

DIE SCHWELLENLÄNDERMÄRKTE – LETZTE HOFFNUNG IN DER RENDITEWÜSTE?

SEPTEMBER 2016

Die traditionellen Risikoprämien sind derzeit sehr niedrig. Gleichzeitig werden die Zinsen in den großen Industrieländern sicherlich noch geraume Zeit auf niedrigen Niveaus oszillieren, so dass Investoren Ausschau nach anderen Renditequellen halten müssen.

Das Universum der Schwellenländeraktien und -anleihen bietet aufgrund der besseren Fundamentaldaten und attraktiven Bewertungen unserer Ansicht nach interessante Anlagechancen.



Salman Ahmed
Leitender Investmentstrategie

ZUSAMMENFASSUNG

Die traditionellen Risikoprämien sind derzeit sehr niedrig. Gleichzeitig werden die Zinsen in den großen Industrieländern sicherlich noch geraume Zeit auf niedrigen Niveaus oszillieren, so dass Investoren Ausschau nach anderen Renditequellen halten müssen.

Das Universum der Schwellenländeraktien und -anleihen bietet aufgrund der besseren Fundamentaldaten und attraktiven Bewertungen unserer Ansicht nach interessante Anlagechancen. Die Aussichten für die Industrieländer sind nach wie vor verhalten: hohe Verschuldung, rückläufiges Potenzialwachstum und Unfähigkeit der Politik, wirksame Maßnahmen umzusetzen, so dass die Geldpolitik mit ihren extrem niedrigen Zinsen der einzige Hebel zur Ankurbelung der Konjunktur ist. Sogar in den USA, wo die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen deutlich robuster sind als in anderen großen Industrieländern, sah sich die Federal Reserve angesichts der Gefahr externer Schocks veranlasst, in einen sehr vorsichtigen Modus umzuschalten und ihre langfristigen Wachstums- und Zinsprognosen nach unten zu korrigieren.

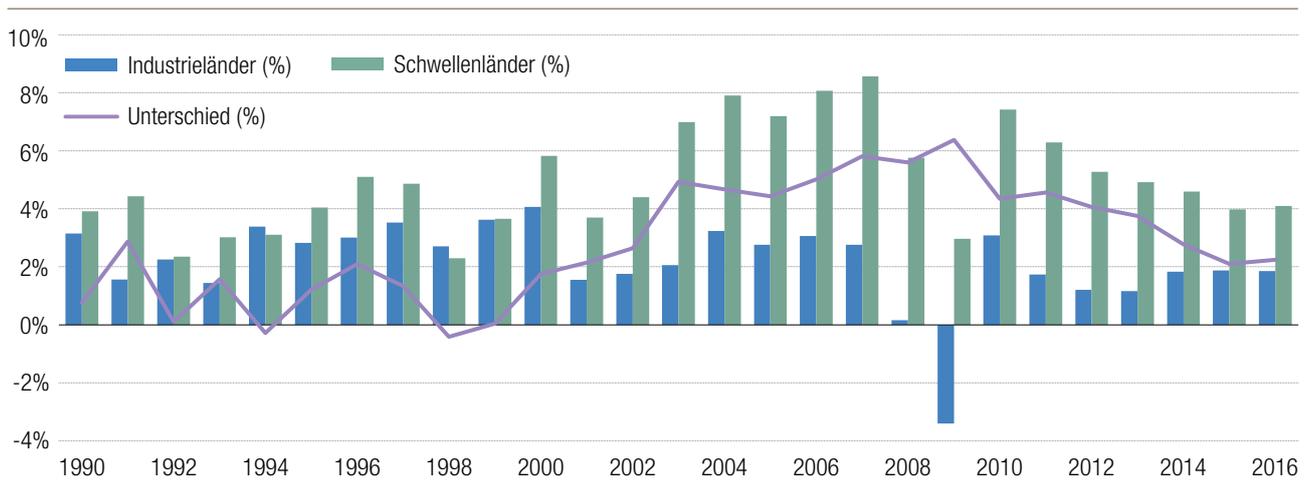
Für Anleger bedeutet dieses Umfeld anhaltend niedriger Renditen und geringer Renditeerwartungen, die sich in den hohen Bewertungen in den meisten Industrieländern widerspiegeln, dass sie ihr Augenmerk wieder verstärkt auf die Anlageklasse ‚Schwellenländer‘ richten sollten. In den Jahren 2013 bis 2015 gerieten Schwellenländeranlagen aufgrund der Verschlechterung der Fundamentaldaten, der deutlichen Zunahme idiosynkratischer Risiken (wie im Falle Brasiliens und Russlands) und der Aufwertung des USD auf breiter Front unter massiven Druck.

Mittlerweile zeichnet sich jedoch eine Verbesserung der Rahmenbedingungen für die Anlageklasse ab. Wir machen dies an der Risiko-Rendite-Bewertung von drei Schlüsselparametern fest – Fundamentaldaten, Bewertungen und Risikofaktoren. Hinsichtlich der Fundamentaldaten deuten die jüngsten Daten auf eine Belebung der Konjunktur und eine spürbare Verbesserung der Außenbilanzen mehrerer Schwellenländer hin. Betrachtet man die Bewertungen, erinnert die aktuelle Situation – trotz besserer Fundamentaldaten – an die Bewertungsniveaus während der Krise der Jahre 1997 und 1998; gleichzeitig verlieren potenzielle systematische Risikofaktoren wie eine von China ausgehende finanzielle Kernschmelze und eine härtere Gangart der Federal Reserve allmählich an Einfluss.

FUNDAMENTALDATEN: DIE ZEICHEN STEHEN GUT

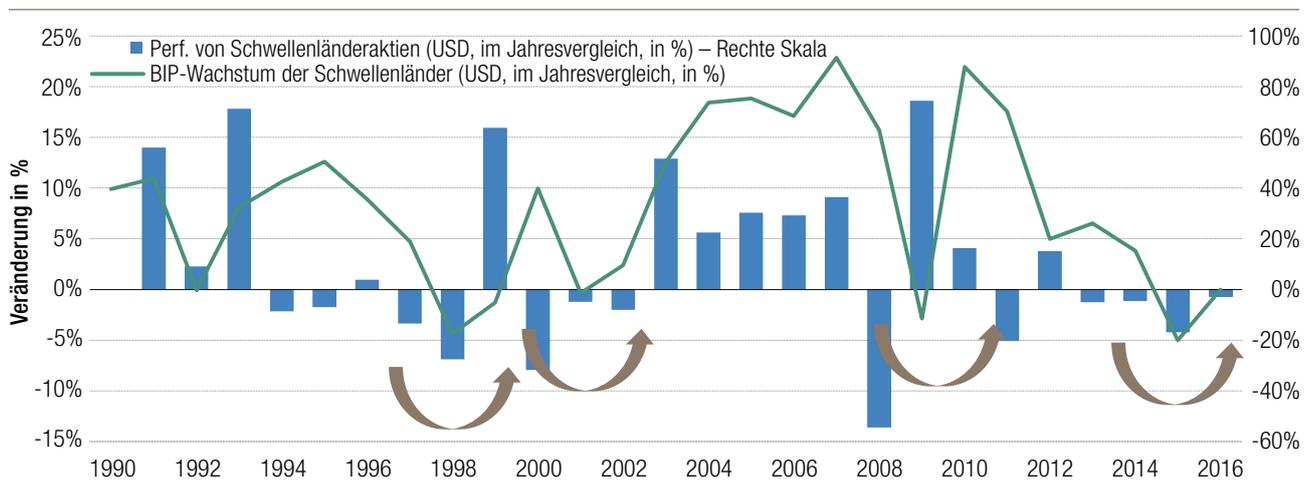
Bei der Analyse der makroökonomischen Fundamentaldaten deuten die jüngsten Daten auf eine eindeutige Belebung der Konjunktur in den Schwellenländern hin, obwohl ihre Volkswirtschaften in den Jahren 2011 bis 2015 zu kämpfen hatten. Darüber hinaus nimmt der Wachstumsunterschied zwischen Schwellenländern und Industriestaaten, der von 2012 bis 2015 jedes Jahr geringer wurde, wieder zu. Dieser Wachstumsunterschied war stets ein Schlüsselindikator für die Outperformance von Schwellenländeranlagen (Abbildung 1 und 2).

ABB. 1 – REALES BIP-WACHSTUM (JÄHRLICHE RATE): DAS WACHSTUM DER SCHWELLENLÄNDER BESCHLEUNIGT SICH ERNEUT UND ÜBERHOLT DIE INDUSTRIESTAATEN



Quelle: IWF, Juli 2016 Die Daten sind in lokalen Währungen angegeben.

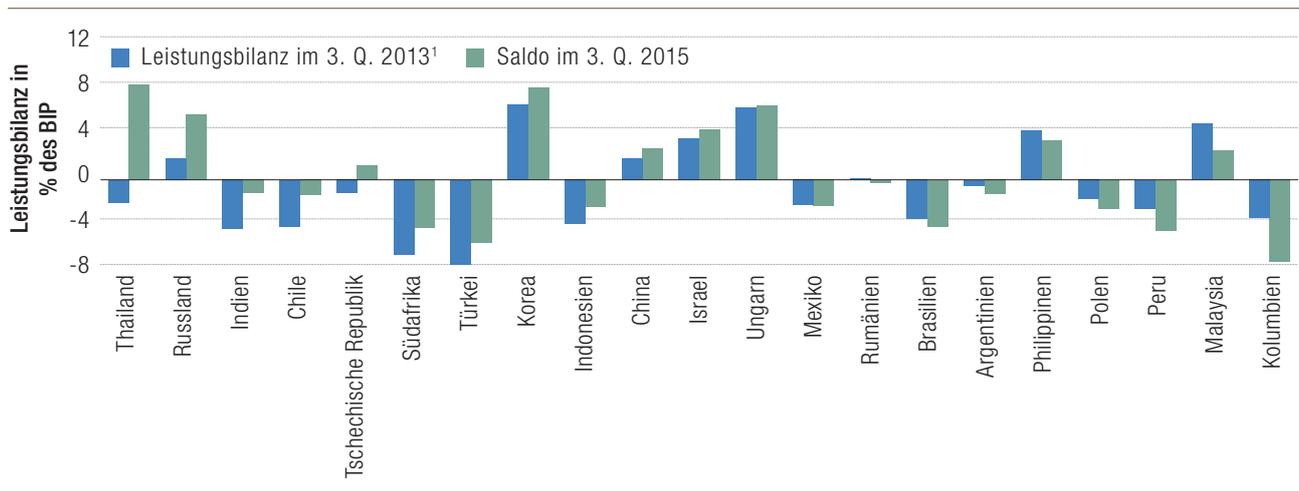
ABB. 2 – KONJKTURAUFSCWÜNGE IN DEN SCHWELLENLÄNDERN FÜHRTEN BISHER IMMER ZU STEIGENDEN VERMÖGENSPREISEN



Quelle: Bloomberg, Stand: 31. Juli 2016 Angaben in USD. Schwellenländer (Emerging Markets) laut Definition von Morningstar. In der Vergangenheit erzielte Ergebnisse stellen keine Garantie für zukünftige Renditen dar.

Einem aktuellen IWF-Bericht ist zu entnehmen, dass mehrere Schwellenländer derzeit einen Konjunkturaufschwung verzeichnen – nach mehreren Jahren des Abwärtstrends. Den politischen Interventionen mehrerer Länder, die eine starke Abwertung ihrer Währungen zuließen, war es zu verdanken, dass die volle Wucht der Zahlungskrisen abgewendet werden konnte – im Gegensatz zu 1997, als die Wechselkursregime die Instabilität noch verstärkt hatten. Diese Konjunkturstützungsmaßnahmen ermöglichten eine Stärkung der Außenhandelsbilanzen mehrerer Länder (einschließlich der Rohstoffexporteure wie Russland), deren Leistungsbilanzen sich in den letzten drei Jahren verbessert haben (Abbildung 3).

ABB. 3 – LEISTUNGSBILANZÜBERSCHÜSSE BZW. -DEFIZITE DER SCHWELLENLÄNDER



Quelle: Bloomberg, LOIM, Goldman Sachs.
¹ 3. Q. 2013 – Periode wachsenden Drucks in den Schwellenländern.

Betrachtet man die Fundamentaldaten, haben zahlreiche Schwellenländer inzwischen den Sprung in einen positiven Rückkopplungskreislauf geschafft, in dem bessere makroökonomische Fundamentaldaten den Assetpreisen Auftrieb verleihen, die diese positive Dynamik wiederum verstärken. Wir sind ferner der Ansicht, dass der Schock des Brexit-Votums diese Dynamik weiter intensiviert, da er die großen Zentralbanken zu einer vorsichtigeren Vorgehensweise zwingt und den Schwellenländern dank rückläufiger Inflation und niedrigerer Nominalzinsen eine Senkung ihrer Realzinsen ermöglicht, so dass sich für diese Volkswirtschaften eine weitere Quelle für die Finanzierung von Konjunkturstützungsmaßnahmen auf tut.

BEWERTUNGEN DER SCHWELLENLÄNDERMÄRKTE BEWERTUNGSNIVEAUS ERINNERN AN KRISENZEITEN

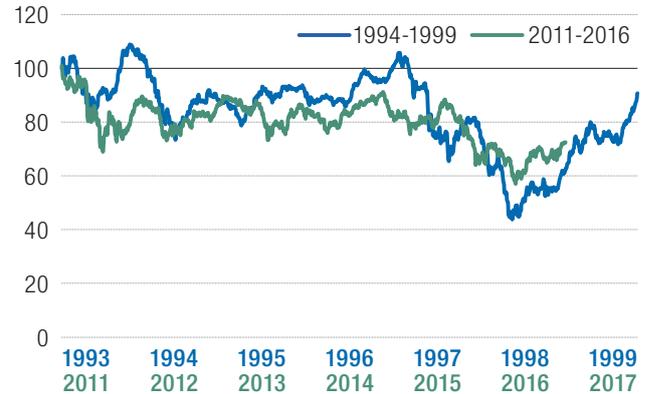
Mit Blick auf die Bewertungen weisen Schwellenländeranlagen nach über fünfjähriger Underperformance (umseitige Abbildungen 4a und 4b) mittlerweile Anzeichen einer starken Unterbewertung auf. Die Schwellenländer waren in diesem Zeitraum mit mehreren Schocks konfrontiert – 2013 das Taper Tantrum der Federal Reserve, niedrigere Rohstoffpreise und spezifische Extremrisiken (Korruptionsskandale in Brasilien, die Annexion der Krim durch Russland und die Anti-Korruptionskampagne in China) – massive Störfaktoren, die sowohl die relative als auch die absolute Performance von Schwellenländeranlagen belasteten und Ähnlichkeiten mit der Periode von 1994 bis 1999 aufwiesen (umseitige Abbildung 4b).

ABB. 4 – NACH 5-JÄHRIGER UNDERPERFORMANCE BEFINDEN SICH SCHWELLENLÄNDERAKTIEN WIEDER NAHE DEN NIVEAUS VON 1998-1999

4A. MSCI EMERGING MARKETS- VS. MSCI WORLD-INDEX



4B. MSCI EMERGING MARKETS-INDEX IM VERGLEICH ZUM ZEITRAUM ZWISCHEN 1994 UND 1999



Quelle: Bloomberg, Stand: 31. Juli 2016 In der Vergangenheit erzielte Ergebnisse stellen keine Garantie für zukünftige Renditen dar.

Betrachtet man beispielsweise die Kurs-Buchwert-Verhältnisse von Schwellenländeraktien in Abbildung 5, sind die derzeitigen Bewertungen ähnlich wie in den tiefsten Krisenzeiten 2008 und 2009, während der Unterschied zu internationalen Aktien den Krisenniveaus entspricht, die Ende der 1990er Jahre verzeichnet wurden. Derart niedrige Bewertungen sind im weltweiten Anlagespektrum derzeit eine Seltenheit und – was noch wichtiger ist – sie spiegeln mitnichten die Verbesserung der Fundamentaldaten in zahlreichen Schwellenländern wider.

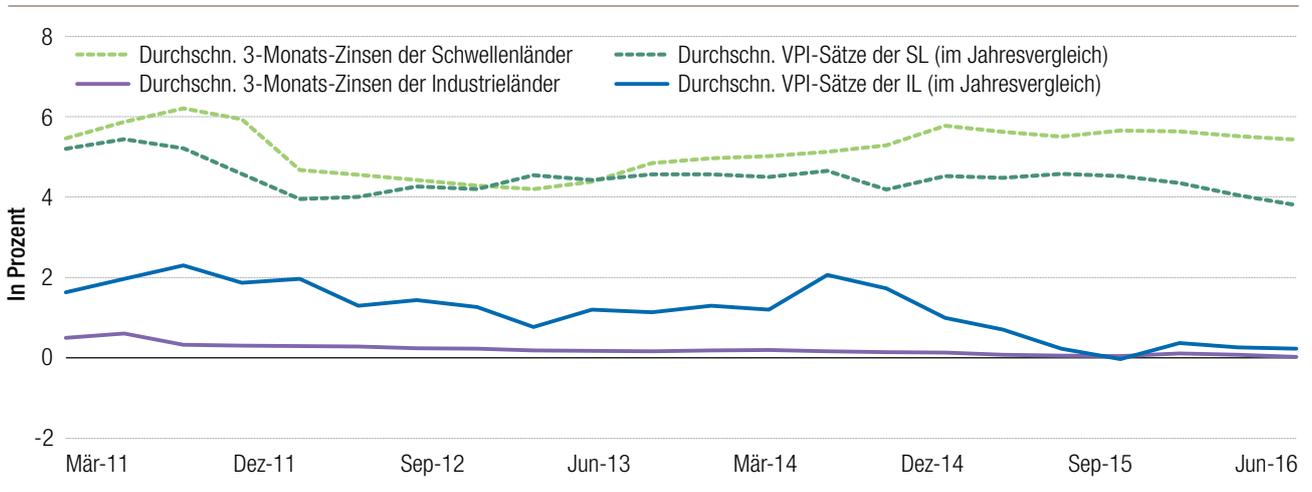
ABB. 5 – KURS-BUCHWERT-VERHÄLTNISS (KBV) VON INDUSTRIE- UND SCHWELLENLÄNDERAKTIEN



Quelle: Bloomberg, Stand: 31. Juli 2016 In der Vergangenheit erzielte Ergebnisse stellen keine Garantie für zukünftige Renditen dar.

An den Rentenmärkten verdeutlichen auch die relativ hohen Realzinsen in den Schwellenländern (sowohl absolut als auch im Vergleich zu den Industrieländern) dass attraktive Bewertungen vorliegen, insbesondere angesichts des sich beschleunigenden Abwärtstrends der Inflation, die derzeit in mehreren Schwellenländern zu beobachten ist.

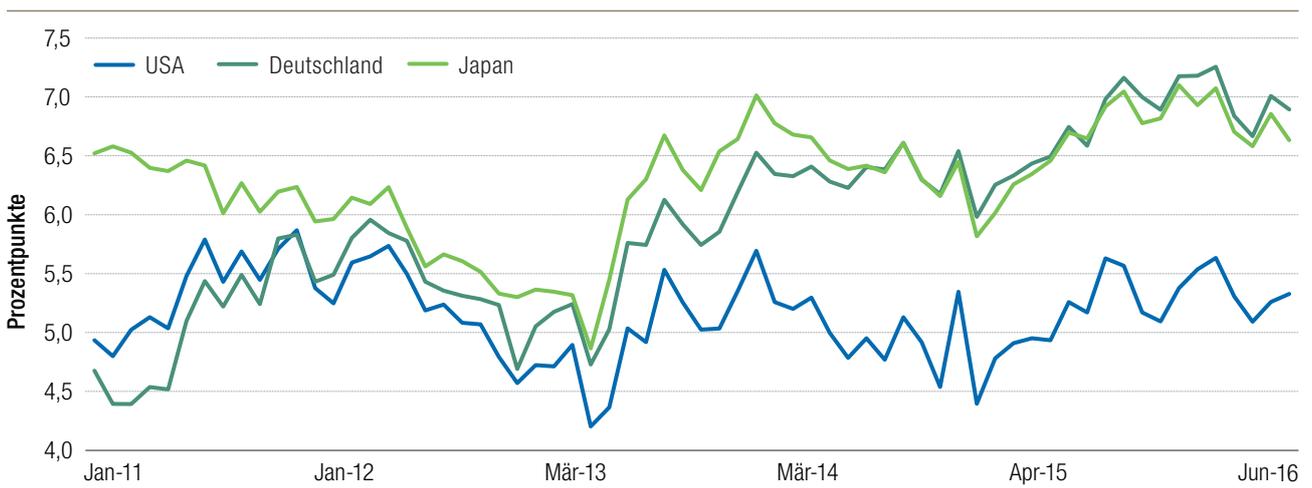
ABB. 6 – RÜCKGANG DER INFLATION IN MEHREREN SCHWELLENLÄNDERN



Quelle: Bloomberg, Stand: 31. Juli 2016, Berechnung/Grafik von LOIM.

Hinsichtlich der in Abbildung 7 angegebenen Nominalzinsen, löste der drastische Zinsrückgang der letzten sechs Monate in den Industrieländern einen Anstieg der Renditeabstände der Schwellenländer (in lokaler Währung) auf rund 5,2% p.a. gegenüber den USA und fast 7% p.a. gegenüber Deutschland aus.¹ Das derzeitige von niedrigen oder sogar negativen Zinsen geprägte Umfeld in den Industrieländern in Kombination mit den anhaltenden Lockerungsmaßnahmen der Zentralbanken hatte zu einem hohen Renditespread zugunsten der Schwellenländer geführt.

ABB. 7 – RENDITESPREAD GEGENÜBER INDUSTRIELÄNDERN AUF MEHRJAHRESHÖCHSTSTÄNDEN

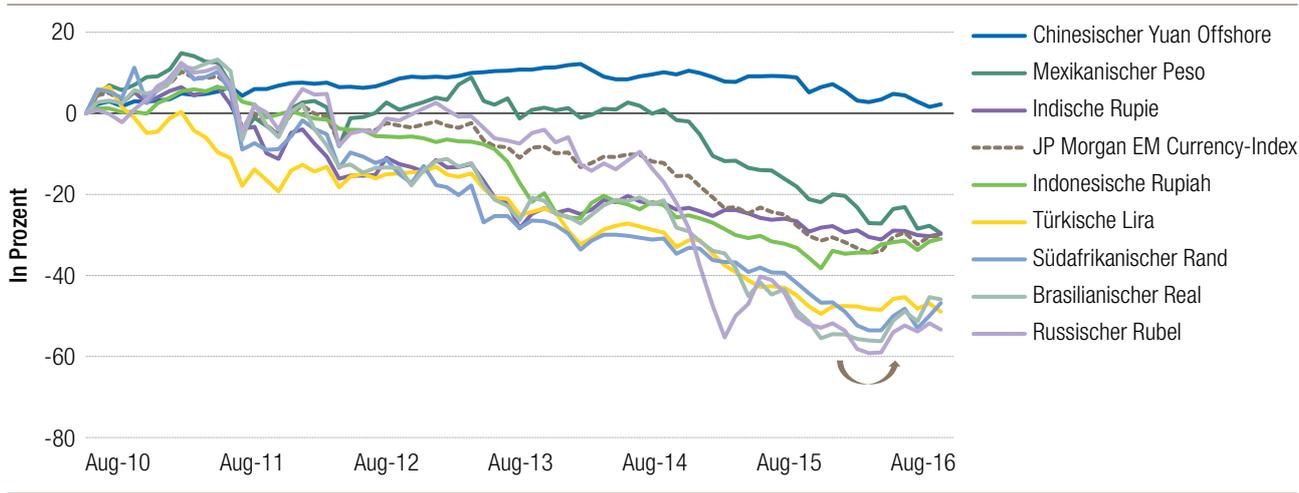


Quelle: Grundlage sind die Renditen des JP Morgan GBI-EM-Index für die Schwellenländer und die Renditen 5-jähriger Bundesanleihen für die Industrieländer. Quelle: Bloomberg, JP Morgan, Juni 2016.

¹ Quelle: Bloomberg.

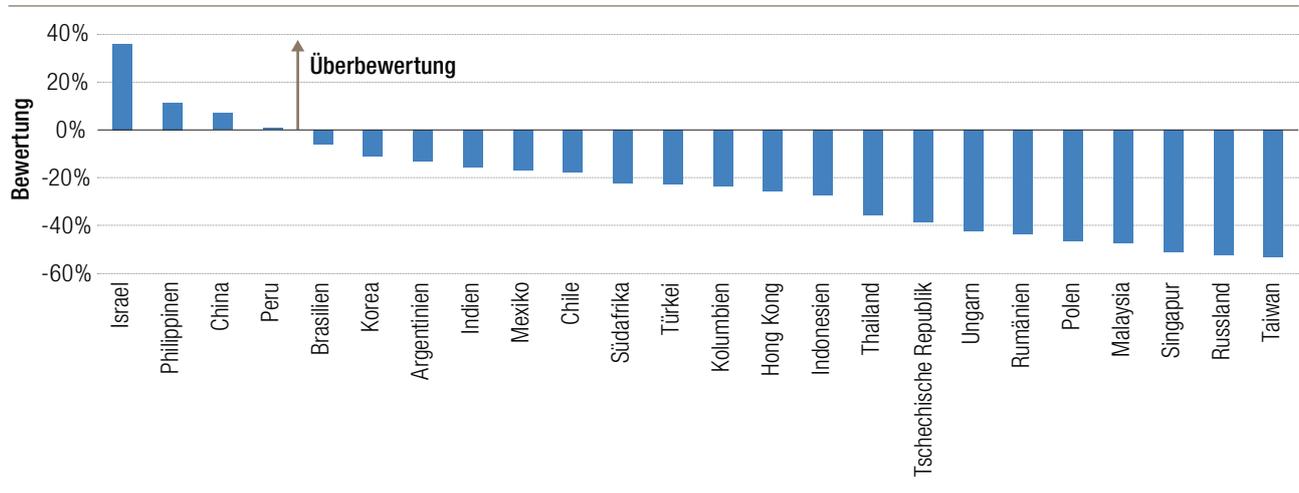
An den Devisenmärkten führte die starke Abwertung der nominalen Wechselkurse (Abbildung 8), die sich 2013 beschleunigte, zu einer Unterbewertung mehrerer FairValue-Größen. Das Ausmaß der Unterbewertung wird deutlich, wenn man ein auf der Kaufkraftparität (KKP) beruhendes Fair-ValueModell verwendet, das die Unterschiede der Pro-Kopf-Einkommen berücksichtigt (wobei das Modell festlegt, dass reichere Länder einen höheren Wechselkurs verkraften können). Einige Schwellenländer weichen stark von den Fair Values ab (diese Abweichungen sind in Abbildung 9 dargestellt).

ABB. 8 – DIE DEVISENMÄRKTE ERHOLEN SICH ALLMÄHLICH



Quelle: Bloomberg, Stand: 31. Juli 2016 In der Vergangenheit erzielte Ergebnisse stellen keine Garantie für zukünftige Renditen dar.

ABB. 9 – DIE KKP-ANALYSEN DEUTEN AUF EINE UNTERBEWERTUNG IM SCHWELLENLÄNDER-ANLEIHENUNIVERSUM HIN



Quelle: Goldman Sachs Global Investment Research.

Anmerkung: (i) Polen, Ungarn, die Tschechische Republik und Rumänien vs. EUR, die anderen Länder vs. USD dargestellt, (ii) ausgehend von den geschätzten Bewertungen für das 4. Quartal 2016.

Es sind klare Anzeichen für eine Unterbewertung von Aktien, Anleihen und Währungen der Schwellenländer erkennbar. Die Bewertungen steigen allmählich, verfügen aufgrund der besseren Fundamentaldaten aber über reichlich Aufholpotenzial, so dass dieser Trend vorerst anhalten dürfte.

WICHTIGSTE RISIKOFAKTOREN: CHINA UND DIE FEDERAL RESERVE

Hinsichtlich der mittelfristigen Perspektiven der Schwellenländer fürchten Anleger vor allem eine mögliche, von China ausgehende Finanzkrise. Diese Sorgen, die im April 2015 mit der Abwertung des Yuan um rund 3% in nur drei Tagen ihren Anfang nahmen, griffen in der Folge auf die anderen Schwellenländer über, vor allem auf die Wettbewerber Chinas im internationalen Handel. Auch für Schwellenländer mit engen Handelsbeziehungen zu China, d. h. überwiegend Rohstoffexporteure, wurde diese massive Abwertung als Bestätigung einer beträchtlichen Verlangsamung des chinesischen Wachstums gedeutet. Mehrere Monate später und nach erneuten Abwertungen Mitte Dezember und darauffolgend drastisch Anfang Januar erreichten die Ängste der Märkte vor einer finanziellen Kernschmelze einen neuen Höhepunkt, mit dem Ergebnis, dass die Renditen von Schwellenländeranlagen stark unter Druck gerieten. Seither haben die Stabilität des Yuan und die deutliche Lockerung der Geld- und Haushaltspolitik durch die chinesische Regierung das Wirtschaftswachstum auf eine solidere Basis gestellt, wie mehrere in kurzen Abständen veröffentlichte Umfrageergebnisse und harte Daten belegen. Diese Stabilisierung war ein wesentlicher Antrieb der Rallye von Schwellenländeranlagen in den letzten Monaten.

Diesbezüglich ist festzuhalten, dass der Rückgang der Devisenreserven 2015 (siehe Abbildung 10a) teilweise auf die Rückzahlung von Auslandsschulden chinesischer Unternehmen und die Umstellung von auf USD lautenden Schulden auf CNY-Verbindlichkeiten zurückzuführen war (Abbildung 10b). Der Einsatz von Devisenreserven zur Rückzahlung offener Auslandsschulden trägt unter anderem zum Ausgleich der chinesischen Zahlungsbilanz bei.

ABB. 10a – DIE DEVISENRESERVEN CHINAS SIND 2015 STARK GESUNKEN

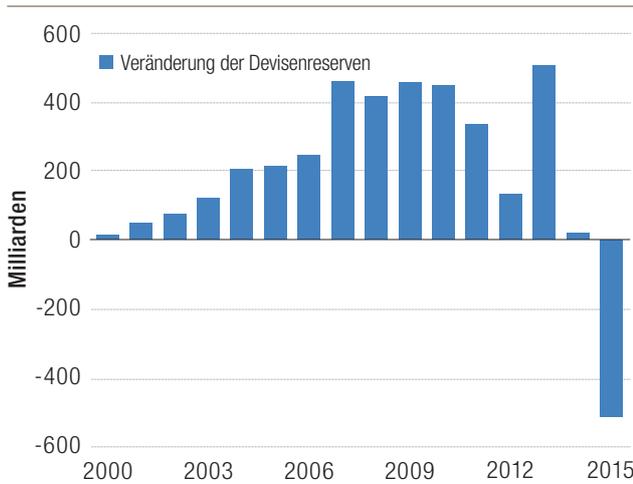
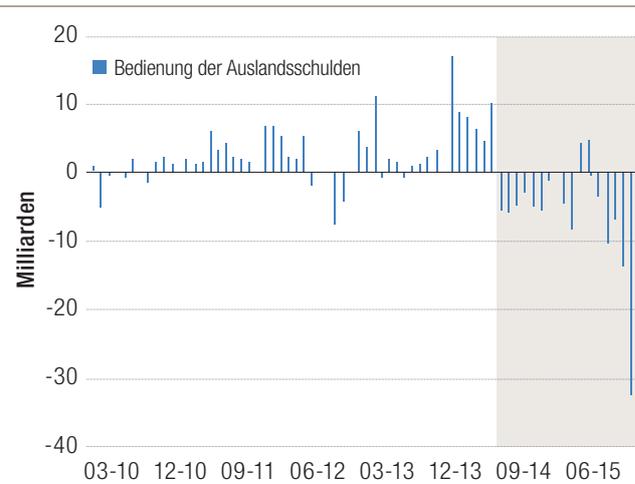


ABB. 10b – DER UNTERNEHMENSSEKTOR HAT DIE BEDIENUNG VON AUSLANDSSCHULDEN BESCHLEUNIGT



Quelle: CEIC und BBVA Research.

China weist derzeit einen Leistungsbilanzüberschuss von rund USD 50 Milliarden pro Monat auf, was angesichts des steigenden Anteils des Landes an den internationalen Exporten darauf hindeutet, dass die chinesische Regierung weniger gewillt sein dürfte, den CNY als Stimulierungsinstrument (mittels einer drastischen Abwertung) einzusetzen.

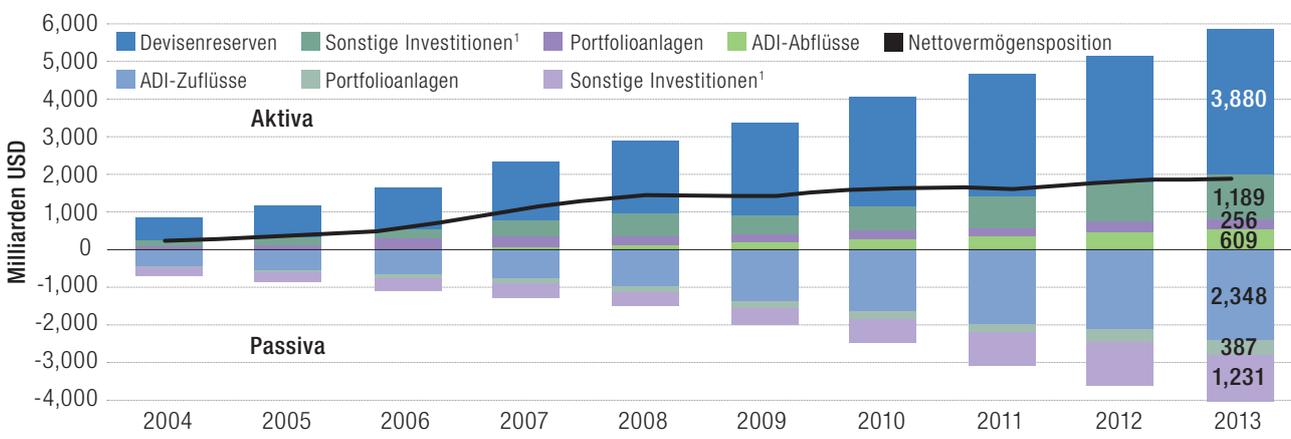
Die in den Jahren nach der Krise von 2008 und 2009 erneut gestiegene Verschuldung in China ist besorgniserregend. The Economist berichtete vor Kurzem, dass die Staatsschuldenquote (Verhältnis der Verschuldung zum BIP) von seinerzeit 150% auf inzwischen fast 260% hoch geschneilt ist. Die Gefahr einer finanziellen Kernschmelze ist nach wie vor nicht gebannt, falls es zu einer anhaltenden Welle von Zahlungsausfällen und einem Abbau von Überkapazitäten kommt.

Will man die Wahrscheinlichkeit einer derartigen harten Landung einschätzen, muss man jedoch beachten, dass China (in Höhe von ca. USD 2 Billionen im Dezember 2013, bevor massive Kapitalabflüsse einsetzten) ein Nettogläubiger der Welt ist und eine Außenhandelsbilanz mit einem sehr liquiden Profil aufweist. Darüber hinaus hat China seine Kapitalkonten noch kaum geöffnet, die als Schutz vor Kapitalflucht dienen.

Dieser sehr solide Auslandsvermögensstatus dient China als wichtiges Sicherheitsnetz für das Risiko einer finanziellen Kernschmelze, dennoch rechnen wir auch weiterhin mit einer lang anhaltenden Phase schwachen Wachstums.

ABB. 11 – DER AUSLANDSVERMÖGENSSTATUS CHINAS FUNGIERT ALS WICHTIGES SICHERHEITSNETZ FÜR DAS SYSTEM

GESAMTVERMÖGEN, AKTIVA (+) PASSIVA (-)



Quelle: PBOC, SAFE, Bloomberg.

¹ Zu den Kategorien der sonstigen Investitionen zählen Kredite, Devisen und Einlagen sowie sonstige Investitionen.

Zweitens müssen Investoren, die sich erneut in den Schwellenländern positionieren wollen, sicher gehen, dass die Stärke des US-Dollar zu einem Zeitpunkt ihren Höhepunkt erreicht hat, an dem die Federal Reserve mit ihrem Straffungszyklus beginnt. Eine Aufwertung des US-Dollar kann für die Volkswirtschaften der Schwellenländer in mehrfacher Hinsicht ein Problem darstellen. So kann die negative Korrelation zwischen US-Dollar und Rohstoffpreisen, die in USD gehandelt werden, für Rohstoffexporteure einen negativen Einkommenschock erzeugen. Als weitere Belastungsfaktoren sind aber auch die Verschärfung der globalen Finanzierungsbedingungen und der steigende Dollarkurs zu beachten, die sich nachteilig auf die Auslandsschulden der Schwellenländer auswirken.

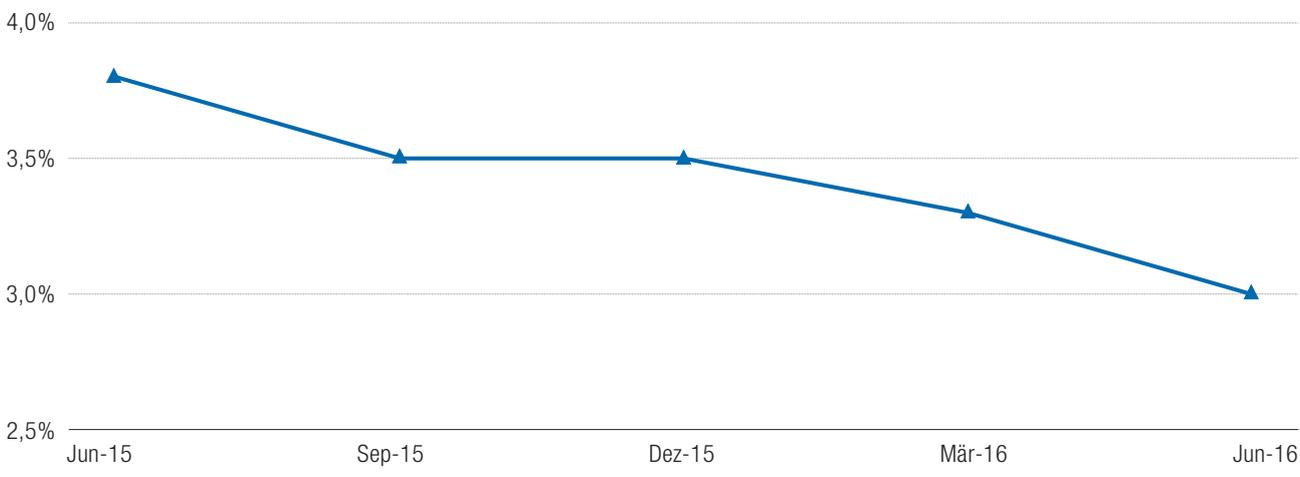
Die Fundamentaldaten deuten unserer Ansicht nach aber nicht mehr auf einen weiteren Anstieg des US-Dollar hin. In diesem Zusammenhang ist zwischen dem Risiko steigender Zinsen und dem Risiko eines stärkeren US-Dollar zu unterscheiden, denn die Evidenz einer statistischen Korrelation zwischen US-Zinsen und Preisen von Schwellenländeranlagen war in der Vergangenheit bestenfalls unsicher und schlug nur über die Reservewährung (d. h. den US-Dollar) zu Buche.

Wir glauben, dass sich die Federal Reserve in den letzten Monaten zu einer erheblichen Abweichung von ihrem ursprünglichen Kurs durchringen musste, da die Ausschläge des US-Dollar (als eine Stellgröße der Finanzierungsbedingungen) eine immer wichtigere Determinante für die Festlegung ihrer generellen geldpolitischen Ziele werden. Diese Abweichung wurde von wichtigen Fed-Vertretern wie dem Präsidenten der New Yorker Federal Reserve William Dudley, dem Fed-Gouverneur Jerome Powell und sogar von Fed-Chefin Janet Yellen bei öffentlichen Auftritten mehrfach kommentiert und internationale Entwicklungen werden stärker in ihr Kalkül einbezogen als in der Vergangenheit. Im Hinblick auf die Geldpolitik liegen andere große Industrieländer wie Japan, die Eurozone und Großbritannien mindestens einen Konjunkturzyklus hinter den USA. Dies bedeutet, dass der US-Dollar stärker durch die Zinswende der Federal Reserve beeinflusst wird als zuvor. Da die USA bei der Festlegung der globalen Finanzierungsbedingungen eine Schlüsselrolle spielen, ist das Umdenken der Notenbank durchaus nachvollziehbar. Es ist deshalb mit weiteren Reaktionen der Fed zu rechnen, zumal sie der jüngsten Erholung der US-Arbeitsmarktdaten deutlich weniger Bedeutung beimisst.

Aus struktureller Sicht wurden die Prognosen für das langfristige Wirtschaftswachstum der USA und auch die längerfristigen Prognosen für den Leitzins (Fed Funds Rate) (siehe Abbildung 12), die beide entscheidende Determinanten für die Wirtschaftsleistung sind, deutlich nach unten korrigiert. Unter diesen revidierten Voraussetzungen rechnen wir damit, dass die Fed sehr empfindlich auf Veränderungen der Finanzierungsbedingungen reagiere und die Entwicklung des Dollarkurses weiter ein Schwerpunkt für sie sein wird.

Anders als in den letzten Jahren, verleihen die vorsichtige Gangart der Federal Reserve und zusätzlichen Lockerungsmaßnahmen anderer Zentralbanken den Schwellenländern Auftrieb.

ABB. 12 – LANGFRISTIGE FED-FUNDS-PROGNOSEN DER FEDERAL RESERVE: EINDEUTIGER ABWÄRTSTREND BELEGT DEN ZUNEHMEND VORSICHTIGEN GELDPOLITISCHEN KURS

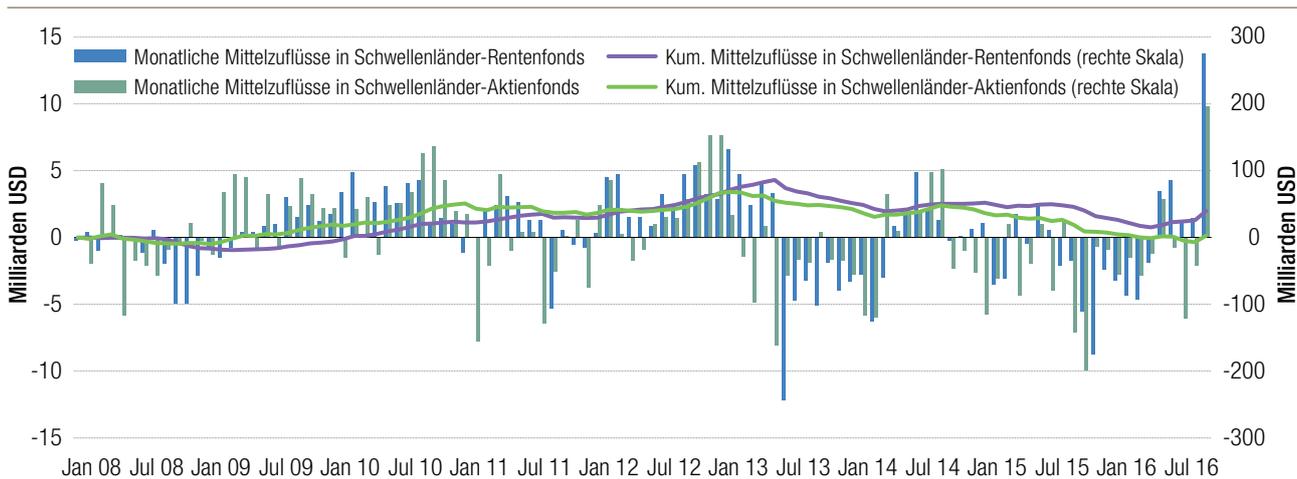


Quelle: Überblick über die Wirtschaftsprognosen der Federal Reserve, Juni 2016.

Fazit: Die Implementierung ist entscheidend

In Anbetracht der globalen Disinflation und der niedrigen oder sogar negativen Zinsen in mehreren Industrieländern sind wir der Ansicht, dass die Fundamentaldaten und Bewertungen solide Argumente für Anlagen in den Schwellenländern liefern. Seit einigen Monaten verzeichnen die Schwellenländer-Rentenfonds – und in jüngster Zeit auch Aktienfonds – bereits einen Anstieg der Mittelzuflüsse (umseitige Abbildung 13), da die makroökonomischen Argumente für Schwellenländeranlagen nicht mehr ignoriert werden können. Festzuhalten ist jedoch, dass die Mittelzuflüsse der jüngsten Zeit bisher nur einen Bruchteil der starken Abflüsse aus dem Schwellenländeruniversum ausmachen, die zwischen 2013 und Anfang 2016 verzeichnet wurden, als viele institutionelle Investoren und Privatanleger Schwellenländeranlagen in ihren Portfolios untergewichtet hatten.

ABB. 13 – MITTELZUFLÜSSE IN SCHWELLENLÄNDERAKTIEN- UND RENTENFONDS



Quelle: EPFR Global und JP Morgan, Veröffentlichung im August 2016.

Bei der Implementierung einer Rentenmarktstrategie ist jedoch zu beachten, dass die Dominanz der Zentralbanken und die strengere Regulierung zu einer Verknappung der Liquidität geführt haben (ein Thema, das wir in unserer aktuellen Analyse mit dem Titel „Paradigmenwechsel an den Rentenmärkten und Auswirkungen auf das Portfoliomanagement“ ausführlich erläutert haben). Ein Risiko für Anlagen an den Schwellenländer-Rentenmärkten ist der Herdeneffekt, wenn viele Investoren in die gleichen Papiere investieren. Das Zusammenspiel von knapper Liquidität und Herdeneffekt hat zur Folge, dass Investoren mit zunehmenden Liquiditäts- und Marktrisiken konfrontiert sind. In einer Zeit, da sich die wirtschaftlichen Unterschiede zwischen den Schwellenländern vergrößern (z. B. durch den unterschiedlichen Einfluss der Rohstoffpreise auf Exporteure und Importeure) und ein reibungsloser Ausstieg aus Positionen schwieriger wird, ist ein bedingungsloser Fokus auf Qualität oberstes Gebot. Unserer Ansicht nach sollten Investoren den herkömmlichen Market-Cap-Ansatz meiden, der für Anlagen an den Schwellenländer-Rentenmärkten die Regel ist und die am stärksten verschuldeten Emittenten begünstigt, und den Schwerpunkt stattdessen auf die Fundamentaldaten der Emittenten legen. Jedes Land sollte individuell beurteilt und Qualität zum wichtigsten Element des Portfolioaufbaus werden, damit der Portfolioumschlag reduziert werden kann.

Allerdings sind die Aktienmärkte in deutlich besserer Verfassung: Studien wie die Marktanalysen der World Federation of Exchanges für das erste Halbjahr 2016 belegen, dass die Liquiditätsbedingungen auch weiterhin gut sind. Bei Anlagen in Schwellenländeraktien bieten sich die nach wie vor vorhandenen Spielräume für High-Conviction-Strategien, die auf festen Investitionsüberzeugungen beruhen, geradezu an. Diese setzen auf die Managerkompetenzen zur Mehrwertgenerierung anstatt auf den herkömmlichen Market-Cap-Ansatz, der praktisch nur Größe und Momentum begünstigt.

Angesichts des fundamentalen Wandels, der sich hinsichtlich Form und Art des globalen Finanzsystems derzeit vollzieht, und seiner Auswirkungen auf traditionelle Anlagestrategien, muss bei der Bewertung des Risiko-Rendite-Profiles einer Anlageklasse unserer Ansicht nach auch dem Implementierungsaspekt Rechnung getragen werden.

IMPORTANT INFORMATION

For professional investor use only. This document is issued by Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited, authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (the "FCA"), and entered on the FCA register with registration number 515393. Lombard Odier Investment Managers ("LOIM") is a trade name. This document contains the views and opinions of LOIM. It does not constitute a recommendation by LOIM to buy, sell or hold any security and should not be construed as investment advice.

This document is provided for informational purposes only and does not constitute an offer or a recommendation to purchase or sell any security or service. It is not intended for distribution, publication, or use in any jurisdiction where such distribution, publication, or use would be unlawful. This document does not contain personalised recommendations or advice and is not intended to substitute any professional advice on investment in financial products. Before entering into any transaction, an investor should consider carefully the suitability of a transaction to his/her particular circumstances and, where necessary, obtain independent professional advice in respect of risks, as well as any legal, regulatory, credit, tax, and accounting consequences. This document is the property of LOIM and is addressed to its recipients exclusively for their personal use. It may not be reproduced (in whole or in part), transmitted, modified, or used for any other purpose without the prior written permission of LOIM. The contents of this document are intended for persons who are sophisticated investment professionals and who are either authorised or regulated to operate in the financial markets or persons who have been vetted by LOIM as having the expertise, experience and knowledge of the investment matters set out in this

document and in respect of whom LOIM has received an assurance that they are capable of making their own investment decisions and understanding the risks involved in making investments of the type included in this document or other persons that LOIM has expressly confirmed as being appropriate recipients of this document. If you are not a person falling within the above categories you are kindly asked to either return this document to LOIM or to destroy it and are expressly warned that you must not rely upon its contents or have regard to any of the matters set out in this document in relation to investment matters and must not transmit this document to any other person. This document contains the opinions of LOIM, as at the date of issue. The information and analysis contained herein are based on sources believed to be reliable. However, LOIM does not guarantee the timeliness, accuracy, or completeness of the information contained in this document, nor does it accept any liability for any loss or damage resulting from its use. All information and opinions as well as the prices indicated may change without notice. Neither this document nor any copy thereof may be sent, taken into, or distributed in the United States of America, any of its territories or possessions or areas subject to its jurisdiction, or to or for the benefit of a United States Person. For this purpose, the term "United States Person" shall mean any citizen, national or resident of the United States of America, partnership organised or existing in any state, territory or possession of the United States of America, a corporation organized under the laws of the United States or of any state, territory or possession thereof, or any estate or trust that is subject to United States Federal income tax regardless of the source of its income.

© 2016 Lombard Odier Investment Managers – all rights reserved.