

Anlagestrategie Privatkunden

3/4

Juli 2020 · 3. Quartal

Makroökonomische Erkenntnisse

Das Wann und Wie
der wirtschaftlichen Erholung

S.03

Das Wichtigste in kürze

- Die Erholung der Wirtschaftsaktivität ist bislang V-förmig verlaufen. Künftig scheint im Zuge der Bemühungen vonseiten der Volkswirtschaften, in den kommenden Quartalen und bis ins Jahr 2021 hinein zu ihrem Produktionspotenzial aufzuschliessen, eine „Swoosh“-ähnliche Erholung oder eine Entwicklung in Form einer Quadratwurzel jedoch wahrscheinlicher zu sein.
- Nach frühzeitigen Anzeichen einer starken Erholung hat sich der Ausblick für die USA in letzter Zeit verdüstert, da gesundheitspolitische Fehler in mehreren Bundesstaaten zu einem erneuten Anstieg der Neuinfektionen geführt haben.
- In Europa war die politische Reaktion anfänglich uneinheitlich. Die fiskal- und geldpolitischen Massnahmen wurden aber mittlerweile aufgestockt und ausgeweitet, was in einem umfassenderen politischen Rahmen resultierte – wie er zur Bewältigung dieser beispiellosen Krise erforderlich ist.
- Einst Schauplatz der COVID-19-bedingten Turbulenzen befindet sich China inzwischen relativ gesehen in einer stärkeren Position, um das 2. Halbjahr 2020 gut zu überstehen. Dies hat das Land seinen Erfolgen bei der Eindämmung des Virus zu verdanken.
- Wenngleich in Japan die vergleichsweise hohe Intensität der freiwilligen Social-Distancing-Massnahmen die Wirtschaftsaktivität belastet hat, ist die erfolgreiche Eindämmung des Virus auch eine gute Voraussetzung für den wirtschaftlichen Aufschwung in der 2. Jahreshälfte.
- Um möglicherweise bevorstehende Volatilitätsphasen gut zu bewältigen, ist unseres Erachtens die Widerstandsfähigkeit des Portfolios von entscheidender Bedeutung. Anleger können dies erreichen durch ein umsichtiges Gleichgewicht zwischen einer leichten Untergewichtung in Aktien und einer gewissen Portfolioabsicherung, etwa durch Positionen in US-Treasuries, dem Yen, Gold und, wenn angemessen, in Put-Optionen auf Aktienindizes.
- An den Devisenmärkten hat eine Reihe positiver Nachrichten aus Europa, darunter auch Nachrichten im Zusammenhang mit COVID-19, die lang erwartete Dollar-Korrektur ausgelöst.

Asset Allocation

Umgang mit dem Marktumfeld
nach der Krise

S.10

Einschätzung der Devisenmärkte

Die Zeit der Dollar-Abwertung
ist endlich gekommen

S.13

Vierteljährlich erscheinende Publikation
von Lombard Odier Investment Solutions
– Strategy

Wichtige Hinweise

Bitte beachten Sie die wichtigen
Hinweise am Ende des Dokuments.
Redaktionsschluss: 30. Juni 2020

Das Wann und Wie der wirtschaftlichen Erholung



Vier lange Monate sind vergangen, seit das Coronavirus (COVID-19) unseren Planeten zum Stillstand gebracht hat. Auch heute noch kämpfen die Menschen in einigen Ländern damit, das Virus in den Griff zu bekommen. Andernorts ist man mit allen Kräften bemüht, die schwierig aufrechtzuerhaltende Kontrolle darüber nicht zu verlieren. Die Gesundheitskrise ist keineswegs vorbei, und nach wie vor bestehen viele Unsicherheiten. Doch die Zeit für eine wirtschaftliche Erholung ist gekommen. Dabei stellt sich für die Anleger die grosse Frage, welche Form die Erholung haben wird.

Das Coronavirus scheint mit Kontroversen behaftet zu sein. Was die Krisenbewältigung angeht, so haben sich gewisse Länder entschieden, die verfügbaren Instrumente – Lockdown, umfassendes Testen, Tracken und Isolieren infizierter Menschen, verbesserte Krankenhauskapazitäten, Social Distancing – umfassend zu nutzen, um die Ausbreitung von COVID-19 einzudämmen. Ihnen gegenüber stehen die Länder, die entweder nicht in der Lage oder nicht willens sind, diese Instrumente umzusetzen. Die erstgenannte Gruppe, insbesondere Länder in Asien und der Europäischen Union (EU), scheint die medizinische Situation nun weitgehend unter Kontrolle zu haben. Sie dürfte in der Lage sein, die Wiedereröffnung der Volkswirtschaften weiter voranzutreiben. Neue Infektionsherde werden rasch ausfindig gemacht und eingegrenzt (wie dies bereits in Südkorea oder China der Fall war), wodurch das Risiko einer verheerenden zweiten Welle begrenzt wird. Dagegen melden andere Länder wie die USA, Schweden oder Indien täglich nach wie vor eine hohe Zahl an Neuinfektionen. Vor allem in den USA hat sich die Situation kürzlich verschlechtert (siehe Grafik 1, Seite 04). Ist dies bereits die gefürchtete zweite Welle? Oder befindet sich das Land aufgrund der Zurückhaltung einiger lokaler Behörden, strikte Massnahmen zu verhängen, einer chaotischen Reaktion des Staats und einer verfrühten Aufhebung des Lockdowns noch mitten in der ersten Infektionswelle – wobei sich das Epizentrum einfach von einem Bundesstaat zum anderen verlagert?

Will man die Erholung verfolgen, ermittelt man zunächst, an welchem Punkt sich die betreffende Volkswirtschaft befand, als die Krise am

schlimmsten war. Anschliessend zieht man einen Vergleich zur aktuellen Situation oder zur Situation, in der sich die Volkswirtschaft Ende 2020 befinden könnte. Dafür verwenden wir einen Durchschnitt von acht Indikatoren aus den Bereichen Konjunktur, Handel, Produktion, Konsum und Mobilität (siehe Grafik 2, Seite 05). Nehmen wir China als Beispiel. Am Tiefpunkt war die Wirtschaftsaktivität auf 39% des Produktionspotenzials zurückgegangen. Seither hat sich die Zahl auf 94% erholt. In der EU war der Verlauf ähnlich: Am schlimmsten Punkt war die Wirtschaftsaktivität auf 51% des Produktionspotenzials gesunken, im Juni lag sie wieder bei 81% des Potenzials. Diese Zahlen verdeutlichen sowohl die Schwere des COVID-19-Schocks als auch die Schnelligkeit des anschliessenden wirtschaftlichen Aufschwungs.

Somit scheint die Konjunkturerholung – zumindest in Asien und Europa – bisher V-förmig verlaufen zu sein. Wir rechnen jedoch nicht damit, dass sich diese Entwicklung fortsetzen wird. Im Zuge der Bemühungen vonseiten der Volkswirtschaften, in den kommenden Quartalen und bis ins Jahr 2021 hinein zu ihrem Produktionspotenzial aufzuschliessen, scheint eine „Swoosh“-ähnliche Erholung (in Anlehnung an das geschwungene Logo des Sportartikelherstellers Nike) oder eine Entwicklung in Form einer Quadratwurzel wahrscheinlicher zu sein. In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass die globale Wirtschaftsaktivität bis Ende Jahr auf rund 90% anzieht und die Rezession im 3. Quartal offiziell beendet ist. Einige Sektoren werden wahrscheinlich dauerhaft leiden, z.B. die Reisebranche und das Gastgewerbe. Entsprechend dürfte es lange dauern, bis die restlichen 5% bis 10% der eingebüsst Aktivität wieder wett-

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

gemacht sind. Wir machen uns zudem keine Illusionen: Was uns erwartet, ist eine Welt des langsamen Wachstums, der wachsenden Ungleichheiten, der höheren Verschuldung (wenn auch auf dem aktuellen Zinsniveau tragbar) und der moderaten Inflationsraten – was auf absehbare Zeit niedrige/negative Renditen impliziert. Es ist unserer Meinung nach so gut wie ausgeschlossen, dass die kurzfristigen Zinssätze in naher Zukunft steigen. In diesem Zusammenhang möchten wir unsere Leserinnen und Leser daran erinnern, wie die geldpolitischen Entscheidungsträger in der Vergangenheit vorgingen, als sie ihre geldpolitischen Zügel strafften. Zunächst steigen die Zentralbanken schrittweise aus ihren Wertpapierkaufprogrammen aus, indem sie den Umfang der Wertpapierkäufe über mehrere Monate hinweg reduzieren, bis diese null erreicht haben. Erst wenn das gemacht ist (und unter der Annahme, dass die Wirtschaftsleistung zufriedenstellend bleibt), ziehen sie in einem nächsten Schritt eine Anhebung der Zinsen in Betracht.

Die Tatsache, dass sich in den USA das Gesundheitswesen nach wie vor in einer Krisensituation befindet, gibt unweigerlich Anlass zur Besorgnis. Dies veranlasst uns jedoch nicht zu einer grundlegenden Änderung unseres Basisszenarios, sondern zu einer Fein Anpassung vor folgendem Hintergrund: Die seit einiger Zeit geltenden strengen Beschränkungen bezüglich internationaler Reisen begrenzen das Risiko, dass das Virus aus den USA auf den Rest der Welt übergreift. Sollte sich zudem die kurzfristige Belastung des US-Wachstums als schlimmer als erwartet erweisen und der daraus resultierende Aufschwung weniger ausgeprägt sein (was keineswegs sicher ist, wie das Beispiel Schweden zeigt), wird dies aufgrund einer schwächeren Auslandsnachfrage Sekundärfolgen für andere Länder haben. Allerdings werden diese nicht so schwerwiegend sein wie die Primärfolgen, die sich aus dem Einbruch der Binnennachfrage ergeben. Drittens sind die USA vielleicht das Paradebeispiel dafür, wie sowohl mit finanziellen Mitteln als auch dem politischen Willen, aggressive Massnahmen zu ergreifen, die Wirtschaft in einer Krise gestützt werden kann. Und zu guter

Letzt spielt uns die Zeit allmählich in die Hände. Die wissenschaftlichen Erkenntnisse mehren sich von Tag zu Tag und werden dazu beitragen, die Letalität von COVID-19 zu senken. Auch dürfte es einfacher werden, mit dem Virus zu leben, selbst wenn dieses nicht gut eingedämmt ist.

Neben unserem Basisszenario müssen wir auch ein risikoreicheres Szenario ins Auge fassen, in dessen Rahmen eine äusserst verheerende zweite Welle in vielen Teilen der Welt eine Rückkehr zu einem vollständigen Lockdown erfordert, die politische Unterstützung verfrüht eingestellt wird oder der Protektionismus aufflackert. Umgekehrt besteht auch die Möglichkeit eines positiveren Szenarios, bei dem ein medizinischer Durchbruch früher als derzeit erwartet einen Impfstoff gegen COVID-19 oder ein wirksames Arzneimittel hervorbringt.

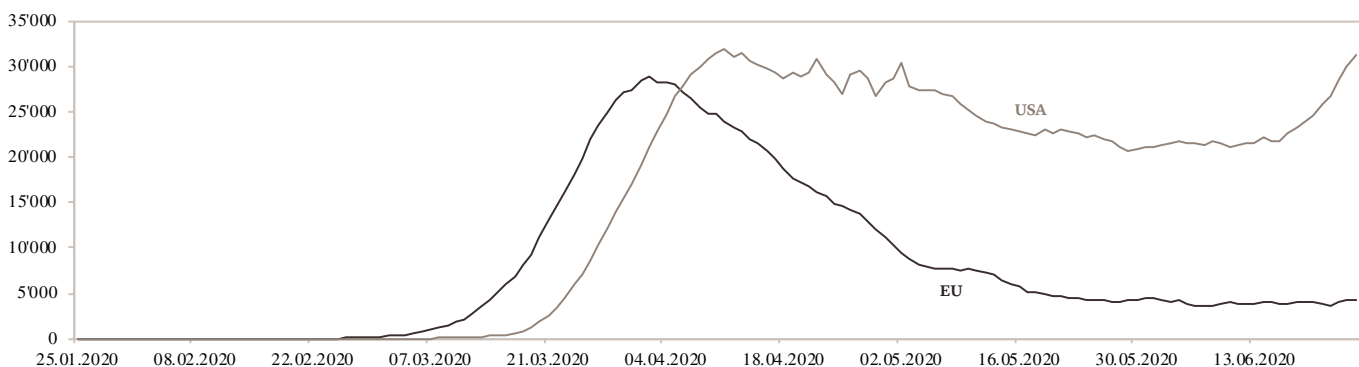
Zum jetzigen Zeitpunkt scheinen die Finanzmärkte nach ihrer kräftigen Rally unser Basisszenario bereits eingepreist zu haben. Mit Blick auf die Asset Allocation empfehlen wir daher eine leichte Untergewichtung von Aktien und die Beibehaltung einer gewissen Portfolioabsicherung. Wir bleiben zudem weiterhin in Gold übergewichtet und bevorzugen im Währungssegment den „sicheren Hafen“ des japanischen Yen gegenüber dem US-Dollar.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass nach dem COVID-19-Schock die Erholung eingesetzt hat und diese durch beispiellose politische Unterstützungsmassnahmen getragen wird (siehe Grafik 3, Seite 05). Doch der Weg bis zu einer vollständigen Erholung wird langwierig sein – vor allem ohne Impfstoff. Und wenn wir am Ende dieses Weges angelangt sind, werden die längerfristigen Herausforderungen des langsamen Wachstums, der hohen Verschuldung und der niedrigen Renditen immer noch äusserst präsent sein.

Samy Chaar, Chefökonom

1. Ein beunruhigender Rückschritt in den USA: COVID-19-Neuinfektionen steigen wieder

Anzahl der täglich neu bestätigten Fälle in den USA und der EU (gleitender 7-Tage-Durchschnitt)



Quellen: ourworldindata.org, Berechnungen von Lombard Odier.

USA

Die Situation verschlechtert sich

Auf einen Blick:

- Der Ausblick für die USA hat sich in letzter Zeit verdüstert, da gesundheitspolitische Fehler in mehreren Bundesstaaten zu einem erneuten Anstieg der Neuinfektionen geführt haben.
- Wird die Epidemie nicht unter Kontrolle gebracht, besteht die Gefahr, dass sich die Erholung – die in einem rasanten Tempo einsetzte – verlangsamt, da die Behörden erneut Beschränkungen auferlegen und die Konsumenten zu freiwilligem Distancing übergehen.
- Die fiskalpolitische Reaktion der USA in der Anfangsphase dieser Krise war zweifellos beeindruckend. Doch es muss noch mehr getan werden – vor allem da im Juli mit der Ausweitung der Arbeitslosenunterstützung Schluss sein soll.

Zu Beginn dieser Krise verfügten die USA im Vergleich zu vielen anderen Ländern über zwei Vorteile: erstens Zeit, da die Pandemie zuerst Asien und dann Europa traf – was den USA mehr Zeit zum Ergreifen von Massnahmen verschaffte. Zweitens politische Entscheidungsträger mit nahezu unbegrenzter fiskal- und geldpolitischer Schlagkraft sowie dem Willen, davon Gebrauch zu machen – um die Auswirkungen des grossen exogenen Schocks abzumildern.

Diese Faktoren hatten einen relativ freundlichen Ausblick für die USA zur Folge, da es wahrscheinlich erschien, dass sowohl die gesundheitlichen als auch die wirtschaftlichen Auswirkungen begrenzt sein würden. Tatsächlich konnte die erste grosse Ausbreitung des Virus, die sich im Grossraum New York ereignete, erfolgreich eingedämmt werden.

Andernorts wird jedoch immer deutlicher, dass ein Teil des Zeitgewinns verspielt wurde. Mehrere US-Bundesstaaten hoben ihre Beschränkungen verfrüht auf. Sie wollten damit ihre Wirtschaft schnell wieder in Gang bringen, obwohl die Epidemie nicht vollständig unter Kontrolle war. Infolgedessen nimmt landesweit

die Zahl der bestätigten Fälle wieder zu, allen voran (aber nicht ausschliesslich) im Süden des Landes. Diese Entwicklung steht im krassen Gegensatz zu Europa oder den asiatischen Industrieländern (siehe Grafik 1 auf Seite 04).

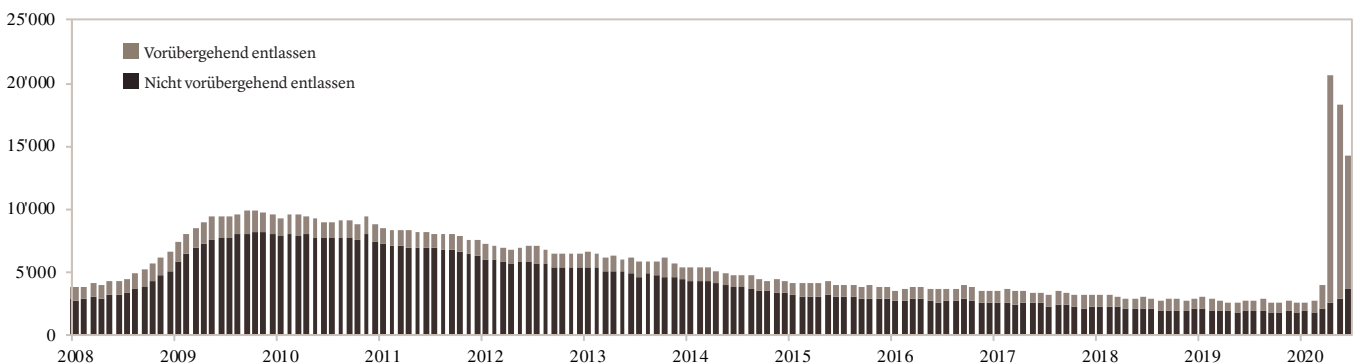
Diese Wende überschattet den US-Konjunkturausblick in wesentlichem Masse, zumal die Behörden einige Eindämmungsmassnahmen wieder einführen und die Konsumenten sowie die Unternehmen ihre Aktivitäten wahrscheinlich einschränken werden, solange die Infektionsraten hoch bleiben. Als die Beschränkungen gelockert wurden, setzte sich eine markante Erholung durch. Dies zeigte sich in den meisten veröffentlichten Makrodaten, insbesondere in positiven Überraschungen bei den Beschäftigungszahlen für Mai und Juni (siehe Grafik 4). Inwieweit sich dieser Trend fortsetzt, wird allerdings massgeblich von der Entwicklung der Epidemie abhängen.

Zwar ist die politische Unterstützung wahrlich beispiellos und hat gewiss dazu beigetragen, das Ausmass der wirtschaftlichen Kontraktion in den letzten Monaten zu begrenzen. Doch der fehlende Automatismus stellt ein potenzielles Risiko dar. Ende Juli soll mit der Ausweitung der Arbeitslosenunterstützung, mit der Einkommenseinbussen massgeblich aufgefangen werden konnten, Schluss sein. Die bundesstaatlichen und lokalen Regierungen stehen vor einem Einbruch der Einnahmen. Sie werden grosse Haushaltskürzungen vornehmen müssen, wenn sie keine staatliche Finanzhilfe erhalten. Mit anderen Worten: Wenn nicht in Kürze ein weiteres umfangreiches Konjunkturpaket verabschiedet wird, steht die US-Wirtschaft vor einer grossen „Fiskalklippe“. Zudem wird das Risiko einer (noch) stärker auf Konfrontation ausgerichteten Politik grösser, je näher die Wahlen rücken und je mehr sich beide Parteien im Wahlkampfmodus befinden. Dadurch wiederum steigt die Wahrscheinlichkeit eines fiskalpolitischen Fehlers.

Bill Papadakis, Macro Strategist

4. Die COVID-19-Krise führte zu Millionen von Arbeitsplatzverlusten – die meisten davon allerdings temporär

US-Arbeitsplatzverluste pro Monat, in Tausend



Quellen: BLS, Lombard Odier

Europa

Wie sich ein Neuanfang gestalten lässt

Auf einen Blick:

- Europa wurde zwar von COVID-19 hart getroffen. Doch nachdem die notwendigen Massnahmen zur Eindämmung der Epidemie umgesetzt wurden, sind die Wirtschaften der europäischen Länder nun grösstenteils wieder geöffnet. Auch hat eine Erholung eingesetzt.
- Nach einer anfänglich uneinheitlichen Reaktion wurden sowohl die fiskal- als auch die geldpolitischen Massnahmen aufgestockt und ausgeweitet, was in einem umfassenderen politischen Rahmen resultierte – wie er zur Bewältigung dieser beispiellosen Krise erforderlich ist.
- Diese Entwicklungen sind zwar ermutigend, doch es bleiben mehrere Herausforderungen bestehen. Dazu zählen möglicherweise die Notwendigkeit, die politische Unterstützung auszuweiten, die Sicherstellung, dass der ehrgeizige Vorschlag für einen Wiederaufbaufonds der EU Gestalt annimmt, und die Bewältigung anderer längerfristiger Risiken (z.B. der Brexit).

Europa wurde früh und hart vom Coronavirus getroffen. Die meisten Länder erwischte das Virus unvorbereitet. Die anfängliche politische Reaktion war uneinheitlich und in einigen Fällen zaghaft, wodurch die Ungleichheiten zwischen den Mitgliedsstaaten wieder in den Blickpunkt rückten. Dieses Bild scheint nun in weiter Ferne. Durch Eindämmungsmassnahmen konnte die Pandemie erfolgreich unter Kontrolle gebracht werden, und die Regierungen konnten etwas früher als erwartet mit der Lockerung der Beschränkungen beginnen. Im Gegenzug hat eine wirtschaftliche Erholung eingesetzt, die mit hohem Tempo voranschreitet (siehe Grafik 5). Der PMI-Gesamtindex beispielsweise hat den grössten Teil der zwischen Februar (51,6) und April (13,6) verzeichneten Einbussen wieder wettgemacht und im Juni mit 47,5 Punkten notiert.

Abgesehen von wesentlichen Massnahmen im Gesundheitswesen wurden auf nationaler Ebene umfangreiche fiskalpolitische

Massnahmen ergriffen, auch von Regierungen, die gegenüber solchen Impulsen bisher oft abgeneigt waren. Dies gilt insbesondere für Deutschland, wo die angekündigten Massnahmen inzwischen fast 10% des BIP ausmachen. Eine zentrale Rolle spielte die Umsetzung von Kurzarbeitsprogrammen (siehe Grafik 6). Durch die Kurzarbeit konnte nicht nur das Einkommen von Dutzenden Millionen Arbeitnehmern gesichert, sondern auch die allgemeine Zerrüttung des Arbeitsmarktes minimiert werden, indem die Beziehungen zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern intakt blieben.

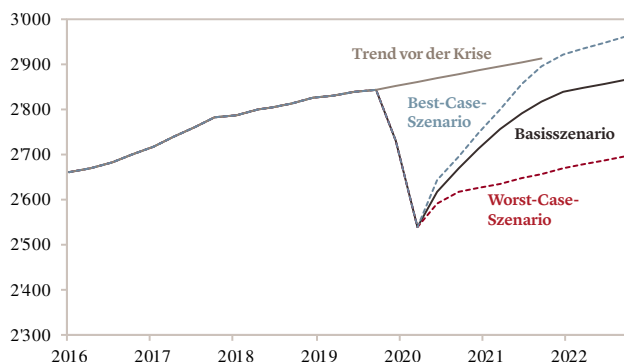
Ermutigend ist zudem, dass gegenwärtig an einer gemeinsamen, EU-weiten Massnahme gearbeitet wird. Die Europäische Kommission hat einen Wiederaufbaufonds in Höhe von EUR 750 Mrd. vorgeschlagen, der aus Zuschüssen und Krediten bestehen soll. Mithilfe einer solchen Fazilität würde sich die Sorge deutlich verringern, dass Volkswirtschaften an der Peripherie Europas, die von der Epidemie stärker betroffen, jedoch aufgrund ihres begrenzten fiskalischen Spielraums weniger reaktionsfähig sind, zurückbleiben. Nicht weniger schlagkräftig ist der aggressive geldpolitische Kurs der EZB. Durch niedrigere Finanzierungssätze und eine Ausweitung der notenbankfähigen Sicherheiten bieten sich günstige Bedingungen für die Kreditvergabe an Banken. Das EUR 1,35 Bio. schwere Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) sorgt zudem für dauerhaft niedrige Anleihenrenditen in der gesamten Eurozone und schafft damit dringend benötigten fiskalischen Spielraum für Staaten, deren Defizite sich in naher Zukunft unweigerlich markant ausweiten werden.

Trotz alledem bleibt keine Zeit für Selbstgefälligkeit, denn grosse Herausforderungen erwarten uns. Die Einstellung der gegenwärtigen und der Übergang zu neuen Massnahmen, die der Situation nach COVID-19 besser gerecht werden, wird eine besondere Herausforderung darstellen. Auch die Bedenken des deutschen Bundesverfassungsgerichts hinsichtlich der quantitativen Lockerung sowie die schwierige Brexit-Frage werden irgendwann wieder in den Fokus rücken.

Bill Papadakis, Macro Strategist

5. Wachstumsprognose für die Eurozone: alternative Szenarien

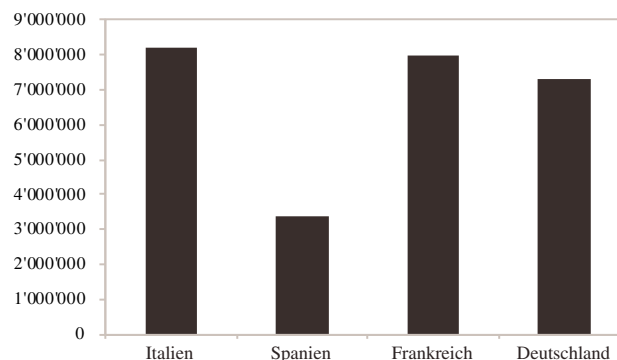
Vierteljährliches reales BIP, in Mrd. EUR



Quellen: Eurostat, Berechnungen von Lombard Odier

6. Kurzarbeitsprogramme haben in der gesamten Eurozone Millionen von Arbeitsplätzen gerettet

Inanspruchnahme von Kurzarbeitsprogrammen, nach Ländern



Quelle: Nationale Statistikämter

China

Auf Nummer sicher gehen

Auf einen Blick

- Einst Schauplatz der COVID-19-bedingten Turbulenzen befindet sich China inzwischen relativ gesehen in einer stärkeren Position, um das 2. Halbjahr 2020 gut zu überstehen. Dies hat das Land seinen Erfolgen bei der Eindämmung des Virus zu verdanken.
- Die jüngsten Konjunkturmassnahmen Pekings werden für sich genommen von wesentlicher Bedeutung sein, auch wenn sie im globalen Vergleich weniger aggressiv ausfallen.
- Der strategische Wettbewerb Chinas mit den USA bleibt ein Problem. Doch es ist unwahrscheinlich, dass dies in naher Zukunft einen vollständigen Abbruch der bilateralen Beziehungen auslösen oder die Weltwirtschaft von ihrem derzeitigen Erholungspfad abbringen wird.

Die chinesische Wirtschaft befindet sich in einer Erholungsphase. Die Standard-Konjunkturindikatoren sowie häufiger veröffentlichte Daten deuten darauf hin, dass das BIP im 2. Quartal um über 10% (im Quartalsvergleich) gewachsen ist und damit einen grossen Teil der historischen Kontraktion des 1. Quartals wettgemacht hat. Diese starke Erholung hat sich trotz schmerzhafter Abschwünge in anderen Ländern vollzogen. Vor diesem Hintergrund scheint China gut positioniert zu sein, um von der wahrscheinlich synchron verlaufenden Erholung des externen Wachstums in den kommenden Monaten zu profitieren. Dass das Land die Epidemie erfolgreich eingedämmt hat, wird ebenfalls zu seinem Vorteil sein. Auf Ganzjahresbasis erwarten wir nun ein BIP-Wachstum von 2%.

Die jüngsten politischen Signale aus Peking stimmen uns bezüglich dieses Szenarios zusätzlich zuversichtlich. Wir rechnen damit, dass die Befreiung der Zahlung von Sozialversicherungsbeiträgen, defizitfinanzierte Infrastrukturprojekte sowie andere Ausgabenmassnahmen und Gebührensenkungen in diesem Jahr 4,5% des BIP ausmachen werden. Es handelt sich dabei um

zusätzliche Stimulierungsmassnahmen ähnlich dem Konjunkturpaket, das inmitten der grossen Finanzkrise geschnürt wurde. Die chinesische Zentralbank wiederum wird wahrscheinlich die Leitzinsen und den Mindestreservesatz noch einige weitere Male senken. Derzeit gehen wir davon aus, dass der 7-Tage-Reverse-Repo-Satz und der 1-Jahres-Kreditzinssatz um insgesamt 40 Bp. und der Mindestreservesatz um 150 Bp. gesenkt werden (siehe Grafik 7).

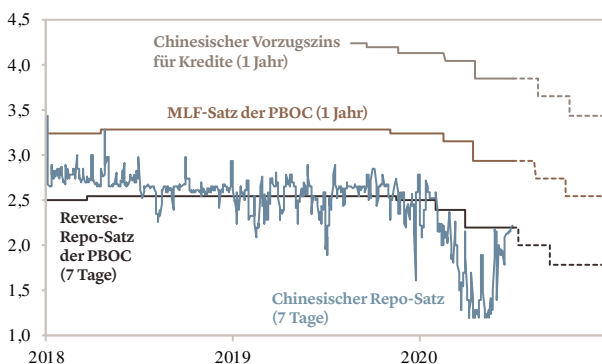
Allerdings sind wir der Ansicht, dass durch die unerwartete Wende Chinas bezüglich der Zustände im Bereich der öffentlichen Gesundheit im Vergleich zum Rest der Welt der Druck Pekings gesunken ist, bei den Stimulierungsmassnahmen aufs Ganze zu gehen (siehe Grafik 8). So wurde etwa am jüngsten Nationalen Volkskongress kein Ziel für die „Sanierung von Barackensiedlungen“ festgelegt, die von vielen als risikoreiches, jedoch wirkungsvolles Mittel zur geldpolitischen Lockerung angesehen wird. Auch haben die Behörden kein Wort über die Möglichkeit verloren, die Beschränkungen für den Hauskauf in Grossstädten zu reduzieren.

Diese überraschend konservative Haltung spiegelt womöglich den Wunsch der chinesischen Entscheidungsträger wider, etwas Pulver trocken zu halten für potenzielle mittelfristige Risiken wie die Verschärfung der geopolitischen Konflikte mit den USA. Angesichts der US-Präsidentchaftswahlen im November dürften die zahlreichen Reibungspunkte zwischen den USA und China in den Monaten davor zwangsläufig für heftige Schlagzeilen sorgen, obwohl beide Länder ihre Streitigkeiten bisher bewusst getrennt betrachtet haben, um einen totalen Zusammenbruch ihres Phase-1-Handelsabkommens zu vermeiden. Der strategische Wettbewerb im Bereich der regionalen Diplomatie, Technologie und der militärischen Fähigkeiten ist langfristiger Natur und dürfte kaum zu einem unmittelbaren alles verändernden Schock führen.

Homin Lee, Macro Strategist, Asien

7. Weitere austarierte geldpolitische Lockerungen stehen bevor

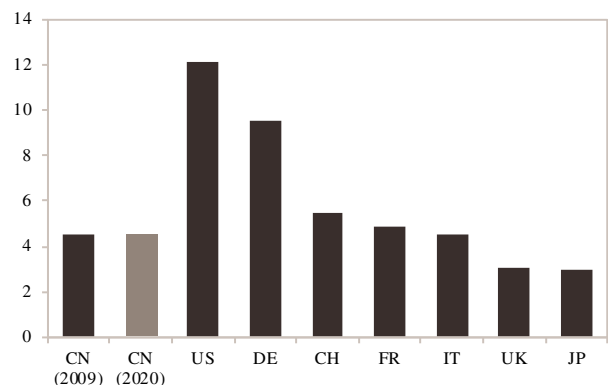
Wichtigste chinesische Zinssätze für das Inland, in % (gestrichelte Linien sind Prognosen von Lombard Odier)



Quellen: Bloomberg, Lombard Odier

8. Chinas fiskalpolitische Stimulierungsmassnahmen erscheinen im internationalen Vergleich massvoll

Vergleich der Konjunkturprogramme, in % des BIP



Quellen: IWF, Lombard Odier

Japan

Ein sonderbares Beispiel der Eindämmung von COVID-19

Auf einen Blick

- Japans Kampf gegen COVID-19 ist das beeindruckendste Beispiel dafür, wie das Virus mittels minimaler staatlicher Intervention wirksam eingedämmt werden kann. Die japanische Lösung könnte möglicherweise eine optimale Regelung für die Bekämpfung der Epidemie darstellen.
- Die vergleichsweise hohe Intensität der freiwilligen Social-Distancing-Massnahmen hat die Wirtschaftsaktivität zwar belastet, die erfolgreiche Eindämmung des Virus ist aber eine gute Voraussetzung für den wirtschaftlichen Aufschwung in der 2. Jahreshälfte.
- Das staatliche Programm für Barauszahlungen an Haushalte ist äusserst langsam angelaufen. Es wird letztlich das Wachstum in der 2. Jahreshälfte geringfügig ankurbeln. Die Bank of Japan dürfte kaum massgebliche Impulse liefern.

Japan ist in Bezug auf den Kampf gegen COVID-19 ein Fall für sich. Das Land erlebte im April eine Infektionswelle, vermochte diese jedoch ohne umfassende staatliche Intervention zurückzuschlagen. Die Ausrufung des nationalen Notstands durch Premierminister Abe war in der Tat ein moralischer Appell ohne bedeutsame Durchsetzungsbefugnisse. Zudem wurden im internationalen Vergleich äusserst wenige Tests durchgeführt. Anders gesagt: Japan hat irgendwie einen Weg gefunden, die Gesamtinfektionsrate niedrig zu halten und sein Gesundheitssystem zu schützen. Dies deutet drauf hin, dass das Tragen von Masken und die auf gesundem Menschenverstand beruhende persönliche Disziplin, wie die Vermeidung überfüllter oder geschlossener Räumlichkeiten, sehr wirksam waren.

Was die wirtschaftlichen Auswirkungen angeht, gehen wir im 2. Quartal (im Quartalsvergleich) von einem BIP-Rückgang im hohen einstelligen Bereich und damit dem dritten Quartalsrückgang in Folge aus. Dennoch wird die Wirtschaftsleistung

Japans 2020 im Vergleich zu den G7-Ländern recht respektabel ausfallen. Da die Beschränkungen weniger strikt waren, fiel der Rückgang nicht so ausgeprägt aus wie in den USA oder Europa (siehe Grafik 9). Zudem ermöglichen die stabilen Zustände im Bereich der öffentlichen Gesundheit eine kräftigere Wiederaufnahme der Wirtschaftstätigkeit. Die gute finanzielle Solidität des Unternehmenssektors, ein widerstandsfähiger Arbeitsmarkt und eine ausserordentliche politische Unterstützung werden dazu beitragen, dass sich Japan in der 2. Jahreshälfte zusammen mit anderen grossen Volkswirtschaften erholen wird.

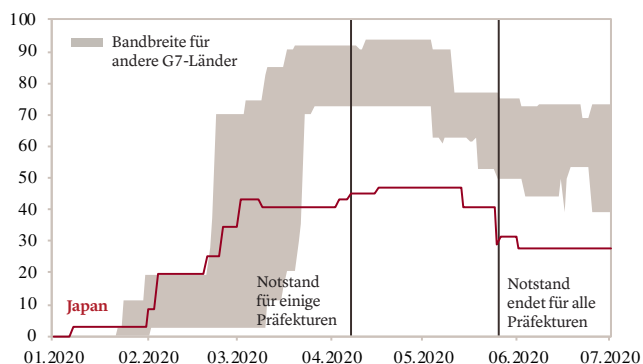
Die fiskalpolitischen Stimulierungsmassnahmen stehen dieses Jahr im Zentrum der Politik. Zwar liegen die tatsächlichen diskretionären Ausgaben, die für die nächsten Quartale geplant sind, mit 8% des BIP unter den enorm hohen Gesamtzahlen. Doch sie sind deutlich höher als das während der Lehman-Krise geschnürte Konjunkturpaket (siehe Grafik 10). Da Premierminister Abe auf die Stützung des Wachstums fokussiert, ist es durchaus möglich, dass im Herbst – sollte das globale Wachstum unerwartet zurückgeworfen werden oder der Kampf gegen COVID-19 einen Rückschlag erleiden – ein weiterer grosser Nachtragshaushalt erwogen wird. Das staatliche Programm für Barauszahlungen an Haushalte, das im April eingeführt und viel kritisiert wurde, könnte zudem das Wachstum im 2. Halbjahr automatisch ankurbeln, da etwa 40% der Haushalte noch davon profitieren werden.

Wegen technischer Beschränkungen im Zusammenhang mit den Zinssenkungen und den Wertpapierkäufen hat die Bank of Japan (BoJ) die schwere Arbeit mehr oder weniger den Finanzbehörden überlassen. Sie hat Kredit-Hilfsprogramme aufgestockt, den Kauf von Unternehmensanleihen intensiviert und die Forward Guidance verstärkt. Die Reden von Zentralbankchef Kuroda deuten darauf hin, dass der interne Widerstand gegen eine weitere Senkung der Leitzinsen aufgrund der Sorgen um die Gesundheit des Bankensektors gross ist. Daher rechnen wir damit, dass die BoJ bis 2021 weiterhin zumeist nur eine unterstützende Rolle spielen wird.

Homin Lee, Macro Strategist, Asien

9. In Japan waren die Beschränkungen weniger strikt als anderswo

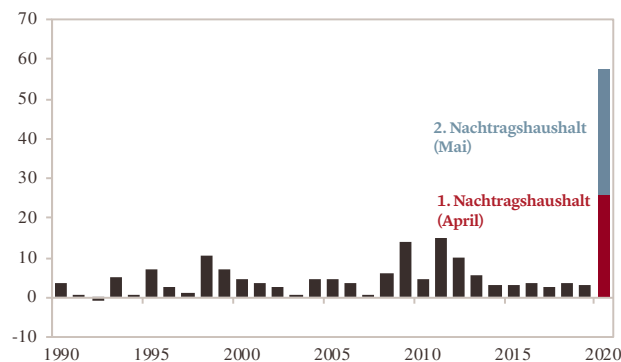
Vergleich Stringency Indices der Blavatnik School (Indexpunkte)



Quellen: Blavatnik School, Lombard Odier

10. Die Regierung Abe setzt die grössten fiskalischen Stimulierungsmassnahmen der jüngeren Geschichte um

Japans Nachtragshaushalt, in % des BIP



Quellen: Finanzministerium, Lombard Odier

Asset Allocation

Umgang mit dem Marktumfeld nach der Krise

Auf einen Blick

- In der Zeit von März bis April, als die Volatilität auf einem Höchststand war, haben wir uns dafür entschieden, unser Aktienengagement aufrechtzuerhalten. Diese Entscheidung zahlte sich absolut gesehen aus, als Aktien während der auf die Krise folgenden Aufschwungphase eine Outperformance gegenüber anderen Anlageklassen verzeichneten.
- Die Märkte sind in Bezug auf die Form der wirtschaftlichen Erholung sehr optimistisch eingestellt. Sie preisen bereits ein, dass bis Ende 2021 die vor COVID-19 erzielten Gewinne und Bewertungskennzahlen wieder erreicht werden. Damit ist die Messlatte für weitere positive Impulse hoch gelegt.
- Richtungslose Aktienmärkte, eingeschränkte Wachstumserwartungen (über die gegenwärtige wirtschaftliche Erholung hinaus) und begrenzte Renditen veranlassen uns, einen erneuten Einsatz von Carry-Strategien zu empfehlen. Genauer gesagt gehen wir bei High-Yield-Anleihen zu einer Übergewichtung über.
- Um möglicherweise bevorstehende Volatilitätsphasen gut zu bewältigen, ist unseres Erachtens die Widerstandsfähigkeit des Portfolios von entscheidender Bedeutung. Anleger können dies erreichen durch ein umsichtiges Gleichgewicht zwischen einer leichten Untergewichtung in Aktien und einer gewissen Portfolioabsicherung, etwa durch Positionen in US-Treasuries, dem Yen, Gold und, wenn angemessen, in Put-Optionen auf Aktienindizes.

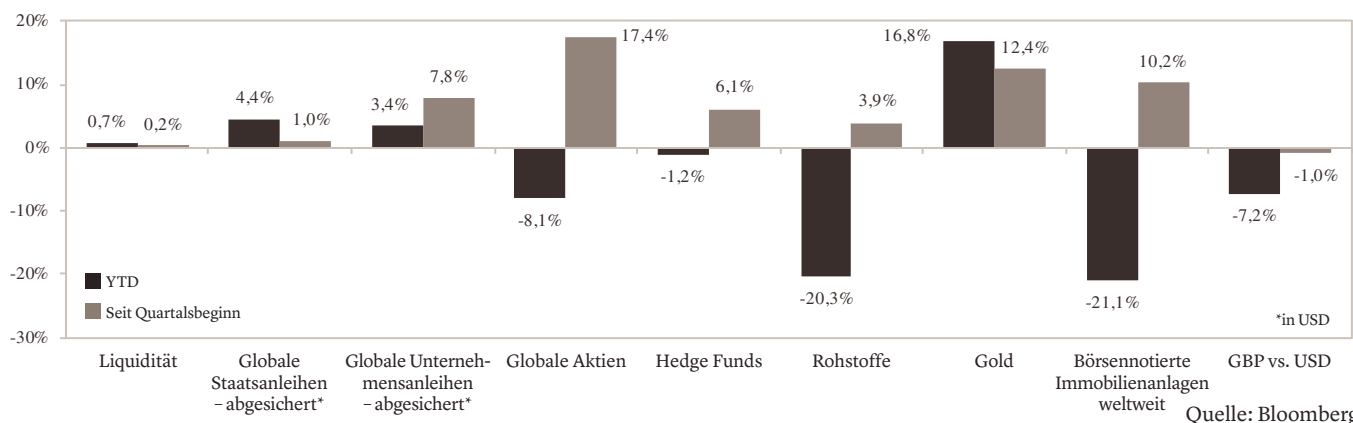
Jahresperformance des S&P 500 nun erneut auf einem neutralen Niveau. Der Optimismus der Anleger ist erstens durch die Entwicklung der Pandemie bedingt. Die meisten Länder scheinen glücklicherweise bei den COVID-19-Neuinfektionen den Höhepunkt hinter sich zu haben und haben begonnen, die drastischen Lockdown-Massnahmen zu lockern. Die häufig veröffentlichten Konjunkturdaten, die wir verfolgen, bestätigen denn auch eine weltweite Rückkehr zu einer normaleren Wirtschaftsaktivität. Zweitens haben die grossen Volkswirtschaften ihre fiskalpolitischen Stimulierungsmassnahmen in beispielloser und konzertierter Weise ausgebaut. In den meisten Fällen übersteigt das Volumen dieser Konjunkturpakete inzwischen jenes der während der grossen Finanzkrise von 2008-2009 ergriffenen Massnahmen. Zu beachten ist auch, dass Europa diesmal endlich positiv überrascht: Die Europäische Kommission hat einen Vorschlag für einen Wiederaufbaufonds in Höhe von EUR 750 Mrd. präsentiert, wobei zwei Drittel der Gelder als Zuschüsse fliessen sollen, die über gemeinsame Schuldtitel finanziert werden. Obwohl die Umsetzung mit Hürden verbunden ist, begrüsst die Anleger diesen Kulturwandel und den Schritt in Richtung einer einheitlichen wachstums- und fiskalfreundlichen Haltung innerhalb des Staatenbunds. Mit Blick auf die Geldpolitik haben die wichtigsten Zentralbanken bestätigt, dass sie ihre massive Unterstützung noch einige Jahre fortsetzen werden. Den dritten und letzten Impuls für die Marktrally gab die makroökonomische Entwicklung. Die Industrie, der Wohnungsmarkt und die Beschäftigungslage liefern alle den Beweis dafür, dass die Wirtschaftsaktivität ihre Talsohle durchschritten hat. So stieg etwa der chinesische PMI für die Industrie (Caixin) im Mai erstmals seit dem Ausbruch von COVID-19 über den neutralen Wert.

In den letzten Wochen ist die Stimmung an den Aktienmärkten ausgesprochen positiv geworden (siehe Grafik 11). Nach einer Atempause, die auf den starken Aufschwung vom April nach den COVID-19-bedingten Tiefs folgte, haben die Indizes ihren Aufwärtstrend wieder aufgenommen. Damit liegt die bisherige

Wir stimmen zwar mit dem Konsens überein, dass sich die Weltwirtschaft auf dem Weg der Besserung befindet – und das sogar in einem schnelleren Tempo als ursprünglich erwartet. Allerdings finden wir, dass ein auffälliger Gegensatz zwischen

11. Performance globale Anlageklassen

Gesamtrendite



Bitte beachten Sie die wichtigen Hinweise am Ende des Dokuments.
Lombard Odier · Anlagestrategie - Privatkunden · 3. Quartal 2020

dem aktuellen Niveau der Aktienindizes und der (nach wie vor schwachen) Wirtschaftslage besteht. Die Märkte sind in Bezug auf die Form der Erholung sehr optimistisch eingestellt. Sie preisen bereits ein, dass bis Ende 2021 die vor COVID-19 erzielten Gewinne und Bewertungskennzahlen wieder erreicht werden. Damit ist die Messlatte für weitere positive Impulse hoch gelegt. Bei einem Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500 wie es seit Anfang der 2000er-Jahre nicht mehr beobachtet wurde (obgleich dies im historisch niedrigen Renditeniveau begründet liegt), erscheint uns das Risiko-Ertrags-Verhältnis zum jetzigen Zeitpunkt nicht besonders attraktiv. Es sei denn, dank eines wissenschaftlichen Durchbruchs im Bereich der COVID-19-Impfung bzw. -Behandlung würde eine spektakuläre Rückkehr zum „normalen Leben“ stattfinden. Wir gehen deshalb davon aus, dass Aktienanleger auf Sicht von 12 Monaten begrenzte Renditen im mittleren einstelligen Prozentbereich erwirtschaften werden.

Die oben erwähnten massiven politischen Massnahmen, die weltweit zur Bekämpfung der Krise ergriffen wurden, haben jedoch das Abwärtsrisiko verringert. Entsprechend rechnen wir nicht mit einem Rückgang auf die Tiefstände vom März (siehe Grafik 12). Auch haben die Marktturbulenzen der letzten drei Monate gezeigt, wie wichtig es ist, an den Aktienmärkten investiert zu bleiben. Zum jetzigen Zeitpunkt sollten Anleger sicherstellen, dass sie ausreichend liquide und erstklassige Vermögenswerte in ihren Portfolios halten. Ziel ist es, Engagements einzugehen, mit denen sie ihre mittelfristigen Überzeugungen umsetzen können, und gleichzeitig wachsam gegenüber Bedrohungen und Chancen zu bleiben. Unter den gegebenen Umständen ist nichts besser, als sich ein taktisches Vorgehen für den Fall unvermeidbarer Überraschungen zu überlegen. Die Zeit bis Mitte Juli wird durch makroökonomische und politische Entwicklungen geprägt sein. Danach wird die Berichtssaison für das 2. Quartal dazu dienen, das Erholungsszenario zu bestätigen – oder auch nicht. Wir möchten die Anleger dazu ermutigen, jede Marktkorrektur zu nutzen, um ihr Engagement in erstklassigen Aktien selektiv zu erhöhen. In der Tat sehen wir weiteres Wertschöpfungspotenzial, allerdings eher dank einer strukturellen Titelauswahl als infolge von taktischen direktionalen Trades.

Auf Unternehmensebene wird die Fähigkeit, Gewinne zu erzielen, oder zumindest das Versprechen einer Gewinnerzielung von entscheidender Bedeutung sein. Zwar

führen in Phasen der Risikobereitschaft möglicherweise Substanzwerte die Marktentwicklung an. Doch in einer Welt, die von langsamem Wachstum, niedriger Inflation und hoher Verschuldung gekennzeichnet ist, dürften Unternehmen, die nachhaltige Wachstumsaussichten, Dividenden und widerstandsfähige Bilanzen bieten, mittel- bis langfristig eine Outperformance verzeichnen. Wir bevorzugen weiterhin Sektoren wie das Gesundheitswesen, die Informationstechnologie und die Versorger zulasten der Sektoren Finanzwesen, Energie und bestimmter Bereiche des Konsumsektors, die mit strukturellen Problemen zu kämpfen haben. Neue Infrastrukturpläne und hohe Eisenerzpreise machen den Sektor Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe (insbesondere die Metall- und Bergbauindustrie) wieder attraktiv. Auf Regionenebene halten wir an unserer Allokation fest, wobei wir weiterhin eine Präferenz für die USA haben.

Im Fixed-Income-Segment nutzten wir unverzüglich die Ankündigungen der Zentralbanken hinsichtlich ihrer Wertpapierkaufprogramme, um unser Engagement in Investment-Grade-Anleihen deutlich zu erhöhen. Nun da die Zentralbanken tatsächlich mit dem Kauf von Anleihen begonnen haben, was zu einer markanten Verengung der Spreads geführt hat, haben wir beschlossen, uns im Anleihspektrum weiter unten zu positionieren. Richtungslose Aktienmärkte, niedrige Wachstumserwartungen (über die gegenwärtige wirtschaftliche Erholung hinaus) und begrenzte Renditen veranlassen uns, einen erneuten Einsatz von Carry-Strategien zu empfehlen. Anfang April hatten wir vor dem Hintergrund der zunehmenden Unsicherheit und als Teil eines Prozesses zur Risikoreduzierung High-Yield-Anleihen untergewichtet. Dieser Schritt ermöglichte uns, in der Zeit, als die Volatilität auf einen Höchststand stieg, unser Aktienengagement aufrechtzuerhalten. Die Entscheidung zahlte sich absolut gesehen aus, als Aktien während der auf die Krise folgenden Aufschwungphase eine Outperformance gegenüber den Fixed-Income-Segmenten mit hohem Beta erzielten. Heute sehen wir dagegen bei High-Yield-Anleihen ein attraktiveres Risiko-Ertrags-Verhältnis, was eine Rückkehr zu einer Übergewichtung rechtfertigt. Die Anlageklasse schneidet innerhalb unseres Anlageuniversums sowohl aus Bewertungs- als auch aus Carry-Sicht gut ab. Wir sind der Meinung, dass sich die Spreadverengung in diesem Segment, angetrieben

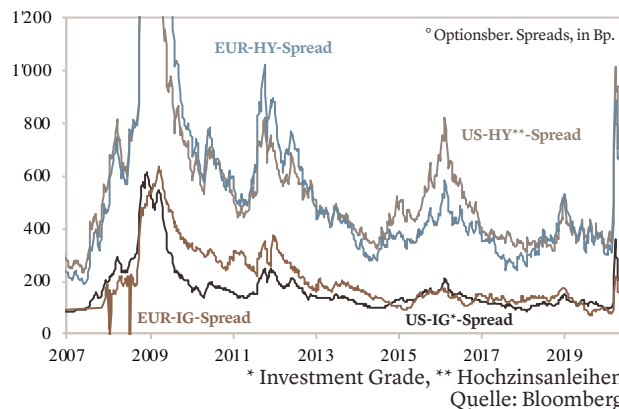
12. Niedrigzinsumfeld hat die Erholung der Aktienmärkte gestützt

Die Zentralbanken wollen die Finanzierungskosten im Zaum halten



Quelle: Bloomberg

13. Spreads von Investment-Grade-Anleihen haben sich normalisiert im High-Yield-Segment besteht jedoch noch Spielraum für eine weitere Verengung°



Quelle: Bloomberg

durch die erneute Renditesuche der Anleger, weiter fortsetzen wird (siehe Grafik 13, Seite 11). Es gilt zu bedenken, dass die Ausfallrate im aktuellen Konjunkturmilieu steigen dürfte, insbesondere in den von der Krise am stärksten betroffenen Sektoren Transportwesen, Einzelhandel, Freizeit sowie im US-Energiesektor. Dennoch sind wir der Ansicht, dass dank der beispiellosen Massnahmen der Zentralbanken und Regierungen die Liquiditätsbedingungen am Markt auf einem angemessenen Niveau und die Finanzierungsbedingungen günstig bleiben werden. Ferner dürften der nach wie vor niedrige Zinsaufwand und die sehr rasche Wiedereröffnung des High-Yield-Primärmarktes verhindern, dass die Ausfälle in hohem Masse zunehmen.

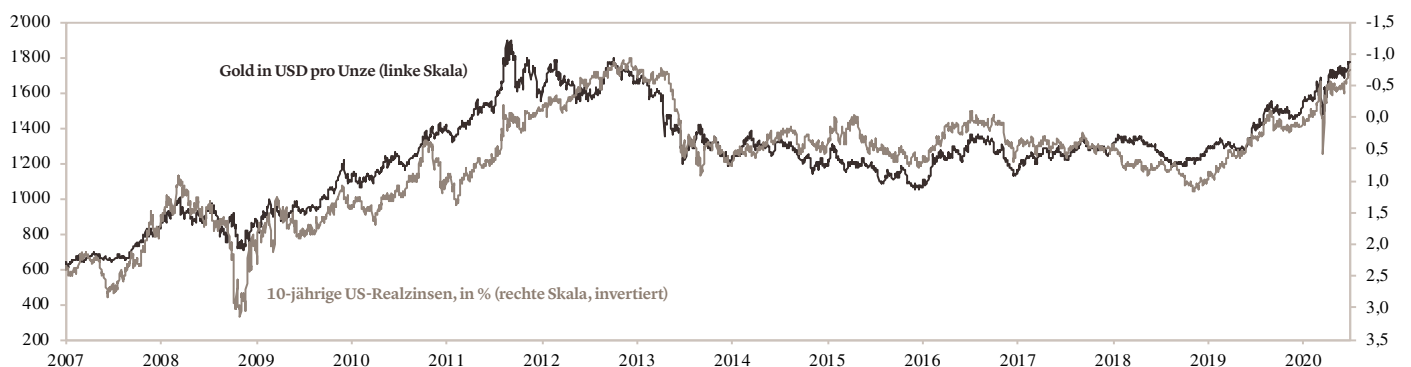
Unsere Empfehlung für Carry-Strategien gilt jedoch nicht für Schwellenländer, deren Situation wir, auch aufgrund unzureichender politischer Unterstützungsmassnahmen, nach wie vor als besorgniserregend erachten. Mit Blick auf die Kreditqualität scheinen die Aussichten für Unternehmen und staatliche Emittenten aus Ländern, deren externe als auch interne Nachfrage eingebrochen ist, besonders schwierig zu sein – ganz zu schweigen von den Auswirkungen der niedrigen Ölpreise auf die Produzenten. Daher bleiben wir in Schwellenländeranleihen (sowohl in Lokal- als auch in Hartwährung) weiterhin untergewichtet, wobei wir die asiatischen Märkte in diesem Bereich nach wie vor bevorzugen.

Um möglicherweise bevorstehende Volatilitätsphasen gut zu bewältigen, ist unseres Erachtens die Widerstandsfähigkeit des Portfolios von entscheidender Bedeutung. Obwohl sich Europa und Asien in die richtige Richtung zu bewegen scheinen, können wir nicht ausschliessen, dass die Situation in Nord- und Lateinamerika in den kommenden Monaten für hohe Volatilität sorgen wird. Dies bedeutet, dass neben dem Fokus auf erstklassige und liquide Vermögenswerte eine angemessene Mischung aus Risikoanlagen und Absicherungen sichergestellt werden sollte. Anleger können dies erreichen durch ein umsichtiges Gleichgewicht zwischen einer leichten Untergewichtung in Aktien und einer gewissen Portfolioabsicherung, etwa durch Positionen in US-Treasuries, dem Yen, Gold (siehe Grafik 14) und, wenn angemessen, in Put-Optionen auf Aktienindizes. In Bezug auf Nicht-USD-Portfolios, in denen europäische Staatsanleihen derzeit weder Ertrag noch Schutz bieten, und anstatt Put-Optionen auf Aktienindizes zu verlängern, haben wir entschieden, das Engagement in US-Treasuries taktisch zu erhöhen. Wir wollen von den verbesserten Marktbedingungen Gebrauch machen, um die Duration zu erhöhen und das Engagement breiter abzustützen. Die Absicherungskosten sind gesunken, und die in Euro abgesicherten Renditen von US-Anleihen liegen über denen europäischer Anleihen gleicher Bonität.

*Sophie Chardon, Senior Cross-Asset Strategist
Mathieu Bellamy, Senior Equity Strategist*

14. Gold: Status als sicherer Hafen bestätigt

Goldpreis nahe an Allzeithochs, gestützt durch ultra-expansive Geldpolitik



Quelle: Bloomberg

Devisenmarkt

Die Zeit der Dollar-Abwertung ist endlich gekommen

Auf einen Blick

- Eine Reihe positiver Nachrichten aus Europa, darunter auch Nachrichten im Zusammenhang mit COVID-19, hat die lang erwartete Dollar-Korrektur ausgelöst.
- Bis – hoffentlich – eine Einigung über ein Brexit-Rumpfabkommen erzielt wird, dürfte das GBP schwach bleiben.
- Mit Blick auf die Schwellenländer ist ein selektives Vorgehen nach wie vor von zentraler Bedeutung, wobei die relative Verschuldung und die Empfänglichkeit für sich verbessernde Signale aus der Eurozone wichtige Unterscheidungsmerkmale darstellen.

Mehrere wichtige Entwicklungen im vergangenen Monat haben dem Dollar einen Schlag versetzt, sodass wir EURUSD jetzt wieder positiv beurteilen. Besonders stechen folgende Entwicklungen hervor: die markanten Fortschritte beim EU-Wiederaufbaufonds, eine über Erwartung starke Aufstockung des EZB-Hilfsprogramms, ein äusserst expansives Fed, das nun bis 2022 Zinsen von nahe null erwartet, und erste Erholungsanzeichen der Wirtschaft (siehe Grafik 15), die zusammen mit dem sich verbessernden Trend bezüglich der Virusinfektionen (ausserhalb der USA) die Voraussetzungen für eine wirtschaftliche Erholung in der 2. Jahreshälfte schaffen.

Damit hat endlich eine Korrektur der Überbewertung des Greenbacks (die sich aufgrund der Einpreisung von Risikoprämien als hartnäckig erwiesen hat) eingesetzt. Natürlich existiert keine geradlinige Abwärts- (oder Aufwärts-) Bewegung, und es wird Phasen der Konsolidierung und/oder Trendwenden geben. Doch aus fundamentaler Sicht ist der US-Dollar nach wie vor teuer (siehe Grafik 16), und die Auspreisung der Risikoprämien dürfte ihn weiter abschwächen. Wir haben die Jahresendprognosen für EURUSD und EURCHF auf 1.17 bzw. 1.11 angehoben. In diesem Umfeld ist der japanische Yen weiterhin eine solide Grösse: Er profitiert vom Abwärtstrend des

US-Dollar und vermag gleichzeitig in einem ungünstigen Szenario als Absicherung zu fungieren (siehe unten).

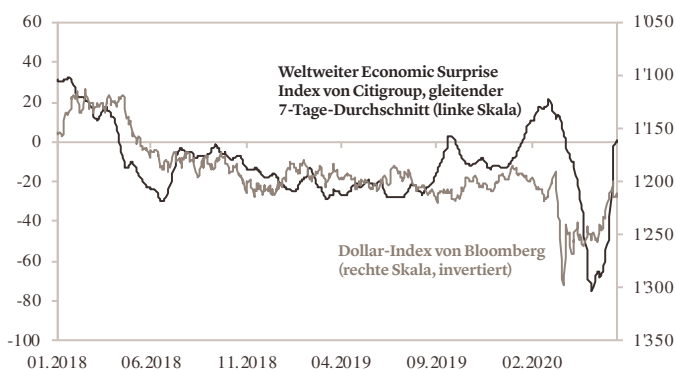
In Bezug auf die Brexit-Risiken hat sich der Markt bisher etwas sorglos gezeigt, denn er hat gerade erst begonnen, die Möglichkeit eines No-Deal-Brexits einzupreisen. Im Rahmen unseres Basisszenarios gehen wir nach wie vor davon aus, dass Ende Jahr ein „Rumpfabkommen“ erzielt wird, das sich für das britische Pfund als stützend erweisen wird. Bis dahin wird das britische Pfund jedoch wahrscheinlich schwach bleiben – die Obergrenze dürfte in den Sommermonaten bei 1.25 liegen.

Nach einer gewissen kurzfristigen Konsolidierung dürften Rohstoffwährungen (in erster Linie der australische Dollar) von der US-Dollar-Schwäche profitieren. Mit Blick auf die nordischen Länder dürfte die norwegische Krone die schwedische Krone überflügeln.

Was die Schwellenländer angeht, bevorzugen wir weiterhin ein selektives Vorgehen. Der schwächere US-Dollar dürfte Währungen zugutekommen, deren Länder eine relativ niedrige Verschuldung aufweisen und die für sich verbessernde Signale aus der Eurozone sowie für stärkere Infrastrukturausgaben Chinas (und möglicherweise der USA) empfänglich sind. Wir sind der Ansicht, dass in der Region Mittel- und Osteuropa, Naher Osten und Afrika der polnische Zloty, die tschechische Krone und der israelische Schekel die besten Voraussetzungen haben, um davon zu profitieren. In Asien dagegen bevorzugen wir die indonesische Rupiah, den koreanischen Won und den Taiwan-Dollar. In Lateinamerika dürfte der chilenische Peso gut abschneiden. Im Hinblick auf den mexikanischen Dollar sind wir leicht positiv eingestellt. Einige Währungen (zum Beispiel die türkische Lira, der südafrikanische Rand, der brasilianische Real und der kolumbianische Peso) werden aber unter anhaltenden Abwertungsdruck geraten, was eine insgesamt neutrale Positionierung gegenüber der EMFX-Benchmark rechtfertigt.

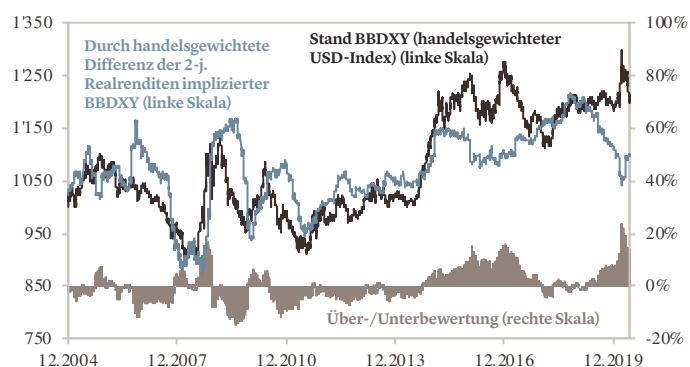
Vasileios Gkionakis, Global Head of FX Strategy
Kiran Kowshik, Global EMFX Strategist

15. Handelsgewichteter US-Dollar dreht nach unten, da Konjunkturdaten positiv überraschen



Quellen: Bloomberg, Lombard Odier

16. Der Beginn der US-Dollar-Korrektur



Quellen: Bloomberg, Lombard Odier

Wichtige Hinweise

Die vorliegende Marketingmitteilung wurde von der Bank Lombard Odier & Co AG (nachstehend "Lombard Odier") herausgegeben. Sie ist weder für die Abgabe, Veröffentlichung oder Verwendung in Rechtsordnungen bestimmt, in denen eine solche Abgabe, Veröffentlichung oder Verwendung rechtswidrig 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 der 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 ist stets bemüht, Aktualität, Genauigkeit und Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen sicherzustellen. Alle Informationen und Meinungen sowie die hierin enthaltenen Preisangaben, Marktbewertungen und Berechnungen können sich jedoch jederzeit 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 Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen ist und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Financial Conduct Authority (FCA) und die 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.** Die Veröffentlichung dieses Marketingdokuments wurde auch für die Verwendung durch folgende in der Europäischen Union ansässige Unternehmen genehmigt: **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.

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. Diese Anzeige wurde von der Monetary Authority of Singapore nicht geprüft. **Panama:** Diese Marketingmitteilung wurde von Lombard Odier (Panamá) Inc., 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. **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. **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. **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 versandt, dorthin mitgenommen, dort verteilt oder an US-Personen abgegeben werden.

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.

Datenschutz: Sie erhalten diese Mitteilung möglicherweise, weil Sie uns Ihre Kontaktdaten mitgeteilt haben. Beachten Sie in diesem Fall bitte, dass wir Ihre personenbezogenen Daten auch zum Zwecke des Direktmarketings verarbeiten können. Wenn Sie einer solchen Verarbeitung widersprechen möchten, richten Sie Ihren Widerspruch bitte an den Datenschutzbeauftragten der Gruppe: Bank Lombard Odier & Co AG, Group Data Protection Officer, 11, Rue de la Corratierie, 1204 Genf, Schweiz. E-Mail: group-dataprotection@lombardodier.com. Nähere Informationen über die Datenschutzpolitik von Lombard Odier finden Sie auf www.lombardodier.com/privacy-policy.

© 2020 Bank Lombard Odier & Co AG – alle Rechte vorbehalten. Ref. LOCH/LOESA/LOASIA-GM-de-062019.

SCHWEIZ

GENF

Bank Lombard Odier & Co AG¹

Rue de la Corraterie 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.

LONDON

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

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

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

Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited

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

Wertpapierfirma, die von der Financial Conduct Authority (FCA, Register-Nr. 515393) zugelassen ist und reguliert wird.

LUXEMBURG

Lombard Odier (Europe) S.A.

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

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

Lombard Odier Funds (Europe) S.A.

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

MADRID

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

Paseo de la Castellana 66, 4^a Pl. · 28046 Madrid ·

España · madrid@lombardodier.com

Kreditinstitut, das in Spanien der Aufsicht der Banco de España und der Finanzaufsichtsbehörde (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV) untersteht.

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

Paseo de la Castellana 66, 4^a Pl. · 28046 Madrid ·

España · madrid@lombardodier.com

Verwaltungsgesellschaft unter der Aufsicht der Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

MAILAND

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

Via Santa Margherita 6 · 20121 Milan · Italien

milano-cp@lombardodier.com

Kreditinstitut, das in Italien der Aufsicht der Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) und der Banca d'Italia untersteht.

MOSKAU

Bank Lombard Odier & Co Ltd · Representative Office Moscow

2 Letnikovskaya st.2, bld.1 · 115114 Moscow · Russian

Federation · moscow@lombardodier.com

Unter der Aufsicht der Zentralbank der russischen Föderation.

PARIS

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

8, rue Royale · 75008 Paris · France. RCS PARIS B 803

905 157 · paris@lombardodier.com

Kreditinstitut, das in Frankreich im Hinblick auf seine Anlagendienstleistungen der Aufsicht der Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) und der Autorité des Marchés Financiers (AMF) untersteht. Gewerbe genehmigung Nr. 23/12. Registrierung in Luxemburg unter der Nr. B169 907. Vom Commissariat aux Assurances (CAA) unter der Nr. 2014 CM002 zugelassener Versicherungsvermittler. Die Eintragung beim CAA kann unter www.oria.fr überprüft werden.

AFRIKA | NAHER OSTEN | NORD- UND

LATEINAMERIKA

ABU-DHABI

Bank Lombard Odier & Co Ltd · Abu Dhabi Global Market Branch

Al Maryah Island · Abu Dhabi Global Market Square ·

Al Sila Tower · Abu Dhabi

abudhabi@lombardodier.com

Vermittlung von Anlagegeschäften · Beratung zu Investitionen oder Krediten · Vermittlung von Krediten. Von der ADGM Financial Services Regulatory Authority beaufsichtigt.

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.

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.

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.

ASIATISCH-PAZIFISCHER RAUM

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.

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).

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

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



LOMBARD ODIER
LOMBARD ODIER DARIER HENTSCH

www.lombardodier.com