

# Investment Strategy Bulletin

## US-Zinsen: Wie weit kann das Fed gehen?

Investment Solutions

September 2018

### Der Straffungszyklus ist in vollem Gange – doch wie viel Spielraum bleibt?

- Die US-Notenbank (Fed) treibt den Straffungszyklus voran und liegt dabei vor anderen grossen Zentralbanken.
- Trotz der bisherigen Straffungsschritte und einem weit fortgeschrittenen Konjunkturzyklus sind kaum Anzeichen einer Abschwächung der US-Wirtschaft auszumachen.
- Da keine Anzeichen einer Verlangsamung zu erkennen sind - und ein fiskalischer Aufschwung noch anhält - ist das Risiko höherer Leitzinsen wesentlich und wird den Markt voraussichtlich überraschen. Wir erwarten in diesem Jahr zwei weitere Zinserhöhungen und drei im Jahr 2019.
- Das lange Ende der Kurve dürfte unter einen gewissen Aufwärtsdruck geraten, da eine Prämie für das Inflationsrisiko allmählich eingepreist wird und einige der Kräfte, die die Renditen auf einem tiefen Niveau gehalten haben, nachlassen werden. Aufgrund der Risikoaversion und der strukturellen Treiber, die nach wie vor intakt sind, dürften die Bewegungen jedoch einigermassen begrenzt bleiben.

### Der Straffungszyklus bisher

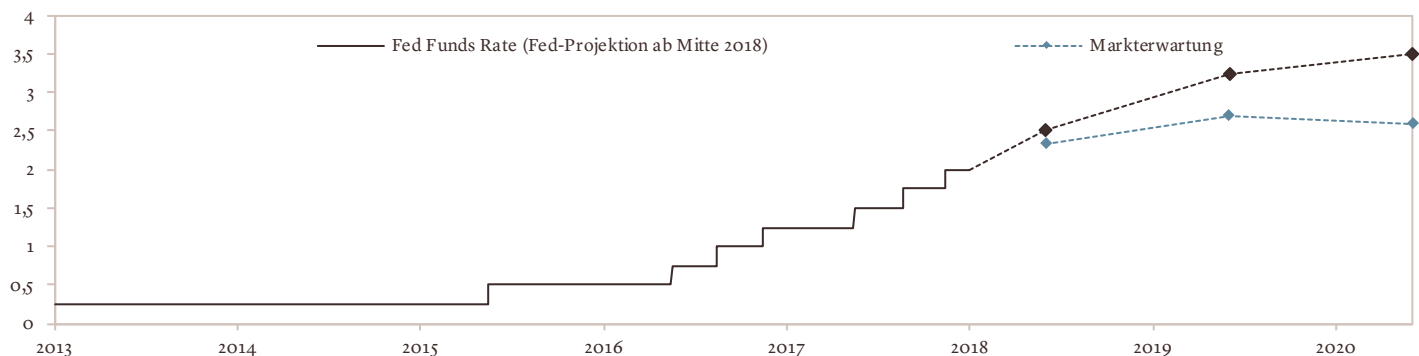
Es dauerte zwar länger als erwartet, bis der aktuelle Straffungszyklus des Fed einsetzte. Nun aber ist er in vollem Gange. Die wirtschaftliche Expansion dauert nun schon fast zehn Jahre. Die Narben der globalen Finanzkrise verheilen, und die wirtschaftlichen Bedingungen ähneln zunehmend jenen, die mit vergangenen Konjunkturaufschwüngen einhergingen. Eine lange Periode des nachhaltigen Wachstums ermöglichte der Fed sieben Zinserhöhungen. Der Tageszinssatz (Fed Funds Rate) beträgt nunmehr 2% und dürfte weiter steigen. Die Fed-Bilanz ist bereits um USD 250 Mrd. geschrumpft und die Bilanzsumme nach Beginn des „Run-off“-Prozesses im Oktober 2017 auf USD 4 Bio. gesunken (und wird voraussichtlich mit beschleunigtem Tempo weiter sinken). Die zentrale Frage der Anleger lautet jetzt: Wie lange kann dieser Straffungszyklus fortgesetzt werden und was würde das Fed veranlassen, das Tempo zu verringern oder eine Pause einzulegen?

### Wie viel Spielraum besteht noch?

Das Ziel der Geldpolitik ist es, eine Konjunkturüberhitzung zu verhindern, d.h. das Risiko abzuwenden, dass die Wirtschaft zu stark über ihrem Potenzial wächst und so eine Inflation ausgelöst wird, die über ihren Zielwert hinauschießt. Dann wäre es bei

#### I. Der aktuelle Ausblick des Fed signalisiert kontinuierliche Zinserhöhungen in den kommenden Jahren, doch der Markt ist skeptisch

Fed-Projektion spiegelt Median vom Juni 2018 wider Zusammenfassung der Wirtschaftsprognosen; Markterwartungen basieren auf dem OIS-Satz



Quellen: Federal Reserve, Bloomberg, Lombard Odier

#### Wichtige Hinweise: Bitte beachten Sie die wichtigen Hinweise am Ende des Dokuments.

Monatliche Publikation von Lombard Odier – Ansprechpartner: Investment Solutions, CP-INVESTMENT@lombardodier.com

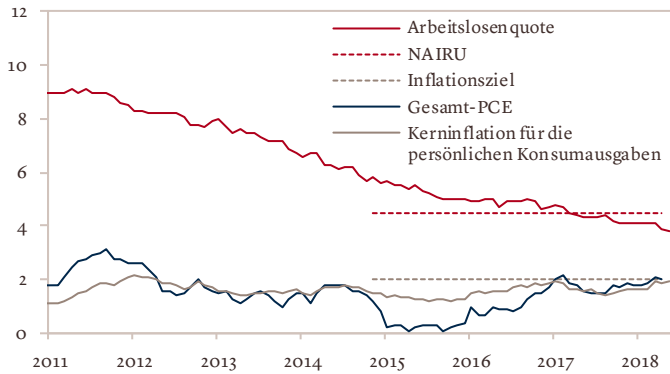
Redaktionsschluss: 30. August 2018

Lombard Odier · Investment Strategy Bulletin · September 2018

Seite 1/7

**II. Doch die Wirtschaft wächst mit robustem Tempo weiter**

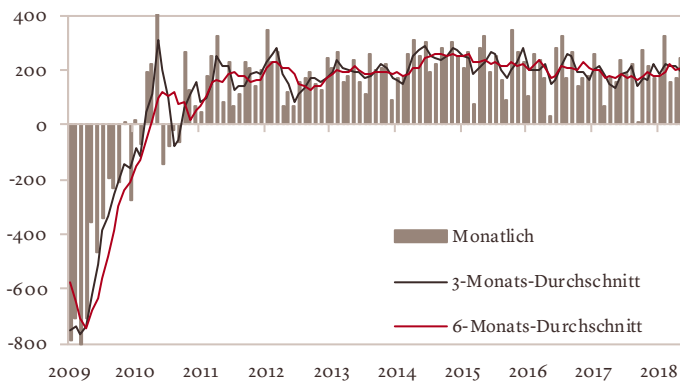
NAIRU: Fed-Schätzung der längerfristigen Arbeitslosenquote



Quellen: Bloomberg, FOMC, BEA, Lombard Odier

**III. Das Tempo der Schaffung neuer Arbeitsplätze hat sich nur leicht verlangsamt**

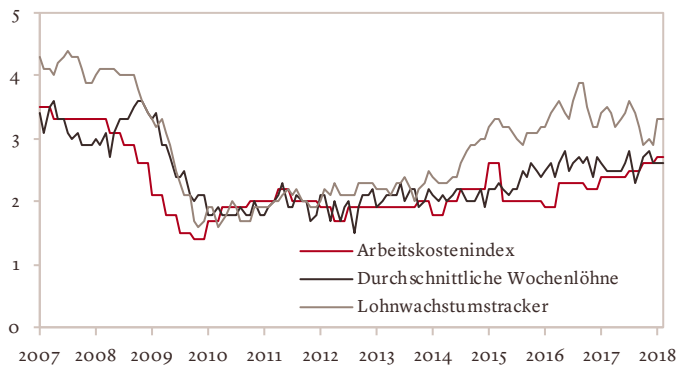
Beschäftigung ohne Landwirtschaft, in Tausend



Quellen: BLS, Bloomberg, Lombard Odier

**IV. Die Löhne steigen infolge des angespannten Arbeitsmarktes**

Jährliches Lohnwachstum, in Prozent



Quellen: BLS, Atlanta Fed, Bloomberg, Lombard Odier

einer sich beschleunigenden Konjunkturdynamik schwierig, sie unter Kontrolle zu halten.

Vor diesem Hintergrund deuten die meisten Indizien darauf hin, dass der Straffungsprozess des Fed noch länger andauern wird. Die Inflation verharrte in der ersten Erholungsphase nach der Krise lange Zeit unter 2% und liegt jetzt wieder auf dem Zielwert (siehe Grafik 2). Angesichts des immer angespannteren Arbeitsmarktes, geringer freier Kapazitäten, höherer Rohstoffpreise und der erwarteten Auswirkungen der Importzölle dürfte die Binneninflation in naher Zukunft anziehen. Die US-Notenbank hat in ihren veröffentlichten Projektionen das Risiko eines leichten Überschüssens erkannt. Bei ihrem Treffen im Juni veranschlagte sie den Kern-PCE bei 2,1% sowohl für 2019 als auch 2020 (das obere Ende der Bandbreite liegt bei 2,3%).

Währenddessen sind in der Wirtschaft kaum Anzeichen einer Abschwächung zu erkennen. Das BIP-Wachstum der USA lag in der ersten Jahreshälfte 2018 über 3% – das ist weit über den meisten Schätzungen des Potenzialwachstums von rund 1,8%. Die laufenden fiskalischen Stimulierungsmassnahmen dürften das Wachstum auch in den nächsten Quartalen stützen. Die Schätzungen des Congressional Budget Office (CBO) deuten auf einen Wachstumsschub von 0,3% im laufenden Jahr und von 0,6% im Jahr 2019 hin. Der Arbeitsmarkt verengt sich weiter: In der ersten Jahreshälfte 2018 wurden im Durchschnitt 208'000 neue Arbeitsplätze pro Monat geschaffen (siehe Grafik 3). Das ist zwar nicht so viel wie die 280'000 pro Monat im Jahr 2016. Die neuen Arbeitsplätze weisen jedoch immer noch eine doppelt so hohe Wachstumsrate auf als nötig, um mit dem Bevölkerungswachstum Schritt zu halten. Die Anträge auf Arbeitslosenunterstützung fallen weiter auf neue Tiefstwerte. Das signalisiert, dass die Stärke des Arbeitsmarktes anhalten wird. Das hat zur Folge, dass die Arbeitslosenquote, die bereits auf 3,9% – dem tiefsten Stand seit Jahrzehnten – gefallen ist, weiter zurückgehen und das Lohnwachstum und die Inflation nach oben treiben dürfte.

Die Projektion des Fed veranschlagt die Gleichgewichtsrate der Arbeitslosigkeit bei 4,5% und erwartet, dass die Arbeitslosenquote bis 2019 ihre Talsohle von 3,5% erreichen wird. Diese Kombination – die Arbeitslosenquote liegt in diesem Zyklus einen ganzen Prozentpunkt unter den Schätzungen für die inflationsstabile Arbeitslosenquote (NAIRU) – signalisiert ein deutliches Unterschneiden des Fed-Ziels „Vollbeschäftigung“ und daher die Notwendigkeit kontinuierlicher Zinserhöhungen. Die aktuelle Arbeitslosenquote liegt bereits unter 4%. Es ist gut möglich, dass die tatsächliche Quote unter der Fed-Projektion von 3,5% liegen wird – was für zusätzliche Straffungsmassnahmen über die bestehenden Pläne hinaus sprechen würde.

Der aktuelle Ausblick des Fed gemäss dem „Dot Plot“ des Offenmarktausschusses (FOMC) vom Juni deutet auf kontinuierliche Zinserhöhungen hin, bis die Fed Funds Rate bis 2020<sup>1</sup> 3,5% erreicht hat. Das wäre nur leicht höher als der Wert von 3%, den Fed-Vertreter als „Gleichgewichtssatz“ ansehen. Angesichts der geschilderten herrschenden Wachstums- und Inflationsdynamik in den USA ist es sogar vorstellbar, dass das Fed seinen Ausblick überarbeitet und eine restriktivere Haltung andeutet. Das ist aus Anlagesicht besonders wichtig, da die Märkte auf ein solches Szenario offenbar schlecht vorbereitet sind. Der US-Zinsmarkt lässt erkennen, dass die Anleger den Ausblick des Fed in Zweifel ziehen. Dort erwartet man, dass die Zinsen 2019 ihren Höchststand bei knapp über 2,5% erreichen werden (siehe Grafik

<sup>1</sup> Der mittlere „Dot“ im Dot Plot des Fed signalisiert zwei weitere Zinserhöhungen im laufenden Jahr, drei im Jahr 2019 und eine weitere 2020.

1). Es wäre daher eine faustdicke Überraschung, sollte das Fed ihre derzeitigen Straffungspläne in die Tat umsetzen (noch grösser wäre sie, wenn die Leitzinsen noch stärker angehoben würden).

Leitzinserhöhungen verhindern nicht nur eine Konjunkturüberhitzung, sondern dienen auch als Munition für die nächste Rezession. Das ist im aktuellen Zyklus besonders relevant, da die Nähe zur Untergrenze von null wenig Spielraum für Zinssenkungen liesse, um die Wirtschaft im Falle eines kurzfristigen Abschwungs zu stützen. Wie Grafik 8 zeigt, waren in jedem der vergangenen Lockerungszyklen seit den frühen 80er-Jahren kumulierte Zinssenkungen von mehr als 500 Basispunkten (Bp.) erforderlich. Die Währungshüter sind sich der Risiken einer schlechten Vorbereitung auf die nächste Rezession voll bewusst, zumal auch die spätzyklischen Steuersenkungen den Spielraum für eine antizyklische Fiskalpolitik in der Zukunft verengt haben. Die US-Notenbank könnte sich deshalb dafür entscheiden, die Leitzinsen stärker zu erhöhen, als es sonst notwendig wäre, um die Wirtschaft zu stabilisieren. Sie könnte sich für diesen Schritt als die angemessene Strategie entscheiden, um die Geldpolitik besser für den nächsten Konjunkturabschwung zu positionieren.

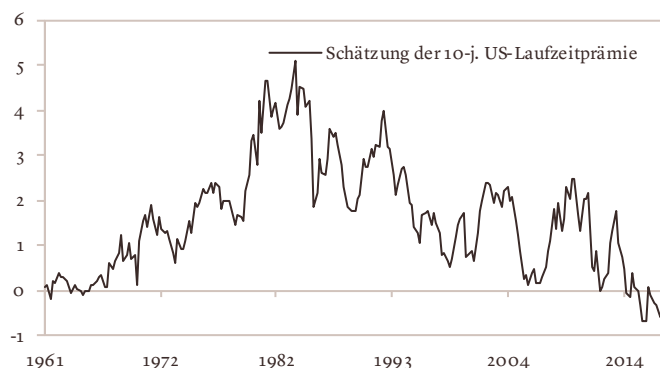
### Was könnte das Fed veranlassen, die Zinserhöhungen früher zu beenden?

Der offensichtlichste Grund für das Fed, den Kurs zu wechseln, wäre ein schwächerer Konjunkturausblick. Nachdem das Fed einige Zeit brauchte, um Ernst zu machen, schreitet der Straffungszyklus nun mit vierteljährlichen Zinserhöhungen von 25 Bp. und kontinuierlichen Bilanzkürzungen in dem vorher angekündigten Tempo fort. Die Geldpolitik bleibt indes datenabhängig, und das Fed würde seine Haltung an die Entwicklung der makroökonomischen Daten anpassen. Natürlich ist eine Wachstumsabschwächung von den aktuellen Niveaus nicht auszuschliessen: Die Wachstumsrate im 2. Quartal 2018 war ungewöhnlich hoch und profitierte dabei von einem Anstieg der Bergbauinvestitionen und einem Exportschub, der sich wahrscheinlich nicht wiederholen lässt. Ausserdem erwarten wir, dass der verzögerte Effekt der geldpolitischen Straffung in der Vergangenheit in Verbindung mit einem stärkeren US-Dollar die Wachstumsdynamik im nächsten Jahr etwas dämpfen wird. Dennoch würde das Fed unseres Erachtens erst bei einer wesentlichen Abschwächung des Konjunkturausblicks seinen derzeitigen geldpolitischen Ansatz ändern. Unser Basisszenario für das Wachstum von ungefähr 2,5% im Jahr 2019 würde somit einen weitgehend unveränderten geldpolitischen Ausblick voraussetzen. Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass das Fed 2019 drei zusätzliche Zinserhöhung vornehmen wird.

Das Risiko eines schwächeren Konjunkturausblicks in den kommenden Quartalen würde steigen, wenn die Effekte der Zölle und eine Ausweitung der Handelsspannungen die Stimmung und die Investitionen stärker als bisher beeinträchtigen. Angesichts der Eskalationssignale, die die Regierung Trump von Zeit zu Zeit aussendet, ist das eine realistische Möglichkeit. Wir halten zwar an unserem Basisszenario fest, dass ein ausgewachsener Handelskrieg abgewendet werden kann (der Umfang der bisher angekündigten Massnahmen ist klein im Vergleich zur Grösse der US-Wirtschaft). Wegen der Vielzahl der Risiken werden wir jedoch die Entwicklungen aufmerksam beobachten ([siehe hier](#)). Die Reaktion des Fed auf solch einen negativen Angebotsschock ist schwer vorherzusagen, da seine Effekte nicht nur das Wachstum schwächen, sondern auch die Inflation anfachen würde – was ein Dilemma über den am besten geeigneten geldpolitischen Pfad heraufbeschwören würde. Wenn jedoch die Währungshüter

### V. Laufzeitprämie auf historisch niedrigem Niveau, aber das könnte sich ändern, wenn die Inflationsrate wieder steigt...

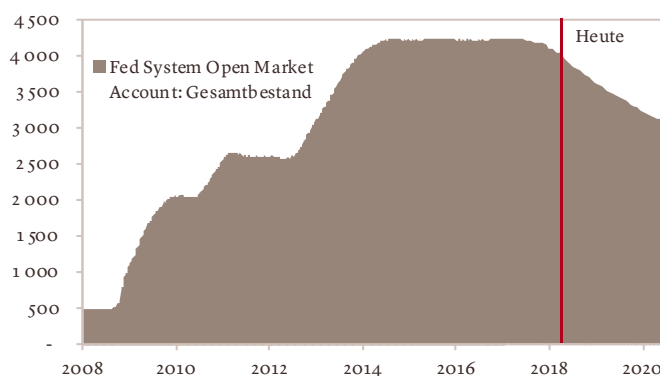
Schätzung der 10-j. US-Laufzeitprämie, NY Fed



Quellen: NY Fed, Bloomberg, Lombard Odier

### VI. ...während die Fed-Bilanz weiter schrumpft...

SOMA-Bestände\*, in Mrd. USD



Quellen: Federal Reserve, Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

\*Federal Reserve System Open Market Account, enthält Anlagen, die über Offenmarktgeschäfte erworben wurden

### VII. ...wachsen jene anderer grosser Zentralbanken nicht mehr

Monatliche Wertpapierkäufe der EZB (in Mrd. EUR)



Quellen: EZB, Bloomberg, Berechnungen von Lombard Odier

erwarten, dass die Wachstumsrisiken infolge eines sinkenden Vertrauens grösser sind als das Risiko vorübergehender Inflationseffekte infolge der Zölle, dann wäre es sinnvoll, eine Pause im Straffungszyklus einzulegen.

Aber nicht nur bei einer Wachstumsverlangsamung müsste das Fed eine Pause einlegen, sondern auch dann, wenn die Inflation ausbleibt. Die jüngsten Arbeitsmarkt- und Wachstumsdaten deuten darauf hin, dass das Risiko einer Überhitzung steigt. Dagegen könnte das heutige Umfeld weniger anfällig für ein Überschiessen der Inflation sein als in vergangenen Zyklen. Es gibt einige Hinweise, die für diese Einschätzung sprechen: Der insgesamt flache Verlauf der Philips-Kurve spricht dafür, dass eine sinkende Arbeitslosigkeit heute einen schwächeren Effekt auf die Inflation hat als in der Vergangenheit, und dass das Wachstum der Realeinkommen ziemlich gedämpft ist. Der breitere Trend ist jedoch ein steigendes Lohnwachstum, da sich der Arbeitsmarkt weiter verengt (siehe Grafik 4). Wir erwarten, dass sich dieser Trend, wie in den meisten reifenden Zyklen auch, fortsetzen wird. Hinzu kommt, dass der Effekt der fiskalischen Stimulierung – die umgesetzt wurde, als sich die Wirtschaft der Vollbeschäftigung näherte – ebenfalls inflationär wirken und damit den bereits vorhandenen Inflationsdruck verstärken wird.

Eine der Hauptsorgen ist finanzieller Art. Der Verlauf der Renditekurve, der in der Regel als Spread zwischen den 10- und 2-jährigen Renditen definiert ist, gilt allgemein als Indikator für die begrenzte Fähigkeit des Fed, die Geldpolitik zu straffen. Eine invertierte Renditekurve war in der Vergangenheit ein zuverlässiger Prädiktor für Rezessionen, die in der Regel mit einer Verzögerung von eineinhalb bis zwei Jahren einsetzten. Die Kurve hat sich seit Ende 2016 tatsächlich kontinuierlich verflacht und steht zurzeit bei rund 20 Bp. Es ist jedoch nicht klar, ob eine weitere Verflachung die Währungshüter diesmal veranlassen würde, ihre Haltung zu überprüfen. In der Vergangenheit hat das Fed oft die Straffung fortgesetzt, obwohl sich die Kurve verflacht hat. Das war beispielsweise 1999 und 2006 der Fall, als das Fed die geldpolitische Straffung beibehielt, bis sie letztlich in eine Rezession mündete. Die Fed-Vertreter haben zwar die Verflachung der Renditekurve als potenzielles Risiko erkannt, scheinen sie aber bisher ignorieren zu wollen. So hat Lael Brainard, Mitglied des Board of Governors, in einer [kürzlich gehaltenen Rede](#) gesagt, dass „es diesmal anders ist“. Sie argumentierte, dass die Renditekurve dank der derzeit niedrigen Laufzeitprämie naturgemäss flacher als in der Vergangenheit verlaufen und daher nicht die gleichen Signale wie in vorherigen Zyklen aussenden werde. Auch Analysen, die kürzlich von Mitarbeitern der US-Notenbank veröffentlicht wurden, stützten

diese Ansicht: Trotz ihres derzeit flachen Verlaufs signalisiere die Renditekurve keine signifikante Wahrscheinlichkeit einer Rezession im kommenden Jahr (siehe: [\(Don't Fear\) The Yield Curve](#), FEDS Notes, 28. Juni 2018).

Und schliesslich gelten Risiken aus dem Ausland häufig als möglicher Auslöser einer Pause im Straffungsprozess des Fed. Selbst wenn die US-Wirtschaft bei einer strafferen Geldpolitik robust bleibt, könnten aus dieser Perspektive die Währungshüter ihre Haltung mit Blick auf die Auswirkungen auf andere Volkswirtschaften überdenken. Es ist jedoch darauf hinzuweisen, dass das Fed die Messlatte hochlegt, wenn es darum geht, ihre Geldpolitik von Entwicklungen im Ausland beeinflussen zu lassen. In der Vergangenheit hat das Fed seine Haltung nur dann verändert, wenn die Bedingungen anderswo ein grosses Ansteckungsrisiko für die US-Wirtschaft bergen, wie bei der europäischen Schuldenkrise von 2011 bis 2012. Andere Episoden von Stress auf externen Märkten, wie die Krise des mexikanischen Peso von 1994 oder selbst der Asienkrise in den späten 90er-Jahren, reichten für die US-Notenbank nicht aus, um ihre Geldpolitik substanziell zu ändern. Darauf nahm kürzlich [Jay Powell in einer Rede](#) Bezug, nur wenige Monate vor seiner Bestätigung als Fed-Präsident. Er argumentierte, dass die dauerhafte Erfüllung des Doppelmandats durch das Fed die beste Lösung wäre, „nicht nur für die USA, sondern auch für die Weltwirtschaft“.

### Was geschieht mit den Renditen am langen Ende?

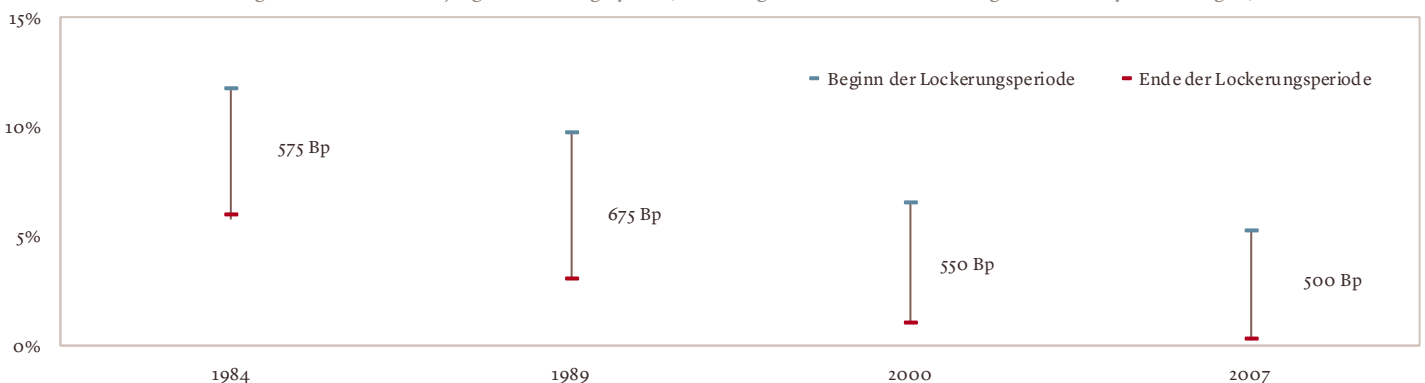
Wenn die Fed Funds Rate im Zyklusverlauf 3% übersteigt, wäre eine kritische Frage für die Anleger in festverzinsliche Instrumente (aber auch in die meisten anderen Anlageklassen) die der Folgen einer solchen Entwicklung für das lange Ende der Renditekurve.

Mit der Geldpolitik lässt sich zwar das kurze Kurvenende fast perfekt kontrollieren. Die Dynamik am langen Ende ist aber komplexer und daher schwerer vorherzusagen. In den letzten Jahren waren die Marktteilnehmer überrascht vom hartnäckig tiefen Renditeniveau weltweit, das zu einem grossen Teil mit der demografischen Entwicklung, dem Produktivitätswachstum und der Nachfrage nach sicheren Anlagen erklärt werden kann.

Das Renditeniveau am langen Ende hat zwei Hauptteile: die Erwartungen an die zukünftigen Stände der kurzfristigen Sätze, und eine „Laufzeitprämie“, d.h. die zusätzliche Entschädigung für das Halten von Anleihen mit langer Fälligkeit, die von den Anlegern verlangt wird. Wir können den Pfad der kurzfristigen Zinsen mit ziemlicher Zuverlässigkeit schätzen, wobei die vom Fed veröffentlichten Projektionen als nützliche Benchmark dienen.

### VIII. In den vergangenen Lockerungszyklen hat das Fed die Zinsen um insgesamt mehr als 500 Bp. gesenkt

Fed Funds Rate zu Beginn und am Ende der jüngsten Straffungszyklen (Labels zeigen kumulative Zinssenkungen über den Zyklus hinweg an)



Quellen: Federal Reserve, Bloomberg, Lombard Odier

Der Pfad der Laufzeitprämie ist dagegen bekanntermassen schwer zu prognostizieren. Als nicht beobachtbare Variable ist selbst das aktuelle Niveau der Laufzeitprämie schwer zu schätzen.

Dennoch lohnt es sich, einige Punkte hervorzuheben:

- Manchen Schätzungen zufolge, z.B. das Modell der Analysten des New York Fed, ist das aktuelle Niveau der Laufzeitprämie fast auf den tiefsten Stand seit Jahrzehnten gesunken (siehe Grafik 5), was unter anderem die Folge der extrem tiefen Inflation in den letzten Jahren sein kann. Das könnte sich jedoch jetzt ändern, da die Unsicherheit über den zukünftigen Pfad der Inflation wächst. Wie oben erläutert, liegt der Kern-KPI der USA mittlerweile locker über 2%, nachdem das Inflationsziel lange Zeit verfehlt worden war, und das Fed hat implizit die Möglichkeit eines Überschüssens in den kommenden Jahren eingeräumt. Das würde eine Prämie für ein höheres Inflationsrisiko bei festverzinslichen Anlagen rechtfertigen.
- Hinzu kommt, dass die quantitativen Lockerungsprogramme des Fed dazu beigetragen haben, dass die Anleiherenditen in den letzten Jahren auf historisch tiefen Niveaus verharrten. Auch das ändert sich: Das Fed beendete seine Wertpapierkäufe 2013, und letztes Jahr wurde mit dem Abbau der Anleihebestände begonnen. Wie Grafik 6 zeigt, hat das Fed die maximale Bilanzsumme von USD 4,25 Bio. auf USD 4 Bio. abgebaut. Nimmt man den angekündigten Normalisierungsprozess als Massstab, dürfte die Bilanz in einem beschleunigten Tempo<sup>2</sup> reduziert werden. Das wird voraussichtlich Aufwärtsdruck auf die Renditen ausüben – insbesondere wenn die Anleiheemissionen des US-Finanzministeriums infolge des sich ausweitenden Haushaltsdefizit steigen.
- Ausserdem dürften die globalen Kräfte, die Abwärtsdruck auf die Treasury-Renditen ausüben, nachlassen. Bis jetzt liegt die US-Notenbank im geldpolitischen Normalisierungsprozess deutlich an der Spitze. Andere grosse Zentralbanken fahren mit ihren Wertpapierkaufprogrammen immer noch einen aussergewöhnlich expansiven Kurs. Die Europäische Zentralbank hat bereits das Tempo ihrer Käufe reduziert und ihre Absicht signalisiert, ihre Wertpapierkäufe bis Ende dieses Jahres zu beenden (siehe Grafik 7). Wir gehen davon aus, dass sie in der zweiten Jahreshälfte 2019 mit Leitzinserhöhungen beginnt. Auch die Bank of Japan (BoJ) hat ihre Wertpapierkäufe reduziert und erwägt Anpassungen ihrer quantitativen Lockerung. Solche Zentralbankmassnahmen haben Auswirkungen, die über die lokalen Anleihemärkte hinausgehen. Als die BoJ es zulies, dass die Renditen japanischer Staatsanleihen (JGBs) von fast null bis knapp über 0,10% stiegen, waren nicht nur JGBs einem Ausverkauf ausgesetzt, sondern die meisten globalen Anleihemärkte, einschliesslich der US-Staatsanleihen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass eine Kombination von Faktoren die langfristigen Treasury-Renditen etwas nach oben drücken, da der Prozess der geldpolitischen Normalisierung in den USA fortgesetzt wird und anderswo gerade erst beginnt. Angesichts dieser Entwicklung und des Aufwärtstrends bei den kurzfristigen Zinsen infolge der Erhöhung der Leitzinsen erwarten wir, dass die kommenden Quartale sehr wichtige Anlagethemen bieten werden.

*Bill Papadakis, Macro Strategist*

<sup>2</sup> Die Bilanz wird reduziert, indem man fällig werdende Anlagen bis zu einer monatlichen Limite auslaufen lässt („run-off“), d.h. die Erlöse werden nicht reinvestiert. Diese Obergrenze liegt derzeit bei USD 40 Mrd. pro Monat und wird im 4. Quartal auf USD 50 Mrd. erhöht.

## 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, kreditspezifischen, 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.

**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](mailto: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>.

## SCHWEIZ

### GENÈVE

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

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

#### Lombard Odier Asset Management (Switzerland) SA

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

### FREIBURG

#### Banque Lombard Odier & Cie SA · Bureau de Fribourg<sup>1</sup>

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

### LAUSANNE

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

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

### VEVEY

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

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

### ZÜRICH

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

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

## EUROPA

### BRÜSSEL

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

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.<sup>2</sup>

Queensberry House · 3 Old Burlington Street · London W1S 3AB · United Kingdom · london@lombardodier.com  
Die Bank ist im Vereinigten Königreich durch die Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen und wird von 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.

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

<sup>2</sup> 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 Luxembourg.  
**Lombard Odier Funds (Europe) S.A.**  
291, route d'Arlon · 1150 · Luxembourg · Luxembourg  
luxembourg@lombardodier.com

### MADRID

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

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

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 France<sup>2</sup>

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](http://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 Treuhänder-, 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 11<sup>th</sup> 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 Quebec.

## NASSAU

#### Lombard Odier & Cie (Bahamas) Limited

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

## PANAMA

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

Oceania Business Plaza Torre 2000 · Oficina 38-D · 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)