

Globale Perspektive

Ausblick 2019: Keine Rezession, aber ein kniffliges Umfeld

Nur für professionelle Investoren • Asset Management

November 2018

Zusammenfassung

In unserem Hauptszenario erwarten wir ein über dem Trend liegendes globales Wachstum, wobei wir die Wahrscheinlichkeit als gering erachten, dass eines der wichtigsten Industrieländer in eine Rezession abrutscht. Allerdings sind wir noch weit davon entfernt, dass es rund läuft. Da die Märkte deutlich dynamischer und volatil werden, erwarten wir, dass seit langem bestehende Korrelationen zwischen den wichtigsten Anlageklassen unter Druck geraten.

Deshalb bezeichnen wir 2019 als ein 'No Recession, Yet Tricky' (NRYT) Jahr.

Hier eine Zusammenfassung der wichtigsten Faktoren, von denen wir davon ausgehen, dass sie die globale Wirtschaft in 2019 prägen werden:

- Wir erwarten, dass sich die wirtschaftliche Outperformance der USA umkehrt, US-Assets unterdurchschnittlich abschneiden und der Dollar unter Druck gerät, wenn spätzyklische Entwicklungen greifen, die Effekte der Steuersenkungen und der Rückführung der Unternehmensgewinne nachlassen, der gesplittete Kongress die Chance auf weitere Steuererleichterungen verringert und der Ansatz der Federal Reserve bemessener wird.
- Wir gehen davon aus, dass die Schwellenländer für eine Erholung bereit sind, wenn die Handelsspannungen zwischen den USA und China nachlassen sowie die Versuche der chinesischen Regierung, die Währung und den Aktienmarkt zu stabilisieren, funktionieren. Im Gegensatz zum Konsens denken wir, dass die anhaltenden Stimulierungsmassnahmen zu einer positiven Wachstumsüberraschung in China führen könnten.
- In Europa erwarten wir, dass Italien mit seinen Spielchen mit der Eurozone aufhören wird, allerdings nur als Reaktion auf extremen Druck von Seiten der Märkte. Das heisst aber auch, dass der Weg zu diesem Wendepunkt vermutlich sehr unruhig verlaufen wird. Beim Brexit gehen wir davon aus, dass es zu einem Last-Minute-Deal kommt, was möglicherweise eine Rallye beim Pfund-Sterling auslöst, was aktuell günstig aussieht.

Da sich die Geldpolitik weltweit einheitlich auf einen Straffungsmodus zubewegt, bleibt ein weltweites Überschiessen der Inflation das wichtigste Risiko für unser Hauptszenario.

Auf struktureller Ebene erwarten wir zudem, dass die globale Wirtschaft durch zwei Schlüsselthemen unter Druck kommen kann:

- Angetrieben von steigender Ungleichheit könnte der zunehmende Populismus einen Höhepunkt bei der Unabhängigkeit der Zentralbanken bedeuten.
- Die zunehmende globale Verschuldung impliziert eine geringere Widerstandsfähigkeit gegenüber Schocks, welche von steigenden Zinsen oder fallenden Einkommen ausgelöst werden.

Die entscheidenden Implikationen für Investoren

Angesichts unseres 'No Recession, Yet Tricky'-Ausblicks sind wir der Ansicht, dass Investoren im kommenden Jahr folgendes berücksichtigen sollten:

- Eine strukturelle Allokation in den Schwellenländern durch einen Multi-Asset-Ansatz
- Abwärtsschutz und einen stärkeren Fokus auf Konvexität
- Fokus auf Qualität im Anleihenbereich
- Die Bedeutung nicht-korrelierender Strategien wird voraussichtlich zunehmen
- Nachhaltigkeitsfaktoren werden Risiken und Chancen im Jahr 2019 weiter bestimmen



Dr. Salman Ahmed
Chef-Investmentstrategie



Charles St Arnaud
Senior Investmentstrategie



Didier Rabattu
Head of Equities

Einleitung

Im diesjährigen Ausblick beschäftigen wir uns mit einer Reihe von Aspekten des gesamtwirtschaftlichen Umfelds, die unserer Meinung nach 2019 sehr wichtig sein werden. Welche Auswirkungen werden diese Aspekte auf die verschiedenen Anlageklassen haben? Wir sind der Meinung, dass der globale Markt und die Konjunkturtrends 2019 weiter auseinandergehen werden, was signifikante Auswirkungen auf Kapitalanlagen haben wird.

Wir denken, dass 2019 ein Jahr wird, in dem es zwar nicht zu einer Rezession kommen wird, aber das wirtschaftliche Umfeld trotzdem schwierig sein wird und seit langem bestehende Korrelationen zwischen Anlageklassen unter Druck geraten werden. Wir erwarten auch, dass die Entkopplung von Politik, Wirtschaft und der Entwicklung der Märkte deutlich dynamischer und volatiler als in den Jahren nach der Finanzkrise sein wird.

Für das kommende Jahr erwarten wir in einer Reihe grosser und bedeutender Schwellenländer durchschnittliches bis überdurchschnittliches Wachstum. Eine globale Rezession halten wir für äusserst unwahrscheinlich. Trotzdem dürften die globale Politik und Wirtschaft auch 2019 nicht unbedingt im Einklang stehen.

Hat der US-amerikanische Exzeptionalismus seinen Höhepunkt erreicht?

Geringerer Stimulus und gleichzeitig niedrigere Aktienrückkäufe

Es ist klar, dass fiskalische Impulse in den USA einen grossen Einfluss auf das Wachstum hatten und für die überdurchschnittliche Konjunktorentwicklung im Jahr 2018 verantwortlich waren, aber dieser positive Impuls für die Wirtschaft dürfte nun im Jahr 2019 allmählich nachlassen. Insbesondere ist davon auszugehen, dass sich die positiven Auswirkungen der fiskalischen Impulse sowohl auf den privaten Konsum als auch auf die Unternehmensinvestitionen in den kommenden Quartalen abschwächen werden. Tatsächlich gibt es bei den Investitionsgüteraufträgen bereits Anzeichen dafür, dass sich die Unternehmensinvestitionen abschwächen könnten. Ebenso führt der anhaltende Zinsanstieg zu einer Abkühlung im Immobiliensektor, was im nächsten Jahr das Wachstum etwas belasten dürfte. Daher ist unsere Einschätzung der Konjunktur 2019 in den USA nicht weit vom allgemeinen Konsens entfernt. Wir sehen jedoch ein Risiko, dass sie sich schlechter als erwartet entwickeln könnte.

Zusätzlich zu den üblichen Faktoren des positiven Wirtschaftswachstums infolge der starken fiskalischen Lockerung, sind auch Aktienrückkäufe ein wichtiger technischer Faktor an den US Aktienmärkten. Sollten diese aber Anfang nächsten Jahres nachlassen, würde sich die Dynamik des neuen Jahres wesentlich ändern.

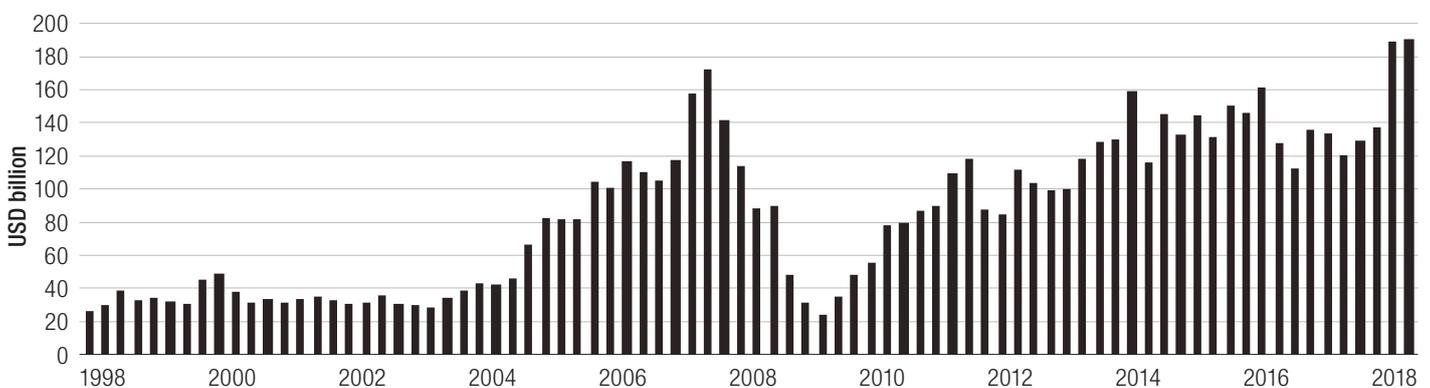
Konkret hat die Rückführung von Auslandserlösen in Höhe von ca. 400 Millionen US-Dollar bis zum Ende des dritten Quartals die Unternehmensinvestitionen in der ersten Jahreshälfte gestützt. Dies hat auch die Aktienrückkäufe angekurbelt, die in der ersten Jahreshälfte 2018 schätzungsweise 680 Milliarden US-Dollar erreicht haben, was der bisher höchste Wert über zwei Quartale ist.

An den Finanzmärkten stellt sich nach wie vor die Frage, wie sie auf eine Normalisierung des Gewinnwachstums und auf einen Rückgang der Aktienrückkäufe in den kommenden Quartalen reagieren werden, wenn sich die Rückführung von Auslandserlösen deutlich verlangsamt. Dies dürfte das Ende der das Jahr 2018 bestimmenden Outperformance des US-Aktienmarktes bedeuten.

Hinsichtlich der Geldpolitik erwarten wir, dass die Fed weiterhin schrittweise straffen wird. Sie hat in ihren jüngsten Prognosen schon signalisiert, dass sie beabsichtigt, die Zinsen bis Ende 2019 um rund 100 Basispunkte (Bp) zu erhöhen und ihre Bilanzsumme um 50 Milliarden US-Dollar pro Monat zu reduzieren.

Angesichts des stetig zunehmenden Inflationsdrucks wird die US-Notenbank die Höhe der Stützungsmaßnahmen kontinuierlich weiter reduzieren müssen. Wir gehen jedoch davon aus, dass die Fed die Zinsen bis Ende 2019 nur um 75 Bp anheben und das Tempo der Bilanzsummenreduktion unverändert beibehalten wird. Angesichts der durch die Massnahmen der Fed verursachten Verwerfungen an den Märkten könnte sie die Zinsen weniger stark anheben als derzeit erwartet und/oder das Tempo ihrer Bilanzreduktion verlangsamen. Schon jetzt zeigt sich in den jüngsten Kommentaren wichtiger US-Notenbanker, einschliesslich ihres Chefs Jerome Powell, dass die zunehmenden Gegenwinde für die US-Wirtschaft durchaus wahrgenommen werden. Dies deutet auf einen neuen Tonfall im Vergleich zu der im August verwendeten aggressiven Rhetorik hin. Unter dem Strich bleibt das Tail-Risiko für unser zentrales Szenario nach wie vor eine übermässige Straffung (wie im Dot Plot reflektiert), die einen ernsthaften Wachstumsrückgang verursacht, insbesondere angesichts der nachlassenden fiskalischen Impulse.

ABB. 1 AKTIENRÜCKKÄUFE VON S&P 500 UNTERNEHMEN PRO QUARTAL



Quellen: Standard & Poors, LOIM-Berechnungen. November 2018.

¹ Der von der Fed in regelmässigen Abständen veröffentlichte „Dot Plot“ zeigt die Prognosen der einzelnen Mitglieder des FOMC (Offenmarktausschuss der Fed) zur zukünftigen Entwicklung der „Fed Funds Rate“, d.h. des Leitzinses der USA, in einem Punktdiagramm an.

Auch der Dollar dürfte einen Teil der Outperformance von 2018 wieder zurückgeben, wenn sich das Wachstum abschwächt und sich die Zinsdifferenz verringert. Ein schwächerer Dollar könnte sich förderlich für das globale Wachstum und bestimmte Kapitalanlagen erweisen. Er würde dazu beitragen, die Auslandsverschuldungssituation der Schwellenländer zu verbessern und die Attraktivität lokaler Vermögenswerte für ausländische Käufer zu erhöhen, während gleichzeitig in Dollar denominateden Anlagen an Attraktivität verlieren würden. In der Vergangenheit hat sich ein schwächerer Dollar meist positiv auf das globale Wachstum ausgewirkt. Ein kürzlich erschienenen Papier des National Bureau of Economic Research² geht davon aus, dass eine Abwertung des Dollars um 1% gegenüber allen Währungen zu einem Anstieg des Welthandelsvolumens um 0,6% - 0,8% führt.

Ein gespaltenen Kongress

Wie wir in unserer jüngsten Mitteilung „No ‚blue wave‘ but gridlock arrives“ bereits erwähnt haben, wird sich der gesplattene Kongress wahrscheinlich negativ auf den Dollar auswirken, da sich die Wahrscheinlichkeit weiterer fiskalischer Impulse verringert hat. Darüber hinaus verringert diese Konstellation die Wahrscheinlichkeit von Tail-Risiken wie einer Amtsenthebung oder einer Rücknahme der Steuersenkungen, was dazu beitragen sollte, die Unsicherheit zu verringern.

Auswirkungen auf die Geoökonomie: das Ergebnis hat zwar keinen direkten Einfluss auf die Beziehungen zwischen den USA und China, könnte aber indirekt trotzdem Präsident Trumps Pläne verändern. Sowohl die Fiskal- als auch die Geldpolitik dürften in Zukunft weniger expansiv ausfallen, was das Risiko eines tiefen Vertrauensschocks aufgrund der eskalierenden Handelskonflikte erhöht. Wenn die Republikaner beide Kammern gewonnen hätten, wäre möglicherweise eine noch härtere Haltung der Trump-Regierung zu erwarten gewesen. Der geteilte Kongress wird sich daher vor allem auf das Geschäftsklima in den USA auswirken. Zu nennen sind hier vor allem die potentiell negativen Auswirkungen auf Situationen wie die periodische Anhebung der Schuldengrenze. Es ist sehr wahrscheinlich, dass wir einen Showdown ähnlich dem in den Jahren 2011 oder 2013 erleben werden.

Schwellenländer und Handelskriege

Kann China der Falle des Thucydides entkommen?

Ein Verständnis der Treiber des aktuellen Handelskrieges ist nach wie vor entscheidend, um aktuelle und zukünftige Entwicklungen auf dem Anlagenmarkt, insbesondere in den Schwellenländern (EM), zu verstehen.

Wie wir in unserer früheren Mitteilung „Sind die angeschlagenen Emerging Markets bereit für eine Erholung?“ bereits erwähnten, sind wir der Meinung, dass der in die EM-Aktienmärkte eingepreiste Wachstumsrückgang die tatsächlich zu erwartenden Auswirkungen des Handelskonflikts zwischen den USA und China übersteigt. Daher könnte sich die Entkoppelung zwischen US- und EM-Assets, die dieses Jahr zu beobachten war, in den kommenden Monaten wieder umkehren, wenn sich die dafür notwendigen Katalysatoren durchsetzen.

China dürfte Konzessionen anbieten

Die Beziehungen zwischen den USA und China sind in diesem Jahrhundert wahrscheinlich die global wichtigste Dynamik. Im Verlauf der eskalierenden Handelsstreitigkeiten der letzten Monate ist immer deutlicher geworden, dass es bei dem Konflikt zwischen den beiden Weltmächten um mehr als nur Handel geht.

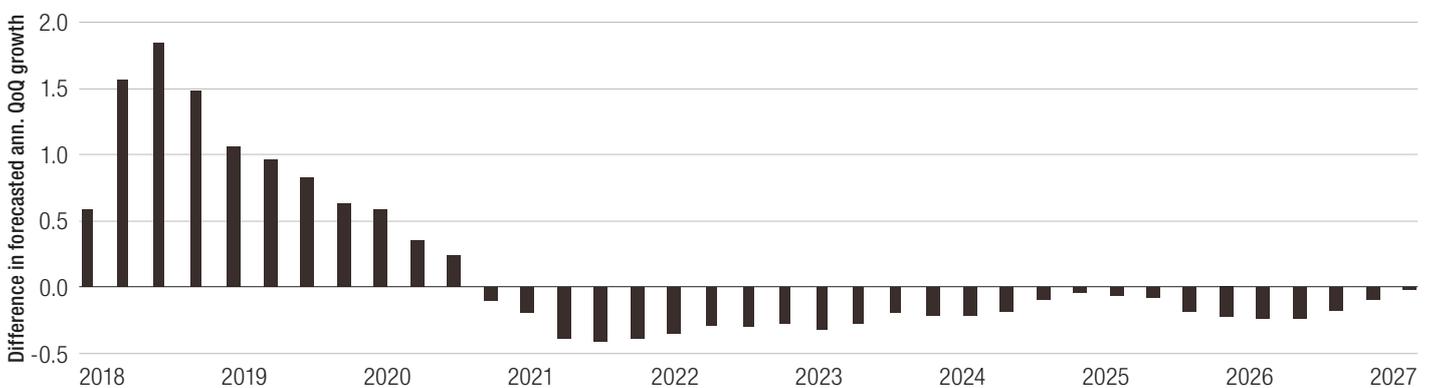
Bisher hat China seine Vergeltungsmassnahmen auf den Handel beschränkt, aber die USA nehmen zunehmend auch andere Bereiche in den Blick. China hat derzeit offensichtlich keine Verbündeten in Washington. Eine kürzlich gehaltene Rede des Vizepräsidenten Mike Pence zeigt deutlich, wie sehr US-Politiker China misstrauen. Aufgrund dieser weitverbreiteten Skepsis dürften die Zwischenwahlen wenig an dieser grundlegenden Dynamik im Kongress ändern. Unter Präsident Obama fand China in Washington Unterstützung für verschiedene multilaterale Vereinbarungen, wie zum Beispiel das Abkommen von Paris oder mit dem Iran. Alle diese Initiativen wurden jedoch von der Trump-Regierung wieder rückgängig gemacht.

Von Experten für internationale Beziehungen wird allerdings allgemein angenommen, dass Präsident Xi eine „Thucydides-Falle“ – bei welcher eine aufsteigende Macht mit der etablierten Ordnung kollidiert – zum jetzigen Zeitpunkt vermeiden möchte.

Dass China seine Vergeltungsmassnahmen bisher auf den wirtschaftlichen Bereich beschränkt hat und nicht auf andere, nicht den Handel betreffende Bereiche ausgedehnt hat, unterstützt diese Ansicht.

Obwohl sich Xis Rhetorik in den letzten Wochen verschärft hat, hat China gleichzeitig mehr Bereitschaft gezeigt, mit den USA zusammenzuarbeiten und offen über Fragen gesprochen, welche nicht nur den USA, sondern auch anderen grossen Handelsblöcken am Herzen liegen, wie beispielsweise geistiges Eigentum oder der Zugang zum chinesischen Binnenmarkt. Wir erwarten, dass der bevorstehende G20-Gipfel ein wichtiges Ereignis wird und zu zukünftig konstruktiveren Verhandlungen führen könnte.

ABB. 2 DIFFERENZ ZWISCHEN DEN CBO-WACHSTUMSPROGNOSEN VOR UND NACH VERABSCHIEDUNG DER STEUERSENKUNGEN



Quellen: Congressional Budget Office, LOIM-Berechnungen. November 2018.

² Boz, E, G Gopinath und M Plagborg-Moller (2017), "Global trade and the dollar", NBER Working Paper 23988.

Es ist unwahrscheinlich, dass die dem Streit zwischen den beiden wichtigsten Wirtschaftsblöcken zugrundeliegenden Probleme auf einen Schlag gelöst werden. Wichtig wären aber handfeste Anzeichen einer Versöhnung, vor allem, weil in den letzten Monaten schon damit begonnen wurde, die Erwartung eines ausgewachsenen Handelskrieges in Risikoanlagen wie z.B. Schwellenländer-Aktien einzupreisen.

Achtung (Bewertungs)-Lücke!

Die im Laufe des Jahres 2018 zwischen EM- und DM-Aktien entstandene Bewertungslücke scheint durch die zugrundeliegenden Fundamentaldaten nicht gerechtfertigt.

Wir denken, dass der Peak-to-Trough-Fall chinesischer Aktien einem Wachstumsrückgang von einem Prozentpunkt entspricht, während die geplanten Konjunkturmassnahmen im nächsten Jahr das Wachstum um 0,5 bis 0,6% erhöhen könnten. Die allgemeine Stabilität Chinas und seiner Währung sollten auch anderen Schwellenländern Rückenwind geben, zumal für idiosynkratische Risiken anfällige Länder wie die Türkei und Argentinien nach den jüngsten geldpolitischen Entscheidungen Anzeichen einer Stabilisierung zeigen.

Nach unserer Einschätzung, liegt die Differenz zwischen der Dividendenrendite der EM- und DM-Aktien, die zurzeit rund 0,4% beträgt, nun wieder auf dem Niveau von September/Oktober 2015 unmittelbar nach dem Yuan-Schock. Wir sind der Ansicht, dass hier erhebliche Belastungen eingepreist sind. Auch die Differenz zwischen den Kurs-Buchwert-Verhältnissen ist trotz kräftigerem Wachstum und einem insgesamt besseren Umfeld so extrem wie zuletzt Ende 2015/Anfang 2016. In den kommenden Monaten sind in den Schwellenländern, angeführt von China, nach oben korrigierte Wachstumsprognosen zu erwarten. Da wir davon ausgehen, dass dieser Abschlag vom Markt neu bewertet werden wird, könnte das möglicherweise zu einer Erholung zum Ende des Jahres führen.

Nach dem Jahreswechsel erwarten wir, dass EM-Anlagen besser als noch 2018 abschneiden werden obwohl wir in der Masse, wie sich verschiedene wichtige Entwicklungen auf die Märkte auswirken, von einer weiterhin erhöhten Volatilität ausgehen.

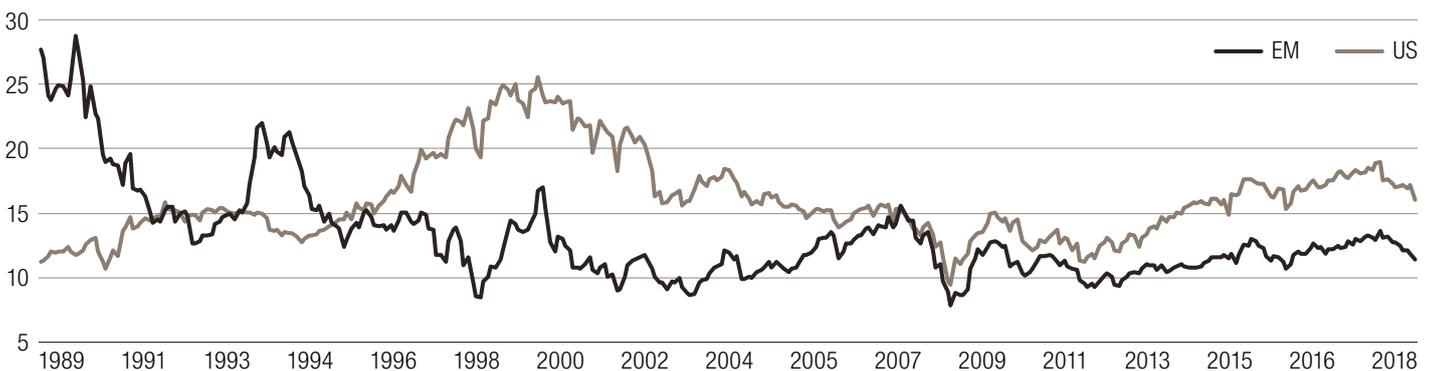
Stützungsmaßnahmen in China sollen den Wachstumsrückgang in Grenzen halten

In China hat es in den letzten Wochen eine deutliche Zunahme gezielter staatlicher Konjunkturmassnahmen gegeben. Beispielsweise haben die chinesischen Behörden vermehrt Währungsreserven zur Stabilisierung der Währung eingesetzt. Neuesten Daten zufolge wurden dafür 120 Milliarden CNY aufgewendet, was die grössten Stützungskäufe seit Januar 2017 sind. Darüber hinaus haben sich wichtige Entscheidungsträger mit dem Ziel der Stabilisierung der Märkte geäußert und es wurden spezifische Massnahmen dazu erlassen. Es gab eine Welle von Verstaatlichungen angeschlagener Unternehmen, die Aktien als Kollateral eingesetzt hatten und direkte staatliche Unterstützung des Aktienmarktes durch Proxy-Käufe.

China setzt auch fiskalische Massnahmen ein und, basierend auf unseren Schätzungen, sind die Stützungsmaßnahmen inzwischen vergleichbar mit denen direkt nach der Finanzkrise. Das Haushaltsdefizit wird sich 2018 voraussichtlich um 0,4 bis 0,5% erhöhen. Nach verschiedenen Quellen, könnte die kürzlich vom Finanzministerium diskutierte Steuersenkung, das Wachstum im nächsten Jahr um 0,29% erhöhen.

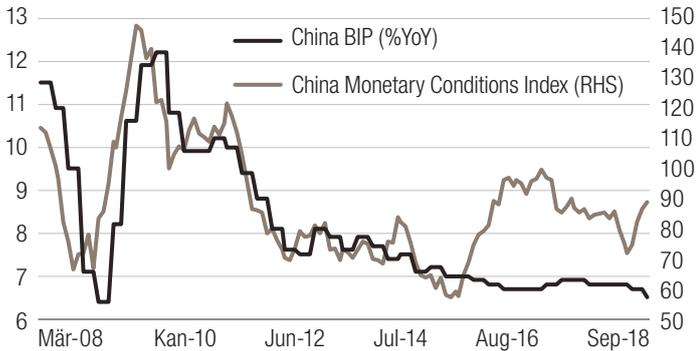
Die Kreditvergabe gibt allerdings Anlass zur Sorge, da die jüngsten Zahlen zeigen, dass sie sich noch weiter verlangsamt hat. Wir nehmen an, dass dies die sich bereits abzeichnende Änderung der Kreditpolitik in den kommenden Monaten beschleunigen wird. Dies würde einen raschen Wandel in der Position der Regierung bedeuten (wie z.B. die „Window Guidance,“ die PBoC-Chef Yi Gang kürzlich wichtigen Banken mitgeteilt hat).

ABB. 3 12 MONATE FORWARD-KGV: EM UND US



Quellen: Thomson Reuters Datastream. Forward-KGVs auf Basis von Gewinnprognosen von Thomson Reuters berechnet. November 2018.

ABB. 4 DER PFAD DER LOCKERUNG DER MONETÄREN RAHMENBEDINGUNGEN UND DAS WIRTSCHAFTSWACHSTUM BEGINNEN POSITIV ZU ÜBERRASCHEN



Quellen: Bloomberg, National Bureau of statistics of China, LOIM-Berechnungen. November 2018. Der Anstieg Monetary Conditions Index signalisiert eine Lockerung der Geldpolitik.

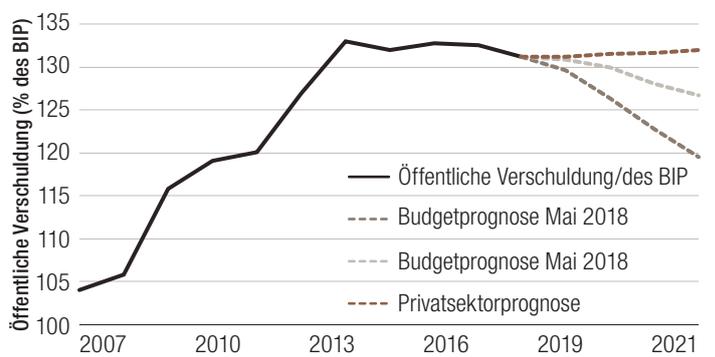
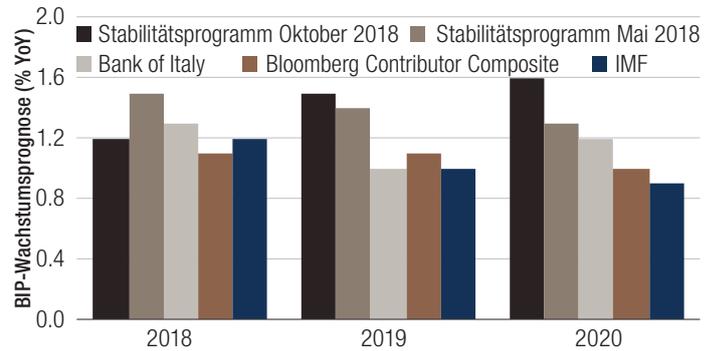
Der Chinese Economic Surprise Index steigt jetzt etwas stetiger an, er konnte von -53 vor einigen Monaten bis auf +2,7 zum jetzigen Zeitpunkt zulegen. Die Zahlen überraschen also zunehmend positiv. Die jüngsten Export-/Importzahlen folgen diesem Trend. Allerdings wird Anfang nächsten Jahres eine leichte Abschwächung erwartet, wenn sich die neuen Zölle auswirken werden.

Im Grossen und Ganzen sind wir optimistischer als der Konsens und denken, dass das Wachstum in China im nächsten Jahr positiv überraschen dürfte. Die Konsensprognose von 6,2% Wachstum im Jahr 2019 könnte daher nach oben korrigiert werden müssen, wenn sich die Auswirkungen der verschiedenen Stützungsmaßnahmen im Laufe der kommenden Monate in den Zahlen bemerkbar machen.

In Europa stehen weiterhin die politischen Risiken im Vordergrund

In Europa erwarten wir Trendwachstum und denken, dass die derzeitige Schwächephase vor allem in Deutschland nur vorübergehend ist. Die politischen Risiken in Europa dürften jedoch bis 2019 hoch bleiben.

ABB. 5 ITALIENS BUDGETPROGNOSEN VOM OKTOBER BASIEREN AUF ÜBERZOGENEN BIP-WACHSTUMSERWARTUNGEN



Quellen: Bloomberg, IWF. November 2018. Die Privatsektorprognose ist ein Durchschnitt aus mehreren Prognosen von Institutionen des Privatsektors.

Italien auf Konfrontationskurs

Wir hatten nach dem Amtsantritt der populistischen Regierung in Italien gewarnt, dass dies ein Risiko für italienische Werte darstellt, da ein Budgetkonflikt zwischen Italien und der Europäischen Kommission sehr wahrscheinlich sei.

Seitdem sind die Spreads italienischer Staatsanleihen um etwa 200 Basispunkte gestiegen, was Italiens Finanzierungskosten stark erhöht hat. Die Pläne der italienischen Regierung, die Ausgaben zu erhöhen und die Steuern zu senken, werden das Haushaltsdefizit in den kommenden Jahren deutlich erhöhen. Zudem wird bei näherer Betrachtung der diesen Schätzungen zugrundeliegenden Wachstumsannahmen klar, dass die italienische Regierung sich von ihren Stützungsmaßnahmen einen hohen fiskalischen Multiplikator erwartet.

Diese Wachstumsraten liegen etwa 0,5% über dem Konsens, weswegen unabhängige Ökonomen erwarten, dass die derzeitige Finanzplanung zu einem leichten Anstieg der Verschuldungsquote Italiens führen wird.

Die Kommission hat den Plan der italienischen Regierung mit der Begründung abgelehnt, dass er gegen die Haushaltsregeln der Eurozone verstösst, und eine Korrektur gefordert. Die italienische Regierung reagierte ablehnend auf diese Forderung.

Unser Basisszenario ist, dass Italien im Euroraum bleibt und die italienische Regierung nachgibt und einen Haushalt vorlegt, der nicht gegen die Regeln der EU verstösst (die selber auch einige Zugeständnisse machen könnte).

Der Weg dahin ist jedoch voller Risiken und dürfte von Volatilität geprägt sein, zumal wir glauben, dass die italienische Regierung erst einlenken wird, wenn sie von den Märkten extrem unter Druck gesetzt wird und nicht nur von der Europäischen Kommission.

Letztendlich ist zu erwarten, dass das Ganze auf eine gefährliche Kraftprobe zwischen Italien und der EU hinauslaufen wird. Da die italienische Regierung weiss, dass ein Herausfallen Italiens aus der Eurozone ernste Kollateralschäden im Rest des gemeinsamen Währungsraumes zur Folge hätte, erwartet sie vermutlich, dass die Kommission zuerst einlenkt.

Daher sind wir der Meinung, dass die Spreads italienischer Staatsanleihen und des italienischen Bankensektors in den kommenden Monaten weiter ansteigen werden.

Darüber hinaus besteht ein nicht zu unterschätzendes Risiko, dass dieses Vabanquespiel schiefgeht. Dass es auch innerhalb der populistischen Regierungskoalition in Italien zunehmende Spannungen gibt, seitdem die Liga auch auf nationaler Ebene mehr Erfolg hat (was auf Kosten der Fünf-Sterne-Bewegung geht), verkompliziert die Situation noch mehr und könnte 2019 möglicherweise zu vorgezogenen Wahlen führen.

Wird der Brexit Grossbritannien ruinieren?

Am 29 März 2019 wird Grossbritannien aus der Europäische Union ausscheiden. Aber alles andere ist ungewiss. Es ist immer noch nicht sicher, dass Grossbritannien und die EU zu diesem Zeitpunkt ein Austrittsabkommen abgeschlossen haben werden.

Grossbritannien und die EU haben sich vor kurzem auf ein vorläufiges Austrittsabkommen geeinigt. Was wir bisher darüber wissen deutet darauf hin, dass Grossbritannien, um eine harte Grenze in Irland zu vermeiden, weiterhin den Regeln des EU-Binnenmarktes unterliegen wird. Es ist noch nicht klar, ob der Deal vom Parlament abgesegnet wird.

Die innenpolitischen Risiken in Grossbritannien sind nach wie vor hoch:

1. Die Fraktion der harten Brexit-Befürworter in der Konservativen Partei ist bereit, Premierminister May herauszufordern.

2. Um vorgezogene Wahlen zu erzwingen, hat die Labour Party vor gegen jeden Brexit-Deal zu stimmen.
3. Die nordirische DUP, die der Mehrheitsbeschaffer im Parlament ist, wird jeden Deal ablehnen, der die Verbindung Nordirlands mit dem Rest Grossbritanniens schwächt.

Die jüngsten politischen Entwicklungen nach dem Vorstoss von Premierminister May haben gezeigt, dass die oben genannten Probleme noch nicht gelöst sind und die Ungewissheit im Zusammenhang mit dem Brexit wieder deutlich zugenommen hat, während der Austrittstermin am 29. März 2019 immer näher rückt.

Obwohl die Wahrscheinlichkeit eines zweiten Referendums (entweder über die EU-Mitgliedschaft selbst oder über das Austrittsabkommen) zum jetzigen Zeitpunkt gering ist, wären die Folgen einer Ablehnung eines Abkommens durch das Parlament gravierend und könnten den Prozess ins Chaos stürzen.

Auch auf der europäischen Seite gibt es einige politische Risiken. Die Austrittsvereinbarung muss von allen Mitgliedstaaten gebilligt werden, was das Risiko eines Scheiterns des Deals erhöht.

Wir sind weiterhin der Meinung, dass letztendlich eine Einigung zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU zustande kommen wird, da alle Seiten Interesse an einem solchen Ausgang haben. Allerdings dürften das zu erwartende Chaos auf dem Weg zu einem Deal Druck auf die britischen Anlagepreise ausüben. Für den Fall, dass ein konstruktiver Brexit ausgehandelt wird, sehen wir das Pfund bis auf 1,40 und im nächsten Jahr eventuell sogar noch höher steigen. Es könnte sich als ein Gewinner des Jahres 2019 erweisen. Ein harter Brexit könnte das britische Pfund aber weitere 10% kosten, wenn die dann noch unsicherere Situation Grossbritanniens eingepreist wird.

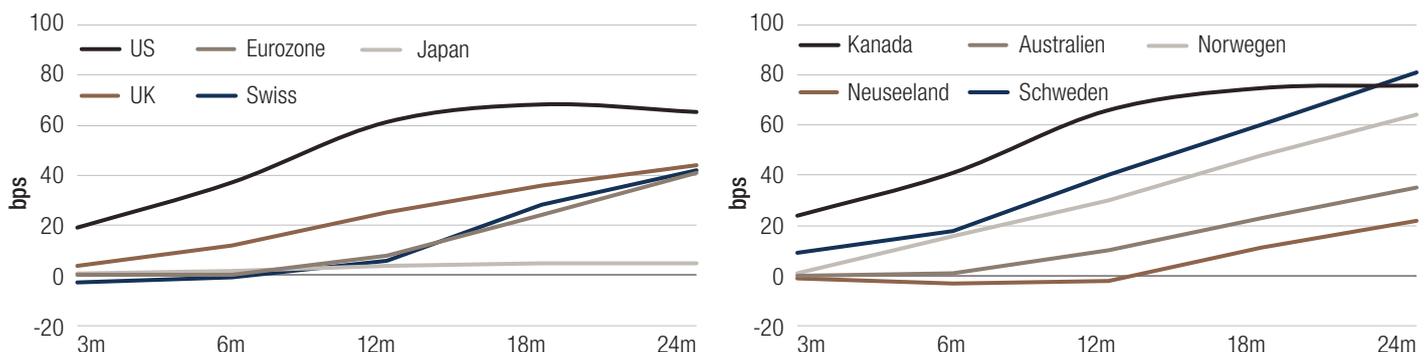
Globales Überschiesens der Inflation weiterhin ein zentrales Risiko

Die Geldpolitik wird jetzt weltweit gestrafft

Ein zentrales Risiko in unserem „Keine Rezession, aber schwieriges Umfeld“-Hauptszenario für 2019 ist ein globales Überschiesens der Inflationsdynamik. Weltweit heben Notenbanken die Zinsen an und es wird damit begonnen, die nach der Finanzkrise in das System gepumpte Liquidität allmählich wieder abzubauen.

Nicht nur die US-Notenbank wird 2019 einen Teil der geldpolitischen Stützungsmaßnahmen zurücknehmen, sondern voraussichtlich auch

ABB. 6 GLOBAL MONETARY STIMULUS REDUCTION – EXPECTED CHANGE IN POLICY RATE



Quellen: Citi. Zinsprognosen basierend auf der OIS-Kurve. November 2018.

die Europäische Zentralbank (EZB), die Bank of England (BoE), die Bank of Canada (BoC) und die schwedische Riksbank. Für Anleger schwer vorhersehbar und daher riskant, ist inwiefern diese unabsichtlich koordinierte Straffung der Geldpolitik negative Auswirkungen auf die Konjunktur und die Finanzmärkte haben wird. Wir gehen davon aus, dass diese Straffung auch 2019 fortgesetzt wird, aber zunehmend, insbesondere von der EZB, darauf geachtet wird, nicht zu stark zu straffen.

Positiv ist, dass die EZB ihre Absichten sehr klar kommuniziert hat und allgemein erwartet wird, dass sie ihr Asset Purchase Programme (APP) Ende 2019 beenden wird, während eine Zinserhöhung nicht vor dem Sommer erfolgen dürfte. Aus unserer Sicht, ist ein Beginn im September am wahrscheinlichsten, wobei ein gewisses Risiko einer Verzögerung besteht.

Es gibt aber Faktoren, die die EZB dazu zwingen könnten, ihren Plan zu überdenken. Zum einen gibt es Anzeichen dafür, dass sich die konjunkturelle Entwicklung stärker als erwartet abschwächen könnte, was dazu führen könnte, dass die Überkapazitäten nicht so schnell wie von der EZB erwartet verschwinden werden. Zum anderen könnte eine Eskalation des Konfliktes mit Italien negative Auswirkungen auf die monetären Rahmenbedingungen und das Wirtschaftswachstum im Euroraum haben.

Im nächsten Jahr steht auch ein Führungswechsel bei der EZB an, und wir erwarten, dass die Märkte den Auswahlprozess für den nächsten Präsidenten der EZB genau verfolgen werden.

Die Entwicklung der Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank (SNB) hängt stark mit demjenigen der EZB zusammen. Aufgrund der zu befürchtenden Auswirkungen auf den Schweizer Franken (CHF) ist es daher sehr unwahrscheinlich, dass die SNB die Zinsen eher als die EZB anhebt.

Trotzdem könnte die SNB angesichts des Inflationsdrucks in einem Umfeld mit starkem Wirtschaftswachstum und einem zunehmend angespannten Arbeitsmarkt zu einer früheren Anhebung gezwungen sein. Wir glauben jedoch, dass die SNB alles in ihrer Macht Stehende tun wird, dies zu verhindern. Den Franken kurzfristig aufwerten zu lassen, um die importierte Inflation zu begrenzen und gleichzeitig die hausgemachte Inflation auszugleichen, wäre eine Möglichkeit, wie die SNB sich etwas Zeit verschaffen könnte.

Die Bank of Japan (BoJ) ist wahrscheinlich der einzige wichtige Akteur, der 2019 die Höhe der Stützungsmaßnahmen nicht reduzieren wird. Da kein dauerhafter Inflationsdruck vorhanden ist und die Inflation weit unter dem Zielwert liegt, kann es sich die BoJ unserer Meinung nach nicht leisten, die Höhe ihrer geldpolitischen Stützungsmaßnahmen zu reduzieren, und wird ihre Politik der quantitativen Lockerung und Zinskurvenkontrolle unverändert lassen. Dazu kommt, dass die BoJ angesichts der im nächsten Herbst bevorstehenden Mehrwertsteuererhöhung vermutlich eine heiss laufende Wirtschaft bevorzugt, damit die negativen Auswirkungen der Steuererhöhung besser verkraftet werden.

Dennoch würden wir nicht ausschließen, dass die BoJ ihr Zinskurvenziel, aufgrund der weltweit steigenden Langfristrenditen anhaltenden Aufwärtsdrucks auf japanische Staatsanleihen, nachjustiert. Wegen der Auswirkungen, die das auf den Yen haben könnte, scheint das aber eher unwahrscheinlich.

Die BoE wiederum würde ihre Geldpolitik vermutlich straffen, wenn die mit dem Brexit verbundene Unsicherheit dies nicht verhindern würde. Daher erwarten wir nächstes Jahr von der BoE zwei Leitzinsanhebungen: im Mai und im November, unter der Voraussetzung, dass es einen Brexit-Deal gibt.

Wichtige strukturelle Trends

Langfristige zeichnen sich zwei bedeutende Trends ab, die 2019 wichtig werden könnten. Die aufgrund des Populismus zunehmend aggressive Rhetorik zwischen Regierungen und Zentralbanken könnte dazu führen, dass die Notenbanken in Zukunft wieder weniger unabhängig werden. Daraus könnte eine Neueinschätzung ihrer Rolle in der Wirtschaft resultieren, über das Ziel der reinen Inflationsbekämpfung hinaus. Zum anderen könnte der steigende Verschuldungsgrad dazu führen, dass die Welt dem nächsten Schock weniger widerstandsfähig gegenübersteht - ein solcher Schock könnte von unerwartet schnellen Zinserhöhungen oder Gewinneinbrüchen verursacht werden.

Ungleichheit, Populismus und Unabhängigkeit der Zentralbanken

Populismus gewinnt aufgrund der zunehmenden Ungleichheit an Einfluss und prägt weiterhin die politischen Entwicklungen in den wichtigsten Volkswirtschaften. Es gibt das Argument, dass die geldpolitischen Massnahmen der Notenbanken in Folge der globalen Finanzkrise stark zur Vertiefung der Kluft zwischen Arm und Reich beigetragen haben, da steigende Vermögenspreise ein zentraler Übertragungsmechanismus für Geldpolitik sind.

Auch der ehemalige Chef der US-Notenbank Ben Bernanke hat über dieses Thema geschrieben und wenig überraschend die vor zehn Jahren eingeschlagene Richtung der Geldpolitik verteidigt. Er ist der Ansicht, dass die Auswirkungen auf die Ungleichheit uneindeutig sind. Auch eine aktuelle Studie der EZB kam zu dem Schluss, dass die massiven Programme zum Ankauf von Vermögenswerten dazu beitrugen, die Ungleichheit zu verringern, weil sie für höheres Beschäftigungswachstum sorgen. Diese Frage wird jedoch heftig debattiert. Besonders nachdem Thomas Piketty gezeigt hat, dass, anders als man gemeinhin erwarten würde, entwickelte Volkswirtschaften nicht automatisch auch egalitärer werden.

Die Unabhängigkeit der Notenbanken dürfte ihren Höhepunkt überschritten haben

Dass Regierungen sich zunehmend konfrontativ zu Entscheidungen der Notenbanken äussern, ist unserer Meinung nach ein wichtiger Nebeneffekt des aufkommenden Populismus. Die ersten Anzeichen davon konnte man nach der Krise 2011/12 in der Eurozone erkennen, und seitdem hat es sich weiterverbreitet. Präsident Trump hat kürzlich die Politik der Federal Reserve kritisiert, was ein Bruch mit den Normen der Präsidentschaft ist. Selbst in den Schwellenländern steht die Unabhängigkeit der Zentralbanken unter Druck. In Indien gibt es einen ernsthaften Konflikt zwischen der Reserve Bank of India (RBI) und der Regierung, und in Ländern wie der Türkei kann von einer unabhängigen Notenbank keine Rede mehr sein.

Wir sind der Meinung, dass Geldpolitik auch Faktoren, welche Populismus anfeuern, berücksichtigen sollte und darüber hinaus einsehen muss, dass Geldpolitik Auswirkungen auf die Ungleichheit hat. Auch wenn Notenbanken zu Recht darauf hinweisen, dass die Verteilung des Wohlstands nicht zu ihrem Mandat gehört, kann der, aus steigender Ungleichheit resultierende, Populismus zu politischen Entwicklungen führen, die einen massiven Einfluss auf die Effektivität der Geldpolitik haben. Die Unabhängigkeit der Zentralbanken war in den letzten 30 Jahren ein dominierendes Thema. Doch angesichts des erstarkenden Populismus und dem abnehmenden Vertrauen, in von Experten geführte Institutionen, denken wir, dass in den Industrieländern die Unabhängigkeit der Notenbanken und der Geldpolitik zukünftig wieder abnehmen wird.

Ein aktuelles Beispiel dafür ist der sichtbare verstärkte Populismus in Deutschland, wo er inzwischen die politischen Entwicklungen bestimmt und Einfluss darauf haben könnte, wer zum nächsten EZB-Vorsitzenden gewählt wird. Und in den USA wäre es durchaus vorstellbar, dass sich der Konflikt zwischen dem Präsidenten und der Federal Reserve weiter zuspitzt, falls sich das Wachstum der US-Wirtschaft verlangsamt. Da der gesplattete Kongress den Spielraum für weitere Staatsausgaben oder Steuersenkungen einschränkt, wird sich der öffentliche Druck auf die Geldpolitik und ganz besonders auf die Entwicklung der Zinsen konzentrieren.

Der Populismus gewinnt weiterhin an Bedeutung, während Multilateralismus und Globalisierung an Rückhalt verlieren. Wir denken daher, dass die Notenbanken ihren engen Fokus auf die Inflation, und bei der US-Notenbank zusätzlich auch auf die Arbeitslosenrate, überdenken müssen. Hier zeigen sich deutliche Parallelen zu Entwicklungen in der Investmentbranche, bei denen es darum geht, welche Auswirkungen globale Herausforderungen im Bereich von Nachhaltigkeit und steigender sozialer Ungleichheit darauf haben, wie wir Anlagen verwalten und bewerten.

Sind wir bereit für den nächsten Schock?

Seit dem Ende der Finanzkrise ist weltweit ein dramatischer Anstieg der Verschuldung des nichtfinanziellen Sektors zu verzeichnen. Nach Angaben der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) ist die Verschuldung im nichtfinanziellen Sektor seit dem ersten Quartal 2007 um 71 Billionen US-Dollar gestiegen. Ursache ist ein Anstieg sowohl der privaten Verschuldung (40 Billionen USD) als auch der Staatsverschuldung (31 Billionen USD). Dadurch ist die Schuldenquote im selben Zeitraum von rund 210% auf fast 250% des BIP gestiegen.

Obwohl die Gesamtzunahme auch von Bedeutung ist, sagen solche aggregierten Masse wenig darüber aus, was wirklich auf Länder- und Sektorebene geschieht. Einige Länder wie z.B. Deutschland haben ihren Verschuldungsgrad in diesem Zeitraum sogar verringert, während er in Ländern wie China, Kanada, Frankreich und Singapur stark angestiegen

ist. Im Falle Chinas dürften weitere Stützungsmaßnahmen, in Form von weiteren Lockerungen der Kreditbedingungen, die Aufmerksamkeit auf die Schuldenlast der Wirtschaft lenken.

Viele Anleger befürchten, dass dieser hohe Verschuldungsgrad zum Auslöser der nächsten Krise werden könnte. Wir sehen das etwas differenzierter. Wir sind der Meinung, dass ein hoher Verschuldungsgrad die Wirtschaft anfälliger für Schocks macht und dann auch die Auswirkungen solcher Schocks verstärkt.

Besonders im Fokus der Anleger stehen steigende Zinsen, da eine höhere Verschuldungsquote, insbesondere auf privater Ebene, bedeutet, dass die Konjunktur empfindlicher auf Veränderungen der Fremdkapitalkosten reagiert. Dies hat wichtige Implikationen für die Geldpolitik, da ein höherer Verschuldungsgrad den neutralen Zins senkt (der Zinssatz, bei dem sich die Wirtschaft im Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage befindet und eine stabile Inflationsrate zu erwarten ist).

Zinserhöhungen müssen jedoch nicht unbedingt destabilisierend sein. Wenn die Zinserhöhungen allmählich erfolgen, passen die Wirtschaftsteilnehmer ihre Ausgaben daran an, was zur Folge hat, dass die diskretionären Ausgaben der Haushalte zurückgehen und die Gewinne und Investitionen der Unternehmen abnehmen.

Das grösste Risiko ist ein plötzlicher Zinsanstieg bzw. ein Anstieg, der schneller als vom Markt erwartet erfolgt. Den Notenbanken hochverschuldeter Länder ist dies bewusst, weswegen sie ihre Geldpolitik wahrscheinlich nicht übermässig schnell normalisieren werden. Wenn die Kreditzinsen allerdings den langfristigen Marktzinssätzen anstatt den Leitzinsen folgen, könnte trotzdem ein solcher plötzlicher Zinsanstieg die Folge sein. Dies bedeutet, dass die anhaltende Straffungspolitik der US-Notenbank oder ein starker Anstieg der Renditen von US-Staatsanleihen zu einem plötzlichen starken Anstieg der Kreditzinsen führen könnte, indem weltweit die Zinsen nach oben getrieben werden und dieser Zinsschock globale Spillover-Effekte verursacht.

TABELLE 1 GESAMTVERSCHULDUNGSGRAD NACH SEKTOR UND LAND

	AKTUELLE VERSCHULDUNG IN RELATION ZUM BIP (2018 Q1)				VERÄNDERUNG SEIT 2007			
	STAAT	UNTERNEHMEN	HAUSHALTE	GESAMT	STAAT	UNTERNEHMEN	HAUSHALTE	GESAMT
AUSTRALIEN	37.7	75.4	122.2	235.3	29.5	-5	14.1	38.6
KANADA	70.4	114.3	99.4	284.1	21.3	28.4	20.7	70.4
CHINA	47.8	164.1	49.3	261.2	18.5	67.3	30.5	116.3
HONG KONG, SAR CHINA	70.3	234.8	71	376.1	49.4	109.1	19.8	178.3
FINLAND	59.8	113.5	66.7	240	25.8	19.4	15.6	60.8
FRANCE	97.6	134.1	58.6	290.3	33.1	30	12	75.1
GERMANY	62.5	54.1	52.5	169.1	-1.1	-1.8	-8.6	-11.5
ITALY	133.2	72.2	41	246.4	33.4	-2.4	2.8	33.8
JAPAN	200.4	98.8	57.4	356.6	55.5	-3.7	-1.3	50.5
SOUTH KOREA	38.5	99.1	95.2	232.8	16.1	10.5	22.9	49.5
NETHERLANDS	55.2	175.6	104.3	335.1	12.1	53.4	-5.3	60.2
NORWEGEN	36.1	142.9	101.6	280.6	-13	15	27.7	29.7
SINGAPORE	114.5	117	58.4	289.9	28.2	40.7	19.5	88.4
SCHWEDEN	37.9	154.6	87.7	280.2	-1.3	29	22.5	50.2
SWITZERLAND	29.5	113.1	128.3	270.9	-6.1	22.9	22.3	39.1
UK	85.7	83.9	86.1	255.7	44	-10.5	-6.1	27.4
USA	99	75.5	77.3	251.8	41.2	5.8	-21.2	25.8

Quellen: Bank of International Settlements, LOIM Calculations. November 2018.

Aus unserer Sicht ist allerdings nicht der Verschuldungsgrad das grösste Risiko, sondern ein Ertragsrückgang, der sich als viel destruktiver erweisen könnte. Jeder Rückgang der Einnahmen könnte dramatische Auswirkungen auf die Schuldendienstfähigkeit von hoch verschuldeten Personen und Organisationen haben und letztendlich zum Zahlungsausfall führen. Voraussetzung dieses Szenarios ist ein exogener Schock, der verschiedene Ursachen haben könnte. In China zum Beispiel könnte ein solcher Schock durch einen dramatischen Rückgang der Einnahmen aufgrund einer Eskalation des Handelskrieges ausgelöst werden. Dazu kommt, dass die höhere Ausfallquote aufgrund von Rückkopplungseffekten einen Wachstumsrückgang verursachen könnte, was dann zu weiteren Ertragsrückgängen und Zahlungsausfällen führen würde. Allerdings halten wir 2019 ein solches Zins- oder Ertragsschockszenario nicht für sehr wahrscheinlich, aber wir erwarten, dass es eine wichtige strukturelle Herausforderung im weiteren Verlauf dieses Konjunkturzyklus bleiben wird.

Investieren in einer Welt im Wandel

Wir erwarten in unserem „Keine Rezession, aber schwieriges Umfeld“-Szenario für 2019, dass risikobehaftete Vermögenswerte von der positiven gesamtwirtschaftlichen Entwicklung profitieren, aber trotzdem mit höherer Volatilität zu rechnen ist. Das Risiko politischer Fehlentscheidungen ist nächstes Jahr höher als üblich - das geldpolitische Umfeld verändert sich weiter und die geopolitischen und geoökonomischen Spannungen bleiben hoch.

Konkret würden wir Anlegern 2019 empfehlen, folgende Punkte zu berücksichtigen:

- Dies könnte ein günstiger Zeitpunkt sein, eine strukturelle Allokation in Schwellenländer unter Verwendung eines Multi-Asset-Ansatzes in Betracht zu ziehen. Wir gehen davon aus, dass sich EM-Assets und ganz besonders die EM-Aktien, aufgrund der zu erwartenden Abkühlung der Konjunktur in den USA und der Abwertung des US-Dollars sowie den anhaltenden Stützungsmaßnahmen in China, wieder erholen werden. Wenn Schwellenländer ihre Währung als Werkzeug zum Schutz der Devisenreserven einsetzen, ist aber auch mit erhöhter Volatilität bei EM-Währungen zu rechnen. Dies verändert das Verhalten der EM-Subassetklassen. Die in der Vergangenheit gültigen Verhältnisse zwischen Lokalwährungsanleihen und Aktien sind dabei, sich zu verändern. Wir denken daher, dass ein Multi-Asset-Ansatz eher von den strukturellen Chancen in den Schwellenländern profitieren wird.
- Eine ausdrückliche Absicherung gegen Kursverluste und ein stärkerer Fokus auf Konvexität könnten helfen, in einem zunehmend volatilen Umfeld das Downside-Risiko zu begrenzen und trotzdem von etwaigen Kursgewinnen zu profitieren. Wandelanleihen kombinieren beispielsweise die Charakteristika einer Unternehmensanleihe mit der Möglichkeit, diese in Aktien zu wandeln. Das bedeutet, dass sie über ein asymmetrisches Ertragsprofil verfügen, da sie ähnlich wie Aktien von Kursgewinnen profitieren, aber das Risiko von Kursverlusten durch die Anleihekomponente begrenzt wird. Wir denken, dass die Auswahl von Wandelanleihen mit den günstigsten asymmetrischen Eigenschaften (Konvexität) es uns ermöglicht, die risikobereinigten Renditen in einem „Keine Rezession, aber schwieriges Umfeld“-Szenario zu maximieren. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund sich verändernder Korrelationen von Aktien und Anleihen von Bedeutung.
- Bei Festzinsanlagen ist es vor dem Hintergrund steigender Verschuldung und fragmentierter Liquidität weiterhin wichtig, auf Qualität zu achten. An den Kreditmärkten der USA und in Europa bevorzugen wir weiterhin das BBB-BB-Segment, da wir dort die beste Balance zwischen Duration und Kreditrisiko sehen. Für das Hochzins-Segment dürfte das Jahr 2019, aufgrund der weiter steigenden Verschuldung der privaten Unternehmen, schwierig werden.
- Darüber hinaus dürften unkorrelierte Strategien gegen Ende des Konjunkturzyklus zunehmend wichtiger werden, insbesondere wo diese Strategien von „alternativen“ Informationsquellen profitieren und Overcrowding vermeiden.
- Wir glauben, dass Nachhaltigkeit auch 2019 und darüber hinaus weiter die Chancen und Risiken bestimmen wird. Wir erleben derzeit eine neue wirtschaftliche Revolution, die Auswirkungen auf jede Region, jede Branche, jedes Unternehmen und jede Anlageklasse haben wird. Diese „Nachhaltigkeitsrevolution“ wird von mehreren strukturellen Megatrends angetrieben: u.a. Demografie, Klimawandel, Ressourcenknappheit, Ungleichheit und Digitalisierung der Wirtschaft. Dies wird in naher Zukunft auch Auswirkungen auf die Geldpolitik haben, da Zentralbanken zunehmend unter Druck geraten, speziell auch etwas gegen die steigende Ungleichheit zu unternehmen und der Höhepunkt der Unabhängigkeit der Notenbanken möglicherweise hinter uns liegt.

WICHTIGE INFORMATIONEN

Nur für professionelle Investoren

Dieses Dokument wurde von Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited, eine mit beschränkter Haftung englischen Rechts Gesellschaft ist, die in England und Wales unter der Registernummer 07099556 eingetragen ist und ihren Sitz in Queensberry House, 3 Old Burlington Street, London, Vereinigtes Königreich, W1S 3AB hat, und von der Financial Conduct Authority ("FCA") zugelassen und beaufsichtigt ist und in das FCA-Register mit der Nummer 515393 eingetragen ist.

Lombard Odier Investment Managers ("LOIM") ist ein Markenzeichen.

Dieses Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung dar, ein Finanzinstrument zu erwerben oder zu veräussern oder eine Dienstleistung in Anspruch zu nehmen. Dieses Dokument darf nicht in Ländern verbreitet oder genutzt werden, in denen eine solche Verbreitung oder Nutzung rechtswidrig wäre. Dieses Dokument enthält keine persönlichen Empfehlungen und ersetzt keine professionelle Beratung zu Finanzanlagen. Vor dem Abschluss jeglicher Transaktionen obliegt es dem Anleger die Angemessenheit der jeweiligen Transaktion unter Berücksichtigung seiner speziellen Umstände zu prüfen und sich gegebenenfalls von einem unabhängigen Fachberater hinsichtlich der Risiken sowie rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen oder buchhalterischen Folgen beraten zu lassen. Dieses Dokument ist das Eigentum von LOIM und wird dem Empfänger nur für die persönliche Nutzung zur Verfügung gestellt. Ohne vorherige Genehmigung von LOIM darf es weder teilweise noch in seiner Gesamtheit vervielfältigt, verändert oder zu anderen Zwecken verwendet werden. Der Inhalt dieses Dokuments ist für Personen gedacht, die versierte Anlageexperten sind und die für die Tätigkeit an den Finanzmärkten entweder zugelassen oder reguliert sind, oder für Personen, die nach der Einschätzung von LOIM über die Expertise, die Erfahrung und das Wissen verfügen, die für die in diesem Dokument beschriebenen Anlagegeschäfte erforderlich sind, und für die LOIM die Zusicherung erhalten hat, dass sie ihre eigenen Anlageentscheidungen treffen können und die mit den im vorliegenden Dokument beschriebenen Anlagetypen verbundenen Risiken verstehen, oder für Personen, die LOIM ausdrücklich als geeignete Empfänger dieses Dokuments anerkannt hat. Falls Sie keine Person sind, die unter die oben genannten Kategorien fällt, werden Sie gebeten, dieses Dokument entweder LOIM zu retournieren oder es zu vernichten. Wir weisen Sie ausdrücklich darauf hin, dass Sie sich nicht auf dessen Inhalt oder darin erläuterte Anlagethemen verlassen

und dieses Dokument nicht an Dritte weiterleiten dürfen. Dieses Dokument enthält die Einschätzungen von LOIM zum Zeitpunkt der Veröffentlichung. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Analysen basieren auf Quellen, die wir als verlässlich erachten. LOIM leistet jedoch keine Gewähr für deren Aktualität, Genauigkeit oder Vollständigkeit und haftet nicht für Schäden oder Verluste, die aus der Nutzung dieses Dokuments entstehen. Alle Informationen und Meinungen können jederzeit ohne Ankündigung geändert werden. Dieses Dokument darf weder als Original noch als Kopie in die USA, Gebiete unter der Hoheitsgewalt der USA oder der Rechtsprechung der USA unterworfenen Gebiete gesendet, importiert oder dort verbreitet oder einer US-Person zugestellt werden. Als US-Person gelten vorliegend alle Personen, die US-Bürger sind oder ihren Wohnsitz in den USA haben, alle Partnerships, die in einem Bundesstaat oder Gebiet unter der Hoheitsgewalt der USA gegründet oder organisiert sind, alle Unternehmen, die dem US-amerikanischen Recht oder dem Recht eines Bundesstaates oder Gebiets unter der Hoheitsgewalt der USA unterliegen, sowie alle in den USA steuerpflichtigen Vermögen oder Trusts, ungeachtet des Ursprungs ihrer Einkommen. Datenherkunft: Sofern nicht anders angegeben, wurden die Daten von LOIM erstellt.

Obwohl gewisse Informationen aus verlässlich geltenden öffentlichen Quellen stammen, können wir ohne eine unabhängige Prüfung deren Genauigkeit und Vollständigkeit nicht garantieren.

Die in diesem Dokument geäusserten Ansichten und Meinungen dienen ausschliesslich Informationszwecken und stellen keine Empfehlung von LOIM zum Kauf, Verkauf oder Halten von Wertpapieren dar. Die geäusserten Ansichten und Meinungen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt dieser Präsentation. Sie können sich ändern und sind nicht als Anlageberatungsleistung zu verstehen.

Dieses Material darf ohne vorherige Genehmigung von Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited weder vollständig noch auszugsweise (i) in irgendeiner Form oder mit irgendwelchen Mitteln von Personen kopiert, fotokopiert oder vervielfältigt oder (ii) an Personen vertrieben werden, die nicht Mitarbeiter, leitende Angestellte, Direktoren oder autorisierte Agenten des Empfängers sind. In Grossbritannien gilt dieses Material als Werbepublikation für Finanzprodukte ("Financial Promotion") und wurde durch Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited genehmigt, die der Aufsicht der Financial Conduct Authority untersteht und von ihr zugelassen ist.

© 2018 Lombard Odier Investment Managers – alle Rechte vorbehalten