

Anlagestrategie Privatkunden

1/4

Januar 2019 · 1. Quartal

Makroökonomische Erkenntnisse

Lehren aus 2018 und
was wir 2019 erwarten können

S.03

Auf einen Blick

- Trotz einer gewissen Abschwächung der Wirtschaftsaktivität erwarten wir im nächsten Jahr ein positives Gesamtbild: Das Wachstum der grössten Wirtschaftsblöcke dürfte über dem langfristigen Potenzial liegen, wenn grössere Störungen ausbleiben.
- Für die USA prognostizieren wir 2019 ein Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 2,6%, also einen Rückzug aus den luftigen Höhen von über 3% in den letzten Quartalen.
- In der Eurozone bleibt die Binnennachfrage dank der anhaltend angespannten Lage auf dem Arbeitsmarkt sehr stabil. Dies lässt eine Beschleunigung des Wachstums auf 2% erwarten.
- Vor dem Hintergrund eines nach wie vor positiven Konjunkturzyklus, der durch eine starke Beschäftigungszunahme gestützt wird, dürfte sich das japanische BIP-Wachstum 2019 nur leicht auf 0,9% abschwächen.
- Eine währungsbedingte Straffung der Geldpolitik hat das Wachstum in den Schwellenländern gedämpft. Doch der Zyklus ist noch jung, und die grossen Volkswirtschaften scheinen gegen Krisen gefeit zu sein.
- Da Risikoanlagen nun anfälliger auf makroökonomische Faktoren reagieren und die politische Unsicherheit eine grössere Rolle spielt, dürften die Schwankungen der Marktstimmung anhalten. Dennoch sehen wir Gründe für vorsichtigen Optimismus, denn wir werden mit günstigeren Bewertungen und immer noch soliden Fundamentaldaten ins neue Jahr gehen.
- An den Devisenmärkten erwarten wir eine Abwertung des US-Dollar auf breiter Front aufgrund der schwächer werdenden Impulse der expansiven Fiskalpolitik in den USA und einer Verengung des Zinsgefälles zwischen den USA und dem Rest der Welt nach einer beispiellosen Ausweitung.

Einschätzung der Devisenmärkte

Bitte anschnallen...
2019 wird ein hartes Jahr

S.13

Enthält auch

Brexit: Zeitrahmen und
mögliche Ergebnisse

Wichtige Hinweise

Bitte beachten Sie die wichtigen Hinweise
am Ende des Dokuments.

Redaktionsschluss: 3. Dezember 2018

Lehren aus 2018 und was wir 2019 erwarten können



Nach dem glänzenden Jahr 2017 erwarteten wir für dieses Jahr eine stärkere Volatilität an den Finanzmärkten und niedrigere Renditen – allerdings in geringerem Ausmass, als dies schliesslich der Fall war. Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts liegen die globalen Aktien-, Rohstoff- sowie Staatsanleihen- und Kreditindizes auf USD-Basis allesamt im Minus – trotz eines ziemlich soliden makroökonomischen Umfelds und eines anhaltend starken Gewinnwachstums.

Warum haben sich die Märkte und das fundamentale Umfeld so stark voneinander abgekoppelt? 2018 haben mehrere Faktoren zum Rückgang der Finanzrenditen beigetragen. Die fiskalpolitische Stimulierung gab dem Wachstum und der Inflation in den USA stärkeren Auftrieb als ursprünglich erwartet. Das löste eine markante Neubewertung der US-Zinskurve aus. Höhere Kapitalkosten in US-Dollar waren in der Vergangenheit stets ein natürlicher Stressfaktor für die Weltwirtschaft und die Märkte, und daran hat sich nichts geändert. Die Bewertungen von Vermögenswerten mussten sich an diese Kosten anpassen. Spezifische Risiken in den Schwellenländern (insbesondere in den hoch verschuldeten Ländern Argentinien und Türkei) fachten diese Volatilität an.

Politische Risiken verstärkten das Unbehagen der Anleger. Der Handelsstreit zwischen den USA und China, der ungewisse Ausgang der Zwischenwahlen in den USA, komplizierte Brexit-Verhandlungen und das haushaltspolitische Tauziehen zwischen Italien und der Europäischen Union trugen zu einem Anlageumfeld voller Herausforderungen bei.

Hinzu kam, dass die wirtschaftliche Dynamik der Eurozone des Jahres 2017 sich als nicht nachhaltig erwies. Obwohl das Umfeld insgesamt weiterhin solide ist, schwächte sich das Wachstum in diesem Jahr aufgrund von temporären Faktoren ab. Dazu zählten die neuen Emissionsnormen in der Autoindustrie (unter denen vor allem die deutsche Wirtschaft litt) sowie strukturelle Probleme wie die schwächere Exportnachfrage infolge der US-Importzölle.

Können wir ein stärkeres Jahr 2019 erwarten?

Trotz einer gewissen Abschwächung der Wirtschaftsaktivität erwarten wir im nächsten Jahr ein recht positives Gesamtbild: Das Wachstum der grössten Wirtschaftsböcke dürfte über dem langfristigen Potenzial liegen, wenn grössere Störungen ausbleiben. Anders gesagt: Wir erwarten weder eine Rezession in den USA noch eine harte Landung in China noch ein Auseinanderbrechen der Eurozone. Das heisst jedoch nicht, dass der Anlagehimmel wolkenfrei ist.

2018 machte deutlich, dass die Märkte einen Anstieg der US-Renditen nicht immer leicht verkraften können, selbst wenn er die absehbare Folge einer robusten Wirtschaft ist, die über ihrem Potenzial wächst und ihre Produktionslücke schliesst. Die Quelle der Volatilität wird voraussichtlich auch im nächsten Jahr intakt bleiben, da die geldpolitische Straffung in den USA fortgesetzt (zumindest bis das neutrale Niveau erreicht ist – siehe Grafik 1, Seite 04) und anderswo eingeläutet wird, beispielsweise in der Eurozone.

Die Handelsspannungen, die das Vertrauen und die Märkte untergraben können, könnten mit voller Wucht zurückkehren, es sei denn die USA und China einigen sich nach dem 90-tägigen „Waffenstillstand“, der am jüngsten G20-Gipfel geschlossen wurde, auf einen längerfristigen Kompromiss. Ausserdem dürften die politischen Risiken nicht vom Radar verschwinden. Eine wichtige Lehre aus 2018 ist indes, dass die Schlagzeilen oftmals Schlimmeres verkünden als das, was schliesslich tatsächlich eintritt.

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

China dürfte zwar weiterhin unter den Handelsspannungen leiden. Die geldpolitischen Lockerungsmassnahmen und die Währungsabwertung in der Vergangenheit werden aber für eine gewisse makroökonomische Stabilität sorgen, sowohl im Inland als auch in den Schwellenländern allgemein. Eine unserer grössten Erwartungen für 2019 ist jedoch, dass sich die wirtschaftliche Outperformance der USA gegenüber der Eurozone etwas verringert. Da die Effekte der fiskalpolitischen Stimulierung in den USA voraussichtlich verpuffen und die europäischen Volkswirtschaften mit weniger Gegenwind konfrontiert sein werden, dürfte sich das Wachstum auf beiden Seiten des Atlantiks bis Ende des nächsten Jahres allmählich angleichen (siehe Grafik 2).

In der Vorschau auf das neue Jahr scheint uns unter dem Strich eine neutrale, aber nicht risikoaverse Portfoliositionierung weiterhin angemessen. In dieser Zyklusphase sind jedoch

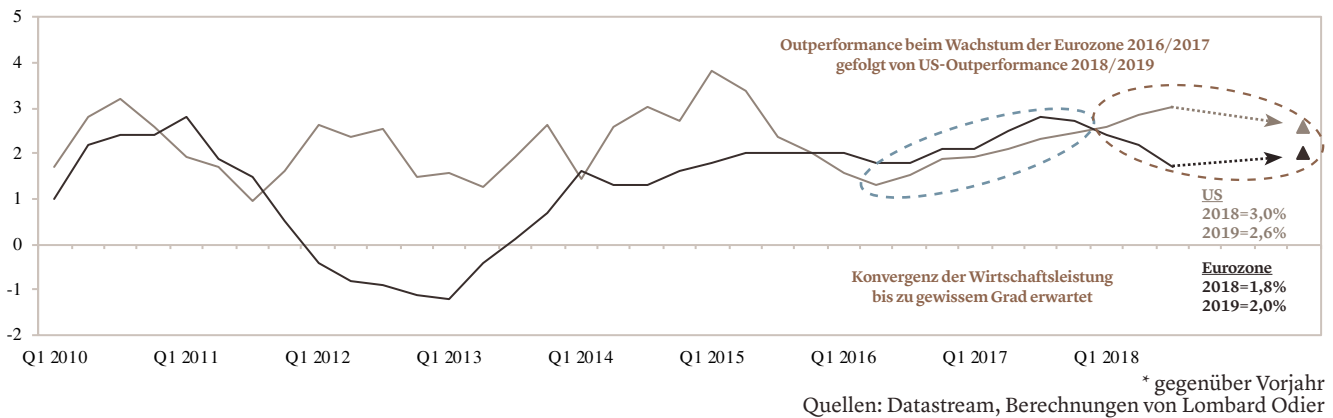
Anlagedisziplin und ein strikteres Risikomanagement entscheidend, wobei ein besonderes Augenmerk auf die Asset-Qualität und die Liquidität gelegt werden sollte. Wir bevorzugen daher Aktien gegenüber festverzinslichen Instrumenten mit hohem Beta¹, halten nach wie vor überdurchschnittlich hohe liquide Mittel und beginnen damit, unsere lange bestehende Untergewichtung von Staatsanleihen opportunistisch zu reduzieren.

Samy Chaar, Chefökonom

¹ Beta ist eine Kennzahl für die Volatilität oder das systematische Risiko eines Vermögenswerts im Verhältnis zum Gesamtmarkt. Sie drückt aus, wie die Rendite des entsprechenden Vermögenswerts tendenziell auf Marktschwankungen reagiert.

1. Reales BIP-Wachstum USA und Eurozone

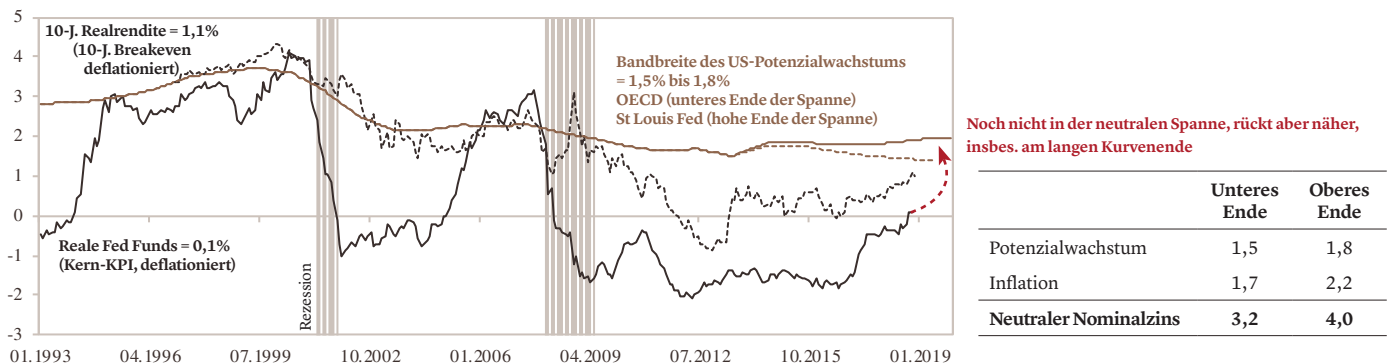
In % YoY* - Wachstumsprognosen von Lombard Odier



2. Fed will neutral sein, nicht restriktiv. Das ist immer noch höher!

Wenn die Produktionslücke geschlossen ist, erachten wir die Geldpolitik als neutral; die Zinskosten entsprechen mehr oder weniger dem langfristigen Potenzialwachstum der Wirtschaft

Reale US Fed Funds Rate und 10-j. Renditen und Annahmen für das reale Potenzialwachstum, in %



Quellen: Datastream, Berechnungen von Lombard Odier

USA

Rückzug aus luftigen Höhen

Auf einen Blick:

- Mit Unterstützung eines angespannten Arbeitsmarktes und fiskalpolitischen Stimulierungsmassnahmen erzielte die US-Wirtschaft 2018 ein Wachstum, das deutlich über ihrem Potenzial lag.
- Obwohl der Ausblick auf 2019 positiv bleibt, ist eine Abschwächung zu erwarten, da die restriktivere Geldpolitik allmählich zum Tragen kommt und die positiven Steuereffekte nachlassen.
- Für die USA prognostizieren wir 2019 ein BIP-Wachstum von 2,6%, also einen Rückzug von den luftigen Höhen von über 3% in den letzten Quartalen.

Es gibt kaum Zweifel, dass die US-Wirtschaft das Jahr 2018 mit einer starken zyklischen Dynamik beendet: Das Wachstum im Gesamtjahr wird voraussichtlich 3% erreichen, und die Arbeitslosenquote befindet sich auf dem tiefsten Stand seit mehreren Jahrzehnten. Die Stärke des Arbeitsmarktes ist besonders eindrucksvoll, wenn man bedenkt, dass trotz der niedrigen Arbeitslosigkeit in diesem Jahr durchschnittlich 210'000 neue Arbeitsplätze pro Monat geschaffen wurden – im laufenden Jahr waren es insgesamt 2,5 Millionen. Der Wirtschaft kam eine Positivspirale aus Beschäftigung, Lohnwachstum und Konsum in Verbindung mit einem gesunden Risikoappetit und einer expansiven Fiskalpolitik zugute.

Da die meisten dieser Faktoren intakt sind, ist der Ausblick auf 2019 positiv. Es wäre jedoch ein Fehler, einfach die jüngsten Trends zu extrapolieren, da einige der wichtigsten Faktoren gerade im Begriff sind, sich zu verändern. Einer dieser Faktoren ist die Geldpolitik, die das Wachstum in den kommenden

Quartalen dämpfen dürfte. Denn wir erwarten, dass sich die Leitzinserhöhungen bis weit ins nächste Jahr fortsetzen werden.

Obwohl die Haltung des Federal Reserve (Fed) noch nicht besonders restriktiv ist, sind die Leitzinsen von 0,5% Ende 2016 bereits auf 2,25% gestiegen. Anders als in früheren Phasen des Zinserhöhungszyklus haben sich auch die langfristigen Zinsen deutlich nach oben bewegt und liegen jetzt über 3% (siehe Grafik 3). Zinssensitive Sektoren wie Wohnimmobilien werden allmählich in Mitleidenschaft gezogen (siehe Grafik 4) – ein Lehrbeispiel für die Auswirkungen einer strafferen Geldpolitik. Hinzu kommt, dass der breite USD-Index im laufenden Jahr deutlich erstarkt ist: Seit seinen Tiefständen vom April hat er rund 10% zugelegt und damit fast die gesamten Abwertungsverluste von 2017 wettgemacht.

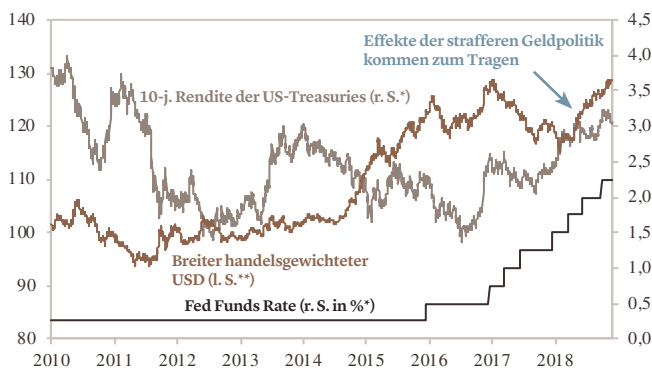
Ein wichtiger Faktor ist auch, dass die fiskalpolitische Stimulierung, die das Wachstum derzeit noch stützt, Ende 2019 allmählich nachlassen wird. Da aufgrund des Ausgangs der Zwischenwahlen weitere Steuersenkungen so gut wie ausgeschlossen sind und höhere Infrastrukturausgaben in weiter Ferne liegen, dürfte die US-Wirtschaft künftig weniger Rückenwind durch die Fiskalpolitik erhalten.

Unter dem Strich bleiben die Wachstumsaussichten der USA robust. Ein Wachstumstempo, das deutlich über dem Potenzial liegt, kann aber nicht ewig anhalten. Die von uns prognostizierte Abschwächung – von 3,0% 2018 auf 2,6% 2019 – ist eine natürliche Etappe im Zyklus. Wir nähern uns der Phase, in der sich die Wachstumsraten der US-Wirtschaft wieder aus ihren luftigen Höhen zurückziehen.

Bill Papadakis, Macro Strategist

3. 2018 begann die Geldpolitik zu greifen...

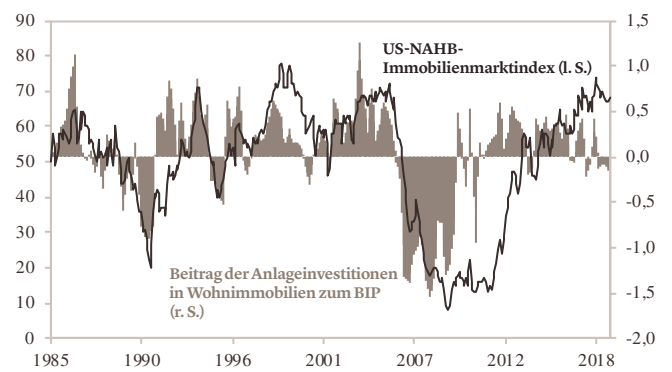
Fed Funds Rate, 10-j. Rendite der US-Treasuries und handelsgewichteter USD-Index



Quellen: Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

4. ... und die zinssensitiven Sektoren bekommen die Auswirkungen zu spüren

Beitrag der Investitionen in Wohnimmobilien zum BIP vs. NAHB*-Index



Quellen: Datastream, Berechnungen von Lombard Odier

Europa Kämpft sich zurück

Auf einen Blick:

- 2018 fiel das Wachstum der Eurozone hinter das der USA zurück. Die Gründe waren die schwächere Exportnachfrage und die Wachstumsverlangsamung in Deutschland, die durch den Automobilsektor bedingt war.
- Die Binnennachfrage bleibt dank der anhaltend angespannten Lage auf dem Arbeitsmarkt sehr stabil. Dies lässt eine Beschleunigung des Wachstums auf 2% erwarten.
- Vor diesem Hintergrund wurde die Normalisierung der Geldpolitik in die Wege geleitet: Die Wertpapierkäufe werden demnächst beendet und die Negativzinspolitik soll bis Ende 2019 aufgegeben werden.

Dass das BIP-Wachstum von knapp unter 2% als enttäuschend angesehen wird, sagt viel darüber aus, welche Fortschritte die Eurozone seit den Krisenjahren gemacht hat. Vielleicht noch aussagekräftiger ist ein Blick auf das relative Wachstum: Nach einem knappen Wachstumsvorsprung gegenüber den USA in den Jahren 2016 und 2017 hinkt die Eurozone 2018 um mehr als 1% hinterher – eine markante Trendwende.

Ein näherer Blick auf die Zahlen offenbart die Schwachstellen im Zentrum des aktuellen Wachstumsmodells der Eurozone. Auffallend ist zunächst die Abhängigkeit von der externen Nachfrage. Zu Beginn der Krise wies die Eurozone ein kleines Leistungsbilanzdefizit auf. Seitdem hat sie einen sehr hohen Überschuss von rund 3,5% des BIP aufgebaut. Dadurch wurde ihre Wirtschaft von Schwankungen des Welthandels, insbesondere der Nachfrageentwicklung ihrer grössten Handelspartner, abhängig.

Der zweite Faktor ist die Abhängigkeit der Eurozone von einem Hauptwachstumsmotor: Deutschland. Das wurde in den letzten Monaten deutlich, als sich das Wachstum in Deutschland abschwächte (im 2. Quartal schrumpfte es sogar). Diese Entwicklung ist grösstenteils auf die Schwäche der Automobilindustrie infolge der Einführung neuer Emissionsnormen zurückzuführen und könnte sich daher wieder umkehren. Sie offenbart aber eine grosse Anfälligkeit der Eurozone.

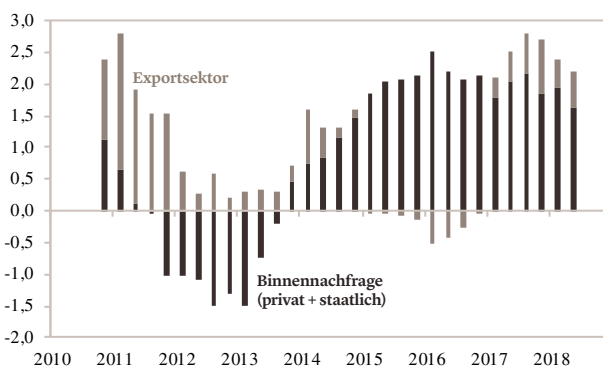
In einem grösseren Zusammenhang gesehen bietet sich jedoch das Bild einer sehr stabilen Binnennachfrage (siehe Grafik 5). Sie stimmt uns optimistisch, was die kurzfristigen Wachstumsaussichten der Eurozone betrifft, weshalb wir 2019 einen Wachstumsanstieg auf 2% erwarten. Selbst ohne einen substantiellen Handelsbeitrag dürfte die Wirtschaft ihre Wachstumsrate über dem Trend aufrechterhalten, da die Arbeitslosigkeit sinkt und sich das Einkommenswachstum weiter beschleunigt (siehe Grafik 6). Die zunehmend normale Konjunkturlage impliziert auch eine Normalisierung der Geldpolitik. Die Europäische Zentralbank (EZB) beendet in diesem Monat ihre Wertpapierkäufe, und wir gehen davon aus, dass sie bis Ende 2019 ihre Negativzinspolitik aufgeben wird.

Ein Kapitel über die Eurozone wäre nicht vollständig ohne die Politik. Wir sehen an dieser Front aber keine grosse Bedrohung. Für uns bergen die Wahlen zum Europäischen Parlament nur ein kleines Risiko, da die nationalen Regierungen weiterhin die politische Entscheidungsgewalt haben. Die Anleger müssen aber nicht lange nach „spannenderen“ politischen Risiken 2019 suchen: Der Brexit ist für März geplant und nach wie vor mit erheblichen Unsicherheiten behaftet.

Bill Papadakis, Macro Strategist

5. Unterstützung des Exportsektors nimmt ab, doch die Binnennachfrage bleibt solide

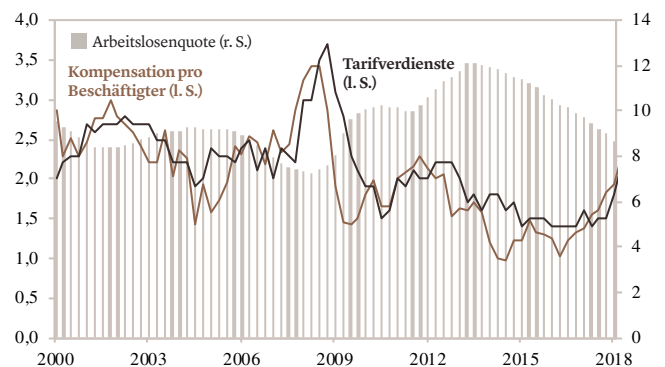
Beitrag zum BIP-Wachstum, in %



Quellen: Eurostat, Markit, Datastream, Berechnungen von Lombard Odier

6. Dank der Verengung des Arbeitsmarktes dürfte sich der Trend fortsetzen

Arbeitslosenquote und Lohnwachstum, in %



Quellen: Eurostat, ECB, Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

Brexit: Zeitrahmen und mögliche Ergebnisse

Das Vereinigte Königreich und die EU haben sich über ein vorläufiges Austrittsabkommen geeinigt, das in der Folge von den Chefunterhändlern unterzeichnet wurde. Ein wichtiges Element dieses Abkommens ist die Übergangsperiode bis Ende 2020, die verlängert werden kann. Während dieser Zeit bleibt das Vereinigte Königreich in allen EU-Strukturen eingebunden, obwohl es kein Stimmrecht mehr haben wird.

Am Ende der Übergangsperiode ist entweder ein neues Handelsabkommen ausgehandelt worden (was unserer Ansicht nach ein recht „sanfter Brexit“ wäre, denn das Vereinigte Königreich hätte weiterhin ziemlich enge Bindungen zur EU), oder die Notfallregelung (der sogenannte „Backstop“), wonach das Vereinigte Königreich in der Zollunion bleibt, tritt in Kraft, um eine harte Grenze in Irland zu verhindern. Das würde bedeuten, dass das Vereinigte Königreich zollfreien Handel mit der EU treiben kann, voraussichtlich mit einer breiten Palette von Gütern, jedoch nicht mit Dienstleistungen. Die Personenfreizügigkeit fände ein Ende und Beiträge für den EU-Haushalt würden eingestellt. Die britische Regierung wäre jedoch in ihrer Fähigkeit, separate Handelsabkommen abzuschliessen, eingeschränkt.

Das britische Kabinett hat dem Abkommen zugestimmt, doch nun hat Theresa May eine schwierige Abstimmung im Unterhaus vor sich. Die ist zwar nicht zwingend vorgeschrieben, doch hat Theresa May den Abgeordneten ein Mitspracherecht versprochen. Der Abstimmungsmechanismus ist jedoch nicht klar – auch nicht, inwieweit das Abstimmungsergebnis bindend sein wird.

Wir halten es für am wahrscheinlichsten, dass das britische Parlament dem Abkommen zustimmt, entweder in seiner jetzigen Form oder in einer neu verhandelten Version (wobei der Schwerpunkt auf der rechtlich nicht bindenden politischen Erklärung zu den künftigen Beziehungen liegen dürfte). Allerdings sind wir uns bewusst, dass in dieser Frage eine grosse Unsicherheit herrscht.

Sollten Neuverhandlungen erforderlich sein, die nicht von May, sondern von einem anderen konservativen Premierminister (wenn May das Misstrauensvotum verliert und keine Parlamentswahlen stattfinden) oder, was weniger wahrscheinlich ist, von einem anderen Premierminister einer der beiden Parteien (nach einer Parlamentswahl) geführt werden, müsste das Brexit-Austrittsdatum 29. März 2019 nach hinten verschoben werden – was von allen anderen 27 EU-Mitgliedsstaaten einstimmig gebilligt werden müsste. Die wirtschaftlichen Auswirkungen dieses Szenarios wären zwar nicht allzu gravierend. Das Pfund würde jedoch in den kommenden Monaten durch die erneute Unsicherheit belastet – vor allen Dingen dann, wenn Neuwahlen das „Risiko“ einer von Jeremy Corbyn angeführten Regierung bergen würden.

Ein „No-Deal-Brexit“ im März 2019 kann – auch wenn er derzeit unwahrscheinlich erscheint – auch nicht ausgeschlossen werden. Die Wahrscheinlichkeit könnte jedoch steigen, je nachdem wie sich die politische Landschaft im Vereinigten Königreich kurzfristig entwickelt. Die Folgen wären schwerwiegend, sowohl für die britische Wirtschaft als auch für das Pfund.

Wenn das Vereinigte Königreich in der EU bleiben könnte oder einem sehr „sanften“ Brexit zustimmt, gäbe es Neuwahlen und/oder ein zweites Referendum. In diesem Fall wäre ebenfalls eine Verlängerung der Frist 29. März 2019 notwendig. Auch dies ist ein recht unwahrscheinliches Szenario, das sich aber je nach politischer Gemengelage ändern könnte.

Japan

Konsumsteuererhöhung – aller guten Dinge sind vier?

Auf einen Blick

- Die Erhöhung der Konsumsteuer wird für den Ausblick Japans entscheidend sein. Doch ihre negativen Folgen sollten nicht überschätzt werden, da die Regierung diesmal besser vorbereitet zu sein scheint.
- Der japanische Zyklus bleibt positiv. Das Wachstum dürfte sich im 4. Quartal solide erholen und die Beschäftigung weiter stark wachsen.
- Wenn sich das externe Umfeld nicht wesentlich verschlechtert, wird die Bank of Japan (BoJ) ihre aktuelle Strategie der stillschweigenden Reduzierung der Wertpapierkäufe fortsetzen.

In einem Jahr wird Japan voraussichtlich mit dem anfänglichen Schock von Abes zweiter Konsumsteuererhöhung (von 8% auf 10%) konfrontiert sein. Angesichts der schwierigen Phase nach der ersten Erhöhung 2014 halten die meisten Beobachter dieses Ereignis für eine starke Einschränkung der Währungshüter. Wir sind anderer Meinung. Die Steuererhöhung fällt diesmal kleiner aus und ist die letzte Etappe von Abes Steuerreform. Wichtiger jedoch ist, dass die Regierung die Lektionen aus den letzten drei schmerzhaften Zinserhöhungen (1989, 1997 und 2014) gelernt hat. Neben der Gewährung von Ausnahmen für Nahrungsmittel (ohne Essen in Restaurants) und nichtalkoholische Getränke erarbeitet sie auch fiskalische Unterstützungsmassnahmen. Die extreme Detailtiefe einiger dieser Vorbereitungsarbeiten deutet darauf hin, dass ein starker Konsumrückgang vermieden werden kann.

Ausserdem ist der japanische Zyklus nach wie vor positiv, auch wenn unerwartete wetterbedingte Schocks die Daten für das 3. Quartal verzerrt haben. Im Oktober ist die Industrieproduktion stark gestiegen, das Volumenwachstum im Güterhandel

rutschte wieder in den positiven Bereich, und das Beschäftigungswachstum beschleunigte sich insgesamt auf über 2% gegenüber dem Vorjahr (siehe Grafik 7). Da die Regierung damit begonnen hat, Katastrophenhilfe auszuzahlen, werden die öffentlichen Ausgaben im 1. Quartal 2019 deutlich ansteigen. Die Kombination aus einer zeitlichen Verschiebung des zweiten Ergänzungshaushalts für das Haushaltsjahr 2018, Abfederungsmassnahmen für die Konsumsteuer sowie der Fertigstellung von Projekten und Besucherströmen im Vorfeld der Olympischen Spiele 2020 wird dafür sorgen, dass die positive Arbeitsmarkt- und Konjunkturdynamik erhalten bleibt.

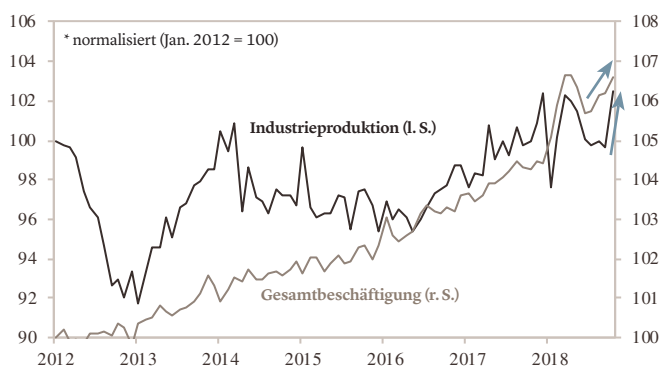
Wie wir im letzten Quartal geschrieben haben, dürfte in der restlichen Amtszeit von Abe die pazifistische Verfassung Japans geändert werden. Sicher ist das aber nicht, da die regierende Liberaldemokratische Partei keine klare Zweidrittelmehrheit im Oberhaus hat und im Sommer Neuwahlen bestehen muss. Die daraus resultierende Ablenkung von der Angebotspolitik könnte jedoch zu verkraften sein, da das Kabinett bereits viele wichtige Reformmassnahmen umgesetzt oder auf den Weg gebracht hat.

Dieses vielversprechende zyklische und strukturelle Umfeld bedeutet, dass die wahrscheinliche Konjunkturdelle als Folge der Steuererhöhung nicht tief genug sein wird, um die BoJ zu einer Änderung ihrer aktuellen Politik der stillschweigenden Drosselung der Anleihenkäufe zu veranlassen (siehe Grafik 8). Sie könnte sich auch von ihrem groben Mengenziel verabschieden und auf ein Kaufbudget für Exchange-Traded Funds (ETFs) umschwenken – und ihren Ausblick effektiv nicht verändern, sondern konkretere Signale in Bezug auf ihr künftiges Vorgehen aussenden, falls/wenn wirtschaftliche Aufwärtsrisiken sichtbar werden.

Homin Lee, Macro Strategist, Asien

7. Der japanische Zyklus bleibt positiv

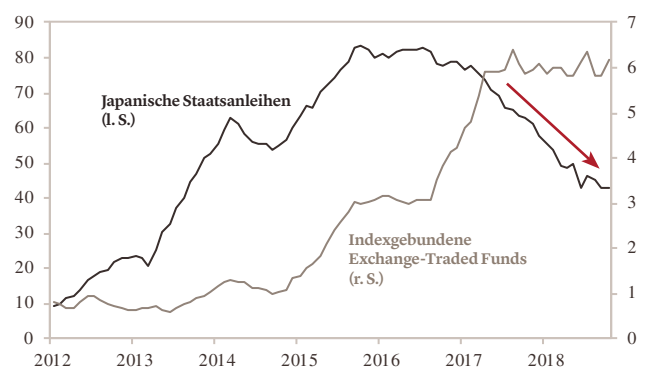
Industrieproduktion und Gesamtbeschäftigung *



Quelle: Bloomberg

8. Geringe Veränderung der Geldpolitik der BoJ

Veränderung der BoJ-Anlagenbestände über 12 Monate (Bio. JPY)



Quelle: CEIC

Schwellenländer

Auf dem Weg zur Stabilisierung der Wachstumsdynamik 2019

Auf einen Blick

- Eine währungsbedingte Straffung der Geldpolitik hat das Wachstum in den Schwellenländern abgeschwächt. Doch der Zyklus ist noch jung, und die grossen Volkswirtschaften scheinen gegen Krisen gefeit zu sein.
- 2019 werden in Lateinamerika politische Probleme im Vordergrund stehen, insbesondere in Mexiko, Brasilien und Argentinien.
- In Asien dürften die Entscheidungsträger die Konjunkturabschwächung geordnet steuern, während in Indien das starke Wachstum durch die Unsicherheit im Zusammenhang mit den Parlamentswahlen und den anschliessenden staatlichen Ausgabenkürzungen gedämpft werden könnte.

2018 hielt vor allem für die Volkswirtschaften der Schwellenländer viele Herausforderungen bereit. Währungsabwertungen und ein entstehender Preisdruck in der Binnenwirtschaft zwangen eine Reihe von Zentralbanken dazu, mit der Straffung ihrer Geldpolitik zu beginnen.

Allerdings sind die schwächsten Länder der Schwellenregionen bereits dem Zusammenbruch nahe. Südafrika weist derzeit zwar einige beunruhigende Schwachstellen auf, die anderen grossen Volkswirtschaften scheinen aber vor Krisen gefeit zu sein. Die meisten Wirtschaftszyklen der Schwellenländer sind noch in einem jungen Stadium. Abgesehen von einigen Ländern, die an ihre Kapazitätsgrenzen stossen (Indien) oder überhitzen (Ungarn, die Philippinen), besteht nach wie vor interessantes Auswärtspotenzial. Ausserdem halten sich die Insolvenzrisiken infolge der verbesserten Leistungsbilanzen und höheren Devisenreserven in Grenzen.

Eine positive Überraschung im globalen Umfeld würde daher einer Erholung der Schwellenländer den Weg ebnen. Das ist zugegebenermassen ein kühnes Szenario, das folgende

Entwicklungen voraussetzt: eine klare Lösung der Handelskonflikte, eine stärkere weltweite Nachfrage, ein schwächerer US-Dollar sowie Ölpreise, die sich auf einem optimalen Niveau befinden, mit dem sowohl die Produzenten als auch die Konsumenten leben können. Wir erwarten in unserem Basisszenario eher eine Stabilisierung der wirtschaftlichen Wachstumsdynamik (siehe Grafik 9).

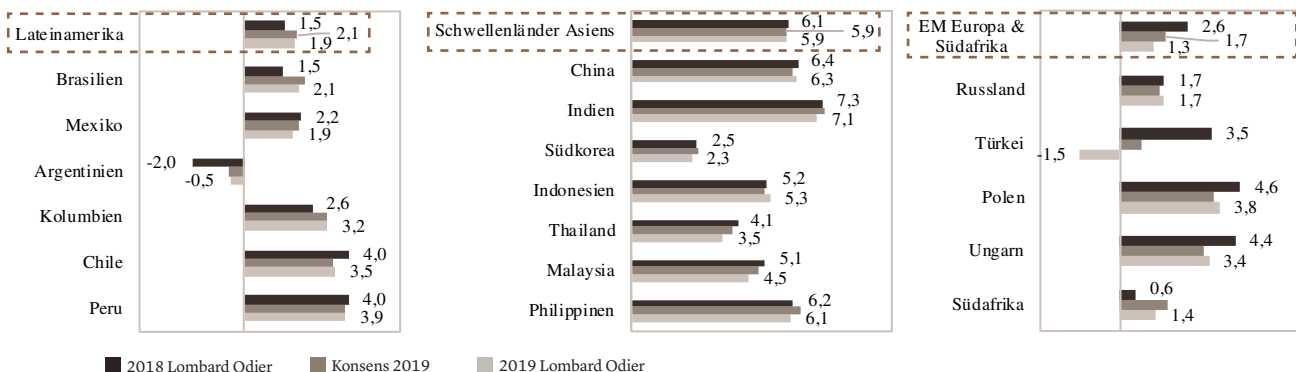
In Lateinamerika dürfte sich das Wachstum von einem tiefen Niveau aus erholen, wenn auch nur langsam aufgrund der angespannteren geldpolitischen und fiskalischen Rahmenbedingungen. Der Regierungsstil des mexikanischen Präsidenten Andrés Manuel López Obrador („AMLO“) könnte ausländische Investoren abschrecken, und der brasilianische Präsident Bolsonaro erfüllt vielleicht nicht die hohen Erwartungen der Investoren in Bezug auf die Rentenreform. In Argentinien sind die Wahlen im Oktober 2019 eine grosse Herausforderung für Präsident Macri.

Asien würde am stärksten unter Handelsspannungen leiden, doch dank der starken Fundamentaldaten und des fiskalpolitischen Spielraums dürfte sich die Abschwächung langsam vollziehen, ohne dass es zu einem Kollaps kommt. In China werden die Lockerung der Geldpolitik und die bisherige Abwertung des CNY für eine graduelle Abschwächung sorgen. Eine Zahlungsunfähigkeit gehört nicht zu den Risiken. Indien dürfte 2019 die am schnellsten wachsende Volkswirtschaft Asiens bleiben, obwohl das politische Risiko wegen der im Mai angesetzten Wahlen steigen wird.

Russland schliesslich dürfte sich auf einer strukturell tiefen Basis weiter stabilisieren, obwohl die Ölpreise und die Sanktionen der USA weiterhin die grossen Unbekannten sind. In Ungarn und Polen dürften Anzeichen einer Überhitzung eine Abschwächung auslösen. Die Wirtschaft in der Türkei wird im Zuge einer Zahlungsbilanzkrise schrumpfen und Südafrika sich nach einer technischen Rezession 2018 durchwursteln.

Stéphanie de Torquat, Macro Strategist

9. Prognosen von Lombard Odier vs. Konsens



Quellen: Bloomberg, Fitch Solutions, Berechnungen von Lombard Odier

Asset Allocation

Vorsichtig optimistisch trotz politischer und wirtschaftlicher Risiken

Auf einen Blick

- Da Risikoanlagen nun stärker auf makroökonomische Faktoren, zum Beispiel die Geldpolitik und die Normalisierung der Inflation, reagieren und die politische Unsicherheit eine grössere Rolle spielt, dürften die Schwankungen der Marktstimmung anhalten.
- Dennoch sehen wir Gründe, um vorsichtig optimistisch zu bleiben: Das Jahr 2019 wird mit günstigeren Bewertungen und immer noch soliden Fundamentaldaten beginnen. Die US-Geldpolitik nähert sich zwar der Neutralität, doch es ist unwahrscheinlich, dass sie auf kurze Sicht restriktiv wird.
- Das aktuelle Niveau der Realzinsen spricht für eine neutralere, aber keine risikoaverse Portfoliopositionierung.
- In dieser Zyklusphase sind Anlagedisziplin und ein strikteres Risikomanagement entscheidend, wobei ein besonderes Augenmerk auf die Asset-Qualität und die Liquidität gelegt werden sollte. Wir bevorzugen daher Aktien gegenüber festverzinslichen Instrumenten mit hohem Beta, halten nach wie vor überdurchschnittlich hohe liquide Mittel und beginnen damit, unsere lange bestehende Untergewichtung von Staatsanleihen opportunistisch zu reduzieren.
- Wir weisen auf zwei Hauptrisiken für unser Szenario hin: eine Überhitzung der US-Wirtschaft, die das Fed zwingen würde, den Zinserhöhungszyklus zu beschleunigen, sowie ein ausgewachsener Handelskrieg, der von erhöhten geopolitischen Spannungen begleitet wird. Die jüngsten Äusserungen des Fed und der Ausgang der Verhandlungen zwischen den USA und China am G20-Gipfel deuten darauf hin, dass sich diese Risiken kurzfristig etwas reduziert haben, doch sie werden 2019 voraussichtlich weiter auf die Stimmung der Anleger drücken.

Die Spätphase des expansiven Zyklus birgt spezifische Risiken für die Anleger, die sich auf niedrigere und volatilere Renditen auf breiter Front einstellen müssen. Marktkorrekturen ohne Rezessionen können eintreten, da sich die Bewertungen an ein höheres Zinsumfeld anpassen. Sie halten jedoch in der Regel nicht lange an, und die Verluste werden normalerweise in den folgenden Monaten wettgemacht. 2018 war gekennzeichnet durch zwei ausgeprägte Volatilitätsepisoden im Februar und im Oktober/November (siehe Grafik 10); drei waren es, wenn wir den Ausverkauf in den Schwellenländern im Sommer hinzunehmen. Die Märkte reagierten heftig auf die US-Konjunkturdaten und nahmen eine Neubewertung der Zinsen vor, was die Nominal- und Realrenditen auf Mehrjahreshochs trieb. Da sich die negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen verringerte, gab es keine Zufluchtsmöglichkeit mehr. Mitte Oktober boten Rohstoffe bis zu einem gewissen Grade einen Diversifikationseffekt, unterstützt durch den angebotsgetriebenen Energiesektor. Doch zum Zeitpunkt der Abfassung dieses Berichts steuern alle Anlageklassen auf stagnierende oder negative Gesamtrenditen in diesem Jahr zu (siehe Grafik 11).

Um uns in diesem unsicheren Umfeld behaupten zu können, sind wir bei unserem Risikoengagement sehr selektiv und vorsichtig vorgegangen. In der jetzigen Zyklusphase ist das Niveau der Realzinsen im Verhältnis zum potenziellen US-Wachstum der wichtigste Indikator, den es unseres Erachtens zu beobachten gilt. Die fortgesetzte geldpolitische Straffung erhöht das Risiko von Verwerfungen an den Finanzmärkten, denn die steigenden Kapitalkosten stellen die anfälligsten Wirtschaftsakteure auf die Probe. Der Prozess des graduellen Risikoabbaus, den wir im Juni eingeleitet haben, ist auf die am wenigsten liquiden Anlagen fokussiert. Mit der Reduktion unserer Positionen in

10. Der Neubewertungsprozess des Marktes lief im Februar und Oktober/November ungefähr gleich ab

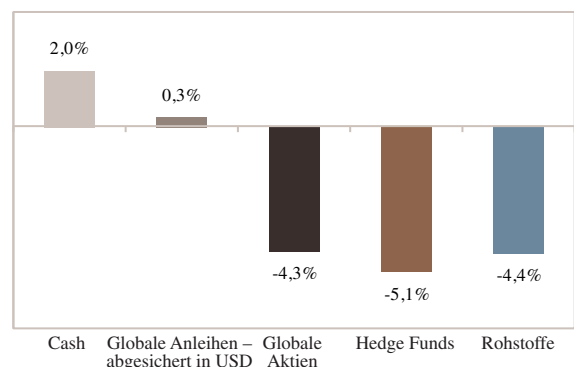
10-J. US-Realrenditen und Aktienmärkte



Quellen: Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

11. Performance globaler Anlageklassen (in USD)

Gesamtrenditen im laufenden Jahr, per 30. November 2018



Quellen: Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

Schwellenländeranleihen in Lokal- und Hartwährung sowie Wandelanleihen verringerten wir unser Engagement im Hochzinssegment.

Dank dieser Massnahmen verbesserten wir unsere Fähigkeit, agil auf alle Marktbedingungen zu reagieren. Die Liquidität der Anlagen hilft uns, das Risikoengagement bei steigender Unsicherheit anzupassen, während sich bietende taktische Chancen mit höheren Beständen an liquiden Mitteln genutzt werden können. Wir sehen mindestens drei Gründe, um vorsichtig optimistisch ins neue Jahr zu gehen.

Erstens: Die gute Nachricht ist, dass wir mit günstigeren Bewertungen und Anlegerpositionierungen ins neue Jahr 2019 starten. Die Bewertungen von Vermögenswerten haben sich nach unten angepasst, was manchmal sehr abrupt geschah. Beispielsweise vollzog sich im S&P 500 Index 2018 der drittgrösste Rückgang der Bewertungskennzahlen seit 40 Jahren – und dies trotz des hervorragenden Gewinnwachstums. Hinzu kam, dass beliebte Positionen aufgelöst wurden, zum Beispiel im US-Technologiesektor.

Zweitens: Die Fundamentaldaten sind nach wie vor solide. Das globale Wachstum wird sich abschwächen, und die US-Unternehmensgewinne könnten ihren Zenit erreicht haben. Dennoch bieten sie einen passablen Ausblick. Unsere Analyse zeigt, dass die Gewinne in den USA im Einklang mit ihrem langfristigen Durchschnitt wachsen dürften (siehe Grafik 12). Dafür gibt es drei Gründe: (i) ein stabiles Umsatzwachstum (ca. 8%, da wir erwarten, dass ein schwächerer US-Dollar ein langsames Nominalwachstum kompensieren wird), (ii) anhaltend starke Aktienrückkäufe, da in den Unternehmensbilanzen immer noch reichlich Liquidität vorhanden ist, und (iii) ein gewisses Abwärtsrisiko bei den Margen, da die Faktorkosten steigen und zusätzliche Zölle, wenn auch in begrenztem Umfang, nicht ausgeschlossen werden können. Diese Schätzungen liegen nahe bei den Konsenserwartungen, die interessanterweise während der letzten Volatilitätsepisode nicht nennenswert nach unten korrigiert worden sind.

Und schliesslich – dies ist ein sehr wichtiger Punkt – könnte nun, da die Märkte den Preis für die Zinserhöhungen des Fed im Jahr

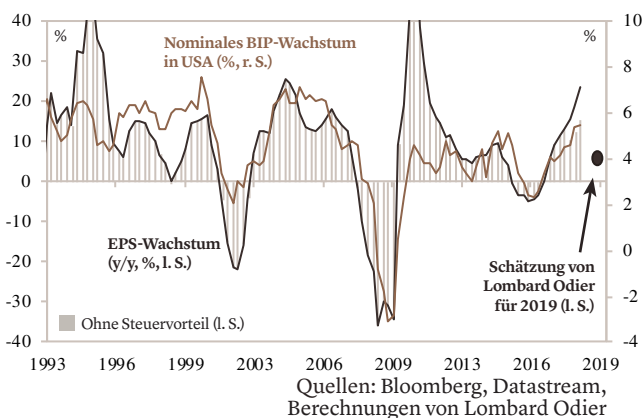
2018 bezahlt haben, eine gewisse Trendwende einsetzen. Mehrere Mitglieder des Fed-Ausschusses, einschliesslich des Präsidenten Jay Powell, haben bestätigt, dass sich die Leitzinsen nun nahe dem neutralen Niveau befinden. Damit steigt die Wahrscheinlichkeit einer flexibleren Haltung des Fed. Die Markterwartungen an eine Straffung der US-Geldpolitik dürften sich daher stärker an den Daten orientieren, sodass auf kurze Sicht ein geringeres Risiko eines starken Anstiegs der Realzinsen besteht. Unseres Erachtens spricht das aktuelle Zinsniveau, das immer noch weit unter dem geschätzten Potenzialwachstum in den USA liegt, für eine neutrale, aber keine risikoaverse Portfoliositionierung (siehe Grafik 13).

Unter den Anlageklassen favorisieren wir weiterhin Aktien. In dieser Zyklusphase reagieren unseres Erachtens festverzinsliche Segmente mit hohem Beta stärker auf das Zinsniveau. Ausserdem leiden sie möglicherweise unter mangelnder Liquidität. Seit Jahresbeginn sind die Finanzierungskosten für einen Emittenten eines Hochzinspapiers um mehr als 130 Bp. auf 7,40% gestiegen (bzw. +230 Bp. und 6,61% für eine Schwellenländer-Unternehmensanleihe mit Investment-Grade-Rating). Dementsprechend dürfte sich bald die Kreditqualität verschlechtern, was ein höheres unternehmensspezifisches Risiko erwarten lässt (siehe Grafik 14, Seite 12). Wir bleiben daher in Unternehmensanleihen untergewichtet und halten keine Hochzinsanleihen. Dagegen halten wir Aktien für weniger risikogefährdet, da sich die Bewertungen an das aktuelle Zinsniveau angepasst haben und die Profitabilität der Unternehmen wahrscheinlich nicht leiden wird, solange die Realzinsen unter dem Potenzialwachstum bleiben.

Aus regionaler Perspektive erscheinen Aktien der Eurozone und der Schwellenländer sowie japanische Werte immer noch günstig (siehe Grafik 15, Seite 12). Wir sehen jedoch kaum Potenzial für eine markante Neubewertung ausserhalb der USA und lassen unsere Allokation daher unverändert. Aufgrund der relativen Bewertung, der steigenden Investitionen, der positiven Marktformen und der Abwesenheit politischer Risiken bevorzugen wir zurzeit japanische Aktien. Aus taktischer Sicht haben wir nach dem positiven Ausgang des G20-Gipfels jüngst unser Engagement in Aktienmärkten von Schwellenländern ausgebaut. Denn wir rechnen damit, dass die Feuerpause im

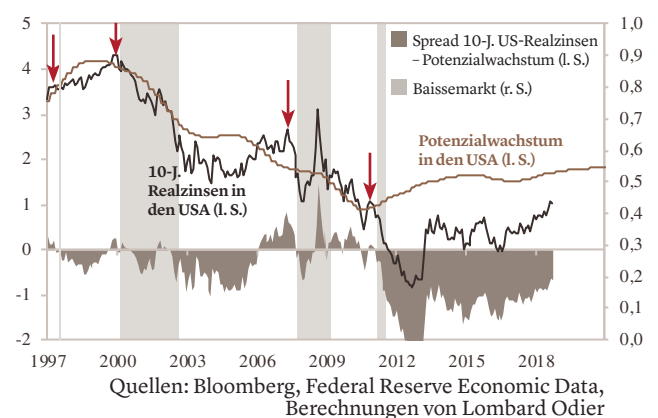
12. US-Gewinnwachstum dürfte solide bleiben, aber mit Abwärtstrend

Gewinnwachstum des S&P 500 und nominales US-BIP-Wachstum



13. Höhere Zinsen bremsen Haussemärkte, wenn Realzinsen Potenzialwachstum übersteigen

In %



Handelsstreit zwischen den USA und China zu einem Rückgang der handelsbezogenen Risikoprämien und einer Aufhellung der Anlegerstimmung führen wird.

Unsere Positionierung in Staatsanleihen hängt von der Basiswährung des Portfolios ab. In USD-Portfolios haben wir sukzessive Staatsanleihen zugekauft, als die Renditen allmählich attraktiv wurden. Wir haben auf eine ziemlich kurze Duration und ein ausgewogenes Verhältnis von Nominalanleihen und inflationsindexierten Anleihen geachtet, um das Kapital bei einer steigenden Inflation und/oder einer Beschleunigung der Zinserhöhungen des Fed zu erhalten. Unser Engagement in Staatsanleihen in USD-Portfolios ist nunmehr neutral. In europäischen Staatsanleihen sind wir nach wie vor untergewichtet. Dennoch haben wir unsere lange bestehende Untergewichtung von EUR-Staatsanleihen reduziert, um von der übertriebenen Bewertung der Märkte des politischen Risikos in Italien zu profitieren. Die Konsenserwartung an den bevorstehenden Straffungszyklus der EZB entspricht auch unserer Prognose. Wir halten den Renditeanstieg und den Roll-down-Effekt der steilen italienischen Renditekurve für besonders attraktiv.

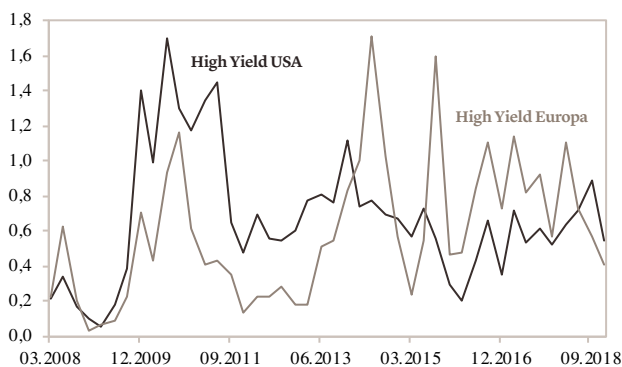
Die Geschichte lehrt, dass eine wirtschaftliche Expansion in der Reifephase passable Renditen bieten kann. Sie kann aber auch konkrete Risiken bergen. Die zwei grössten, auf die wir hinweisen möchten, sind eine Überhitzung der US-Wirtschaft, die das Fed zwingen würde, von einem graduellen und flexiblen zu einem beschleunigten Straffungszyklus überzugehen, sowie ein ausgewachsener Handelskrieg, der begleitet wird von verschärften weltweiten geopolitischen Spannungen. Aufgrund des fehlenden Polsters bei Staatsanleihen streben wir Diversifikations- und Absicherungsstrategien jenseits der traditionellen sicheren Häfen an, insbesondere in europäischen Portfolios. Wir haben taktische Absicherungsstrategien vorgenommen und den japanischen Yen zunächst gegen den Euro und nun gegen den US-Dollar gekauft, um eine gewisse Absicherung gegen Abwärtsrisiken in Volatilitätsepisoden zu erreichen. Wir glauben auch, dass ein diversifiziertes Engagement in Rohstoffen in dieser Spätphase des Zyklus nach wie vor angemessen ist und eine interessante Asymmetrie für Multi-Asset-Portfolios bietet. Die aktuellen Preisniveaus spiegeln das unausgewogene Angebots-Nachfrage-Verhältnis nicht wider.

Insbesondere beim Öl und bei den Basismetallen besteht in unserem Basiszenario erhebliches Aufwärtspotenzial (auf Sicht von 12 Monaten prognostizieren wir nach wie vor einen Brent-Preis von USD 75 pro Barrel). Bei einem eskalierenden Handelskrieg und/oder steigenden geopolitischen Spannungen im Nahen Osten bestünde offenkundig bedeutendes Aufwärtspotenzial bei Gold und/oder Öl. Und wenn der Handelskonflikt zwischen den USA und China beigelegt ist, dürften die Basismetallpreise eine deutliche Outperformance erzielen. Zu guter Letzt nutzten wir eine technisch bedingte Volatilitätsepisode auf dem Schweizer Immobilienmarkt, um unser Engagement in dieser Anlageklasse zu erhöhen, die unseres Erachtens weiterhin solide Fundamentaldaten aufweist und in diesem Umfeld niedriger Renditen attraktiv ist.

Sophie Chardon, Cross-Asset Strategist

14. Kreditqualität beginnt, sich zu verschlechtern

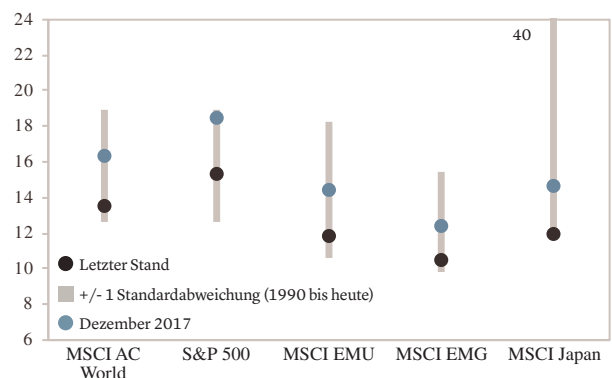
Verhältnis Hochstufungen/Herabstufungen



Quellen: Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

15. Aktienbewertungen: Märkte in der Eurozone, den Schwellenländern und Japan sehen weiterhin günstig aus

KGV-Schätzung auf Sicht von 12 Monaten im historischen Vergleich



Quellen: Datastream, Berechnungen von Lombard Odier

Devisenmarkt

Bitte anschnallen... 2019 wird ein hartes Jahr

Auf einen Blick

- In unserem pessimistischen Ausblick für den US-Dollar prognostizieren wir eine Abwertung von 8% auf handelsgewichteter Basis gegenüber anderen Hauptwährungen.
- Wir rechnen damit, dass das beispiellose Zinsgefälle zwischen den USA und dem Rest der Welt schrumpfen wird, da die Märkte ihre geldpolitischen Erwartungen besser an den Fundamentaldaten (ausserhalb der USA) ausrichten.
- Da die Effekte der fiskalpolitischen Stimulierung nachlassen, wird sich das Wachstum der US-Wirtschaft verlangsamen. Ausserdem wird das Land mit einem erheblichen Zwillingsdefizit konfrontiert sein.
- Wir sehen Aufwärtspotenzial bei EUR, GBP, JPY, NOK, SEK und CAD. Wenn eine Straffung der Geldpolitik durch die Reserve Bank of Australia näher rückt, dürfte der australische Dollar (AUD) aufwerten.
- Wir schätzen Schwellenländerwährungen vorsichtig und von Fall zu Fall ein und bevorzugen jene mit hohen Renditen und von Ländern, die Reformen umsetzen und kaum abhängig von externen Schulden sind. Ausserdem bevorzugen wir Handelsideen, die auf dem relativen Wert beruhen.

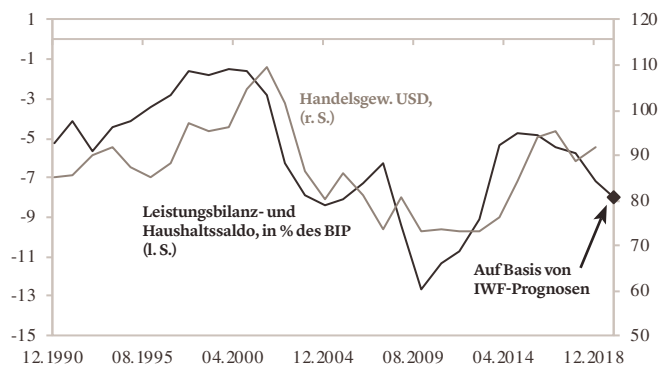
Der US-Dollar hat in diesem Jahr handelsgewichtet 3,5% zugelegt. Diese Stärke war in erster Linie auf den Wachstumsunterschied zwischen den USA und dem Rest der Welt zurückzuführen, der wiederum zum grossen Teil durch die fiskalpolitische Stimulierung in den USA bedingt war. Der Markt hat seine Erwartungen an die US-Zinsen angehoben, aber etwas überraschend die geldpolitische Straffung anderer grosser Zentralbanken vernachlässigt. Das hat dazu geführt, dass das

Zinsgefälle zwischen den USA und dem Rest der Welt stark auseinanderklafft.

Angesichts dieser Entwicklung kommen aus unserer Sicht 2019 auf den Devisenmärkten zwei Themen zum Tragen. Zunächst werden die Effekte der fiskalpolitischen Stimulierung allmählich im Jahresverlauf verpuffen, was eine Abschwächung des US-Wachstums zur Folge haben wird. Das alleine ist noch kein Negativfaktor für den US-Dollar, aber die Wirtschaft wird mit einem erheblichen Zwillingsdefizit (Leistungsbilanz und Staatshaushalt) konfrontiert sein. Prognosen des Internationalen Währungsfonds zufolge wird das Leistungsbilanzdefizit 3% des BIP (von 2,5% 2018 und 2,3% 2017) und das Haushaltsdefizit 5% des BIP (von 4,6% 2018 und 3,4% 2017) betragen. In welche Richtung das Zwillingsdefizit geht, ist klar. Ähnliche Entwicklungen in der Vergangenheit führten zu einer mehrere Quartale andauernden Abwertung des US-Dollar (siehe Grafik 16), was in erster Linie auf die Einpreisung höherer US-Risikoprämien zurückzuführen war. Zweitens ist das Zinsgefälle zwischen den USA und dem Rest der Welt im Verhältnis zur relativen Entwicklung der Volkswirtschaften mittlerweile auf einem unhaltbaren Niveau angelangt. Die Arbeitslosigkeit ist ausserhalb der USA schneller gesunken, während die geldpolitischen Erwartungen (ohne Fed) sehr langsam eingepreist werden (siehe Grafik 17). Wir erwarten, dass sich das Zinsgefälle zwischen den USA und dem Rest der Welt 2019 verringern wird, da die Märkte ihre Zinserwartungen besser an die immer noch soliden Fundamentaldaten des Rests der Welt ausrichten werden (d.h., sie werden steigen). Dies dürfte das ganze Jahr über zu einer Schwäche des US-Dollar führen.

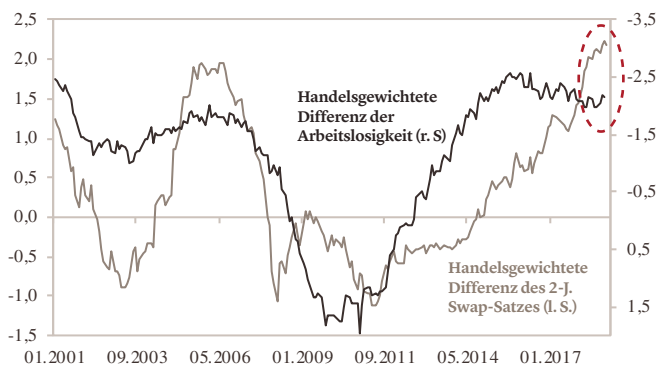
Neben diesen regionen- oder länderspezifischen Problemen sehen wir drei Hauptrisiken für unsere pessimistische Einschätzung der US-Währung. Erstens: Möglicherweise wirken

16. US-Zwillingsdefizit verheisst nichts Gutes für den USD



Quellen: Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

17. Zinsgefälle abgekoppelt von den relativen Fundamentaldaten (USA-Rest der Welt)



Quellen: Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

sich die fiskalpolitischen Impulse in den USA länger aus, als wir erwarten, sodass die Wachstumsdivergenz anhält. Zweitens: Es gibt die (geringe, aber damit zusammenhängende) Möglichkeit, dass die Inflation in den USA kräftig steigt, sodass das Fed die Leitzinsen stärker anhebt. Dann würde sich das Zinsgefälle zwischen den USA und dem Rest der Welt erneut ausweiten. Drittens: Ein grosser Schock für das globale Wachstum (z.B. infolge einer Eskalation der Handelsspannungen zwischen den USA und China) würde die Anleger in sichere Anlagen treiben und den US-Dollar gegenüber mehreren Hochzins- und zyklussensitiven Währungen in die Höhe treiben.

In unserem Basisszenario sind unsere bevorzugten **G10-Währungen**:

EURUSD: Hausse – Die Bewertung wird wahrscheinlich keine grosse Unterstützung bieten, doch die Einheitswährung dürfte von folgenden Faktoren profitieren: (i) das Ende der Wertpapierkäufe der EZB, (ii) eine Erholung des Binnenwachstums dank einer starken regionalen Wachstumsdynamik, (iii) wieder steigende Portfoliozuflüsse (zum Teil weil die EZB die Verdrängung ausländischer Investoren auf dem Anleihenmarkt beenden wird), (iv) die Erwartung, dass die EZB ihre Geldpolitik strafft zu einer Zeit, in der das Fed sich dem Ende seines Zinserhöhungszyklus nähert, und (v) eine allgemeine Dollar-Schwäche.

GBPUSD: Hausse – Wenn sich unser zentrales Szenario eines sanften Brexit als richtig erweist, dürfte das Währungspaar von zwei Faktoren profitieren: (i) Der Markt erwartet keine Prämie mehr für einen harten Brexit und (ii) der Markt korrigiert den erwarteten Zinspfad der Bank of England nach oben. Ein ungeordneter Austritt aus der EU würde hingegen den GBPUSD-Wechselkurs unseres Erachtens auf 1.15 bis 1.20 drücken.

USDJPY: Baisse – Wir erwarten aus drei Gründen, dass der Yen im Laufe des Jahres 2019 aufwerten wird: (i) die fortgesetzte erhebliche Unterbewertung (15% nach unseren Schätzungen), (ii) eine voraussichtliche (leicht) restriktive Ausrichtung der geldpolitischen Kommunikation der BoJ – die möglicherweise mit einer Veränderung der Renditekurvensteuerung beginnt –, um die negativen Auswirkungen ihrer aussergewöhnlich lockeren Geldpolitik auf den Bankensektor zu kompensieren, und (iii) die

anhaltenden Schwankungen der Risikobereitschaft, die typisch sind für Spätphasen des US-Zyklus.

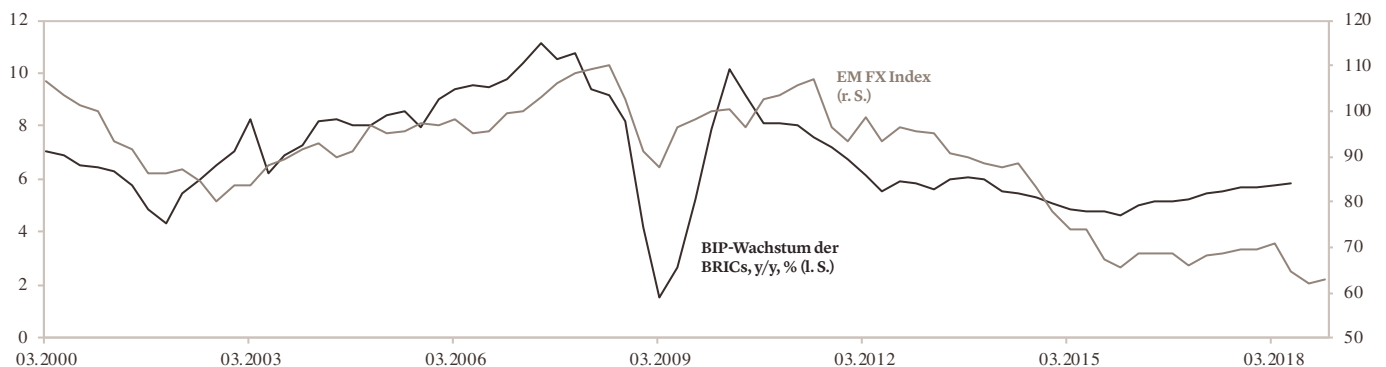
NOK und SEK: Hausse zu USD und EUR – Die nordischen Währungen sind jahrelang unter ihrem Fair Value gehandelt worden, da die Geldpolitik im Verhältnis zu den Fundamentaldaten relativ locker war. Wir erwarten, dass sich die Währungen 2019 infolge der Normalisierung der Geldpolitik (Zinserhöhungszyklus) erholen werden, zumal die Reservekapazitäten nicht mehr bestehen und die Inflation gestiegen ist. Das Hauptrisiko für die norwegische Krone (NOK) ist eindeutig der Ölpreis. Wir rechnen mit einer Erholung auf USD 75 pro Barrel. Sollte diese ausbleiben, würde die NOK unter Druck geraten. Sinkende oder immer noch niedrige Ölpreise würden uns zu einer pessimistischen Einschätzung des NOKSEK-Wechselkurses veranlassen.

CADUSD: Hausse – Die Fundamentaldaten Kanadas sind sehr robust, und die Zentralbank bleibt in einem entschlossenen Straffungsmodus. Das hat sich wegen des Einbruchs der Ölpreise noch nicht in einer Stärke der Währung niedergeschlagen. Wenn sich die Ölpreise erholen, dürften dem CAD die soliden binnenwirtschaftlichen Fundamentaldaten zugutekommen, sodass die Währung bis in die Nähe ihres Fair Value aufwerten kann (der unseren Schätzungen zufolge bei 1.25 gegenüber dem US-Dollar liegt).

AUDNZD: Hausse – Wir erwarten bei dem Währungspaar eine Aufwärtsbewegung. Die Gründe hierfür sind: (i) Der Markt unterschätzt die geldpolitische Straffung in Australien und (ii) mit dem Währungspaar partizipiert der Anleger direkt an der Wachstumsdifferenz (die Differenz zwischen der australischen und der neuseeländischen jährlichen Wachstumsrate ist auf 0,3% gestiegen, nach -0,5% Ende 2017 und -1% Ende 2016).

Bei den **Schwellenländerwährungen** ist die Lage aufgrund gegensätzlicher Faktoren komplizierter. Einerseits bestehen mehrere Risiken: eine potenzielle Störung des Welthandels, höhere Finanzierungskosten in USD, eine Abschwächung des globalen Wachstums und eine Reihe von politischen Risiken, die sich zu einem allgemeinen Schock auswachsen könnten. Andererseits sind Schwellenländerwährungen als Ganzes – insbesondere nach dem grossen Ausverkauf im Jahr 2018 – zu billig im Verhältnis zum realen BIP-Wachstum (siehe Grafik 18).

18. Aktuelle Bewertungen der EM-Währungen schätzen EM-Wachstum zu pessimistisch ein



Quellen: Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

Ausserdem haben sich mehrere wichtige fundamentale Kennzahlen wie Leistungsbilanzen und Schuldenlast in Auslandswährung verbessert. Darüber hinaus würde man vermuten, dass der Abwärtstrend des US-Dollar, den wir gegenüber den meisten G10-Währungen erwarten, auf Schwellenländerpapiere übergreift, die auf USD lauten. Das ist jedoch nicht immer eingetreten. In den letzten 18 Jahren gab es Perioden, als der US-Dollar in einem Jahr ein Minus verzeichnete und auch Schwellenländerwährungen Verluste hinnehmen mussten (2002 und 2011) und Perioden mit einem sinkenden US-Dollar gegenüber den Hauptwährungen, während Schwellenländerwährungen geringe Zuwächse erzielten (2006). Insgesamt verfolgen wir weiterhin einen vorsichtigen Ansatz, wobei Selektivität eine wichtige Rolle spielt. Bei direkten Wetten gegen den US-Dollar bevorzugen wir Währungen mit insgesamt soliden Fundamentaldaten, die 2018 hohe Verluste verzeichneten, zum Beispiel den russischen Rubel (RUB) (obwohl potenzielle Sanktionen ein Risiko darstellen) und die indische Rupie (INR), wobei wir die Risiken im Zusammenhang mit den Parlamentswahlen nicht ausser Acht lassen. Ausserdem haben wir eine leichte Präferenz für Relative-Value-Trades (um die Risiken im Zusammenhang mit höheren Finanzierungskosten in USD abzufedern), die nachfolgend zusammengefasst werden:

BRLCLP: Hausse – Wir erwarten, dass das Wachstum in Brasilien 2019 anziehen und dass die Inflation unter Kontrolle bleiben wird (hohe Realzinsen). Ausserdem gehen wir davon aus, dass die Regierung Bolsonaro Fortschritte bei den Reformen erzielen wird, und dank der geringen Abhängigkeit Brasiliens von externer Finanzierung dürfte das Land gegen höhere Finanzierungskosten in USD abgeschirmt sein. Dagegen hat Chiles Wachstum seinen Zenit überschritten. Die Leistungsbilanz hat sich verschlechtert, und die Wirtschaft ist im Ausland hoch verschuldet (64% des BIP). Vor allem aber wird das Währungspaar mehr als 25% unter seinem 10-Jahres-Durchschnitt gehandelt.

RUBZAR: Hausse – Die russischen Realzinsen zählen weiterhin zu den höchsten unter den Schwellenländern. Die Wirtschaft zeichnet sich nach wie vor durch solide Fundamentaldaten aus (glaubwürdige Zentralbank, Leistungsbilanzüberschuss und hohe Devisenreserven). Dagegen sind die ZAR-Realzinsen (südafrikanischer Rand) wegen der hohen Inflation geschrumpft. Ausserdem weist das Land unter den Schwellenländern eine der höchsten Auslandsverschuldungen auf (54% des BIP). Die politischen Entwicklungen in Südafrika und die Reformbereitschaft bzw. -fähigkeit bleiben ein Hindernis für ausländische Investitionen und eine Konjunkturerholung nach der Rezession von 2018. In Bezug auf Russland gibt es zwei Risiken: potenziell niedrigere Ölpreise und neue Sanktionen. Das Währungspaar wird aber derzeit auf einem günstigen Niveau gehandelt, das etwa 17% unter seinem 10-Jahres-Durchschnitt liegt.

Vasileios Gkionakis, Global Head of FX Strategy

Wichtige Hinweise

Die vorliegende Marketingmitteilung wurde von der Bank Lombard Odier & Co AG (nachstehend "Lombard Odier"). Sie ist weder für die Abgabe, Veröffentlichung oder Verwendung in Rechtsordnungen bestimmt, in denen eine solche Abgabe, Veröffentlichung oder Verwendung rechtswidrig ist, noch richtet sie sich an Personen oder Rechtsstrukturen, an die eine entsprechende Marketingmitteilung rechtswidrig ist.

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

Die in diese Marketingmitteilung enthaltenen Informationen und Analysen basieren auf Quellen, die als verlässlich erachtet werden. Lombard Odier 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.

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

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

Hinweis für Anleger im Vereinigten Königreich: Lombard Odier (Europe) S.A. · UK Branch ist ein Kreditinstitut, das im Vereinigten Königreich durch die 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, eine Gesellschaft, die von der Financial Services Commission, Gibraltar (FSC) zum Bank- und Anlagedienstleistungsgeschäft zugelassen wurde und von dieser reguliert wird; **Spanien:** Lombard Odier Gestión (España) S.G.I.I.C., S.A.U., eine Portfoliomanagementgesellschaft, die von der Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), Spanien, zugelassen wurde und von dieser reguliert wird. **Israel:** Diese Marketingmitteilung wurde vom Israel Representative Office der Bank Lombard Odier & Co AG, einer Rechtseinheit, die nicht der Aufsicht des Supervisor of Banks der Bank of Israel untersteht, sondern von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht, welche die Tätigkeit der Bank Lombard Odier & Co AG beaufsichtigt, für den Gebrauch in Israel genehmigt.

Panama: Diese Marketingmitteilung wurde von Bank Lombard Odier & Cie (Bahamas) Limited, Oficina de Representación en Panamá, einem Bankinstitut und Wertschriftenhändler, das/der von der Central Bank of the Bahamas und der Superintendencia de Bancos de Panamá zugelassen wurde und von diesen reguliert wird, sowie von Lombard Odier (Panamá) Inc., einer ebenfalls von der Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá zugelassenen und regulierten Rechtseinheit, für den Gebrauch in Panama genehmigt. Zur Tätigkeit als Anlageberater zugelassen. Res.-SMV Nr.528-2013.

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

Hong Kong: Diese Marketingmitteilung wurde von Lombard Odier (Hong Kong) Limited, einer lizenzierten Rechtseinheit, die von der Securities and Futures Commission in Hongkong reguliert wird und unter deren Aufsicht steht, als allgemeine Information für professionelle Anleger und andere Personen in Übereinstimmung mit der Securities and Futures Ordinance (Chapter 571) der Gesetze von Hongkong für den Gebrauch genehmigt;

Singapore: Diese Marketingmitteilung wurde von Lombard Odier (Singapore) Ltd als allgemeine Information akkreditierter Anleger und anderer Personen im Einklang mit den in Sections 275 und 305 des Securities and Futures Act (Chapter 289) dargelegten Bedingungen für den Gebrauch genehmigt. Empfänger in Singapur sollten sich im Hinblick auf alle Angelegenheiten, die sich aus oder im Zusammenhang mit dieser Marketingmitteilung ergeben, an Lombard Odier (Singapore) Ltd wenden, einen befreiten Finanzberater im Sinne des Financial Advisers Act (Chapter 110) und eine von der Monetary Authority of Singapore regulierte und beaufsichtigte Geschäftsbank. Die Empfänger dieser Marketingmitteilung versichern und garantieren, dass sie akkreditierte Anleger und andere Personen gemäss Definition im Securities and Futures Act (Chapter 289) sind.

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

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

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

Wichtige Hinweise zum Datenschutz: Wenn Sie diese Marketingmitteilung erhalten, verarbeiten wir möglicherweise Ihre persönlichen Daten zum Zwecke des Direktmarketings. Wir informieren Sie hiermit, dass Sie jederzeit das Recht haben, gegen die Verarbeitung Ihrer persönlichen Daten für solche Marketingzwecke Widerspruch einzulegen. Darunter fällt auch das Profiling, sofern dies zum Zwecke des Direktmarketing erfolgt. Wenn Sie der diesbezüglichen Verarbeitung Ihrer persönlicher Daten widersprechen wollen, richten Sie bitte Ihre Einwände an den Datenschutzbeauftragten der Gruppe: Bank Lombard Odier & Co AG, Group Data Protection Officer, 11, Rue de la Corrairie, 1204 Genf, Schweiz. E-Mail: group-dataprotection@lombardodier.com. **Mitglieder der Europäischen Union:** Weitere Informationen zur Datenschutzpolitik in Bezug auf die Datenschutz-Grundverordnung der EU (DSGVO), die auf Lombard Odier (Europe) S.A. und ihre Zweigniederlassungen, Lombard Odier & Cie (Gibraltar) Limited und Lombard Odier Gestión (España) S.G.I.I.C., S.A.U., anwendbar ist, finden Sie unter <https://www.lombardodier.com/de/privacy-policy>.

© 2018 Bank Lombard Odier & Co AG – alle Rechte vorbehalten. Ref. LOCH/LOESA/LOASIA-GM-de-052018.

SCHWEIZ

GENÈVE

Bank Lombard Odier & Co AG¹

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

Lombard Odier Asset Management (Switzerland) SA

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

FREIBURG

Banque Lombard Odier & Cie SA · Bureau de Fribourg¹

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

LAUSANNE

Bank Lombard Odier & Co AG¹

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

VEVEY

Banque Lombard Odier & Cie SA · Agence de Vevey¹

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

ZÜRICH

Bank Lombard Odier & Co AG¹

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

EUROPA

BRÜSSEL

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

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

GIBRALTAR

Lombard Odier & Cie (Gibraltar) Limited

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

LONDON

Lombard Odier (Europe) S.A.²

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

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

Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited

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

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

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

LUXEMBURG

Lombard Odier (Europe) S.A.

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

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

Lombard Odier Funds (Europe) S.A.

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

MADRID

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

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

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

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

MILAN

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

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

MOSKAU

Bank Lombard Odier & Co Ltd · Representative Office Moscow

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

PARIS

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

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

AFRIKA | ASIATISCH-PAZIFISCHER RAUM |

NAHER OSTEN | NORD- UND

LATEINAMERIKA

BERMUDAS

Lombard Odier Trust (Bermuda) Limited

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

DUBAI

Bank Lombard Odier & Co Ltd · Representative Office Dubai

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

HONGKONG

Lombard Odier (Hong Kong) Limited

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

ISRAEL

Israel Representative Office · Bank Lombard Odier & Co Ltd

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

JOHANNESBURG

South Africa Representative Office · Bank Lombard Odier & Co Ltd

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

MONTEVIDEO

Lombard Odier (Uruguay) SA

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

MONTREAL

Lombard Odier & Cie (Canada), Limited Partnership

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

NASSAU

Lombard Odier & Cie (Bahamas) Limited

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

PANAMA

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

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

Lombard Odier (Panama) Inc.

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

SINGAPUR

Lombard Odier (Singapore) Ltd.

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

TOKIO

Lombard Odier Trust (Japan) Limited

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



LOMBARD ODIER
LOMBARD ODIER DARIER HENTSCH

www.lombardodier.com