

# Anlagestrategie

## Private Vermögensverwaltung

---

# 3/4

JULI 2017 · 3. QUARTAL

### Makroökonomische Erkenntnisse

Rückblick zur Jahresmitte:  
so weit, so gut

# S.03

### Auf einen Blick

- Die meisten der für 2017 beschriebenen Risiken, insbesondere die politischen, haben mittlerweile nachgelassen, sodass wir zum Beginn der zweiten Jahreshälfte weiterhin ein mildes „Goldilocks“-Szenario vorfinden.
- Die Erholung der US-Wirtschaft schreitet zügig voran, ohne dass Anzeichen einer Überhitzung erkennbar sind. Wir erwarten, dass die US-Notenbank bald von Leitzinserhöhungen zur Bilanzbewirtschaftung übergehen wird.
- In Europa steht die Konjunkturerholung mittlerweile auf einer breiteren Basis, da zur bereits robusten Binnenwirtschaft nun auch noch ein Anstieg der externen Nachfrage hinzukommt. Somit liegt eine grundlegende Änderung der Geldpolitik vor uns.
- Das Konjunkturmilieu Japans ist nach wie vor solide: Inlandskonsum und -investitionen steigen, und es gibt sogar Anzeichen für eine Lohninflation in einigen Segmenten des Arbeitsmarktes.
- Das Konjunktur- und Handelsmilieu in Asien sieht gut aus. China löst allmählich die USA als dominierende Macht in der Region ab.
- In den Portfolios ist eine anhaltend risikoorientierte Haltung gerechtfertigt. Generell sollten Regionen favorisiert werden, in denen der Konjunkturzyklus weniger fortgeschritten ist (Schwellenländer und Europa), und die Positionierung sollte sich auf eine Erstarkung des Euro ausrichten.

---

**Enthält auch**  
Fusionen und Übernahmen  
(M&A) in Europa:  
wieder in Aktion?

---



# Rückblick zur Jahresmitte: so weit, so gut



Zur Jahresmitte ist es angebracht, Überlegungen zur globalen Wirtschafts- und Finanzlage anzustellen. Die gute Nachricht: Viele der Risiken, die wir in unserem Ausblick 2017 beschrieben haben, sind abgeflaut. Das stützt unsere Meinung, dass keine weltweite Rezession ansteht. Vielmehr deuten die von uns bevorzugten Konjunkturindikatoren auf eine anhaltende und relativ breit aufgestellte Expansion hin. Gleichzeitig müssen wir konstatieren, dass eine Reihe dieser Indikatoren sich allmählich abschwächt, was auf eine gewisse Reife des Konjunkturaufschwungs hindeutet – und dies zu einer Zeit, in der die Zentralbanken von ihrem Krisenmanagementmodus abrücken.

Dank eines Umfelds mit einem niedrigen, doch stetigen globalen Wachstum und einem geringen Inflationsdruck konnten die Zentralbanken mehrere Jahre lang sehr expansive Liquiditätsbedingungen aufrechterhalten (siehe Grafik I, Seite 04). Solange die Konjunkturerholung anhält und sich verbreitert (mittlerweile hat sie sogar die Eurozone und Japan erfasst), beginnen die Zentralbanken mit Straffungsmassnahmen oder erwägen sie zumindest. Das Wachstum der globalen Liquidität – definiert als die zusammengefassten Bilanzen der US-Notenbank (Fed), der Europäischen Zentralbank (EZB), der Bank of Japan (BoJ) und der People's Bank of China (PBoC) – ist zwar nach wie vor positiv, dürfte sich aber nächstes Jahr verlangsamen (siehe Grafik II, Seite 04).

Das heisst aber nicht, dass sich die Kreditvergabe an die Realwirtschaft stark abschwächen wird. Schliesslich zielten die Liquiditätsspritzen der Zentralbanken primär darauf ab, das Finanzsystem zu stützen, und nicht Wachstum und Beschäftigung zu beflügeln. Beispiel USA: Von 2009 bis 2014 waren die Fed-Gelder der wichtigste Faktor für das Wachstum der Geldmengenaggregate. Seitdem hat sich der Schwerpunkt auf Geschäftsbankgelder verlagert, was wiederum bewirkte, dass die Liquidität vom Finanz- in den Industriesektor floss (siehe Grafik III, Seite xx). Der jüngste Rückgang der Geschäfts- und Industriekredite in den USA war – vor allem angesichts des guten Geschäftsklimas – zugegebenermassen überraschend. Doch er könnte unter anderem darauf zurückzuführen sein, dass die Energieunternehmen wieder Zugang zum Anleihenmarkt erhalten haben und daher weniger auf Bankkredite angewiesen sind als zu den Zeiten, als die Ölpreise einbrachen.

In der Eurozone und Japan waren die Kreditrends gemäss Umfragen zur Kreditvergabe der Banken stetig bis stärker. Auch dort übernehmen die Geschäftsbanken mit einer Verzögerung von einigen Jahren im Vergleich zu den USA die Rolle des Motors für das Geldmengenwachstum von den Zentralbanken (siehe Grafik III, Seite 04).

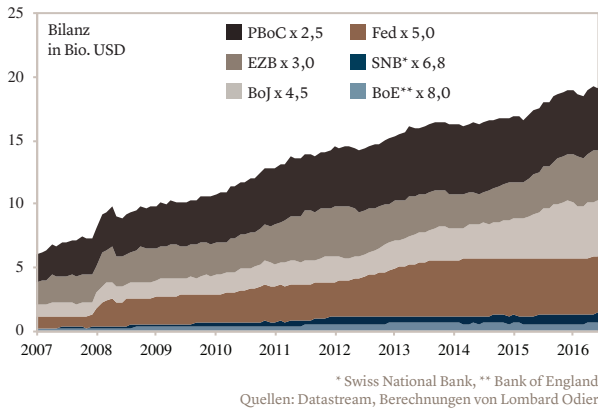
Das mit Kredit überflutete China ist die relative Ausnahme von diesem freundlicheren Kreditszenario. Aufgrund von Massnahmen der Regierung – höhere Kurzfristzinsen, Beschränkungen der Kreditvergabe an Schattenbanken und im Wohnimmobiliensektor (was sich auf die Hypothekengabe auswirkt) – schwächt sich das Kreditwachstum seit über einem Jahr ab. Die Regierung will jedoch an ihren ehrgeizigen Wachstumszielen festhalten. Daher halten wir die Angst vor einem Zusammenbruch des Kreditmarkts in China für unbegründet.

Gibt es Anzeichen dafür, dass eine expansivere fiskalpolitische Haltung auch dazu beiträgt, die Kursanpassung der Zentralbanken zu kompensieren? In den meisten Industrieländern dürfte die Fiskalpolitik in den nächsten zwei Jahren moderat gelockert werden. Die fiskalische Landschaft wird indes uneinheitlich sein, da die Haushaltspolitik der einzelnen Länder stark voneinander abweichen dürfte. In der Eurozone sind nur geringe Haushaltskürzungen zu erwarten. Die britische Regierung dürfte die Haushaltskonsolidierung verlangsamen, da der Brexit allmählich das Wirtschaftswachstum belastet. Für die USA erwarten wir, dass der Kongress schliesslich doch die Unternehmenssteuern senken wird. Das Ausmass der Kürzungen wird jedoch hinter dem zurückbleiben, was der Präsident

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

I. Bilanzen der grössten Zentralbanken

In Billionen (Bio.) USD

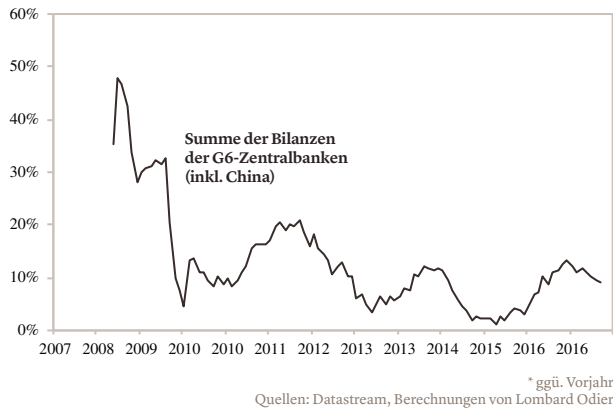


geplant hat. Da sowohl der Kongress als auch die Trump-Regierung vor den Kongresswahlen zur Halbzeit der Präsidentschaft einen politischen Erfolg brauchen, wird ein Kompromiss zustande kommen. Paradoxe Weise setzen die fiskalpolitischen Stimulierungsmassnahmen in den USA just zu dem Zeitpunkt ein, wo Vollbeschäftigung herrscht. China schliesslich vollzieht einen strukturellen Übergang zu grossen Haushaltsdefiziten. Die Absicht der Regierung, das Kreditwachstum unter Kontrolle zu bringen, wird dazu beitragen, nach neuen Quellen der Gesamtnachfrage zu suchen.

Alles in allem bleibt das „milde Goldilocks“-Umfeld, das die Finanzmärkte auf immer neue Höhen befördert hat, bestehen. In absehbarer Zukunft sind weder ein Inflationsschub noch eine Rezession ein wahrscheinliches Szenario. Das rechtfertigt eine anhaltend risikoorientierte Positionierung der Portfolios. Die erhöhten Aktienbewertungen sind jedoch ein Grund zur Sorge, vor allem in den USA. Wir bevorzugen Regionen, in denen der Konjunkturzyklus weniger weit fortgeschritten ist und die daher eine länger anhaltende Gewinndynamik aufweisen. Unsere Favoriten unter den Regionen bleiben daher die Schwellenländer und die Eurozone, die ausserdem von den geschwundenen politischen Risiken profitieren sollte. Darüber hinaus sollte ihr der Umstand zugutekommen, dass die geldpolitische Divergenz zwischen dem Fed und der EZB fast ihren Höhepunkt erreicht hat, was die Aussichten für die Einheitswährung stärken dürfte.

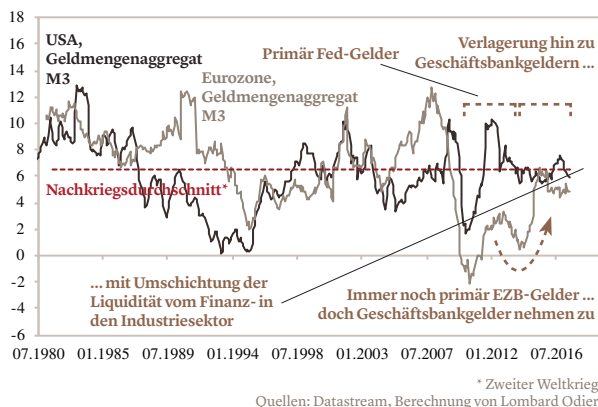
II. Kombinierte Bilanz der G6-Zentralbanken

In % yoy\*



III. Geldmengenaggregat M3 in den USA und der Eurozone

In % yoy



# USA

## Weder Inflation noch Rezession

### Auf einen Blick:

- Die mehrjährige Erholung der US-Wirtschaft setzt sich stetig fort, ohne dass Anzeichen einer Überhitzung erkennbar sind.
- Der fehlende Inflationsdruck dürfte den Spielraum des Fed eningen, die Leitzinsen viel weiter zu erhöhen, sodass die Voraussetzung für die Bilanzbewirtschaftung gegeben ist.
- Rezessionssignale sind bis jetzt auch nicht auszumachen. Dieses Risiko ist jetzt für mindestens 12 bis 18 Monate gebannt.

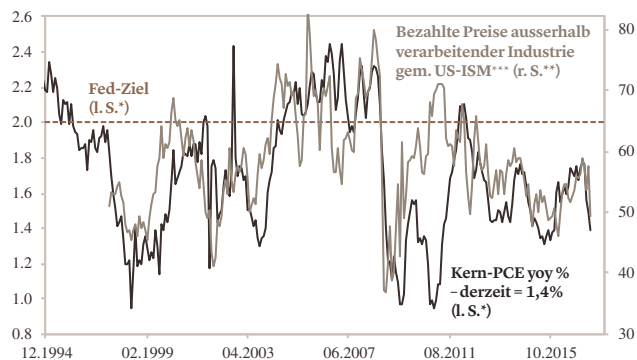
Die Konjunkturdaten waren zuletzt zwar uneinheitlich. Die US-Wirtschaft bleibt aber auf Kurs, ohne dass Zeichen einer Überhitzung erkennbar sind. Die meisten Kennzahlen, die auf eine solche Entwicklung hindeuten könnten (d.h. Konsumenten- und Produzentenpreisindizes, Rohstoffmärkte, US-Dollar, Lohnwachstum, Bankkredite), liegen nach wie vor weit unter ihrem langfristigen Durchschnitt. Vor allem gab es in den letzten Monaten keinen Anstieg der Inflation (siehe Grafik IV).

Es gibt mehrere Gründe, warum die verbesserte Beschäftigungslage nicht zu einem schnelleren Lohnwachstum – und damit zu Preisinflation – geführt hat. Der US-Arbeitsmarkt ist vielleicht doch nicht so angespannt, wie allgemein angenommen wird. Die demografischen Veränderungen im letzten Jahrzehnt, in erster Linie der Eintritt der Babyboomer in den Ruhestand, könnten den Druck auf die Löhne abmildern. Da die inflationsstabile Arbeitslosenquote (Non-Accelerating Inflation Rate of Employment, NAIRU) nur eine Schätzung ist, könnte das Potenzial der Arbeitskraftreserven unterschätzt werden. Ein geringes Produktivitätswachstum (siehe Grafik V), der technologische Wandel, die Globalisierung, Teilzeitbeschäftigung und die geringere Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer sind ebenfalls Faktoren, die zur Verflachung der Philips-Kurve beitragen.

Zweifellos eröffnen die robusten Konjunkturbedingungen der US-Notenbank Spielraum für die Straffung der Geldpolitik. Dass Zeichen einer Überhitzung nicht erkennbar sind, dürfte ihren Massnahmen aber Grenzen setzen. Unseres Erachtens ist der Höhepunkt des Straffungszyklus nicht mehr weit entfernt; danach dürfte die Bilanzbewirtschaftung im Vordergrund stehen. Und was ist mit dem Rezessionsrisiko in den USA? Keine der von uns beobachteten Konjunktur- und Marktkennzahlen senden bis jetzt ein solches Signal aus (besonders solide entwickelt sich der Dienstleistungssektor). Es wurden Bedenken hinsichtlich der Verflachung der Renditekurve in den letzten Quartalen geäußert. Unser Gegenargument lautet, dass in der Vergangenheit Rezessionen stets eine Inversion – nicht nur eine Verflachung – der Renditekurve vorausging. Die aussergewöhnliche Geldpolitik der letzten acht Jahre mag die Signalfunktion der Renditekurve beeinträchtigt haben. Doch bis zum Beweis des Gegenteils zählt nur die Inversion. Daher scheint die US-Wirtschaft mindestens 12 bis 18 Monate von der Rezession entfernt zu sein.

#### IV. US-Kern-PCE (persönliche Konsumausgaben) vs. vorlaufender Preisindikator

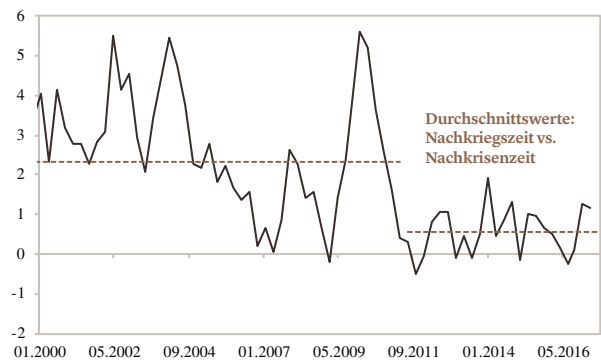
In % yoy und Niveau



\* linke Skala, \*\* rechte Skala, \*\*\* Institute for Supply Management  
Quellen: Datastream, Berechnungen von Lombard Odier

#### V. Arbeitsleistung pro Stunde je US-Beschäftigten (Unternehmen, alle Personen)

In % yoy



Quellen: Datastream, Berechnungen von Lombard Odier

# Europa

## Euroskepsis verliert an Boden

### Auf einen Blick:

- Nach einer Niederlagenserie der populistischen Parteien befindet sich die Euroskepsis auf dem Rückzug. Dennoch sollten die Lage in Italien und die Popularität der Fünf-Sterne-Bewegung aufmerksam beobachtet werden.
- Die Konjunkturerholung in Europa verbreitert sich. Nachdem sich die Binnenwirtschaft bereits robust entwickelt hat, verbessert sich nun auch die Exportnachfrage.
- Eine graduelle (statt einer abrupten) Normalisierung der EZB-Geldpolitik ist wahrscheinlich.

Die Hindernisse für eine Rückkehr zur wirtschaftlichen Normalität in Europa werden nach und nach aus dem Weg geräumt – insbesondere die Gefahr politischer Verwerfungen.

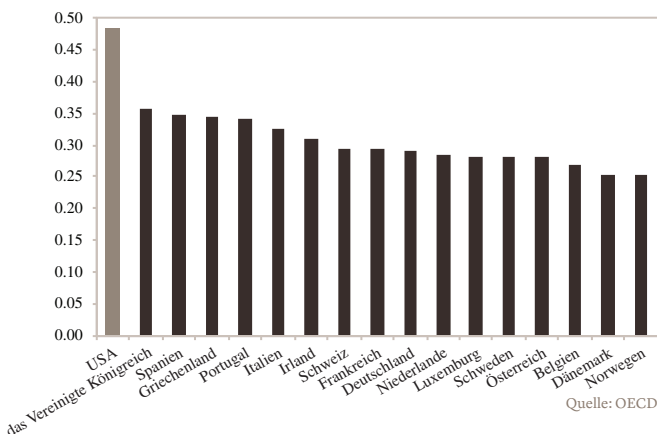
Nicht nur die Wahlsysteme (proportional oder zwei Wahlgänge), sondern auch der Sozialstaat – obwohl schwerfällig, ineffizient und klar reformbedürftig – versetzen der Attraktivität der Anti-Establishment-Parteien einen Dämpfer. Anders als in den USA und Grossbritannien haben die kontinentaleuropäischen Länder einen Teil der Erlöse der Globalisierung umverteilt (siehe Grafik VI). So gesehen war die Unzufriedenheit ihrer Wähler nicht gross genug, um für eine dramatische Neuorientierung ihrer Gesellschaften und insbesondere für einen Austritt aus den europäischen Institutionen zu votieren. Nach den Wahlen in Frankreich geben einige Anti-Establishment-Fraktionen die Euroskepsis auf, um „wettbewerbsfähig“ zu bleiben. Die besten Beispiele für diesen Trend sind die spanische Podemos und die griechische Syriza, die sich innerhalb kurzer Zeit zu normalen linken Parteien entwickelt haben. In Italien sollte die Fünf-Sterne-Bewegung in den nächsten Monaten aufmerksam beobachtet werden. Es gibt Anzeichen eines internen Konflikts über die Frage, wie weit die Partei mit ihrer euroskeptischen Haltung gehen soll. Ausserdem scheint die Parteispitze mehrere Massnahmen – unter anderem einen Versuch, das Bündnis mit der UK Independen-

dence Party im Europäischen Parlament aufzukündigen – ergriffen zu haben, um einen stärkeren Mittekurs zu verfolgen. Das Problem ist jedoch, dass der durchschnittliche italienische Stimmbürger sich kaum für die europäische Integration engagiert. Dadurch wird Italien, wo im Mai 2018 gewählt wird, zum grössten Risiko für den Aufbau Europas.

Ungeachtet der Politik weitet sich die Wachstumserholung aus. Die Erholung der Exportnachfrage fällt zusammen mit einer Binnen-nachfrage, die seit 2007 nicht mehr so robust war. Und wie in den USA hat sich die Verbesserung des Arbeitsmarktes noch nicht in einem zu starken Lohnwachstum niedergeschlagen (siehe Grafik VII), sodass eine abrupte Normalisierung der Geldpolitik nicht gerechtfertigt ist. Aus der Perspektive der EZB liegt die Wirtschaft der Eurozone vier Jahre hinter den Trends in den USA. Daher wird die EZB, wie das Fed im Jahr 2013, auf die Verbesserung der Konjunkturbedingungen in den letzten drei Jahren wahrscheinlich mit einer graduellen Anpassung ihrer Geldpolitik reagieren.

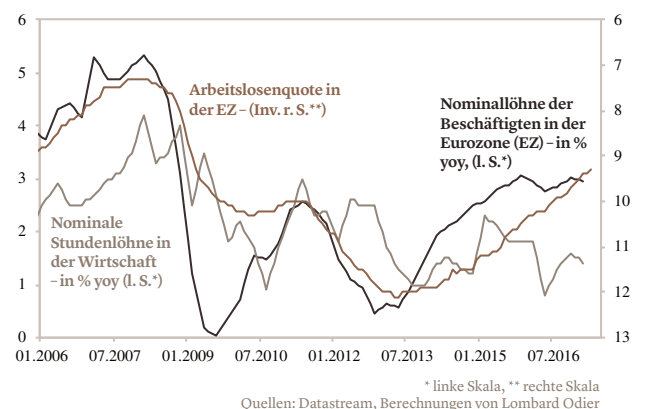
### VI. Einkommensverteilung

Gini-Koeffizient



### VII. Lohnwachstum in der Eurozone vs. Beschäftigung

In % yoy und %



# Japan

## Besser geht's nicht

### Auf einen Blick

- Das Konjunkturmilieu Japans ist nach wie vor solide: Inlandskonsum und -investitionen steigen, und es gibt sogar Anzeichen für eine Lohninflation in einigen Segmenten des Arbeitsmarktes.
- Leider hängt der geldpolitische Spielraum weitgehend von externen Konjunkturfaktoren wie den Rohölpreisen, der Fiskalpolitik der USA und der Geopolitik ab.
- Der Ausgang der Lokalwahlen in Tokio wirft die Frage auf, wie lange sich Ministerpräsident Abe noch an der Macht halten kann, und ist Vorbote einer Rückkehr von Fraktions- und Machtkämpfen.

Obwohl die Daten Japans durchschnittlich erscheinen, kann die derzeitige Konjunktur nur als das bestmögliche Umfeld beschrieben werden. Die Arbeitslosigkeit befindet sich auf einem 20-Jahres-Tief, und das Verhältnis der freien Stellen zu den Bewerbern ist auf dem höchsten Stand seit den Siebzigerjahren. Erstmals seit 2005 verzeichnete das Land zudem fünf Quartale in Folge mit positivem Wachstum. Und noch besser: Diverse Konsumindikatoren signalisieren, dass der Konsumsteuerschock von 2014 fast verkräftet ist. Ausserdem gibt es Anzeichen einer einsetzenden Lohninflation, insbesondere für Teilzeitbeschäftigte (Grafik VIII).

Die Frage ist, ob dieses vermeintlich nachfragegetriebene Umfeld mit einer Produktionslücke von null nachhaltig ist. Für eine inflexible Wirtschaft wie die japanische könnte der Spielraum für politische Fehler eingeschränkt sein. Das Wachstumspotenzial des Landes wird durch den Arbeitskräftemangel begrenzt. Es ist schwer vorstellbar, dass die 60-Jährigen, die einen steigenden Anteil am neuen Arbeitskräftepool ausmachen (Grafik IX), wesentlich zu einer Steigerung der geleisteten Arbeitsstunden oder einer Verbesserung der Produktivität beitragen können. Die Unternehmen erfreuen sich höherer Gewinne und besserer Finanzierungsbedingungen. Doch sie

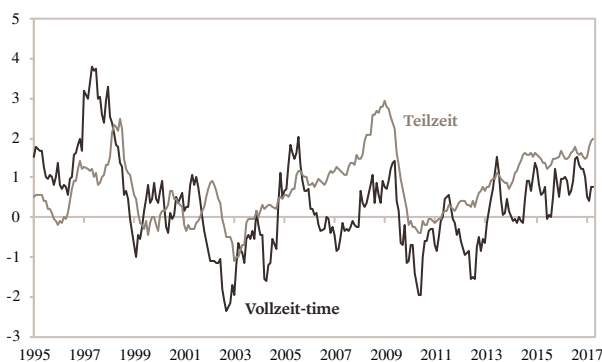
investieren – wie wir oft geschrieben haben – lieber in ihre ausländischen als in ihre inländischen Produktionskapazitäten. Die Verlängerung des Konjunkturzyklus ist damit weiterhin Aufgabe der Währungshüter.

Leider scheint die BoJ keine klare Lösung mehr zu haben. Die Renditekurve wird von ihr gesteuert, um eine öffentliche Schuldzuweisung für negative Zinsen und Marktverwirrung aufgrund quantitativer Prognosen zu verhindern. Diese Steuerung hat die externe Abhängigkeit sogar vergrößert. Sie kann der Wirtschaft einen starken Auftrieb verleihen, wenn externe Entwicklungen das vage Ziel der 10-jährigen Rendite in die Höhe zu treiben drohen (die impliziten unbegrenzten Staatsanleihenkäufe feuern die Erwartungen eines viel höheren BIP-Wachstums und eines schwächeren Yen an). Das Gegenteil tritt ein, wenn Faktoren wie die Rohölpreise, die US-Fiskalpolitik oder die Geopolitik Abwärtsdruck auf die globalen Renditen ausüben.

Zu allem Übel haben die jüngsten politischen Ereignisse die Aussichten für Lösungen auf der Angebotsseite deutlich verringert. Über Sorgen, wie lange sich Abe noch im Amt halten kann, haben wir im letzten Quartal geschrieben. Mittlerweile ist diese Frage das Hauptthema. Die übertriebene Reaktion der Medien auf die schweren Verluste der regierenden liberaldemokratischen Partei bei den Lokalwahlen in Tokio deutet darauf hin, dass die japanische Elite der politischen Dominanz von Abe zunehmend überdrüssig ist und sich die Zeit der internen Machtkämpfe zurückwünscht.

### VIII. Wachstum der gesamten Stundenlöhne, nach Vertragstyp

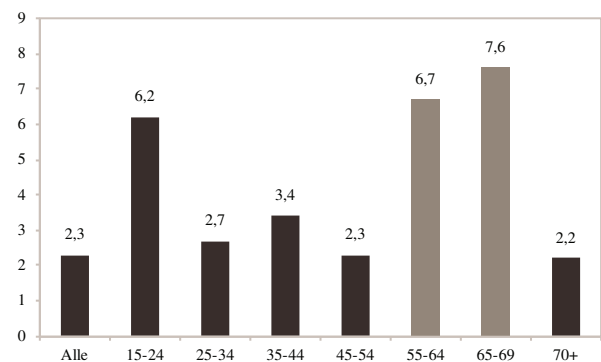
In % yoy



Quelle: CEIC

### IX. Veränderung der Erwerbsquote nach Beginn der zweiten Amtszeit von Abe (Dez. 2012 - Mai 2017)

In %



Quellen: CEIC, Lombard Odier Asia

# Schwellenländer China weitet seinen Einfluss aus

## Auf einen Blick

- Das Konjunktur- und Handelsumfeld in Asien sieht gut aus. China löst allmählich die USA als dominierende Macht in der Region ab.
- Da die asiatischen Exporteure weniger abhängig sind von den US-Märkten, sind sie auch weniger anfällig für protektionistische Massnahmen, die die Trump-Regierung ergreifen könnte.
- Die Abwärtsrisiken für die russische Wirtschaft haben nachgelassen. Gleiches kann jedoch nicht von der brasilianischen Politik behauptet werden.

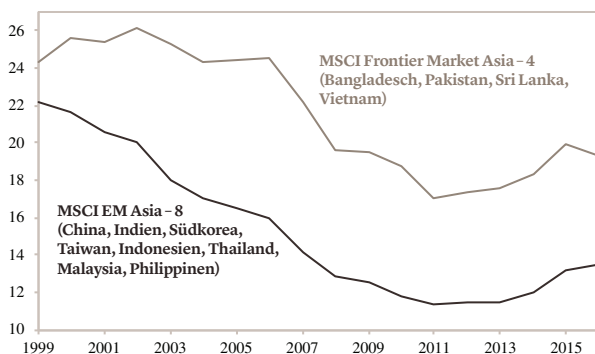
Aufgrund der demografischen Trends in den ASEAN- bzw. südasiatischen Staaten, der attraktiven Unterschiede bei den Arbeitskosten gegenüber Nordasien und der wachsenden Zahl der Mittelschichthaushalte schätzen wir die Aussichten der Region optimistisch ein. Die asiatischen Handelsströme haben sich seit den Neunzigerjahren dramatisch verändert; die USA sind nicht mehr die dominierende Macht (siehe Grafik X). Der Handel innerhalb der Region wurde durch die lebhaftere Binnennachfrage und die Stabilität der chinesischen Wirtschaft beflügelt. Dank dieser geringeren Abhängigkeit vom US-Markt sind asiatische Exporteure weniger anfällig für protektionistische Massnahmen, die die Trump-Regierung ergreifen könnte. So wie der Marshall-Plan offenbar ein Instrument war, um die Dominanz des US-Dollar zu festigen, könnten Chinas bilaterale Hilfsmassnahmen und die Finanzierungen von Schwellenländern zu Marktkonditionen über die wichtige Initiative „One Belt, One Road“ (konkret die Asian Infrastructure Investment Bank und den Silk Road Fund) ein Weg sein, die Währung des Landes weiter zu internationalisieren. Etwas Vergleichbares wie den Marshall-Plan auf die Beine zu stellen, wird eine riesige Aufgabe für China sein. Doch zumindest für die eurasischen Länder, die unter einem Mangel an Finanzierung und Interesse leiden, bietet sich hier eine Chance.

Ausserhalb Asiens hat Russland viel an Glaubwürdigkeit seiner Geld- und Fiskalpolitik zurückgewonnen, was die Anfälligkeit des Landes für den Abfluss ausländischer Gelder reduzieren sollte. Der Leistungsbilanzüberschuss blieb bestehen, das Haushaltsdefizit ist unter Kontrolle, und die Zentralbank führte Ende 2014 schwankende Wechselkurse für die Währung ein. Die Wirtschaft scheint zwar die Talsohle überwunden zu haben, bleibt aber anfällig. Trotz Bemühungen, die Einnahmen zu diversifizieren, hängt die russische Wirtschaft immer noch hauptsächlich von Energiegütern ab, wie die hartnäckig starke Korrelation zwischen den Ölpreisen und dem realen BIP Russlands zeigt (siehe Grafik XI).

Brasilien hat zwar eine Konjunkturwende geschafft, die in vielen Punkten eindrucksvoll ist. Der Weg aus dem politischen Chaos ist jedoch alles andere als klar oder einfach. Die politischen Probleme des Landes sitzen tief und dürften kaum von einer Übergangsregierung mit zweifelhafter Legitimation gelöst werden.

### X. Exporte der asiatischen Länder in die USA

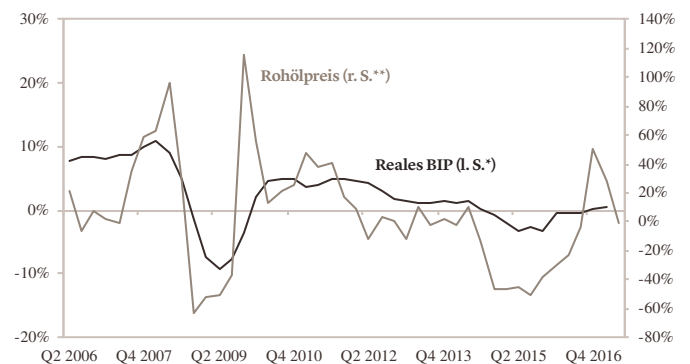
In % des gesamten Handels



Quellen: Bloomberg, Berechnung von Lombard Odier Asia

### XI. BIP-Wachstum in Russland und Ölpreis

In % yoy



\* linke Skala, \*\* rechte Skala  
Quellen: Datastream, Berechnungen von Lombard Odier



# Asset Allocation

## Die EZB-Politik steht an einem Wendepunkt

### Auf einen Blick

- Die „Goldilocks“-Konjunktur mit steigendem Wachstum und stabiler Inflation veranlasst uns, unsere risikoorientierte Haltung beizubehalten.
- Da sich die politischen Sorgen gelegt haben, richtet sich der Fokus der Anleger wieder auf die Fundamentaldaten. Die besonders in der Eurozone verbesserte Lage spricht für eine anhaltende Präferenz europäischer Aktien.
- Die logische Folge dessen ist, dass wir vor einem Wendepunkt der unkonventionellen geldpolitischen Massnahmen der EZB stehen, sodass die Spielregeln in den kommenden Quartalen wahrscheinlich verändert werden. Wir haben daher begonnen, unsere Portfolios für eine Euro-Aufwertung zu positionieren.
- Die Auswirkungen einer restriktiveren Haltung der EZB auf die europäischen Anleihemärkte müssen daher aufmerksam beobachtet werden: höhere Renditen in den Kernländern, Ausweitung der Spreads?
- Öl scheint der einzige Störfaktor in dieser Welt der extrem geringen Volatilität zu sein. Zum jetzigen Zeitpunkt bekräftigen wir unser Szenario einer Seitwärtstendenz.

Ist die Reflation endgültig vorbei? Da die Inflation in den USA seit ihrem Spitzenwert vom Februar wieder abwärts tendiert, stellen die Anleger die Nachhaltigkeit der Erholung der Industrieproduktion und den sogenannten „Reflation Trade“ in Frage. Zur Erklärung eines vorübergehenden Rückzugs können mehrere Gründe angeführt werden: die schwindenden Basiseffekte für die Inflation, eine Straffung der Geldpolitik in China, die Verzögerung der fiskalpolitischen Pläne von Präsident Trump und die Schwäche der Ölpreise. Doch es sind eher strukturelle Probleme, die für eine schwindende Signalfunktion der Philips-Kurve sprechen (aufgrund der negativen demografischen Entwicklung schlägt sich eine niedrige Arbeitslosigkeit nicht mehr in höheren Löhnen nieder, geringere Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer, globale Entschuldung ...) und dazu führen, dass die Anleger die Inflationsaussichten skeptisch beurteilen.

Dieses konjunkturelle „Goldilocks“-Szenario mit steigendem Wachstum und gedämpfter Inflation hat eine sehr optimistische Stimmung an den Finanzmärkten und Gewinne der meisten Anlageklassen im letzten Quartal ausgelöst. Die zunehmenden Sorge bezüglich der Ölpreisentwicklung hat jüngst die Volatilität am Markt nach historischen Tiefs wieder steigen lassen. Da sich die mittelfristigen Fundamentaldaten für Öl nicht markant verschlechtert haben, halten wir vorerst an unserem Basisszenario für die Ölpreise von USD 45 bis USD 60 pro Barrel fest. Die Stabilisierung der Ölpreise war indes eine Grundvoraussetzung unseres globalen Szenarios und unserer Positionierung, insbesondere im Hinblick auf unsere Anlagen an den Schwellenmärkten. Deshalb behalten wir die Entwicklung in

Libyen und Nigeria sowie den Investitionsausblick der US-Schieferölindustrie im Auge (siehe Kasten A, Seite 10).

Abgesehen vom Ölrisiko wenden sich die Anleger unseres Erachtens nun wieder den Aktivitäten der Zentralbanken zu, da die Geldpolitik des Fed und der EZB allmählich konvergieren dürften. Angesichts der Erstarung der Konjunktur haben die Staatsanleihen der Kernländer der Eurozone überzogene Bewertungsniveaus erreicht. Die Reduktion der EZB-Käufe wird sich zwar auf den gesamten Staatsanleihenmarkt auswirken. Unserer Ansicht nach werden die Anleger bei ihrer Renditesuche jedoch eher die Anleihen der Peripherieländer – statt Papieren der Kernländer mit ihren extrem tiefen Renditen – kaufen. Daher favorisieren wir weiterhin Staatsanleihen der Peripherieländer gegenüber ihren Pendants der Kernländer. In Bezug auf den US-amerikanischen Staatsanleihenmarkt sehen wir keinen Grund für mehr als eine Leitzinserhöhung des Fed in diesem Jahr. Auf der Inflationsebene deuten keine Fundamentaldaten (zum Beispiel Produktions- oder Arbeitslosenlücke, Inflationserwartungen oder Kreditvergabe der Banken) auf eine Überhitzung der Konjunktur hin. Im Zuge nachlassender positiver Basiseffekte dürfte sich die Gesamtinflation in den nächsten Monaten sogar abschwächen.

Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen dürften günstig bleiben. Dies stützt Unternehmensanleihen und verhindert einen Anstieg der Zahlungsausfälle. Die Kreditrisikoprämien (Spreads) in Europa und den USA dürften relativ stabil bleiben. Wir bevorzugen aber US-Unternehmensanleihen, die im Verhältnis zur Gesamtrendite ein ausgewogeneres Risikoprofil aufweisen, vor allem weil wir weniger Unterstützung durch die Kaufprogramme der EZB erwarten. Unseres Erachtens wird das Segment der Hochzinsanleihen ebenfalls vom verbesserten Wachstumsausblick profitieren, was für eine Stabilisierung der Spreads spricht. Die Ölpreiskorrektur hat zwar jüngst dazu geführt, dass sich die Spreads im Energiesektor ausgeweitet haben. Ein Dominoeffekt auf das restliche Hochzinssegment ist jedoch ausgeblieben. Die verschärften Finanzierungsbedingungen in den USA und die schrittweise Reduzierung des Ankaufs von Unternehmensanleihen durch die EZB rechtfertigen jedoch eine genaue Beobachtung der künftigen Entwicklung und ein selektives Vorgehen.

Auf den Devisenmärkten liegt der Höhepunkt der geldpolitischen Divergenz zwischen dem Fed und der EZB möglicherweise schon hinter uns. Daher ist zu erwarten, dass sich der Euro in den nächsten 12 bis 18 Monaten in Richtung 1.20 gegenüber dem US-Dollar erholen wird (siehe Grafik XII, Seite 10). Wir haben deshalb einen Teil unseres USD-Engagements in EUR- und CHF-Portfolios im vergangenen Monat abgesichert. Da die Schweizerische Nationalbank genau verfolgt, was die EZB tut, halten wir es für wahrscheinlich, dass sie ihre Politik der negativen Zinsen kurz nach der EZB anpassen wird, um den Wechselkurs ungefähr in der gleichen Bandbreite zu halten. Trotz einer leicht restriktiveren Haltung der Bank of England wird das britische Pfund unter Druck bleiben, da sich die Binnenkonjunktur, insbesondere der Konsum, zweifellos in einer Flaute befindet. Dass die Bank of Japan als letzte

**KASTEN A: Worin besteht das Abwärtsrisiko für unser Ölpreisszenario?**

Nach einer Serie von negativen Nachrichten tendieren die Ölpreise mittlerweile am unteren Ende unserer prognostizierten Spanne von USD 45 bis USD 60 pro Barrel. Sollten mehr Informationen verfügbar sein, müssten wir unseren Ausblick ändern.

Tatsächlich aber bleiben die Fundamentaldaten günstig, da der Markt seit Jahresanfang (nach fast drei Jahren des Überangebots) ein Defizit aufweist. Dies ist in erster Linie auf das Abkommen<sup>1</sup> der OPEC-Staaten zurückzuführen. Dieses versucht, die Preise knapp unterhalb der Grenzkosten von Unternehmen des US-Schieferölsektors festzulegen, um deren Investitionen und künftige Produktion zu drosseln. Die festen Zusagen aller OPEC-Mitglieder, die Quoten einzuhalten, stimmen uns weiterhin optimistisch. Tatsächlich deuten die jüngsten Daten auf eine steigende Produktion in Nigeria und Libyen hin. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass für diese beiden OPEC-Staaten eine Ausnahme gilt. Sollten diese Trends anhalten, wird die OPEC unserer Ansicht nach Massnahmen ergreifen, damit die Vereinbarung diszipliniert eingehalten wird. Ebenfalls Sorgen bereitet die US-Produktion. Nach einem mehrere Monate anhaltenden Rückgang der Vorräte haben einige uneinheitliche Daten in den USA unlängst die Marktvolatilität angeheizt. Die Phase im früheren Jahresverlauf mit Ölpreisen von über USD 55 pro Barrel hat mehr Investitionen als erwartet ausgelöst. Dagegen dürfte das derzeit schwache Marktumfeld in den kommenden Monaten letztlich wieder zu Investitionskürzungen führen.

Bei der derzeit sehr pessimistischen Marktstimmung könnten ein Rückgang der US-Vorratsdaten und/oder ein Beschluss der OPEC zur Produktion Nigerias und Libyens den Ölpreis stützen. Saisonbedingte Faktoren sollten hinsichtlich der Vorräte ebenfalls hilfreich sein (Reisesaison in den USA und erhöhter Strombedarf in den Golf-Staaten), während die OPEC de facto tun dürfte, "was immer auch notwendig sein mag", um sicherzustellen, dass die Vereinbarung effizient umgesetzt wird.

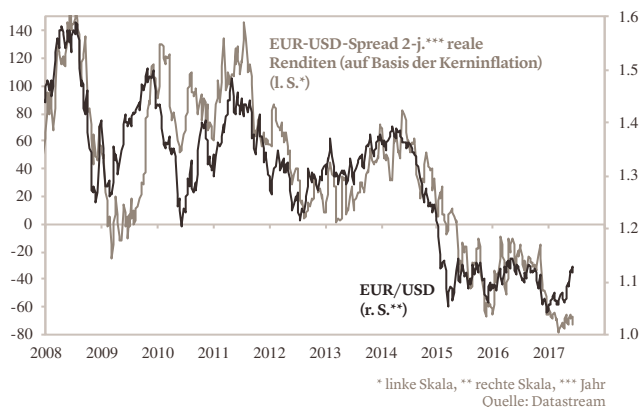
der Zentralbanken an ihrer expansiven Haltung festhält, wird dem japanischen Yen weiter zusetzen.

Da ein politisches Risiko nach dem anderen abflaut, stehen die Fundamentaldaten wieder im Mittelpunkt der Aktienmärkte. Das passable makroökonomische Bild und die starke Berichtssaison sprechen weiter für risikoreiche Anlagen. Dementsprechend sind die US-Aktienindizes bei extrem niedriger Volatilität auf neue Höchststände gestiegen. Wie erwartet veranlasste der Sieg von Emmanuel Macron bei den Präsidentschaftswahlen in Frankreich die Anleger, ihre Untergewichtung europäischer Aktien zu überdenken. Europäische Aktienfonds verzeichnen erhebliche Zuflüsse. Die Aktienbewertungen sind zweifellos hoch. Diese Situation kann jedoch anhalten, solange die Gewinndynamik Unterstützung bietet und die Zinsen im historischen Vergleich gedämpft bleiben. Das ist besonders in Europa der Fall, wo das Wirtschaftswachstum und somit die Gewinnerwartungen der Unternehmen weiterhin nach oben revidiert werden (siehe Grafik XIII). Bottom-up-Faktoren wie Fusionen und Übernahmen (M&A) dürften die Rally weiter am Leben halten (siehe Kasten B, Seite 11). Allerdings könnte die Währungsaufwertung, die mit einer stärkeren Konjunkturdynamik in Europa einhergehen dürfte, die Gewinnaussichten einiger Unternehmen dämpfen. Daher empfehlen wir, die Portfoliopositionierung auf binnenwirtschaftliche Themen (Banken, Small Caps) sowie auf Industriesektoren auszurichten, die in den Schwellenländern (die ihrerseits in der Erholungsphase und deren Währungen im Aufwertungsmodus sind) engagiert sind. Aufgrund der niedrigen Bewertungen, der stärkeren Gewinndynamik und der frühen Phase ihrer Konjunkturerholung halten wir an unserer strategischen Übergewichtung der Schwellenländer fest. Ausserdem geben wir weiterhin Schwellenländeranleihen in Lokalwährung den Vorzug. Neben dem attraktiven Carry gefallen uns auch die langfristigen Aussichten für Währungen, die in den letzten Jahren gegenüber dem US-Dollar stark abgewertet haben. Ausserdem muss natürlich die Rohstoffvolatilität im Auge behalten werden, doch interessanterweise hat sie den Schwellenmärkten kaum geschadet.

<sup>1</sup> Organisation erdölexportierender Länder

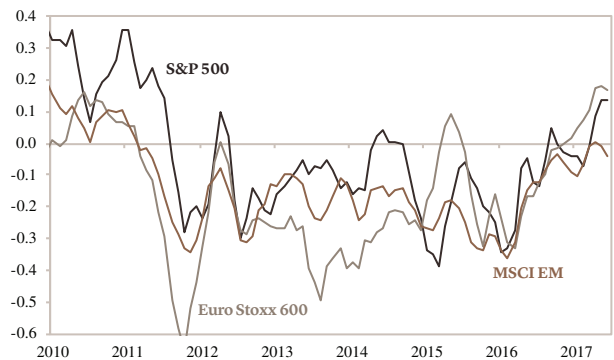
**XII. Geldpolitik der EZB dürfte weitere EUR-Aufwertung stützen**

In Basispunkten



**XIII. Gewinnerwartungen in Europa verbessern sich weiter**

(Anzahl Hochstufungen - Anzahl Herabstufungen) / Revisionen insgesamt



Quellen: IBES, Datastream

### KASTEN B: M&A in Europa: wieder in Aktion?

Nach einer recht gedämpften Phase 2015–2016 ist das M&A-Volumen in Europa im laufenden Jahr deutlich gestiegen, sodass dieses Thema wieder im Mittelpunkt steht. In den ersten sechs Monaten dieses Jahres stieg der Wert der M&A-Transaktionen in Europa im Vorjahresvergleich um 13%. In den USA sank der Vergleichswert dagegen um 19% (siehe Grafik XIV). Bei den globalen M&A-Transaktionen waren 37% europäische Übernahmekandidaten, gegenüber 33% im gleichen Zeitraum des Vorjahres.

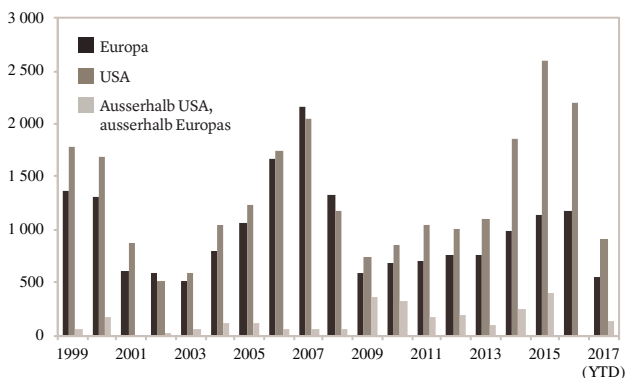
Was sind die Gründe für diese M&A-Renaissance? Zunächst sind die Finanzierungsbedingungen in Europa sehr günstig: Die EZB stellt reichlich Liquidität zur Verfügung, die Kreditmärkte erhalten Impulse von den Geschäftsbanken, die Kreditkosten für europäische Unternehmen befinden sich fast auf einem 10-Jahres-Tief, und die Bilanzen weisen eine hohe Liquidität auf. Das sind zwar notwendige Bedingungen, sie bestehen aber bereits seit mehreren Quartalen. Warum also zieht die M&A-Aktivität ausgerechnet jetzt an? Das fehlende Glied in der Kette auf dieser Seite des Atlantiks war nach unserer Meinung das Geschäftsklima. Trotz der recht robusten Wirtschaftsdaten und der geringen Marktvolatilität dämpfte die unsichere Zukunft des gemeinsamen Marktes die Stimmung in den Führungsetagen. Nach der Wahl von Emmanuel Macron bilden der Optimismus bezüglich der Deregulierung und ein generell wirtschaftsfreundliches Umfeld das perfekte Szenario, um grössere Kapitalmassnahmen anzupacken. Da sich die USA und Europa in unterschiedlichen Phasen des Kreditzyklus befinden, haben die M&A-Aktivitäten in Europa ein gewisses Aufholpotenzial (siehe Grafik XV).

Das hätte zwei Auswirkungen auf die Märkte. Erstens: Sind die Anleger nervös wegen der Bewertungen auf Indexebene, könnten M&A-Transaktionen wie ein zusätzlicher Impuls für die Aktienrally wirken. Denn sie generieren Wertpotenzial und erweitern die Stock-Picking-Möglichkeiten. Zweitens: M&A-Aktivitäten steigern traditionell die Attraktivität der Aktienmärkte gegenüber den Kreditmärkten. Wenn nämlich Transaktionen über Anleihen finanziert werden, dann kommen die Bilanzeffekte eher dem Aktieninhaber als dem Anleiheninhaber zugute. Die Anleihen von übernehmenden Unternehmen entwickeln sich in der Regel volatiler, da sich ihre Kreditwürdigkeit verschlechtert. Dagegen wird die Erwartung, dass es zu Gewinnsteigerungen infolge von Synergien und zu Marktanteilsgewinnen kommt, wahrscheinlich Zuflüsse auf der Aktienseite unterstützen.

Die zunehmenden M&A-Aktivitäten sind somit ein weiterer Grund, über eine Übergewichtung europäischer Aktien unsere risikoorientierte Strategie beizubehalten. Gleichzeitig nehmen wir bei Unternehmensanleihen eine vorsichtige und selektive Haltung ein.

#### XIV. M&A-Transaktionswert

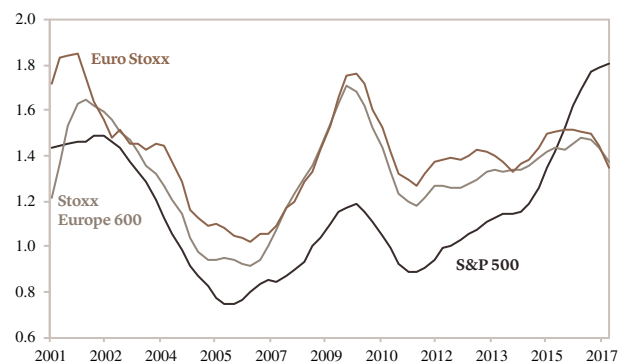
In Mrd. USD



Quellen: Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

#### XV. USA und Europa befinden sich in unterschiedlichen Phasen des Kreditzyklus

Nettoschulden / EBITDA, Median der Indexkomponenten



Quelle: Bloomberg

## Wichtige Hinweise

Die vorliegende Marketingmitteilung wurde von der Bank Lombard Odier & Co AG oder einer Geschäftseinheit der Gruppe (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 wäre, noch richtet sie sich an Personen oder Rechtsstrukturen, an die eine entsprechende Abgabe rechtswidrig wäre.

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 Empfehlung 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.

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, kreditspezifischen, steuerlichen und buchhalterischen Auswirkungen einholen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Analysen basieren auf Quellen, die als verlässlich erachtet werden. Lombard Odier leistet jedoch keine Gewähr für deren Aktualität, Genauigkeit oder Vollständigkeit und haftet nicht für irgendwelchen Schaden oder Verlust, der aus der Verwendung dieses Dokuments entsteht.

Alle Informationen und Meinungen sowie die hierin enthaltenen Preisangaben, Marktbewertungen und Berechnungen können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern.

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. für den Gebrauch durch ihre in den folgenden Gebieten tätigen Zweigniederlassungen genehmigt und herausgegeben: **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; **Niederlande:** Lombard Odier (Europe) S.A. · Netherlands Branch; **Spanien:** Lombard Odier (Europe) S.A. · Sucursal en España; und **Vereinigtes Königreich:** Lombard Odier (Europe) S.A. · UK Branch. **Die britischen Vorschriften für den Schutz von Kleinanlegern in 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; **Spanien:** Lombard Odier Gestión (España) S.G.I.I.C., S.A.U.

**Schweiz:** Die vorliegende Marketingmitteilung wurde von Bank Lombard Odier & Co AG genehmigt und herausgegeben.

**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.

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

© 2017 Lombard Odier & Co AG - alle Rechte vorbehalten. Ref. LOCH - GM - de - 032017.

## SCHWEIZ

### GENÈVE

#### **Bank Lombard Odier & Co AG<sup>1</sup>**

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 Fribourg<sup>1</sup>**

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

### LAUSANNE

#### **Bank Lombard Odier & Co AG<sup>1</sup>**

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

### VEVEY

#### **Banque Lombard Odier & Cie SA · Agence de Vevey<sup>1</sup>**

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

### ZÜRICH

#### **Bank Lombard Odier & Co AG<sup>1</sup>**

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

## EUROPA

### AMSTERDAM

#### **Lombard Odier (Europe) S.A. · Netherlands Branch<sup>2</sup>**

Herengracht 466 · 1017 CA Amsterdam · Nederland  
amsterdam@lombardodier.com  
Kreditinstitut in den Niederlanden durch die De Nederlandsche Bank (DNB) und der Autoriteit Financiële Markten (AFM) reguliert wird.

### BRÜSSEL

#### **Lombard Odier (Europe) S.A. Luxembourg · Belgium branch<sup>2</sup>**

Avenue Louise 81 · Boîte 12 · 1050 Bruxelles · Belgique  
brussels@lombardodier.com  
Kreditinstitut in Belgien durch die Banque nationale de Belgique (BNB) und die Finanzaufsichtsbehörde (FSMA) reguliert wird.

### 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.

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

<sup>2</sup> Geschäftseinheit 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.

## LONDON

#### **Lombard Odier (Europe) S.A.<sup>2</sup>**

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 diesen 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 Nummer 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.

## 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 Luxembourg.

#### **Lombard Odier Funds (Europe) S.A.**

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

## MADRID

#### **Lombard Odier (Europe) S.A. · Sucursal en España<sup>2</sup>**

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

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

Paseo de la Castellana 66, 4ª 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 Italia<sup>2</sup>**

Via Santa Margherita 6 · 20121 Milano · Italia  
milano-cp@lombardodier.com  
Kreditinstitut das in Italien von der Commissione Nazionale per la Società e la Borsa (CONSOB) und der italienischen Zentralbank reguliertes Kreditinstitut.

## MOSKAU

#### **Bank Lombard Odier & Co Ltd · Representative Office Moscow**

82 Sadovnicheskaya Street · 115 035 Moscow · Russian Federation · moscow@lombardodier.com  
Unter der Aufsicht der Zentralbank der russischen Föderation.

## PARIS

#### **Lombard Odier (Europe) S.A. · Succursale en France<sup>2</sup>**

8, rue Royale · 75008 Paris · France · RCS PARIS  
B 803 905 157 · paris@lombardodier.com  
Credit institution supervised in France by the Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) and by the Autorité des Marchés Financiers (AMF) in respect of its investment services activities. Business permit No. 23/12. Registered in Luxembourg No. B169 907. Insurance intermediary authorised by the Commissariat aux Assurances (CAA) No. 2014 CM002. The registration with the CAA can be verified at www.orias.fr.

## NAHER OSTEN | NORD- UND LATEINAMERIKA | ASIATISCH-PAZIFISCHER RAUM

### 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- und Anlagegeschäften 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**

Museum Tower, 7th floor · 4 Berkowitz Street · Tel Aviv  
6423806 · Israel · telaviv@lombardodier.com  
Israel Representative Office of Bank Lombard Odier & Co Ltd is not supervised by the Supervisor of Banks in the Bank of Israel, but by Swiss Financial Market Supervisory Authority which supervises the activities of Bank Lombard Odier & Co Ltd.

## MONTREAL

#### **Lombard Odier & Cie (Canada), Société en commandite**

1000, rue Sherbrooke Ouest · Bureau 2200 · Montréal (Québec) · Canada H3A 3R7  
montreal@lombardodier.com  
Unter der Aufsicht der Autorité des marchés financiers (AMF) von Quebec.

## 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 · Blvd. 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 · Blvd. Pacifica · Urb. Punta Pacifica · Corregimiento de San Francisco · Panamá  
panama@lombardodier.com  
Unter der Aufsicht der Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá.  
License to operate as an Investment Adviser. Res. SMV No. 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-Lizenz (FSA Nr. 208), beim Kanto Local Finance Bureau for Financial Product Transactors (Nr. 470).



**LOMBARD ODIER**  
LOMBARD ODIER DARIER HENTSCH

[www.lombardodier.com](http://www.lombardodier.com)