaza #46-02 · Singapore
048619 · singapore@lombardodier.com
Geschäftsbank, die von der Monetary Authority von Singapur reguliert und beaufsichtigt wird.

TOKIO

Lombard Odier Trust (Japan) Limited

Izumi Garden Tower 41F · 1-6-1 Roppongi, Minato-ku · Tokyo 106-6041 · Japan · tokyo@lombardodier.com
Von der japanischen Financial Services Agency (FSA) reguliert und beaufsichtigt. Inhaber einer Trust-Geschäftslizenz (FSA Nr. 208) und registriert beim Kanto Local Finance Bureau for Financial Instruments Business Operator (Nr. 470)



LOMBARD ODIER
LOMBARD ODIER DARIER HENTSCH

www.lombardodier.com