

Anlagestrategie Privatkunden

2/4

April 2018 · 2. Quartal

Makroökonomische Erkenntnisse

Die Schliessung der Produktionslücken führt zu einem Zielkonflikt zwischen Wachstum und Inflation

S.03

Auf einen Blick

- Wir halten an unserem Szenario eines weiterhin passablen Wachstums in sämtlichen grossen Wirtschaftsblöcken fest. Zwar sind alle Regionen derzeit im Expansionsbereich. Sie befinden sich jedoch in unterschiedlichen Phasen des Konjunkturzyklus.
- In den USA ist in diesem Jahr der Weg für die Inflation bereitet: ein angespannter Arbeitsmarkt, der übliche zeitliche Abstand zwischen BIP-Wachstum und Inflation sowie wachstumsfördernde Massnahmen, die spät im Zyklus umgesetzt werden.
- In Europa hat sich nach der Erholung eine wirtschaftliche Expansion fest etabliert. Mit der Verbesserung am Arbeitsmarkt wird ein Anstieg der Inflation immer wahrscheinlicher, was wiederum eine Veränderung der Zentralbankpolitik in den kommenden Quartalen bewirken würde.
- Ein konstant positives BIP-Wachstum, ein aussergewöhnlich angespannter Arbeitsmarkt und eine stetige Erholung der Konsumpreise erhöhen die Wahrscheinlichkeit, dass auch die Bank of Japan im späteren Jahresverlauf die Leitzinsen erhöhen wird.
- In den Schwellenmärkten lässt der Konjunkturzyklus nach, doch die strukturellen Merkmale sind nach wie vor intakt: Die Ungleichgewichte haben sich etwas nivelliert, die Fremdwährungsschulden sind gesunken und die Devisenreserven gestiegen.
- Wie erwartet sorgt die steigende Unsicherheit in Bezug auf Inflation und Geldpolitik für ein volatileres Umfeld an den Finanzmärkten, sodass es auf Agilität und Anlagedisziplin ankommen wird.

Enthält auch

Was geschieht, wenn die
Handelsspannungen
eskalieren?

Welches Niveau der
Anleihenrenditen wäre ein
Wendepunkt für Aktien?

Die Schliessung der Produktionslücken führt zu einem Zielkonflikt zwischen Wachstum und Inflation



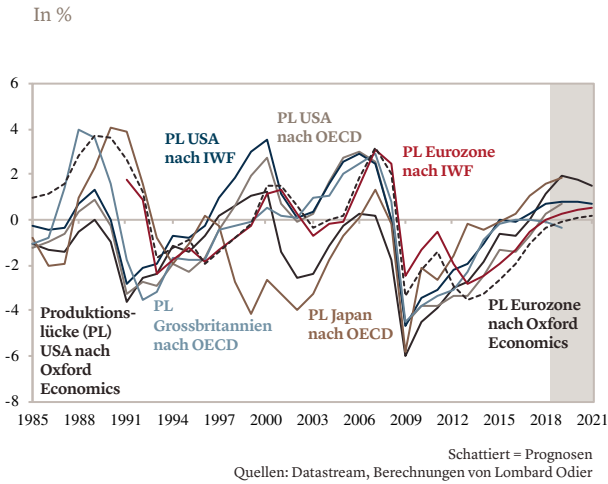
Der Aufschwung der Wirtschaft und an den Märkten wird irgendwann zu Ende gehen. Die Wahrscheinlichkeit ist gross, dass dieses Ende vor dem Hintergrund finanzieller und fiskalischer Ungleichgewichte durch eine Konjunkturüberhitzung in den USA herbeigeführt wird und weniger durch eine Eskalation des Handelsprotektionismus.

Wir halten an unserem Szenario eines weiterhin passablen Wachstums in sämtlichen grossen Wirtschaftsblöcken fest. Es gibt keine Anzeichen einer Rezession oder einer deutlichen Abschwächung in den USA, China oder der Eurozone. Zwar sind alle Regionen derzeit im Expansionsbereich, sie befinden sich jedoch in unterschiedlichen Phasen des Konjunkturzyklus. In den USA werden erste Anzeichen einer Überhitzung sichtbar, Europa bleibt in einem komfortablen „Goldilocks“-Umfeld, und in den meisten Schwellenländern ist die Wirtschaftsaktivität nach wie vor stark. Um zu messen, wie weit ein Konjunkturzyklus fortgeschritten ist, ziehen Ökonomen häufig die „Produktionslücke“ heran. Diese wird als die Differenz zwischen dem realen BIP (Bruttoinlandsprodukt) und dem potenziellen (oder optimalen) BIP berechnet, den eine Wirtschaft erzielen könnte, wenn sie ihre Ressourcen voll ausschöpft. Das potenzielle BIP ist auf den ersten Blick das bestmögliche BIP. Es ist jedoch technisch möglich, dass das Wirtschaftswachstum das Potenzial übertrifft (d.h. es besteht eine positive Produktionslücke). In diesem Fall müssen die Ressourcen aufgestockt werden. Das löst eine Inflation aus, da höhere Löhne/Preise als Anreiz für eine Aufstockung erforderlich sind. Einfach ausgedrückt: Es entsteht ein Zielkonflikt zwischen Wachstum und Inflation, wenn sich die Wirtschaft ihrer vollen Auslastung nähert. Grafik I (Seite 04) zeigt die Produktionslücken mehrerer Industrieländer. Die Berechnungsmethoden weichen erheblich voneinander ab, denn Schätzungen, die auf dem potenziellen BIP basieren, können ungenau sein oder sich verändern. Die meisten Zahlen deuten jedoch darauf hin, dass sich die Produktionslücken in den Industrieländern allmählich schliessen (in den USA und Japan ist das bereits der Fall). Die Geschichte lehrt, dass deshalb die Inflation nach oben tendieren wird.

Das Arbeitskräftepotenzial in den USA ist fast ausgeschöpft, was einen Lohnanstieg auslöst, und auch die Inflation zieht infolge der knapperen Ressourcen an. Es bräuchte jedoch eine weitere Straffung der Geldpolitik, um eine bevorstehende Abschwächung oder Rezession anzuzeigen. In der Eurozone liegt eine Überhitzung noch in weiter Ferne. Die erheblichen Arbeitsmarktreserven signalisieren, dass der Zyklus immer noch intakt ist. In den Schwellenländern, insbesondere in China, hat sich die Erholung vom Rohstoffschock der Jahre 2014 und 2015 fest etabliert. Der positive Kreislauf aus sich stabilisierenden Währungen und tieferer Inflation hat Spielraum für eine Lockerung der Geldpolitik eröffnet. Dieser zyklische Rückenwind scheint jetzt etwas nachzulassen. Von einem Gegenwind sind wir aber noch weit entfernt. Könnte das Potenzialwachstum verbessert werden und entsprechend der Produktionslücke (insbesondere in den USA) etwas Spielraum verschafft werden? Aufgrund der relativ starren demografischen Entwicklung wäre die Steigerung der Produktivität der beste Weg, die Kapazität in der Wirtschaft auszuweiten. Die anhaltende Expansion ist gekennzeichnet durch eine schwache Produktivität, die unseres Erachtens auf mehrere Faktoren zurückzuführen ist, unter anderem Messfehler, niedrige Investitionsausgaben und anhaltende Arbeitsmarktreserven. Die Stagnation der Produktivität hat den realen Lebensstandard der Privathaushalte verschlechtert. Es gibt jedoch Anzeichen, dass die Produktivitätsbeschränkungen nachlassen. Nach einem auf die Grosse Finanzkrise folgenden Jahrzehnt, das durch Sparsamkeit gekennzeichnet war, investieren die Unternehmen endlich wieder. Und natürlich sind die Arbeitsmarktreserven weitgehend abgebaut, was die USA betrifft (siehe Grafik II, Seite 04).

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

I. Entwicklung der Produktionslücken



Eine Erholung der Produktivität in den kommenden Jahren könnte die Wirtschaftskapazität deutlich steigern und damit das Zyklusende hinauszögern. Doch das ist ein Szenario, von dem wir immer noch nicht voll überzeugt sind (d.h. wir haben diese Annahme in unseren Berechnungen des potenziellen BIP-Wachstums nicht berücksichtigt).

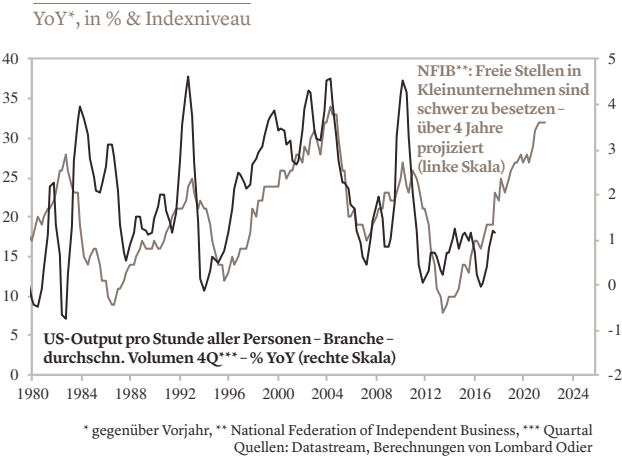
Die Kernfrage für die Zentralbanken und Anleger ist einstweilen: Wie hoch können die Zinsen in den USA steigen, bevor sie der Wirtschaft schaden – bevor die zugrundeliegenden Schwächen (d.h. die exzessive Verschuldung) des wirtschaftlichen und finanziellen Umfelds zutage treten.

Der typische Verlauf der Ereignisse in einer Wirtschaft mit Kapazitätsengpässen sieht so aus: Die Währungshüter heben die Zinsen an, um die Inflation unter Kontrolle zu halten. Das führt in der Regel zu einer invertierten Renditekurve, die es für die Banken unprofitabel oder riskant macht, Kredite zu vergeben.

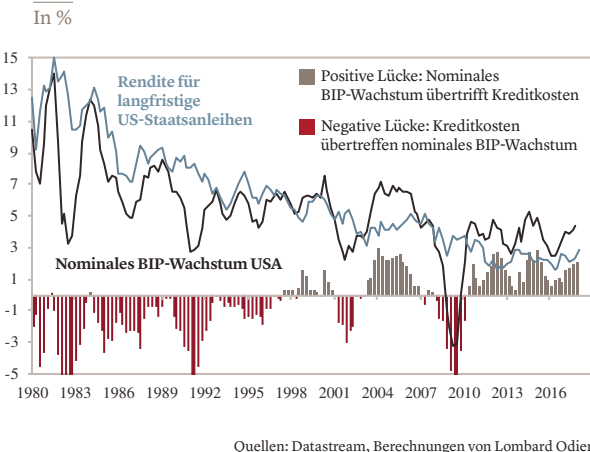
Ein anderer Weg (neben der Analyse des Verlaufs der Renditekurve oder des Niveaus der realen Zinsen) zu ermitteln, ob die Geldpolitik zu restriktiv ist, besteht darin, das nominale BIP-Wachstum mit der bestehenden Fed Funds Rate oder sogar mit den langfristigen Marktzinsen zu vergleichen (siehe Grafik III). Fällt das nominale Wachstum unter das Zinsniveau, wird die Fähigkeit beeinträchtigt die Schulden zu bedienen. Das war der Fall vor den Rezessionen von 1990 und 2000 und der Depression von 2007. Heute ist die Lage jedoch eine andere: Das nominale Wachstum in den USA stützt bei den aktuellen Zinsen vollumfänglich die Fähigkeit Schulden zu bedienen. Gleiches gilt für China und überhaupt weite Teile der Welt.

Samy Chaar, Chefökonom

II. US-Arbeitsproduktivität vs. Angebot an qualifizierten Arbeitskräften



III. Nominales BIP-Wachstum in den USA vs. langfristige Treasury-Renditen



USA

Inflation, Handel und Federal Reserve (Fed) im Blickpunkt

Auf einen Blick:

- Das Thema 2018: Wie stark werden die geldpolitische Straffung und der Handelsprotektionismus die Effekte der fiskalischen Stimulierung zunichtemachen?
- Wir nehmen Trumps Worte am Weltwirtschaftsforum ernst und wörtlich: „Amerika zuerst“ bedeutet nicht „Amerika allein“.
- Es gibt keinen Grund, warum das Fed seinen Rhythmus vierteljährlicher Zinserhöhungen ändern sollte.

„Wenn die Demokraten an der Macht sind, scheinen die Republikaner die konservative Partei zu sein. Doch wenn die Republikaner an der Macht sind, scheint es keine konservative Partei zu geben.“

Die Worte des US-Senators Rand Paul sprechen Bände über die zwei Jahre geltende Haushaltsvereinbarung von Mitte Februar. Diese betrifft höhere Ausgaben und Steuerkürzungen und gilt zusätzlich zu den bereits Ende 2017 verabschiedeten Budgetmassnahmen. Die Stimulierungsmassnahmen sind zwar positiv für das nominale Wachstum, aber natürlich negativ für das Defizit, das sich in den nächsten zwei Jahren um 1% bis 1,5% ausweiten wird. Damit hat die Regierung einen geringeren fiskalpolitischen Spielraum bei einem Konjunkturabschwung.

In diesem Jahr sind in den USA alle Voraussetzungen für Inflation erfüllt: ein angespannter Arbeitsmarkt, der zu schnellerem Lohnwachstum führt (vor allem in der Industrie), der übliche zeitliche Abstand zwischen BIP-Wachstum und Inflation sowie wachstumsfördernde Massnahmen, die spät im Zyklus umgesetzt werden. Der Privatkonsum könnte ein Bereich sein, der enttäuscht: Die Sparquote der privaten Haushalte befindet sich nahe den historischen Tiefständen (siehe Grafik IV), und die Konsumenten haben ihre Kreditkarten weit über ihr Einkommenswachstum hinaus strapaziert. Unter dem Strich prognostizieren wir für die USA im Jahr

2018 ein reales BIP-Wachstum von 2,5%, was leicht unter dem nach oben korrigierten Konsens von 2,7% liegt.

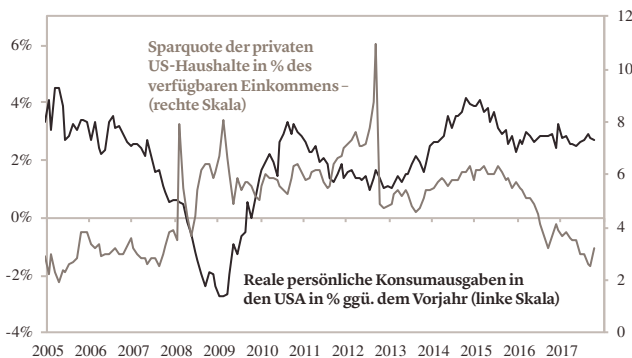
Im Aussenhandel erwarten wir nicht, dass die angekündigten Strafmassnahmen gegen China zu einem ausgewachsenen Handelskrieg führen werden. Die chinesischen Staatslenker wissen, dass sie stärker vom Handel mit den USA abhängen als umgekehrt, und könnten Präsident Trump letztlich Zugeständnisse machen, die dieser vor den Zwischenwahlen in den USA als „Sieg“ verkaufen kann. Der Anstieg der Importe aus China hat zwar der Beschäftigung in der US-Industrie geschadet (siehe Grafik V). Doch vermutlich hätte die Produktionsbasis der USA auch ohne China unter der internationalen Konkurrenz gelitten.

Kommen wir zum Fed: Die Aussicht auf eine höhere Inflation – mit einem Kerndeflator der privaten Konsumausgaben von fast 2% – hat uns veranlasst, die von uns erwartete Zahl der Zinserhöhungen in diesem Jahr von 2 bis 3 auf 3 bis 4 zu erhöhen; unser Basisszenario ist eine Erhöhung pro Quartal. Die offenbar restriktivere Haltung des Komitees, das die geldpolitische Entscheidung trifft, war ein Grund für diesen revidierten Ausblick. Dabei sind wir der Ansicht, dass der neue Fed-Präsident Powell die US-Wirtschaft zurzeit optimistisch einschätzt; er ist aber nicht zwangsläufig ein geldpolitischer Falke. Wir weisen allerdings darauf hin, dass dieses Basisszenario (eine Leitzinserhöhung pro Quartal) in hohem Masse davon abhängig ist, dass die Realwirtschaft störungsfrei läuft. Ausserdem ist es ein grosser Unterschied, ob der Aufwärtstrend mit neutralen Zinserhöhungen begleitet wird, oder ob die Leitzinsen angehoben werden, um die Konjunktur zu verlangsamen. Das Fed mag zwar nicht mehr so expansiv sein wie bisher, doch es ist zweifellos (noch) nicht aggressiv geworden.

Samy Chaar, Chefökonom

IV. Sparquote der US-Haushalte ggü. privaten Konsumausgaben

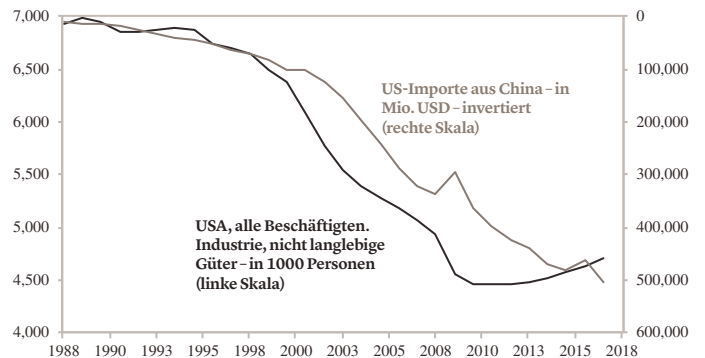
In % und % YoY



Quellen: Datastream, Berechnungen von Lombard Odier

V. Beschäftigte in der US-Industrie vs. Importe aus China

Niveau



Quellen: Datastream, Berechnungen von Lombard Odier

Europa

Die Messlatte liegt höher: Solides Wachstum ist die neue Norm

Auf einen Blick:

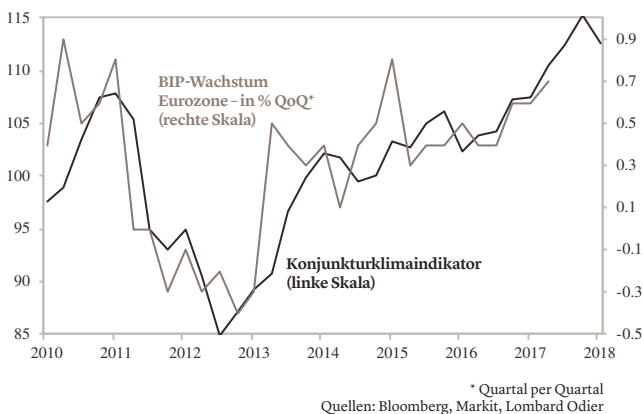
- Nach der Erholung hat sich eine wirtschaftliche Expansion fest etabliert, auch wenn das Wachstum von sehr hohen Niveaus aus etwas nachzulassen scheint.
- Bisher gibt es kaum Anzeichen für eine Inflation, sodass die Europäische Zentralbank (EZB) die Änderung der Geldpolitik hinausschieben kann.
- Da dennoch ein gewisser Preisdruck besteht, ist eine geldpolitische Anpassung in den kommenden Monaten wahrscheinlich.

Das anhaltend starke Wachstum in der Eurozone hat die meisten der noch bestehenden Zweifel hinsichtlich der Nachhaltigkeit der Erholung beseitigt. Marktteilnehmer und Währungshüter haben ihre Prognosen seit Herbst 2017 deutlich angehoben. Wir erwarten nach wie vor, dass 2018 ein Wachstum von 2,5% erzielt werden kann. Die Belege für den Aufschwung sind breit gestreut: Die Arbeitslosigkeit sinkt, die Investitionen ziehen an, die Unternehmensgewinne steigen, und die Staatsfinanzen verbessern sich. Die zyklischen Indikatoren schwächen sich zwar etwas ab (siehe Grafik VI), was angesichts des extrem hohen Niveaus gegen Ende 2017 – das einem jährlichen BIP-Wachstum von über 3% entsprach (verglichen mit einem geschätzten Potenzial von knapp über 1%) – keine Überraschung ist. Unser Ausblick bleibt jedoch sehr freundlich, da die wichtigsten Treiber der europäischen Expansion weiterhin intakt sind: expansive Geldpolitik, lockerere Kreditbedingungen, immer noch eine gewisse Überkapazität, eine wachstumsfreundlichere Fiskalpolitik und eine stärkere Auslandsnachfrage. Allerdings könnte das „Goldilocks“-Umfeld – starkes Wachstum und niedrige Inflation – nicht mehr lange Bestand haben. Umfragen haben ergeben, dass die Lieferketten stark beansprucht werden

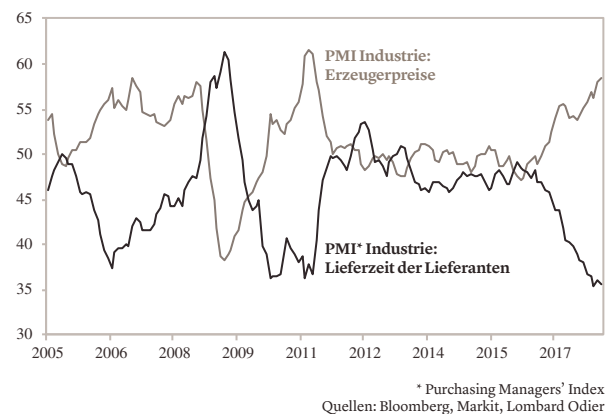
(siehe Grafik VII), und die Arbeitgeber signalisieren, dass sie die Löhne anheben wollen, da sich die Lage am Arbeitsmarkt weiter verbessert. Der jüngste Tarifabschluss in Deutschland zwischen dem Arbeitgeberverband und der Industriegewerkschaft Metall war hierfür ein Beispiel. Da die Arbeitsmarktreserven weiter abgebaut werden, wird ein Inflationsanstieg immer wahrscheinlicher. Dieser Prozess wird zwar langsam ablaufen. Wir erwarten aber erhebliche geldpolitische Auswirkungen in den kommenden Quartalen. Ein Krisenplan ist für die EZB jetzt weniger angebracht. Sie hat bis September ein Bekenntnis zur quantitativen Lockerung abgegeben. Bis dahin erwarten wir eine gewisse Klarheit über den zukünftigen Weg. Wir rechnen damit, dass die EZB ihre Wertpapierkäufe bis Jahresende einstellen und Anfang 2019 mit den Leitzinserhöhungen beginnen wird. Entgegen den Erwartungen haben sich politische Faktoren im vergangenen Jahr kaum auf die Wirtschaft der Eurozone ausgewirkt. Eurospezifische Themen (wie die politische Unsicherheit in Italien) und externe Treiber (insbesondere Protektionismus) bestehen dagegen nach wie vor – und das bedeutet, dass das politische Risiko weiter beobachtet werden muss. Doch solange wir keine klaren Anzeichen einer Verschlechterung sehen, gehen wir davon aus, dass der zunehmend soliden Wirtschaft der Eurozone mehr Gewicht beigemessen wird als den zuweilen heftigen politischen Turbulenzen.

Bill Papadakis, Macro Strategist

VI. Gewisse Normalisierung der zyklischen Indikatoren, doch Wachstumsdynamik ist weiterhin solide



VII. Erste Anzeichen von Preisdruck



Japan

Vor einem Wendepunkt

Auf einen Blick

- Die japanische Wirtschaft zeichnet sich durch ein konstant positives BIP-Wachstum, einen aussergewöhnlich angespannten Arbeitsmarkt und eine stetige Erholung der Konsumpreise aus.
- Vor diesem Hintergrund halten wir es für wahrscheinlich, dass die Bank of Japan (BoJ) ihre Geldpolitik im späteren Jahresverlauf ändern wird, da eine weniger expansive Haltung gefragt sein wird.

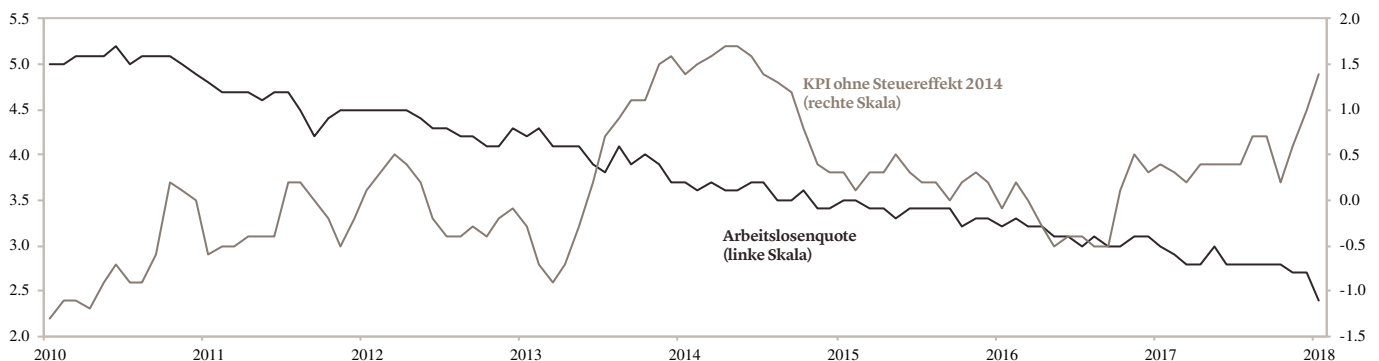
In Japan mehren sich die Anzeichen, dass der Zyklus ein „reifes“ Stadium erreicht hat. Die jüngsten Konjunkturdaten fielen zwar etwas schwächer aus. Das Gesamtbild wird aber klarer, wenn man sich den japanischen Arbeitsmarkt anschaut. Im Januar fiel die Arbeitslosenquote auf 2,4%, den tiefsten Wert seit 1993 (siehe Grafik VIII). Mit 1,59 erreichte das Verhältnis von freien Stellen zu Bewerbern das höchste Niveau seit Mitte der Siebzigerjahre, und das reale BIP-Wachstum war seit Ende 2014 ziemlich konstant positiv. Die zyklischen Indikatoren senden positive Signale für die nahe Zukunft aus. Sie deuten auf anhaltendes Wachstum hin, da die Stimmung der japanischen Unternehmen und Privathaushalte optimistischer geworden ist. Sollte ein starker Abschwung infolge protektionistischer Massnahmen ausbleiben, dann verheisst das verbesserte globale Umfeld und die anhaltende Erholung des Welthandels Gutes für den japanischen Exportsektor, der bisher bereits ein solider Faktor für den aktuellen Aufschwung war. Vor diesem Hintergrund dürfte es nicht überraschen, dass eine Änderung der Geldpolitik der BoJ auf der Agenda steht. Die Finanzmärkte haben über diese Möglichkeit spekuliert, zu der sich auch BoJ-Gouverneur Kuroda in den letzten Monaten öffentlich geäussert hat. Wir erwarten, dass die BoJ im späteren Jahresverlauf ihre Geldpolitik anpassen wird.

Von allen grossen Zentralbanken fuhr die BoJ bisher die expansivste Geldpolitik. Angesichts der Konjunkturdaten und der Realitäten erscheint eine Änderung der Geldpolitik zunehmend gerechtfertigt. Die Konsumpreise haben sich stetig erholt. Die Gesamtinflation hat 2016 den negativen Bereich verlassen und inzwischen eine Jahresrate von +1,5% erreicht (siehe auch Grafik VIII). Das spricht für eine geldpolitische Anpassung.

Die BoJ ist ausserdem mit Kapazitätsbeschränkungen in ihren Wertpapierkaufprogrammen konfrontiert, da sie Inhaberin grosser Teile der heimischen Staatsanleihen- und Index-ETF-Märkte (für börsengehandelte Fonds) geworden ist. Aufgrund der politischen und technischen Hindernisse ist eine Ausweitung der Käufe auf andere Anlageklassen, z.B. Kommunalobligationen oder ausländische Anleihen, unwahrscheinlich.

Samy Chaar, Chefökonom

VIII. Arbeitslosigkeit und Inflation in Japan



Quellen: Datastream, Berechnung von Lombard Odier

Schwellenländer

Der zyklische Rückenwind lässt nach, doch die strukturellen Merkmale sind nach wie vor intakt

Auf einen Blick

- Die Periode der lockeren Geldpolitik in den Schwellenländern neigt sich ihrem Ende zu.
- Die strukturellen Merkmale sind in den Schwellenmärkten jedoch nach wie vor intakt: Die Ungleichgewichte haben sich etwas nivelliert, die Fremdwährungsschulden sind gesunken und die Devisenreserven gestiegen.
- Dennoch ist Selektivität angebracht. Die robustesten ökonomischen Fundamentaldaten sind in Asien, aber auch in Russland, Chile und Peru zu finden.

Die Verlagerung unseres Engagements Anfang 2016 hin zu den Schwellenländern gründete auf zyklischen Überlegungen. Vor dem Hintergrund nachlassender Sorgen wegen einer harten Landung in China begannen die Rohstoffe, sich nach den massiven Rückschlägen zu erholen. Als der US-Dollar Ende 2016 schliesslich seinen Zenit erreichte, war der Boden für einen positiven Kreislauf aus sich stabilisierenden Währungen, sinkender Inflation und einer Lockerung der Geldpolitik bereitet.

Zwei Jahre später lässt dieser zyklische Rückenwind nach. Die Geldpolitik wird wohl jeweils etwas gestrafft werden (siehe Grafik) – jedoch nicht so weit, dass der Aufschwung abgewürgt wird, der nach wie vor in einer Frühphase ist.

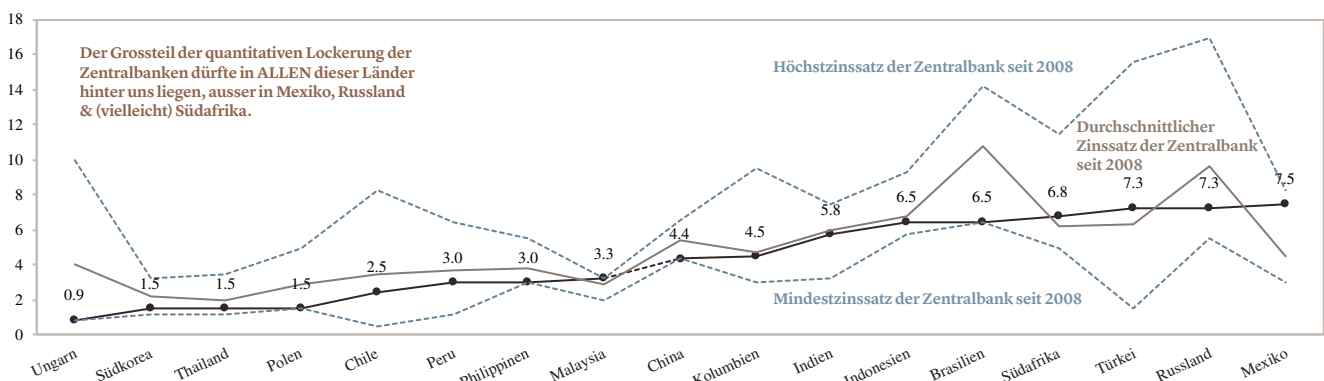
Die strukturellen Merkmale der Schwellenländer sind immer noch intakt. Nach einem Höchstwert von über 6% kurz vor der Finanzkrise ist das Wachstumsgefälle zwischen den Schwellen- und Industrieländern wieder auf 2,4% gesunken, knapp über seinem historischen Durchschnitt. Das wiederum hat dazu geführt, dass der Leistungsbilanzüberschuss der Schwellenländer gänzlich verschwunden ist. Die Fremdwährungsschulden sind gesunken, und die Devisenreserven, die die Schwellenländer insgesamt, nicht nur China, seit der Jahrhundertwende angehäuft haben, reduzieren ihre Anfälligkeit für externe Schocks massiv.

Dennoch sehen wir, dass die Extremrisiken infolge des Protektionismus grösser werden. Die Zölle, welche die USA auf chinesische Produkte verhängt haben, könnten sich auf Länder mit stark verzahnten Lieferketten auswirken, insbesondere Taiwan und Malaysia. Würden die protektionistischen Pläne über China hinaus ausgeweitet, könnten sich die Friktionen noch verstärken. Denn viele asiatische Länder, aber auch Mexiko, Chile oder Kolumbien, tragen erheblich zur Wertschöpfung von US-Importen bei. Einstweilen dominieren jedoch die asiatischen Länder unsere Rangliste. Die Konjunktur Chinas verlangsamt sich, und die mittelfristigen Risiken beziehen sich auf das Schuldenprofil des Landes, das aber nach wie vor robust ist. Indien bietet ein interessantes langfristiges Wachstumsthema dank seiner jungen Bevölkerung. Ausserhalb Asiens stechen Russland, Peru und Chile mit positiven Fundamentaldaten hervor. Brasiliens Schicksal hängt von seiner Fähigkeit ab, das Rentensystem zu reformieren, das von Mexiko von den Verhandlungen über das Nordamerikanische Freihandelsabkommen (NAFTA) sowie den Präsidentschaftswahlen im Juli. Die Türkei schliesslich bereitet uns weiterhin Sorgen wegen der schwachen Fundamentaldaten und der grossen Ungleichgewichte.

Stéphanie de Torquat, Macro Strategist

IX. Aktuelle Leitzinsen der Zentralbanken und ihr 10-jähriger Mindest-, Höchst- und Durchschnittssatz

17 ausgewählte Schwellenländer



Asset Allocation

2018 wird es darauf ankommen, sich in unruhigem Fahrwasser zu behaupten

Auf einen Blick

- An der Schwelle zum neuen Jahr 2018 schrieben wir, dass die hohen Aktienbewertungen im Einklang mit einem sogenannten „Goldilocks“-Umfeld stehen, doch die zunehmenden Unsicherheiten in Bezug auf Inflation und Geldpolitik würden den Ausblick eintrüben – die im 1. Quartal an den Finanzmärkten beobachtete Volatilität war hierfür ein Paradebeispiel.
- Der zentrale Grund für unsere risikoorientierte Asset Allocation ist nach wie vor eine Fortsetzung des positiven Trends im Welthandel.
- Eine Konjunkturüberhitzung, die die Kapitalkosten in die Höhe treiben würde, und ein stärkerer Protektionismus sind die beiden Risiken für unser Basisszenario.

Trotz des robusten Konjunkturmehls und nach der Rekordperformance im Januar war das Fahrwasser an den Anlagemärkten zuletzt unruhig. Im Februar stieg der VIX Index, die häufig verwendete Messgrösse für die Aktienvolatilität, wieder auf über 35 Punkte – ein Niveau, auf dem er zuletzt während der Rohstoff- und Renminbi-Krise vom August 2015 notierte. In einem Umfeld der Normalisierung von Inflation und Geldpolitik scheint der starke Anstieg der Realzinsen in den USA den Markteinbruch ausgelöst zu haben. In letzter Zeit kamen Sorgen wegen der Handelsspannungen, des Datenschutzes im Internet und allgemeiner politischer Zerwürfnisse hinzu. Unseres Erachtens markierte dieses Quartal die Rückkehr zu einem neuen (normaleren) Volatilitätsregime, in dem es auf Agilität und Anlagedisziplin ankommen wird.

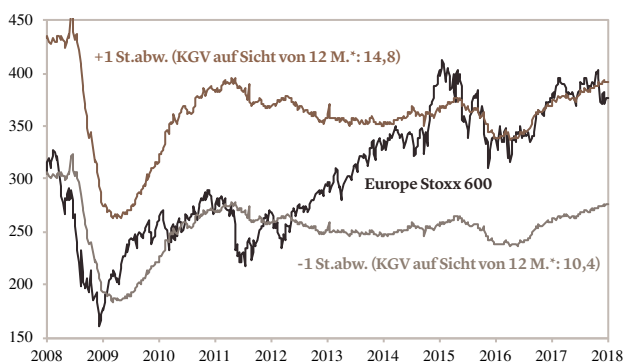
Wir erwarten weiterhin, dass der positive Trend im Welthandel 2018 anhalten und zyklische Vermögenswerte und Sektoren weiter stützen wird. Das Risiko für unser Basisszenario ist eine

Konjunkturüberhitzung, die deutlich höhere Kapitalkosten nach sich ziehen würde, oder ein stärkerer Protektionismus. Bei den Zinsen erwarten wir, dass die reale Rendite 10-jähriger US-Papiere noch 80 Basispunkte (Bp.) steigen kann, bevor sich negative Auswirkungen an den Aktienmärkten zeigen (siehe Kasten B, Seite 12). Was die protektionistische Bedrohung betrifft, halten wir die Rhetorik von Präsident Trump primär für eine Verhandlungstaktik. Die Wahrscheinlichkeit eines globalen Handelskriegs ist begrenzt. Diese Einschätzung wird durch die zahlreichen Ausnahmen gestützt, die die USA bei den Stahl- und Aluminiumzöllen gewährt haben. Auch wenn die jüngsten Vergeltungsmassnahmen der chinesischen Behörden Anlass zur Sorge geben, so scheinen die zwei grössten Wirtschaftsmächte der Welt den Dialog weiterführen zu wollen – allerdings auf Augenhöhe (siehe Kasten A, Seite 11).

Vorerst halten wir an unserer wachstumsorientierten Haltung fest, die für eine Übergewichtung von Aktien spricht. Das robuste fundamentale Umfeld wurde durch die starke Berichtssaison für das 4. Quartal 2017 untermauert. **Die Unternehmen in den USA, Europa und Japan überraschten positiv, steigerten ihre Umsätze im hohen einstelligen Bereich, erzielten Gewinne pro Aktie im zweistelligen Bereich und gaben einen positiven Wachstums- und Investitionsausblick.** Einige Frühindikatoren haben zwar von historisch hohen Niveaus aus nachgegeben. Doch nach einem über 18 Monate dauernden fast ununterbrochenen Aufwärtstrend ist das keine Überraschung. Angesichts des positiven globalen makroökonomischen Umfelds ist es unwahrscheinlich, dass diese Korrekturen sich zu einem Baissemarkt auswachsen. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis 2018 von unter 17x für den S&P 500 und 14x für den Euro Stoxx 600 (siehe Grafik X) betrachten wir Volatilitätsepisoden als Kaufgelegenheiten. Diese haben wir jüngst auch dazu genutzt, unser Aktienengagement zu erhöhen. Regional gesehen dürften die Gewinne in den Schwellenländern und Japan am meisten von diesem globalen Umfeld profitieren (siehe Grafik XI). Die Schwellenländer werden zusätzlich durch die

X. Bewertung des Europe Stoxx 600

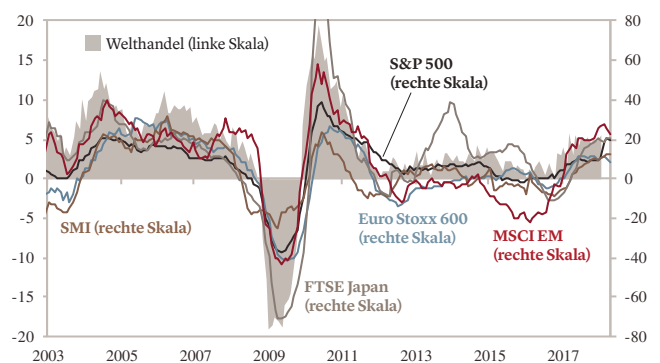
Auf Basis der KGV-Prognosen der Analysten +/- 1 Standardabweichung



* Monat
Quellen: Datastream, Berechnung von Lombard Odier

XI. Performance der wichtigsten Aktienmärkte und Welthandel

In % YoY



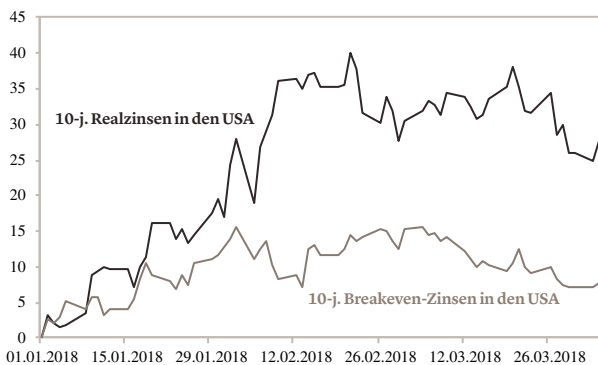
Quellen: Datastream, Berechnung von Lombard Odier

anhaltende Erholung der Binnenkonjunktur und die verbesserten Aussichten für den Rohstoffsektor gestützt. In Europa erwarten wir nach den Wahlen in Italien eine Markterholung. Diese dürfte von attraktiven Bewertungen, der starken Unterstützung durch die Belebung der Binnenkonjunktur (unsere BIP-Prognose für Europa 2018 entspricht einem zweistelligen Gewinn pro Aktie) und nachlassendem Gegenwind durch die Wechselkurse getragen werden. Der US-Markt, dessen Konjunktur am weitesten fortgeschritten ist, dürfte anfälliger für Gewinnmitnahmen sein, denn das Aufwärtspotenzial für die Bewertungen ist begrenzt, und das Zinsniveau könnte für grössere Herausforderungen sorgen. Auf Sektorebene heizen die Anleger Sorgen die Volatilität an und sorgen im IT-Sektor nach einer vier Jahre dauernden Outperformance für Gewinnmitnahmen. Ausserdem bestehen in diesem Sektor mittlerweile zu viele Long-Positionen. Wir stellen den langfristigen Trend, der die IT-Bewertungen stützt, jedoch nicht in Frage. Interessanterweise war aus Stilperspektive unsere Präferenz für kleine Marktkapitalisierungen erfolgreich. Trotz eines im historischen Vergleich höheren Beta hat ihre binnenwirtschaftliche Ausrichtung diese Titel bis zu einem gewissen Grad vor den Sorgen eines Handelskriegs abgeschirmt. Aufgrund der Sensitivität der globalen Aktienmärkte gegenüber den wahrgenommenen US-Risiken **sind wir bei der Erhöhung des Aktienengagements vorsichtig vorgegangen. Ausserdem erhöhten wir unsere Cash-Bestände, um unser globales Risikoprofil unter Kontrolle zu halten.** Im Anleihektor sehen wir nämlich weiterhin nur wenig Absicherungsmöglichkeiten und ziehen es vor, unser Anleiheengagement auf einem Mindestniveau zu halten und auf den Unternehmensanleihemärkten zu einer Untergewichtung überzugehen. Die 10-jährige US-Rendite ist im laufenden Jahr um rund 40 Bp. bis in die Nähe von 2,8% gestiegen. Anders als in der zweiten Jahreshälfte 2017 ist diese Entwicklung zum Grossteil auf die reale Zinskomponente zurückzuführen (siehe Grafik XII). Die Renditen stiegen bis Mitte Februar, bevor sie in den letzten Wochen wieder nachgaben, da die Turbulenzen rund um den IT-Sektor die Nachfrage nach der relativen Sicherheit von Staatsanleihen ankurbelten. Die Normalisierung der Inflationserwartungen scheint mit 2,1% (dem 10-jährigen Breakeven-Satz in den USA) weit fortgeschritten zu sein und entspricht jetzt unserem Basisszenario. Die US-Märkte haben die Ankündigung des Fed von drei Zinserhöhungen in diesem Jahr eingepreist. Es besteht immer noch Spielraum für eine Neubewertung des Marktes für 2019 und darüber

hinaus. Doch die Anleger wollen die Haltung des neuen Offenmarktausschusses analysieren, bevor sie sich mit den mittelfristigen Erwartungen befassen. Jedoch werden strukturelle Kräfte wie ein niedrigeres Potenzialwachstum einen starken Zinsanstieg verhindern und zur weiteren Verflachung der US-Renditekurve im nächsten Jahr beitragen. **Aber auch wenn sich die US-Zinsen nahe dem Wert befinden, den wir als Fair Value betrachten, ist es aus unserer Sicht wahrscheinlich zu früh, das Engagement zu erhöhen, zumal in den nächsten Monaten aus Europa zusätzlicher Druck kommen könnte.** Seit die EZB ihr Wertpapierkaufprogramm aufgelegt hat, scheinen sich die langfristigen Renditen in Europa von ihren Fundamentaldaten extrem abgekoppelt zu haben. Zwar fand eine gewisse Normalisierung im Januar und Februar statt (die reale Rendite 10-jähriger deutscher Papiere stieg um 40 Bp.). Doch diese Entwicklung wurde dann im März durch die Besorgnis wegen eines globalen Handelskriegs zum Grossteil neutralisiert. Diese Überbewertung der Renditen der europäischen Kernländer dürfte sich umkehren, sobald die aktuellen Marktturbulenzen nachlassen und die EZB die Märkte auf die Normalisierung der Geldpolitik vorbereiten kann. Vor diesem Hintergrund dürften Peripherieanleihen bessere relative Aussichten bieten. Da die günstigen Finanzierungsbedingungen die Unternehmen stützen und einen Anstieg der Zahlungsausfälle verhindern, bevorzugen wir weiterhin Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen. Allerdings hat sich die Attraktivität der Anlageklasse verschlechtert. Die Indexduration befindet sich auf historischen Höchstständen (5,4 derzeit in Europa gegenüber 3,8 im Jahr 2012), was die Anlageklasse anfälliger für die Zinsvolatilität macht. So gesehen bietet eine risikobereinigte Aktien-Cash-Position besseres relatives Wertpotenzial als Unternehmensanleihen. **Wir sehen nach wie vor grösseres Wertpotenzial bei Wandelanleihen und Schwellenländeranleihen.** Das Risiko-Rendite-Profil von Wandelanleihen ist im gegenwärtigen Marktumfeld attraktiv, da sie voraussichtlich an der Hausse der Aktienmärkte partizipieren werden. Zudem dürfte die Waneloption bei einer höheren Volatilität an Wert gewinnen, von der tieferen Duration der Anleihen ganz zu schweigen. Im Segment der Schwellenländeranleihen dürften das stabile Wachstum und die gedämpfte Inflation es den Zentralbanken ermöglichen, ihren allgemein expansiven Kurs beizubehalten (Russland, Südafrika und Brasilien senkten im März gar die Leitzinsen). Da sich der US-Dollar in den kommenden Quartalen stabilisieren dürfte, ist mit einer

XII. Der Anstieg der Rendite 10-j. US-Papiere ist überwiegend auf die Realzinsen zurückzuführen

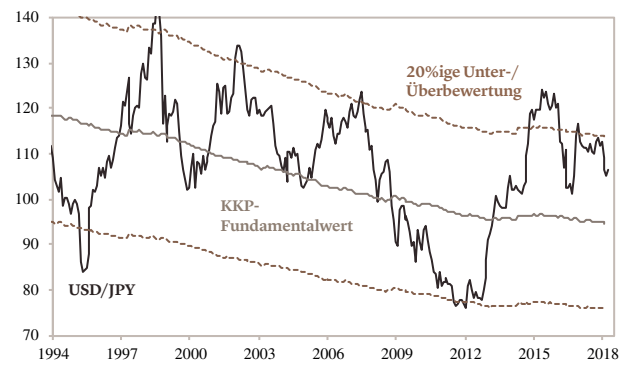
Kumulierter Anstieg seit Jahresanfang (Bp.)



Quellen: Bloomberg, Berechnung von Lombard Odier

XIII. JPY ist weiterhin unterbewertet vs. USD

USD/JPY vs. Fundamentalwert (KKP*)



* Kaufkraftparität
Quellen: Datastream, Berechnung von Lombard Odier

A. Was geschieht, wenn die Handelsspannungen eskalieren?

Der zentrale Grund für unsere risikoorientierte Asset Allocation ist nach wie vor eine Fortsetzung des positiven Trends im Welthandel. Wir halten das Risiko eines Handelskriegs zwar für begrenzt, dennoch besteht eine erhebliche Unsicherheit. Aus geopolitischer Sicht kann ein Szenario, in dem die USA und China um globalen Einfluss, die wirtschaftliche Führungsposition und technologischen Vorsprung kämpfen, nicht ausgeschlossen werden. Die jüngste Lancierung von auf Yuan lautenden Öl-Futures an der Shanghai International Energy Exchange und die aktuelle Initiative „One Belt One Road“ sind Beispiele für die Entschlossenheit Chinas, sich von den USA abzusetzen. Sollten die Handelsspannungen eskalieren, wären die kurzfristigen Auswirkungen aus fundamentaler Sicht ziemlich moderat. Bei einer proportionalen Vergeltung würden die Zölle mehr Inflation auslösen und das Wachstum sowohl in den USA als auch im Ausland belasten. Doch unsere Schätzungen deuten darauf hin, dass diese Effekte begrenzt sein werden (Schmälerung des chinesischen BIP von höchstens 0,1 bis 0,2%).

Dennoch könnte die Möglichkeit eines Handelskriegs zwischen den USA und China ein prägendes Thema für die Märkte werden. Zunächst würden die Aktieninvestoren eine höhere Risikoprämie verlangen. Die Sektoren IT, Grundstoffe, Bekleidung, Haushaltsgeräte und Transport wären aufgrund der grossen Exportabhängigkeit, in manchen Fällen wegen der langen Lieferkette im Ausland, besonders gefährdet (siehe Grafik XIV). Aus regionaler Sicht wären zweifellos japanische Aktien und Titel der Schwellenländer infolge ihrer Abhängigkeit vom Welthandel am stärksten betroffen. Das würde eine neutralere Positionierung rechtfertigen.

Auch die Anleihemärkte könnten betroffen sein. Protektionismus und Populismus führen oft zu überbordenden Defiziten. Das schmälert die Attraktivität von US-Treasuries für ausländische Anleger – und das zu einer Zeit, in der das Fed dem Markt Liquidität entzieht (unter der Annahme, es hält Kurs bei höheren Inflationserwartungen). Europäische Anleihen würden dann als sicherer Hafen gelten (wie die Ausweitung der Spreads zwischen 10-jährigen US-amerikanischen und deutschen Realzinsen im März zeigt – siehe Grafik XV).

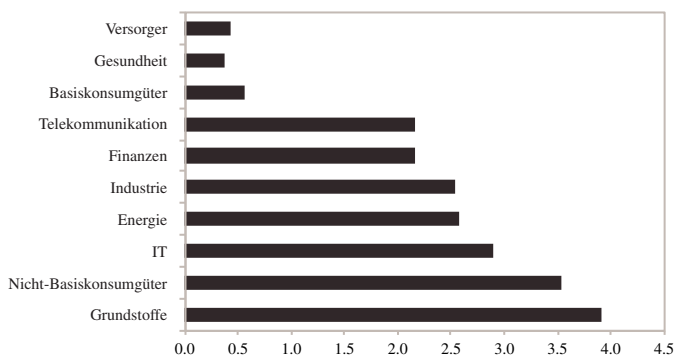
An den Devisenmärkten scheinen das Zinsgefälle und eine engere Leistungsbilanz für einen stärkeren US-Dollar zu sprechen, vor allem gegenüber dem auf den Handel sensibel reagierenden Euro und den Schwellenländerwährungen. Auch das würde eine Reduzierung des Engagements in Schwellenländeranlagen nahelegen. Sichere Währungshäfen wie der Schweizer Franken oder der Yen dürften zudem profitieren.

Im Rohstoffsektor wäre die Aussicht auf eine multipolare Wirtschaftswelt (USA/Europa/China), die von anhaltenden geopolitischen Risiken gekennzeichnet ist, generell positiv.

Wie oben ausgeführt ist ein Handelskrieg vorerst nur ein Risikoszenario. Der offensichtlichste Übertragungskanal von den Märkten zur Realwirtschaft ist das Geschäftsklima. Daher werden wir die bevorstehenden Geschäftsklimaumfragen aufmerksam beobachten und in der nächsten Berichtssaison, die Mitte April beginnt, auf potenzielle Änderungen der Zielvorgaben der Unternehmen achten. Enttäuschende Zahlen könnten die Marktsorgen verstärken – und das zu einer Zeit, in der sich die Frühindikatoren aus zyklischen Gründen bereits abschwächen.

XIV. Die Sensitivität der Aktiensektoren gegenüber dem Welthandel

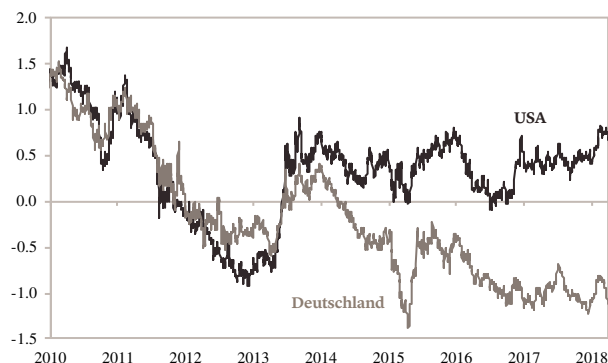
Auswirkung eines Anstiegs von 1% des Welthandels auf das Gewinnwachstum*



* Schätzungen seit 2000, MSCI World
Quellen: Datastream, Berechnung von Lombard Odier

XV. Der Spread zwischen 10-j. Realzinsen in den USA und Deutschland hat sich im März ausgeweitet

10-j. Realzinsen in den USA und Deutschland (%)



Quellen: Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

schnellen Rückkehr der Anleger zu rechnen. Schliesslich sind Schwellenländeranleihen eine der letzten Nischen, die im Fixed-Income-Segment Renditen abwerfen. Der Devisenmarkt dürfte sich in den kommenden Monaten am stabilsten entwickeln. Nach einem drastischen Rückgang im Januar stabilisiert sich der US-Dollar wieder. Da der Markt die bevorstehende Drosselung der Wertpapierkäufe der EZB weitgehend eingepreist hat und sich die Wachstumsaussichten in der Eurozone verbessern, sieht der Euro nun weniger unterbewertet aus. Wir machen keinen Impuls für eine weitere Aufwertung aus, solange die EZB nicht mit den Beratungen über ihre Zinspolitik beginnt (wir halten an unserem mittelfristigen Ziel für den EUR/USD-Wechselkurs von 1.25 fest). Da in der Schweiz keine Inflationssignale erkennbar sind, erscheint eine Änderung der Haltung der Zentralbank in den kommenden Monaten unwahrscheinlich. Damit dürfte der Schweizer Franken gegenüber dem Euro weiterhin richtungslos tendieren. Die zwei grössten Ausreisser bei der Bewertung sind das britische Pfund und der japanische Yen. Das Pfund dürfte nach wie vor stark von den Brexit-Nachrichten abhängig sein. Im Yen haben wir eine Long-Position eröffnet. Bereits im letzten Quartal wiesen wir auf die auffallende Asymmetrie zwischen der stark überlaufenen Short-Position und dem erheblichen Bewertungspotenzial hin. Angesichts des Anstiegs der Wirtschaftsaktivität und der Inflationserwartungen dürfte die sehr expansive Haltung der BoJ im Jahresverlauf 2018 in Frage gestellt werden. Die Short-Position im USD/JPY, die im Januar eröffnet wurde, hat sich bezahlt gemacht, zunächst wegen der Abschwächung des US-Dollar, dann aufgrund des stärker werdenden Yen, der seinen traditionellen Status als sicherer Hafen untermauerte. Wir halten

diese Position aufrecht, da wir weitere Äusserungen von BoJ-Mitgliedern zu einer potenziellen Ausstiegsstrategie erwarten (unser mittelfristiges USD/JPY-Ziel wurde nach unten auf 100 korrigiert). Der Yen bleibt auf Basis der Kaufkraftparität erheblich unterbewertet (siehe Grafik XIII, Seite 10).

Kommen wir zum Schluss zu den Rohstoffen. Diese erwiesen sich gegenüber den Aktienmarkturbulenzen als widerstandsfähig und sorgten für den erhofften Diversifikationseffekt – trotz ihres hohen Beta-Status und obwohl sie anfällig für den Risikoabbau von systematischen Strategien sind. Der Brent-Ölpreis schwankt um unser mittelfristiges Ziel von USD 64/Barrel, hat aber jüngst vom gestiegenen geopolitischen Risiko profitiert (und einer möglicherweise härteren Haltung des gerade ernannten Teams im US-Aussenministerium gegenüber Venezuela und Iran). Gold hat wieder das Interesse der Anleger geweckt, wie die ETF-Bestände zeigen. Bei den Basismetallen wurden die spekulativen Kupferpositionen im Zuge der Volatilitätsspitzen drastisch reduziert. Die künftige Performance des Rohstoffsektors wird voraussichtlich durch Entwicklungen auf der Angebotsseite bestimmt (d.h. die Organisation erdölproduzierender Länder und die US-Schieferölproduzenten am Ölmarkt und Investitionskürzungen bei Basismetallen), was auf eine schwächere Korrelation mit Aktien als in der Vergangenheit hindeutet. Das Abwärtspotenzial dürfte jedoch durch die günstigen Nachfragebedingungen begrenzt sein. Wir halten daher an unserer leichten Übergewichtung fest.

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

B. Welches Niveau der Anleihenrenditen wäre ein Wendepunkt für Aktien?

Die Turbulenzen am Aktienmarkt im Februar unterstrichen den engen Zusammenhang zwischen Zinsen und Aktien, insbesondere bei abrupten Zinsbewegungen. Wir betrachten seit Langem das anhaltende Reflationsumfeld als positiv für zyklische Anlagen, was für eine risikoorientierte Positionierung des Portfolios spricht. In den letzten Jahrzehnten haben sich globale Aktien in Zeiten, in denen die US-Inflation die Schwelle von 2% durchbrach, denn auch besser entwickelt als Anleihen. Wir finden jedoch keinen empirischen Beleg für einen Zusammenhang (ob positiv oder negativ) zwischen Realzinsen und der Performance von Risikoanlagen.

Aus theoretischer Sicht ist der Einfluss höherer Zinsen und der Inflation auf die Unternehmensgewinne zweideutig, da zahlreiche Übertragungskanäle in gegensätzliche Richtungen wirken:

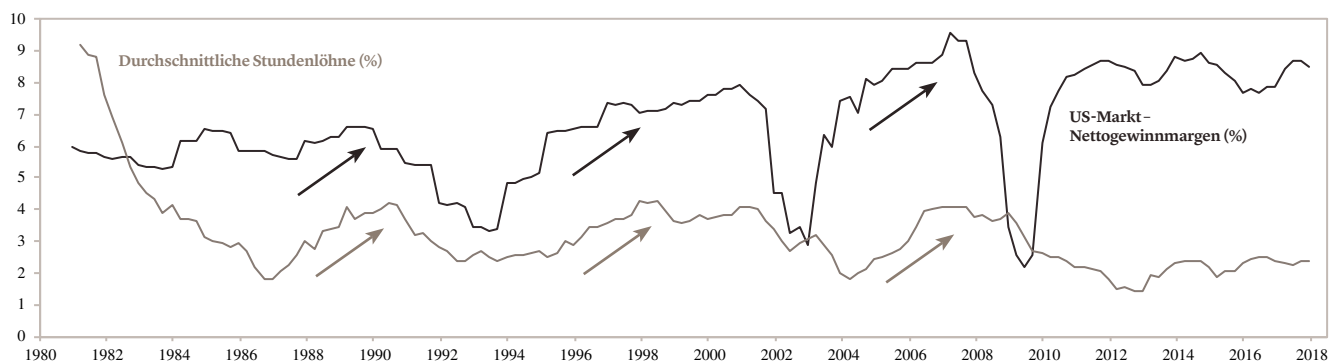
- a/ höhere Inflation bedeutet höheren Umsatz (+);
- b/ höhere Inflation bedeutet in der Regel höhere Löhne, die je nach Operating Leverage die Margen belasten können (+/-);
- c/ je nach Zyklusphase können höhere Nominalzinsen entweder ein Zeichen für eine stärkere Wirtschaftsaktivität oder ein Impuls für eine Abschwächung der Investitionen sein (+/-);
- d/ höhere Nominalzinsen bedeuten höhere Finanzierungskosten und eine höhere Zinslast (-).

Das gegenwärtige Inflationsniveau ist an sich kein Problem: Zeiten mit einer moderaten Inflation (zwischen 1% und 3%) gehen normalerweise mit den höchsten KGVs einher, während Phasen mit steigenden Löhnen empirisch mit steigenden Margen zusammenfallen (siehe Grafik XVI, Seite 13). Es ist vielmehr die Volatilität der Inflation, die aufmerksam beobachtet werden muss. Diese könnte zu einer höheren Risikoprämie (wenn die Fähigkeit des Fed, die Inflation unter Kontrolle zu halten, in Frage gestellt wird) und tieferen Bewertungen führen. Selbst wenn die Gewinne robust bleiben, werden höhere Diskontsätze den Nettobarwert zukünftiger Cashflows verringern.

Die Geschichte lehrt uns, dass Renditen 10-jähriger US-Papiere in Höhe von 5% und darüber eindeutig negativ für Aktienrenditen sind. Angesichts des niedrigeren Potenzialwachstums wird der Wendepunkt in diesem Zyklus wahrscheinlich eher eintreten. Die Korrelation zwischen Aktien und Zinsen wird negativ (d.h. steigende Zinsen beginnen, den Aktienmärkten zu schaden), wenn sich die Realzinsen der Potenzialwachstumsrate nähern. Mit 0,7% bis 0,8% liegen die 10-jährigen Realzinsen in den USA immer noch weit unter dem US-Potenzialwachstum, das auf 1,6% bis 1,8% geschätzt wird. **Das bedeutet, dass die Realzinsen noch um rund 80 Bp. steigen können, bevor sie den Aktienmärkten schaden** (siehe Grafik XVII, Seite 13).

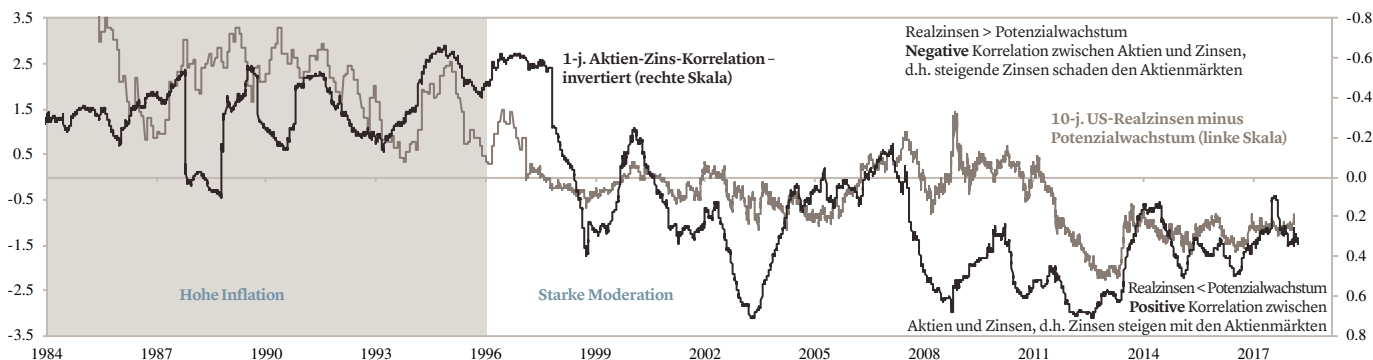
XVI. Steigende Löhne gingen in der Vergangenheit mit höheren Margen einher

Lohnwachstum in den USA und Nettogewinnmargen der Unternehmen (in %)



Quellen: Datastream, Berechnungen von Lombard Odier

XVII. Korrelation zwischen Aktien und Zinsen, Realzinsen und Potenzialwachstum



Quellen: Datastream, Berechnungen von Lombard Odier

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 Anlageempfehlung für den jeweiligen Anleger darstellt. Die steuerliche Behandlung hängt von den persönlichen Umständen jedes einzelnen Kunden ab und kann sich in Zukunft ändern. Lombard Odier bietet keine Steuerberatung an. Folglich müssen Sie die obigen und alle anderen in der Marketingmitteilung bereitgestellten Informationen kontrollieren oder sie mit Ihren externen Steuerberatern überprüfen.

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 diese Marketingmitteilung enthaltenen Informationen und Analysen basieren auf Quellen, die als verlässlich erachtet werden. Lombard Odier bemüht sich nach besten Kräften darum, die Aktualität, Genauigkeit und Vollständigkeit der in dieser Marketingmitteilung enthaltenen Informationen sicherzustellen. Alle Informationen und Stellungnahmen sowie die dort angegebenen Preise, Marktbewertungen und Berechnungen können sich jedoch 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. **Hinweis für Anleger im Vereinigten Königreich:** Lombard Odier (Europe) S.A. · UK Branch, ist ein Kreditinstitut, das im Vereinigten Königreich durch die Financial Conduct Authority (FCA) zugelassen ist und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Financial Conduct Authority (FCA) und die Prudential Regulation Authority (PRA) unterliegt. Nähere Angaben zum Umfang unserer Zulassung und Regulierung durch die PRA sowie unserer Regulierung durch die FCA erhalten Sie von uns auf Anfrage. **Die britischen Vorschriften zum Schutz von Kleinanlegern im Vereinigten Königreich sowie der Anspruch auf Entschädigungsleistungen im Rahmen des Financial Services Compensation Scheme gelten nicht für Anlagen oder Dienstleistungen, die von einer ausländischen Person ("overseas person,") bereitgestellt bzw. erbracht werden.**

Von folgenden Geschäftseinheiten mit Sitz in der Europäischen Union wurde die vorliegende Marketingmitteilung ebenfalls für den Gebrauch genehmigt: **Gibraltar:** Lombard Odier & Cie (Gibraltar) Limited; **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 ertragsteuerepflichtigen 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.

© 2018 Lombard Odier & Co AG - alle Rechte vorbehalten. Ref. LOCH - GM - de - 032018.

SCHWEIZ

GENÈVE

Bank Lombard Odier & Co AG¹

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

Lombard Odier Asset Management (Switzerland) SA

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

FREIBURG

Banque Lombard Odier & Cie SA · Bureau de Fribourg¹

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

LAUSANNE

Bank Lombard Odier & Co AG¹

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

VEVEY

Banque Lombard Odier & Cie SA · Agence de Vevey¹

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

ZÜRICH

Bank Lombard Odier & Co AG¹

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

EUROPA

AMSTERDAM

Lombard Odier (Europe) S.A. · Netherlands Branch²

Herengracht 466 · 1017 CA Amsterdam · Nederland
amsterdam@lombardodier.com
Kreditinstitut, das in den Niederlanden der Aufsicht der De Nederlandsche Bank (DNB) und der Autoriteit Financiële Markten (AFM) untersteht.

BRÜSSEL

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

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

GIBRALTAR

Lombard Odier & Cie (Gibraltar) Limited

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

LONDON

Lombard Odier (Europe) S.A.²

Queensberry House · 3 Old Burlington Street · London
W1S 3AB · United Kingdom · london@lombardodier.com
Die Bank ist im Vereinigten Königreich durch die Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen und wird von dieser reguliert. Zudem unterliegt sie in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Financial Conduct Authority (FCA) und die PRA. Nähere Angaben zum Umfang unserer Zulassung und Regulierung durch die PRA sowie unserer Regulierung durch die FCA erhalten Sie von uns auf Anfrage. Registrierung in Luxemburg unter der Nr. B169 907.
Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited
Queensberry House · 3 Old Burlington Street · London
W1S 3AB · United Kingdom
london@lombardodier.com
Wertpapierfirma, die von der Financial Conduct Authority (FCA, Register-Nr. 515393) zugelassen ist und reguliert wird.

LUXEMBURG

Lombard Odier (Europe) S.A.

291, route d'Arlon · 1150 Luxembourg · Luxembourg
luxembourg@lombardodier.com
Kreditinstitut unter der Aufsicht der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) in Luxemburg.
Lombard Odier Funds (Europe) S.A.
291, route d'Arlon · 1150 · Luxembourg · Luxembourg
luxembourg@lombardodier.com

MADRID

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

Paseo de la Castellana 66, 4^a Pl. · 28046 Madrid · España · madrid@lombardodier.com
Kreditinstitut, das in Spanien der Aufsicht der Banco de España und der Finanzaufsichtsbehörde (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV) untersteht.
Lombard Odier Gestión (España) S.G.I.I.C., S.A.U
Paseo de la Castellana 66, 4^a Pl. · 28046 Madrid · España · madrid@lombardodier.com
Verwaltungsgesellschaft unter der Aufsicht der Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

MAILAND

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

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

MOSKAU

Bank Lombard Odier & Co Ltd · Representative Office Moscow

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 France²

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

AFRIKA | ASIATISCH-PAZIFISCHER RAUM |

NAHER OSTEN | NORD- UND

LATEINAMERIKA

BERMUDAS

Lombard Odier Trust (Bermuda) Limited

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

DUBAI

Bank Lombard Odier & Co Ltd · Representative Office Dubai

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

HONGKONG

Lombard Odier (Hong Kong) Limited

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

ISRAEL

Israel Representative Office · Bank Lombard Odier & Co Ltd

Museum Tower, 7th floor · 4 Berkowitz Street · Tel Aviv
6423806 · Israel · telaviv@lombardodier.com
Untersteht nicht der Aufsicht des Supervisor of Banks der Bank of Israel, sondern der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht, die die Aktivitäten der Bank Lombard Odier & Co AG beaufsichtigt.

JOHANNESBURG

South Africa Representative Office · Bank Lombard Odier & Co Ltd

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

MONTEVIDEO

Lombard Odier (Uruguay) SA

Luis Alberto de Herrera · Torre 2 · Oficina 2305
1300 Montevideo · Uruguaymontevideo@lombardodier.com
Beaufsichtigt von der Banco Central del Uruguay.

MONTREAL

Lombard Odier & Cie (Canada), Limited Partnership

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

NASSAU

Lombard Odier & Cie (Bahamas) Limited

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

PANAMA

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

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

Lombard Odier (Panama) Inc.

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

SINGAPUR

Lombard Odier (Singapore) Ltd.

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

TOKIO

Lombard Odier Trust (Japan) Limited

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

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



LOMBARD ODIER
LOMBARD ODIER DARIER HENTSCH

www.lombardodier.com