

# Anlagestrategie

## Private Vermögensverwaltung

---

# 4/4

Oktober 2017 · 4. Quartal

### Makroökonomische Erkenntnisse

Die erschwinglichen Kapitalkosten stützen diesen globalen Haussemarkt

# S.03

### Auf einen Blick

- In der westlichen Hemisphäre und den Schwellenländern ist die Beschäftigungslage nach wie vor robust, die Inflation gedämpft und die Liquidität reichlich und relativ erschwinglich. Unseres Erachtens wird sich dieser Konjunkturzyklus fortsetzen.
- In den USA wurden die Steuerverhandlungen wieder aufgenommen. Vor den Kongresswahlen zur Hälfte der Präsidentschaft im Jahr 2018 könnten einige Steuersenkungen beschlossen werden, obwohl die Wirtschaft zurzeit keine zusätzlichen fiskalpolitischen Stimulierungen benötigt.
- Die Aufwertung des Euro im laufenden Jahr sollte als Indikator für die überdurchschnittliche wirtschaftliche Entwicklung und weniger als Bedrohung für das zukünftige Wachstum in der Region interpretiert werden.
- In Japan ist die Dauer der aktuellen geldpolitischen Lockerung wichtiger als die Klassifizierung von Konjunkturzyklen, da die Amtszeiten der obersten Währungshüter in ein paar Monaten zu Ende gehen werden.
- Lateinamerika hinkt Asien zwar in Bezug auf die ökonomischen Fundamentaldaten und die Glaubwürdigkeit hinterher, dürfte aber kurzfristig vom verbesserten globalen Umfeld profitieren.
- Der Anstieg der globalen Wirtschaftstätigkeit spricht für die Beibehaltung der Portfoliopositionierung im Risikomodus. Wachstumstitel werden ihre Outperformance fortsetzen, und der stärkere Euro scheint nunmehr in den Kursen der europäischen Aktienmärkte enthalten zu sein.

---

**Enthält auch**  
Änderungen  
unserer Strategie  
Asset Allocation

---



# Die erschwinglichen Kapitalkosten stützen diesen globalen Haussemarkt



„Der aktuelle Konjunktur- und Marktzyklus dauert zu lange“ ist in diesen Tagen eine oft gehörte Warnung. Dass die Erholung vor acht Jahren begann, ist unbestreitbar – es sollte aber nicht vergessen werden, dass sie ursprünglich auf die USA beschränkt war. Europa durchmachte von 2011 bis 2012 eine extrem schwere Schuldenkrise, und die brutale vierjährige Abwärtsspirale der Schwellenländer kam erst Mitte 2016 zum Stillstand.

Somit ist eigentlich nur die Erholung in den USA in die Jahre gekommen. In Europa hat gerade die Erholung der Unternehmensgewinne eingesetzt, und die Konjunkturdynamik befindet sich jetzt deutlich im positiven Bereich. In den Schwellenländern haben sich die miteinander zusammenhängenden Trends – sinkende Rohstoffpreise, schwächere Währungen, importierte Inflation und steigende Kapitalkosten – in den letzten 18 Monaten endlich stabilisiert, sodass sich die konjunkturelle Abwärtsspirale in eine Aufwärtsspirale umkehren kann. Wir sind jedoch nicht so kühn zu behaupten, die globalen Finanzmärkte könnten einen rezessionären Baissemarkt unbeschadet überstehen. Wir glauben aber nicht, dass ein solches Risiko unmittelbar bevorsteht. Was die Länge des Konjunkturzyklus betrifft, so ist die einzige relevante Frage, ob ein Umfeld intakt bleibt, um es den Unternehmen zu ermöglichen, nachhaltige Gewinne zu erzielen, sei es in den USA, in Europa oder den Schwellenländern. Wenn wir uns die Konjunkturtrends (d.h. Gesamtnachfrage, siehe Grafik I, Seite 04) und die Finanzierungsbedingungen (d.h. die Kapitalkosten, siehe Grafiken II und III, Seite 04) anschauen, lautet unsere Antwort „Ja“.

Es ist zwar relativ einfach, ein Szenario zu entwerfen, in dem sich dieses Konjunkturmilieu und die Finanzierungsbedingungen so verschlechtern, dass die Margen und Gewinne der Unternehmen sinken. Die Voraussetzung hierfür wäre aber zunächst ein Anstieg der Löhne und der Inflation, der die Zentralbanken zwingen würde, die Straffung ihrer Geldpolitik zu beschleunigen. Jedoch ist eine solche Verschlechterung nicht erkennbar und wenn sie denn eintreten sollte, würde es einige Zeit dauern, bis sie auf die Volkswirtschaften und die Finanzmärkte durchschlägt.

Auch sollte das aktuelle Umfeld, insbesondere das finanzielle, weiterhin sorgfältig analysiert werden. Die bevorstehende Reduktion der Bilanz der US-Notenbank (Fed) wird gemeinhin – und zurecht – als eine Straffungsmassnahme angesehen. Weniger beachtet hingegen wird die Tatsache, dass die Straffung nach einem Wertverlust des US-Dollar von 10% – ein typischer Lockerungsfaktor – einsetzt. Trotz zweier Zinserhöhungen (vielleicht wird gerade eine dritte vorbereitet) und der angekündigten Schrumpfung der Bilanz haben sich die Finanzierungsbedingungen in den USA in diesem Jahr effektiv gelockert. Anders ausgedrückt: Dank der Abwertung des US-Dollar sind die Konjunkturbedingungen stabil geblieben, sodass die Profitabilität der Unternehmen insgesamt aufrechterhalten wurde.

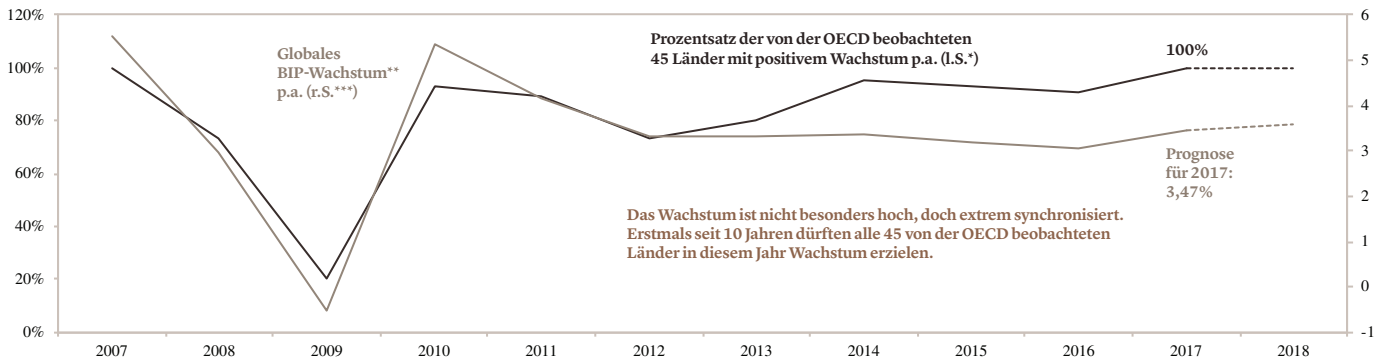
In der westlichen Hemisphäre und den Schwellenländern ist die Beschäftigungslage nach wie vor robust, die Inflation gedämpft und die Liquidität reichlich und relativ erschwinglich. Unseres Erachtens wird sich dieser Konjunkturzyklus fortsetzen. Solange wir keine klaren Anzeichen einer Überhitzung und/oder einer Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen sehen (was ein Frühindikator dafür wäre, dass die Unternehmen zu kämpfen haben), halten wir an unserer Portfoliopositionierung im Risikomodus fest. Wir bevorzugen US-Unternehmensanleihen, europäische Aktien, Schwellenländeranleihen in Lokalwährung sowie Schwellenländeraktien.

*Samy Chaar, Chefökonom*

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

I. Diffusionsindex für das globale Wachstum

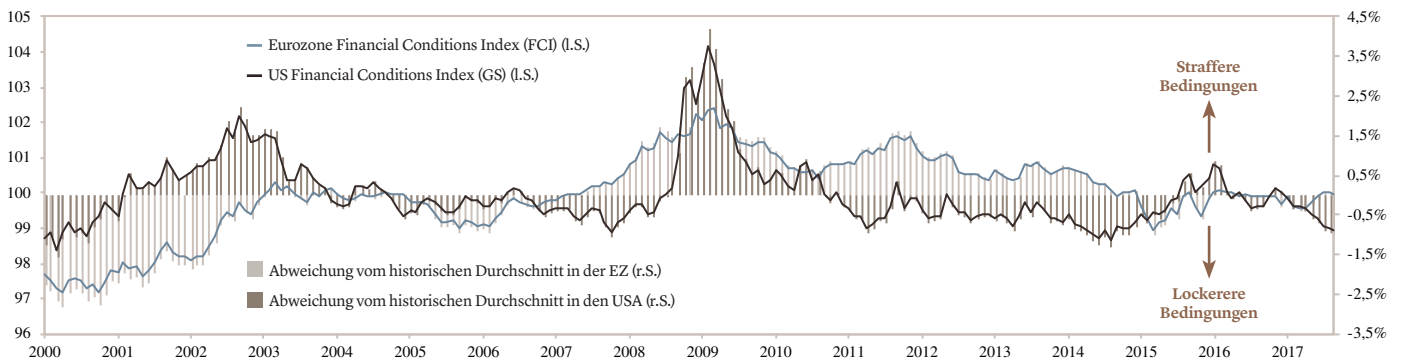
Vs. Globales Wachstum



\* linke Skala, \*\* Gross Domestic Product, \*\*\* rechte Skala  
 Quellen: OECD, Berechnungen von Lombard Odier

II. Finanzierungsbedingungen In der Eurozone und in den USA

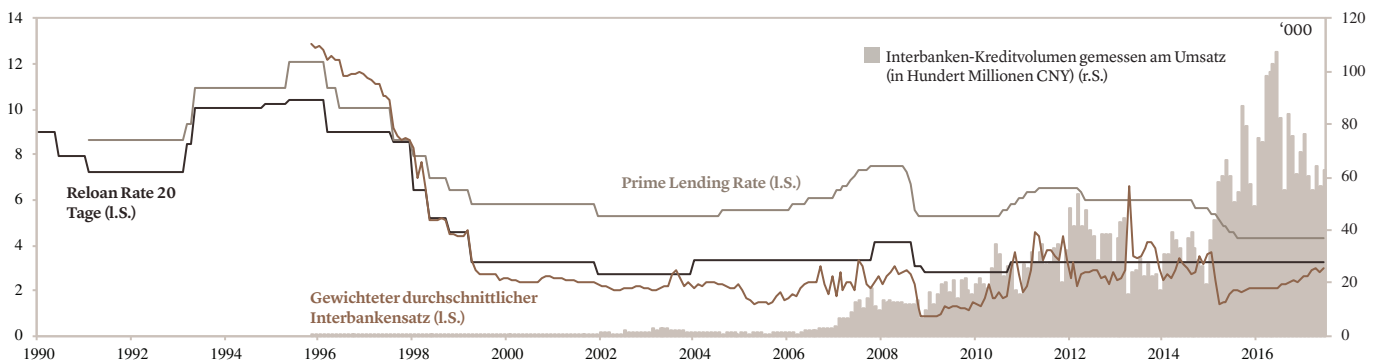
Insgesamt neutral, eher lockere Tendenz



Quellen: Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier, per 18. September 2017

III. Zinsen in China bleiben niedrig

Interbankenkredite verlangsamten sich, sind aber immer noch hoch



Quellen: Datastream, Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

# USA

## Geld- und Fiskalpolitik driften auseinander

### Auf einen Blick:

- Im Zuge ihrer graduellen Straffung der Geldpolitik wird sich das Fed stärker auf das Bilanzmanagement als auf Leitzinserhöhungen stützen müssen.
- Das Bankensystem und die Auslandsnachfrage dürften ausreichen, um den anschließenden Anstieg des Angebots an US-Staatsanleihen zu absorbieren, was die Auswirkungen auf die Renditekurve begrenzt.
- Die Steuerverhandlungen wurden wieder aufgenommen. Vor den Kongresswahlen zur Hälfte der Präsidentschaft im Jahr 2018 könnten einige Steuersenkungen beschlossen werden, obwohl die US-Wirtschaft zurzeit keine zusätzlichen fiskalpolitischen Stimulierungen benötigt.

In den letzten 40 Jahren ging einer US-Rezession stets ein Anstieg der Realzinsen voraus, der einen starken Rückgang der Investitionen und des Konsums langlebiger Güter auslöste. Zwar hat das Fed in diesem Zyklus nur viermal die Leitzinsen erhöht, und die Realzinsen befinden sich weiter im negativen Bereich. Doch das neutrale Zinsniveau ist heute niedriger als in der Vergangenheit. Das bedeutet, dass weniger Zinserhöhungen ausreichen könnten, um eine Rezession auszulösen (siehe Grafik IV).

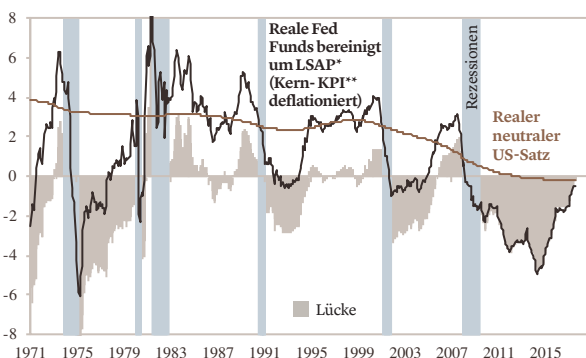
Das Fed hat seine Entschlossenheit bekräftigt, seine Munitionsvorräte wieder aufzufüllen (d.h. die Fähigkeit die Geldpolitik zu lockern), denn Munition wird erforderlich sein, wenn die nächste Rezession einsetzt. Wenn ein Inflationsanstieg ausbleibt, bezweifeln wir, dass die US-Notenbank in der Lage sein wird, die Zinsen so stark zu erhöhen, wie sie kommuniziert hat. Wir erwarten vielmehr, dass sie das Bilanzmanagement als wichtigstes Instrument verwenden wird. Wird diese Bilanzreduktion Auswirkungen auf die Finanzierungsbedingungen haben? 2018 und 2019 werden wir zweifellos erleben, dass die Notenbank ihre Geldmenge um USD 300-400 Mrd. pro Jahr verringern wird. Das entspricht in etwa dem Kreditvolumen, das die

Geschäftsbanken geschaffen haben. Das Tempo der Bilanzverkürzung wird jedoch gedämpft bleiben. Wie auch immer das Wachstum des Angebots an US-Staatsanleihen ausfallen wird: Es dürfte durch das Bankensystem und die Auslandsnachfrage absorbiert werden, was die Auswirkungen auf die Zinskurve in Grenzen halten wird. Ein weiteres Thema ist die Steuerreform, die in den USA wieder in den Schlagzeilen ist. Uns erwartet ein komplizierter und langwieriger Prozess. Wir gehen jedoch davon aus, dass einige Massnahmen vor den Kongresswahlen zur Halbzeit der Präsidentschaft im November 2018 beschlossen werden, insbesondere bei den Unternehmenssteuern. Die Tendenz geht in Richtung reiner Steuersenkungen (finanziert durch ein höheres Haushaltsdefizit) anstatt einer umfassenden (haushaltsneutralen) Reform des Steuersystems. Federführend bei Ausmass und Ausgestaltung der Steuersenkungen wird nicht die Regierung, sondern der Kongress sein, der sich vor den Wahlen politisch profilieren will. Das Endergebnis wird weit weniger Auswirkungen auf die Wirtschaft haben als der ursprüngliche Plan von Präsident Trump. Aus rein wirtschaftlicher Sicht benötigen die USA keine zusätzliche fiskalische Stimulierung. Das Finanzministerium wäre gut beraten, dem Beispiel des Fed zu folgen und sein Pulver trocken zu halten für Zeiten, in denen die Wirtschaft stagniert. Unter dem Strich birgt die Geldpolitik das grösste Risiko. Wir werden aufmerksam beobachten, ob Anzeichen für eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen zu erkennen sind. Vorerst erscheint es noch etwas voreilig zu sein, sich Sorgen um eine Rezession in den USA zu machen.

*Samy Chaar, Chefökonom*

#### IV. Reale Fed Funds und natürlicher Zinssatz

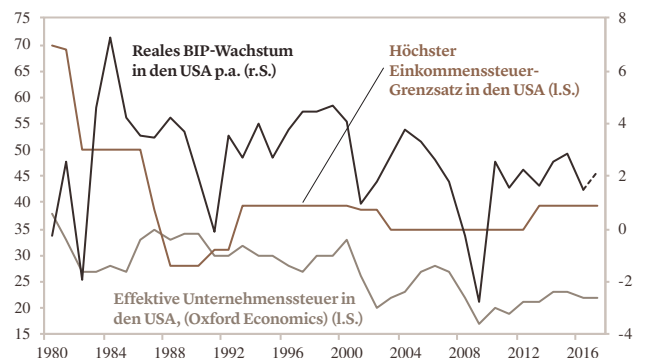
In %



\* Large Scale Asset Purchases, \*\* Konsumentenpreisinflation  
 Quellen: Datastream, San Francisco Fed, Berechnungen von Lombard Odier

#### V. US-Steuersystem vs. BIP-Wachstum

In %



Quelle: T. Piketty, DataStream, Berechnungen von Lombard Odier.

# Europa

## Die Aussichten hellen sich auf

### Auf einen Blick:

- Die Europäische Zentralbank steht vor dem Übergang vom Krisenmanagement zur Normalisierung der Geldpolitik; voraussichtlich im Oktober wird sie eine allmähliche Reduktion ihrer Wertpapierkäufe ankündigen.
- Die Aufwertung des Euro im laufenden Jahr sollte als Indikator für die überdurchschnittliche wirtschaftliche Entwicklung und weniger als Bedrohung für das zukünftige Wachstum in der Region interpretiert werden.
- Abgesehen von der Währungsstärke sind die Finanzierungsbedingungen in der Eurozone nach wie vor günstig.

Selbst die strengsten Euroskeptiker erkennen langsam, dass ein Wendepunkt bevorsteht. Nach mehreren Jahren des aussergewöhnlich billigen Geldes dürfte die Europäische Zentralbank (EZB) an ihrer Sitzung im Oktober eine graduelle Reduktion ihrer Wertpapierkäufe verkünden. Angesichts des starken Wachstums des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 2,3% im 2. Quartal, der durchweg positiven Frühindikatoren und der nachlassenden politischen Risiken ist jetzt der Zeitpunkt für die EZB gekommen, um vom Krisenmanagement abzurücken. Die Finanzmärkte passen ihrerseits ihre Erwartungen an: Die Terminkontrakte deuten jetzt darauf hin, dass die Zinsnormalisierung gegen Ende 2018 einsetzen könnte.

Die Devisenmärkte haben am schnellsten reagiert, hat der Euro doch im laufenden Jahr gegenüber dem US-Dollar um 12,5% zugelegt. Im Gegensatz zu manchen Marktteilnehmern betrachten wir die Stärke des Euro nicht als Gefahr für die wirtschaftliche Expansion der Region.

Die Binnennachfrage war für fast das gesamte Wachstum in der Eurozone in den letzten Jahren verantwortlich, aber auch die Nettoexporte waren ein wichtiger Treiber in der ersten

Erholungsphase. Das bedeutet nicht, dass ein starker Anstieg des Euro nicht zu einer exportbedingten Wachstumsverlangsamung führen kann. Doch es ist zu erwarten, dass die Abschwächung eher moderat ausfallen und sicher keine Rezession auslösen wird (siehe Grafik VI).

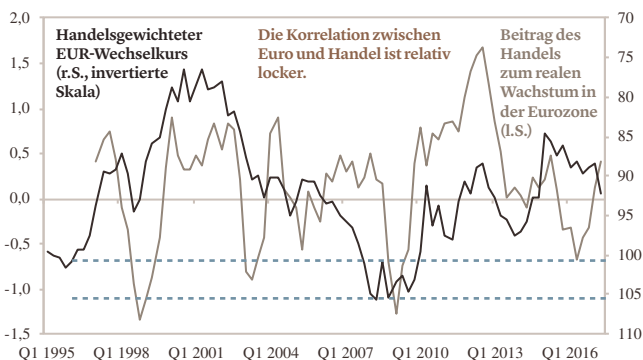
Ausserdem rechnen wir damit, dass die EZB infolge der überdurchschnittlichen Konjunktorentwicklung anders auf die Währungsaufwertung reagieren wird. Präsident Draghi zufolge hat die nachfragegetriebene Währungsaufwertung eine andere Qualität als exogene Schocks und dürfte einen geringeren Einfluss auf die Inflation haben (siehe Grafik VII).

Und letztlich ist die ausschliessliche Fokussierung auf den EUR/USD-Wechselkurs irreführend. Sein starker Wertzuwachs resultiert sowohl aus der Stärke des Euro als auch aus der Schwäche des US-Dollar (der gegenüber den meisten Hauptwährungen verlor). Gegenüber 19 wichtigen Handelspartnern legte der Euro im laufenden Jahr nur um 5,5% zu. Aus wirtschaftlicher Sicht ist dies die wichtigere Zahl. Grössere Wachstumssorgen müsste sich der Markt machen, wenn eine Straffung der Finanzierungsbedingungen auf breiter Front einsetzen würde. Der Euro hat zwar aufgewertet, doch die Zinsen bleiben niedrig, und die starke Risikobereitschaft sorgt dafür, dass die Kreditspreads und die Aktienbewertungen robust bleiben. Sollte die EZB abrupt ihre Haltung ändern, könnte dieses Gleichgewicht in Gefahr geraten, doch angesichts des aktuellen Inflationsausblicks bleibt eine graduelle Anpassung der Geldpolitik das wahrscheinlichste Szenario. Daher bekräftigen wir unseren optimistischen Ausblick auf die Eurozone.

*Bill Papadakis, Macro Strategist*

### VI. Lockere Korrelation zwischen Währung und Handel

EUR-Index vs. Handelsbeitrag zum Wachstum



Quellen: Datastream, Berechnungen von Lombard Odier

### VII. Keine Korrelation zwischen Währung und Inflation

EUR-Index vs. Jährliche Inflationsrate



Quellen: Datastream, Berechnungen von Lombard Odier

# Japan

## Ein Blick auf die Konjunkturzyklustheorie

### Auf einen Blick

- Die Schwankungen des realen vierteljährlichen BIP-Wachstums machen die Klassifizierung von Konjunkturzyklen eigentlich überflüssig.
- Ein wichtigerer Faktor ist die Dauer der gegenwärtigen geldpolitischen Lockerung, da die Amtszeiten der obersten Währungshüter in ein paar Monaten zu Ende gehen.
- Wird die Bank of Japan Kurs halten, nachdem das Präsidium vollständig ersetzt wurde oder wenn ein neuer Ministerpräsident ihre ineffektive Lockerungspolitik kritisiert?

Kein Land eignet sich besser, die Grundsätze der Konjunkturzyklustheorie zu widerlegen als Japan. Für die Marktbeobachter liegt eine „Rezession“ vor, wenn in zwei konsekutiven Quartalen ein negatives reales BIP-Wachstum verzeichnet wird. Das Problem ist nur, dass eine solche Klassifizierung jegliche Aussagekraft in einem Land wie Japan verliert, in dem das reale BIP-Wachstum in 41 der letzten 122 Quartale negativ war, gegenüber nur 11 in den USA. Wenn „Rezessionen“ so häufig vorkommen, dann ist es wenig sinnvoll, sie zu identifizieren oder zu klassifizieren.

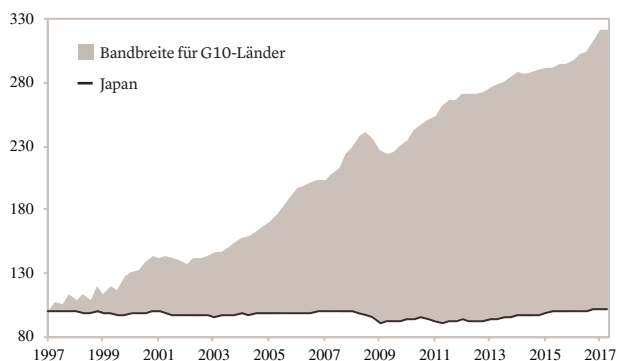
Man könnte einwenden, dass das reale BIP Japans aufgrund der bekannten demografischen Faktoren tatsächlich schwach ist. Zum Teil ist diese Aussage richtig. Eine solche Rechtfertigung der herkömmlichen Konjunkturzyklusanalyse schwächt jedoch ihre Berechtigung, da viele andere Industrieländer auf eine ähnlich düstere demografische Entwicklung zusteuern. Warum also sollte man jetzt noch an einem analytischen Rahmen festhalten, wenn sich dieser irgendwann in der Zukunft als wertlos erweisen sollte? Noch wichtiger ist, dass ein solches Gegenargument nicht erklärt, warum das reale vierteljährliche BIP-Wachstum in Japan stärker schwankt als in den USA, und dies trotz der relativ geringen Abhängigkeit vom Handel (17% des BIP). Ausserdem sank während der „Rezession“

von 2014, die auf die Erhöhung der Verbrauchssteuer folgte, die Arbeitslosigkeit und die Aktienmärkte legten zu. Das sind gewiss keine „Rezessionsindikatoren“. Ein Finanzkolumnist beschrieb Japan einmal als „ökonomisches Labor, in dem Theorien zu Grabe getragen werden“. Als das Land, das an der Spitze des weltweiten Kampfs gegen die Alterung der Bevölkerung und die Deflation steht, verwirrt Japan all jene ausstehenden Beobachter, die der Meinung waren, dass einige wenige makroökonomische und marktspezifische Grundsätze, die sie aus anderswo gemachten Beobachtungen oder Erfahrungen abgeleitet hatten, auf das Land übertragen werden könnten. Die Hauptursache für die schwankende Wirtschaftsleistung Japans, das stagnierende nominale BIP (siehe Grafik VIII), die massiven Schulden und die Deflationserwartungen sind in der Geldpolitik der Bank of Japan (BoJ) zu suchen. Daher ist es wichtig, der Dauer der aktuellen Lockerung mehr Aufmerksamkeit zu schenken als der Klassifizierung der Konjunkturzyklen. Da die Amtszeiten der obersten Währungshüter im Frühjahr 2018 enden, ist die Unsicherheit heute etwas höher als in den letzten Jahren. Natürlich wird von der BoJ erwartet, dass sie die Deflation weiter bekämpft. An politischem Engagement könnte es ihr jedoch mangeln. Schliesslich war es der Widerstand des Bankensektors gegen die negativen Zinsen, der die BoJ im vergangenen Jahr zwang, eine verwirrende Politik der Kontrolle der Renditekurve zu verfolgen – und implizit die Reduzierung der Anleihekäufe einzuleiten (siehe Grafik IX). Wird die BoJ Kurs halten, nachdem das Präsidium vollständig ersetzt wurde oder wenn ein neuer Ministerpräsident ihre ineffektive Lockerungspolitik kritisiert?

*Homin Lee, Macro Strategist - Asien*

### VIII. Pfad des nominalen BIP seit 1997

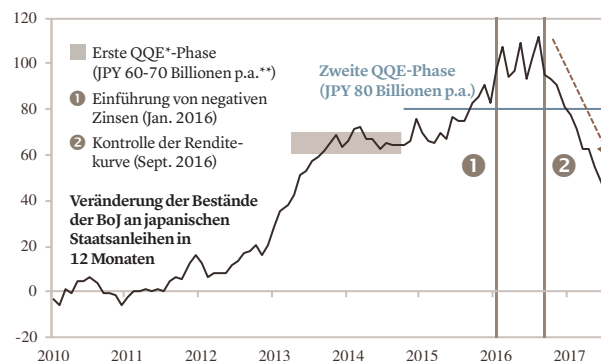
1. Q 1997 = 100



Quellen: CEIC, Lombard Odier Asia

### IX. Veränderung der Staatsanleihenkäufe der BoJ in 12 Monaten

In Billionen JPY



\* Quantitative und qualitative Lockerung, \*\* per annum  
Quellen: CEIC, Lombard Odier Asia

# Schwellenländer

## Die Anleger sollten auch Lateinamerika Aufmerksamkeit schenken

### Auf einen Blick

- Lateinamerika hinkt Asien zwar in Bezug auf die ökonomischen Fundamentaldaten und die Glaubwürdigkeit hinterher, dürfte aber kurzfristig vom verbesserten globalen Umfeld profitieren.
- Die Währungsaufwertung hat es den brasilianischen Währungshütern ermöglicht, auf einen Zinssenkungszyklus einzuschwenken. Mexiko dürfte diesem Beispiel bald folgen.
- Argentinien ist zwar immer noch anfällig für Schocks. Mit einer nachlassenden Inflation und politischen Reformplänen scheint das Land aber allmählich die Trendwende zu schaffen.

Lässt man die Schwellenländer Revue passieren, die in den letzten 18 Monaten eindrucksvolle Trendwenden geschafft haben, denkt man zunächst an die asiatischen Länder, da sie am glaubwürdigsten sind und bereits über gute Fundamentaldaten verfügen. Aufgrund der starken politischen Unsicherheit, schwachen Fundamentaldaten und des unumgänglichen Reformzwangs wurde Lateinamerika zurecht als das schwache Glied unter den Schwellenregionen angesehen. Das ist zwar nach wie vor richtig, doch Lateinamerika erfährt auch Unterstützung durch das derzeitige Umfeld, das durch Stabilität des globalen Wachstums, der Rohstoffpreise, des US-Dollar und der chinesischen Konjunktur dynamik gekennzeichnet ist. Ob die politische Elite die Kraft besitzt, die Voraussetzungen für ein nachhaltiges Wachstum zu schaffen, wird die Zeit zeigen. Kurz- bis mittelfristig sehen wir jedoch gute Perspektiven für interessante Anlagemöglichkeiten.

**Brasilien** hat eine eindrucksvolle Erholung hingelegt. Die Stärke der Währung dämpfte die Inflation, sodass die Banco Central do Brasil (BCB) die Leitzinsen aggressiv senken konnte. Im 2. Quartal wurde erstmals seit 2014 ein positives Wachstum erzielt. Der zyklische Impuls niedrigerer Zinsen könnte noch ein paar Quartale andauern, aber auch umfassende strukturelle Anpassungen sind vonnöten. Aufgrund des Rentensystems, das tiefrote Zahlen schreibt, könnte das Haushaltsdefizit Brasiliens bei fast 10% des BIP stagnieren. Solange dieses Defizit nicht verringert werden kann, werden Zinsen im einstelligen Bereich neue Inflationsschübe auslösen und die BCB zu einer strafferen Geldpolitik zwingen. Die Parlamentswahl im Oktober 2018 und die Bereitschaft, Reformen anzupacken, werden daher entscheidend sein für die langfristigen Aussichten Brasiliens.

**Mexiko** verzeichnete eine Währungsabwertung von mehr als 20%, nachdem Präsident Trump gewählt wurde. Daraufhin beschleunigte sich die Inflation und die Geldpolitik wurde rasch gestrafft. Andererseits könnte die jüngste Erholung des Peso den Weg für Zinssenkungen 2018 freimachen. Neuverhandlungen über das Nordamerikanische Freihandelsabkommen (NAFTA) geben zwar Anlass zur Sorge, wir erwarten aber nicht, dass die Handelsbeziehungen mit den USA dauerhaft unterbrochen werden.

Fazit: Die Fundamentaldaten Mexikos sind positiv, die demografische Entwicklung günstig (die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter wächst weiter), die Erwerbstätigen sind wettbewerbsfähig (und haben China überholt), und in den letzten Jahren wurden mehrere Reformen umgesetzt (z.B. Liberalisierung des Energiesektors).

Die Chancen **Argentiniens**, Reformen umzusetzen, haben sich im August durch den Ausgang der Vorwahlen verbessert. Das ist ein gutes Vorzeichen für die Aussichten der Koalition bei den Parlamentswahlen im Oktober. Das Doppeldefizit bleibt hoch, dürfte sich aber allmählich infolge der Kürzungen der öffentlichen Subventionen und der steigenden Einnahmen verringern. Die Inflation ist binnen eines Jahres von über 40% auf unter 25% zurückgegangen. Wenn die Auswirkungen der Subventionskürzungen im Energiebereich verpuffen, das Haushaltsdefizit sinkt und die Erwartungen besser verankert sind, dürfte sich die Inflation allmählich auf das Ziel der Zentralbank von 12% bis 17% ermässigen. Dennoch bleibt die Inflation auf einem hohen Niveau, und das erhebliche Haushaltsdefizit sowie die jüngsten Ausfälle deuten darauf hin, dass Argentinien gegenüber Schocks anfällig bleibt.

*Stéphanie de Torquat, Macro Strategist*

### Kurzer Überblick über andere lateinamerikanische Länder

In **Kolumbien** waren die jüngsten Entwicklungen insgesamt positiv. Die Verhandlungen mit der FARC (Revolutionäre Streitkräfte Kolumbiens) über ein Friedensabkommen machen Fortschritte, und der Ölpreis erholte sich. Allerdings bleibt das Doppeldefizit hoch, und im Vergleich zur Ära vor dem Ölpreisschock könnte sich ein neues Gleichgewicht aus niedrigerem Wachstum, höherer Inflation und grösserem Aussenhandelsdefizit etablieren. **Chile** verdient weiterhin seinen Status als sicherer Hafen in Lateinamerika, obwohl das Land stark von den Kupferpreisen abhängig ist. Es hat seine Leistungsbilanz unter Kontrolle und weist robuste Kapitalzuflüsse und hohe Devisenreserven auf. In **Peru**, einem der am wenigsten verschuldeten Länder Lateinamerikas, wird ein grosses fiskalisches Stimulierungspaket erwartet, das die wirtschaftliche Aktivität unterstützen soll. Beträchtliche politische Risiken gefährden jedoch die kurzfristigen Aussichten, nachdem das gesamte Kabinett des Präsidenten mit einem Misstrauensvotum abgewählt wurde.



# Asset Allocation

## Von der globalen Resynchronisierung profitieren

### Auf einen Blick

- Der Anstieg der globalen Wirtschaftstätigkeit spricht für die Beibehaltung der Portfoliositionierung im Risikomodus.
- Wachstumstitel werden ihre Outperformance fortsetzen, und der stärkere Euro scheint nunmehr in den Kursen der europäischen Aktienmärkte enthalten zu sein.
- Eine zu starke Aufwertung der Einheitswährung könnte sich jedoch negativ auf unsere Positionierung auswirken.
- Eine Steuerreform in den USA, die die Erwartungen übertrifft, wäre eine weitere ungünstige Entwicklung. Ein solches Szenario wäre zwar insgesamt positiv für Wachstumstitel, würde jedoch den US-Dollar stärken und unser Engagement in den Schwellenländern beeinträchtigen, zumindest auf relativer Basis.

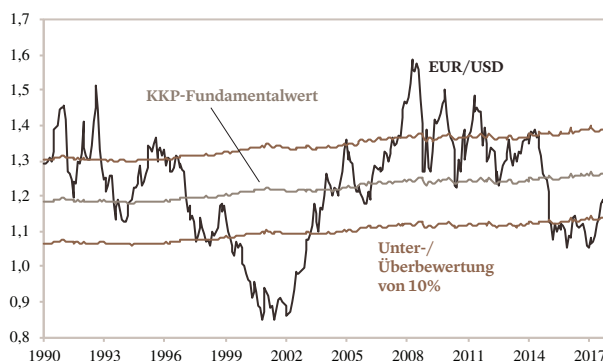
Die Märkte für Risikoanlagen blieben in den vergangenen Monaten gut unterstützt. Die Sommerflaute wurde zwar zeitweise durch die eskalierende Rhetorik zwischen den USA und Nordkorea sowie den Hurrikans unterbrochen. Die Rückschläge hielten sich jedoch in Grenzen. Die Erholung der Konjunkturdaten, insbesondere in der Eurozone und den Schwellenländern, löste eine globale Resynchronisierung aus, verzeichneten doch die meisten Länder erstmals seit 2007 ein positives Wachstum. Daraufhin erzielten wachstumsorientierte Anlagen wie Aktien, Titel der Schwellenländer und Industriemetalle eine positive Performance. Somit zahlte sich unser lange bestehendes Engagement in Schwellenländeranleihen und -aktien aus, das auch durch unsere im September eingeführte Strategic Asset Allocation (siehe Kasten A, Seite 10) begünstigt wurde. Wir erwarten, dass das gegenwärtige finanzielle Umfeld intakt bleiben wird. Bei unserer Positionierung im kommenden Quartal rechnen wir mit Kontinuität statt Disruption.

Die Normalisierung der Fed-Bilanz wird noch in diesem Monat beginnen. Es handelt sich zwar um ein Ereignis wie aus dem ökonomischen Lehrbuch, wir erwarten aber keine besonders negativen Auswirkungen auf die US-Renditekurve und die Fixed-Income-Märkte im Allgemeinen. Laut zahlreichen Publikationen wird sich dies aber langsam auf die Märkte auswirken (unter sonst gleichen Bedingungen wird der Aufwärtsdruck gemäss wissenschaftlichen Studien nicht mehr als etwa 20 Basispunkte pro Jahr betragen). Nach einigen Monaten mit niedriger Inflation haben die Märkte unlängst ihre Erwartungen an die US-Zinsen nach oben revidiert. Die Gründe waren die restriktivere Haltung des Fed und die erneuerte Reflationspolitik von Präsident Trump. Auffallend war, dass die europäischen Renditen ihren Abwärtstrend nur zum Teil wieder aufnahmen. Vor allem die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe blieb 10 Basispunkte unter dem Niveau, das herrschte, als das Fed erstmals die Drosselung der Wertpapierkäufe ankündigte. Trotz der im negativen Bereich verankerten kurzfristigen Zinssätze und des beschränkten Angebots rechnen wir in den nächsten Monaten, wenn die Einzelheiten zur Drosselung der quantitativen Lockerung endlich bekannt sind, weiterhin mit Aufwärtsdruck.

Im Segment der Unternehmensanleihen hing die Wertentwicklung in erster Linie von den Zinsbewegungen ab. Im Sommer weiteten sich die Spreads etwas aus. Doch im September verengten sie sich wieder, als die Märkte erneut in den Risikomodus wechselten. Die konjunkturellen Rahmenbedingungen bleiben für Unternehmensanleihen voraussichtlich günstig. Ausserdem haben die Geschäftsbanken ein offenes Ohr für den Finanzierungsbedarf der Unternehmen, sodass ein starker Anstieg der Unternehmensausfälle abgewendet wird. Nach wie vor geben wir Schwellenländeranleihen in Lokalwährung den Vorzug. Neben dem attraktiven Carry gefallen uns auch die langfristigen Aussichten für Währungen, die in den letzten Jahren

### X. Unser mittelfristiges Ziel für den EUR/USD-Wechselkurs ist 1,25

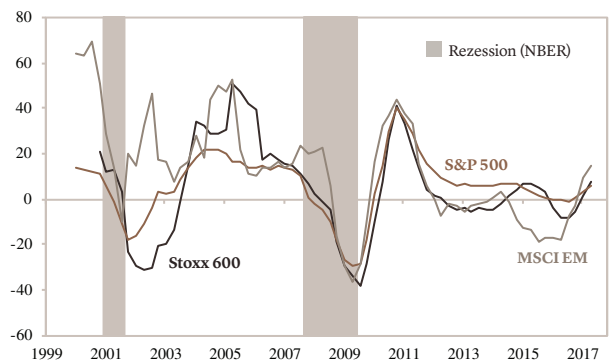
EUR/USD vs. Kaufkraftparität



Quellen: Datastream, Berechnungen von Lombard Odier

### XI. Erstmals seit 2011 verzeichneten die Komponenten des MSCI EM Index ein zweistelliges Gewinnwachstum

Gewinnwachstum der letzten 12 Monate (in %, yoy\*)



\* ggü. Vorjahr  
Quellen: Datastream, Berechnungen von Lombard Odier

## A. Änderungen unserer Strategic Asset Allocation

Seit September weisen unsere Portfolios strukturell höhere Engagements in den Schwellenländern, Small-Cap-Aktien und Unternehmensanleihen auf. Wir haben unsere Strategic Asset Allocation (SAA) angepasst, um mehreren wichtigen strukturellen Trends und einem Umfeld Rechnung zu tragen, in dem ein niedrigeres Wachstum und geringere Anlagerenditen erwartet werden. Die SAA ist die Säule eines Multi-Asset-Portfolios, das über einen vollen Konjunkturzyklus Bestand haben soll. Normalerweise kommentieren wir an dieser Stelle unsere taktische Positionierung, d.h. die Anpassung unserer Portfoliositionierung an die mittelfristigen Aussichten der Finanzmärkte. Nachfolgend stellen wir die Veränderungen unserer SAA vor.

Als fundamentale Investoren sind wir uns der Tatsache bewusst, dass die Renditen vieler traditionellen Anlageklassen einerseits durch das derzeitige Umfeld aus einem niedrigen, aber stabilen Wirtschaftswachstum bei kontrollierter Inflation, das aus der Alterung der Bevölkerung und der niedrigen Produktivität resultiert, und andererseits eine „normalere“ Geldpolitik gedämpft werden. Wir haben deshalb die Aussichten eines breiten Spektrums von traditionellen und weniger traditionellen Anlageklassen geprüft, um unser Chancenspektrum zu erweitern. Ein wichtiger Aspekt ist aus unserer Sicht, dass die Schwellenländer und Unternehmensanleihen (weniger Staatsanleihen) in Zukunft eine bedeutende Rolle als Renditetreiber spielen werden. Infolge dieser Neuausrichtung enthält unsere SAA die folgenden Elemente:

- Reduktion der Cash-Bestände, um die Möglichkeiten zu verbessern, höhere Renditen zu erzielen.
- Reduktion des Engagements in Staatsanleihen und Verstärkung des Engagements in Hochzinsanleihen, um innerhalb des traditionellen Fixed-Income-Segments ein grösseres Potenzial für risikobereinigte Renditen zu erhalten.
- Verstärkung des Engagements in den Schwellenländern (sowohl in Aktien als auch Anleihen in Lokal- und Hartwährung), um von der mehrjährigen Underperformance, den relativ niedrigen Bewertungen, den höheren strukturellen Wachstumsraten und den unterbewerteten Währungen zu profitieren.
- Beimischung von Small Caps, um eine neue Quelle von Aktienrenditen zu nutzen und von einer „Illiquiditätsprämie“ zu profitieren, d.h. einer Entschädigung für Anlagen auf Aktienmärkten, auf denen wenig gehandelt wird.
- Beimischung von Wandelanleihen, um eine neue Renditequelle zu nutzen, die jenen von Aktien und Unternehmensanleihen ähneln.
- Beimischung von Immobilienanlagen, die in der Schweiz kotiert sind, um von einer „Illiquiditätsprämie“ zu profitieren, d.h. einer Entschädigung für eine Anlage über lange Zeiträume.

gegenüber dem US-Dollar stark abgewertet haben. Die sinkende Inflation ermöglicht den Zentralbanken in einigen Ländern, einen expansiveren Ton anzuschlagen.

In den letzten Monaten standen die Hauptwährungen, vor allem das EUR/USD-Währungspaar, weiterhin im Rampenlicht. Die unaufhaltsame Aufwertung der Einheitswährung gegenüber dem US-Dollar kam Mitte September zum Stillstand. Die Gründe hierfür waren der enttäuschende Ausgang der Bundestagswahlen in Deutschland und die reflationären Steuersenkungspläne von Präsident Trump. Mit Blick auf unsere mittelfristige Prognose des EUR/USD-Wechselkurses von 1.25 nutzten wir diesen Rückschlag, um unsere USD-Absicherungen in europäischen Portfolios zu verstärken (siehe Grafik X, Seite 09).

Der Schweizer Franken hat weiterhin einen schweren Stand gegenüber dem Euro. Da die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihre Geldpolitik wohl später als die EZB normalisiert (die Inflation in der Schweiz bleibt strukturell niedrig), gehen wir davon aus, dass der EUR/CHF-Wechselkurs mittelfristig eher steigt als sinkt. Das Ausmass dieser Bewegung dürfte allerdings durch die EUR-Position in der SNB-Bilanz begrenzt werden, die letztlich umgekehrt werden dürfte.

Die jüngste Aufwertung des britischen Pfunds ist aus fundamentaler Sicht sehr überraschend, denn die Wirtschaft wurstelt sich nur durch und die Brexit-Verhandlungen sind noch nicht abgeschlossen. Allerdings spricht der restriktive Ton der Bank of England anlässlich der letzten Sitzung für eine relative Stärke der Währung in den nächsten Wochen.

An den Aktienmärkten wird unser Risikomodus durch das derzeitige makroökonomische Umfeld gestützt. US-Aktien mögen aus Bewertungsperspektive teuer erscheinen, doch im aktuellen Umfeld mit stabilem Wachstum und positiver, doch gedämpfter Inflation, sehen wir das nicht als Verkaufssignal an, solange die Gewinndynamik robust bleibt – siehe Kasten B (Seite 11). Wir erwarten zwar, dass die endgültigen Zahlen nach Wochen der politischen Verhandlungen nach unten revidiert werden. Die unlängst von Präsident Trump angekündigten Steuersenkungen werden jedoch die Gewinnaussichten für die einheimischen Unternehmen kleiner und mittlerer Grösse verbessern.

In Europa wurden die Umsatz- und Gewinnprognosen den vierten Monat in Folge aufgrund der Währungsstärke nach unten korrigiert. Small und Mid Caps mussten infolge ihres hohen binnenwirtschaftlichen Umsatzanteils geringere Gewinnrevisionen hinnehmen als Large Caps. Obwohl die europäischen Märkte unter diesen revidierten Aussichten litten, erzielten sie auf währungsbereinigter Basis eine bessere Performance als ihre US-Pendants, was unsere regionale Positionierung bestätigte. Nach einer zweimonatigen Konsolidierung sind die Auswirkungen der Euro-Aufwertung unseres Erachtens in den Anlagekursen berücksichtigt. Wir erwarten, dass die robuste binnenwirtschaftliche Dynamik erneut die Gewinnentwicklung in der Eurozone antreiben wird.

Neben den attraktiven Bewertungen kommt den Schwellenländern auch das sich bessernde regionale Wirtschaftsumfeld zugute. Erstmals seit 2011 haben die Komponenten des MSCI EM Index im 2. Quartal ein zweistelliges Gewinnwachstum ausgewiesen. Analysten zufolge dürfte dieser Trend bis 2018 anhalten (siehe Grafik XI, Seite 09). Besonders für die Schwellenländer Europas ist der Ausblick freundlich, wozu auch die günstige Wachstumsdynamik in der Eurozone beiträgt. Daher halten wir an unserer positiven Einschätzung der Region fest. Wir haben unser Engagement im September mit der Umsetzung unserer neuen Strategic Asset Allocation verstärkt.

Rohstoffe erzielen weiterhin positive Renditen: Wie von uns erwartet verbessern sich die Fundamentaldaten für Rohöl, und dank der Nachfrage der Schwellenländer haben die Preise der Industriemetalle eindrucksvoll zugelegt. Der Ausblick für die Rohstoffpreise auf Sicht von drei Monaten ist insgesamt positiv, da die Industrie- und Edelmetalle einen Teil ihrer starken Zuwächse vom Sommer wiederholen konnten.

Im Erdölsektor dürften die Auswirkungen der letzten Hurrikans nicht lang anhalten, weil die zugrunde liegende positive Dynamik robust bleibt. Die US-Produktion verlagert sich, was darauf hindeutet, dass die Schieferölunternehmen ihre Investitionsausgaben kürzen.

Terminkontrakte der Rohölsorte WTI (West Texas Intermediate) notieren um USD 50 pro Barrel. Nach einigen Monaten, in denen die Förderung über dem OPEC-Ziel (Organisation der erdölproduzierenden Länder) lag, wurde das jüngste Abkommen über die Fördermenge von den Mitgliedern und Nichtmitgliedern der OPEC im August diszipliniert eingehalten, und die meisten Agenturen korrigierten ihre Schätzungen für die Ölnachfrage 2017 und 2018 nach oben. Das Aufwärtspotenzial von Öl wird jedoch durch das zusätzliche Angebot begrenzt, sollten die WTI-Preise markant über den Förderkosten von Schieferöl liegen.

Gold, dem die geopolitischen Sorgen zugutekamen, trug zur überdurchschnittlichen Performance der Rohstoffe bei. Dennoch erwarten wir, dass der Preis des Edelmetalls in unserer Bandbreite von USD 1'100-1'300 pro Unze bleibt, da die US-Renditen allmählich nach oben tendieren.

Unter dem Strich ist unsere Positionierung eine Fortsetzung der vergangenen Quartale. Der Risikomodus ist intakt, und wir bevorzugen Anlagen der Schwellenländer gegenüber den USA und risikoreiche gegenüber „sicheren“ Vermögenswerten. Abgesehen von geopolitischen Risiken sehen wir zwei potenzielle Risiken, die unser Basisszenario von Grund auf verändern könnten: ein Überschiessen des EUR/USD-Wechselkurses und eine erfolgreiche Steuerreform in den USA. Das erste Szenario könnte für die relative Positionierung am schädlichsten sein, das zweite für die absolute Performance.

Ein Anstieg des EUR/USD-Wechselkurses, z.B. über 1.30 bis zum Jahresende, läge zwar nicht weit über seinem fundamentalen Wert, doch das extreme Tempo der impliziten Aufwertung (fast 25% in einem Jahr) würde den Unternehmen kaum Zeit lassen, ihre Finanzierungsbedingungen anzupassen. Das würden die exportlastigen Sektoren nicht verkraften, und letztlich würde die laufende Erholung der Eurozone gefährdet. Dann würde Kapital von den europäischen Aktien- und Anleihemärkten abgezogen. Von den Abflüssen würden die Schwellenländer nicht notwendigerweise erfasst, denn für sie wäre ein schwächerer US-Dollar positiv.

Unser zweiter Risikofaktor ist eine Steuerreform in den USA, die die Erwartungen übertrifft. Sie würde die Straffung der Geldpolitik beschleunigen und den US-Dollar stärken, was unser Engagement in den Schwellenländern und in Rohstoffen belasten könnte. US-Aktien würden dagegen davon profitieren. Hedge-Fund-Managern dürfte indes die grössere sektorische und regionale Streuung zugute kommen.

*Sophie Chardon, Cross-Asset Strategist und Grégory Lenoir, Head of Asset Allocation*

## B. Sollten wir uns vor hohen Aktienbewertungen fürchten?

Gemessen an vielen Kennzahlen können die Aktienmärkte zurzeit als überbewertet bezeichnet werden. Seit 2012 sind die Kurs-Gewinn-Verhältnisse infolge der expansiven Geldpolitik ständig gestiegen, insbesondere in den USA. Der Optimismus in Bezug auf eine unternehmensfreundliche Politik des Kongresses und der Regierung der USA, die grösstenteils noch in der Planungsphase steckt, führte dazu, dass die Aktienkennzahlen Ende 2016 weiter stiegen. Die traditionellen Bewertungskennzahlen haben infolgedessen nun fast das höchste Niveau seit einem Jahrzehnt erreicht, bleiben indes unter den Ständen, die während der Internetblase verzeichnet wurden.

Unseres Erachtens bedeutet der laufende Paradigmenwechsel hin zu einem strukturell niedrigeren Wachstums- und Inflationsniveau, dass die Bewertungskennzahlen der Vergangenheit möglicherweise kein guter Indikator für die Zukunft sind. Vor allem die Kurs-Gewinn-Verhältnisse scheinen auf die Inflationsentwicklung empfindlich zu reagieren. Anhand von lange zurückreichenden Daten, die von Professor Shiller stammen, haben wir herausgefunden, dass ein Konjunkturfeld mit positiver, aber gedämpfter Inflation – in der Regel zwischen 1% und 3% – höhere Bewertungen stärker begünstigt als extreme Inflationsentwicklungen wie Deflation oder Hyperinflation. So gesehen fördert das aktuelle „Soft-Goldilocks“-Szenario (d.h. niedriges, aber stabiles Wachstum mit positiver, aber gedämpfter Inflation) tendenziell höhere Bewertungen. Gleiches gilt auch für einen verbesserten globalen Konjunkturausblick und hohe Bewertungen für andere Anlageklassen wie Unternehmens- oder Staatsanleihen. Daher halten wir die aktuellen Bewertungen nicht für ein Baissesignal. Vielmehr erwarten wir, dass dieses Umfeld anhalten wird, solange die Gewinndynamik robust bleibt. Die meisten Unternehmen haben in der jüngsten Berichtssaison die Erwartungen deutlich übertroffen. Die Aussichten für die US-Wirtschaft sprechen für eine Fortsetzung dieses Trends. Je nach endgültigem Umfang der Steuersenkungen könnten die Gewinnschätzungen in den USA für 2018 sogar angehoben werden. Wichtiger noch: Die derzeitige globale Resynchronisierung signalisiert, dass die Gewinndynamik in den kommenden Quartalen anhalten wird.

## 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>**

Uto Schloss · 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)