

Bereit für Neues

LB  BW

Kapitalmarktkompass-Update

Chinas Blick auf Trump 2.0

Financials: Ausblick erstes Halbjahr 2025

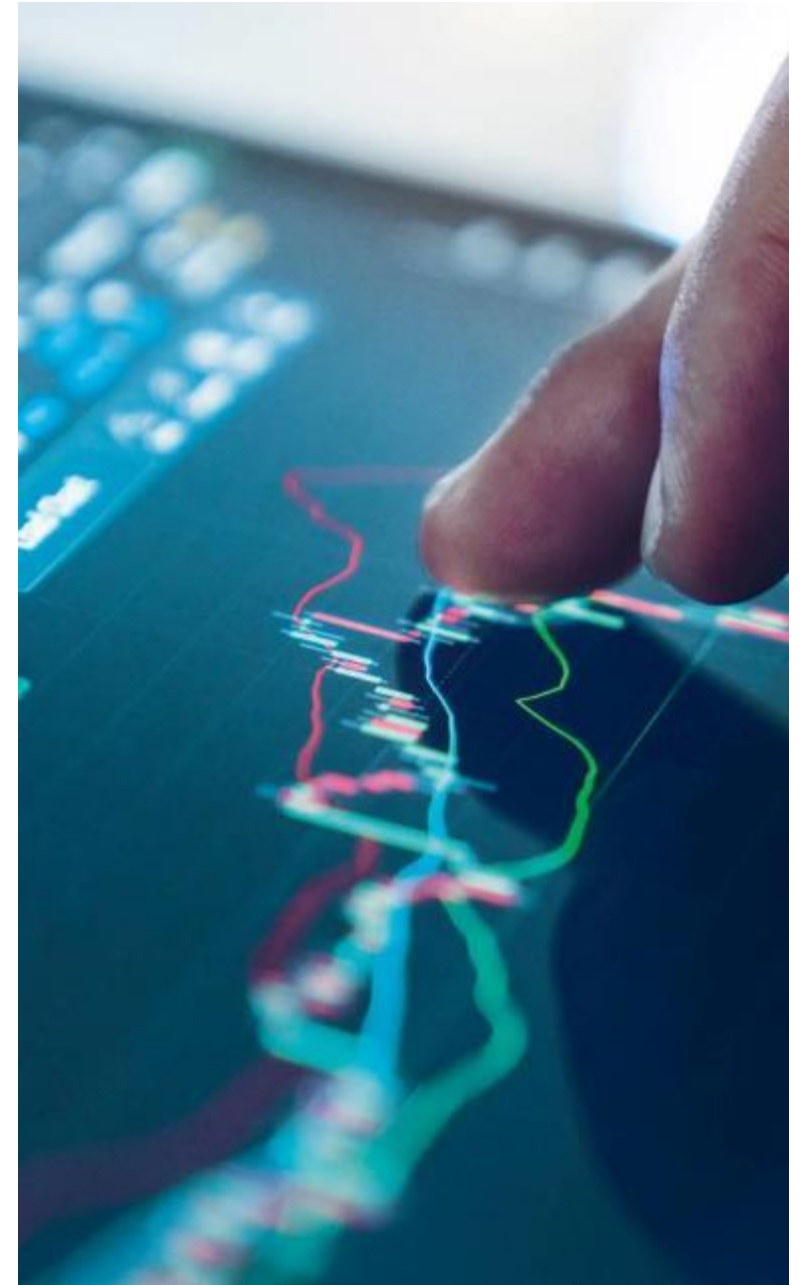
19.11.2024 LBBW Research



Agenda

- 01 Chinas Blick auf Trump 2.0
- 02 Financials: Ausblick erstes Halbjahr 2025
- 03 Disclaimer

- 03
- 15
- 31



01

Chinas Blick auf Trump 2.0

Sandro Pannagl
Strategy/Macro
Tel: +44 7874 628823
Sandro.Pannagl@LBBW.de

Donald Trump beim Wort nehmen (?)

**„I will govern by a simple model:
promises made, promises kept.
We gonna keep our promises.“**

Donald Trump

Siegesrede, 6. November 2024

Chinas Erfahrungen aus Trumps erster Amtszeit



Trump 1.0 – „America First“



- **Handelspolitik:**

Zölle auf chinesische Exporte iHv. USD 380 Mrd. (Stahl, Aluminium, Photovoltaikanlagen, ...)

Januar 2020: „Phase One - Trade Deal“

- **Außenpolitik :**

Rückzug aus internationalen Abkommen (Klimavertrag)

Entfremdung zw. USA und Staaten im Asiatisch-pazifischen Raum

Inkonsistente Politik im China-Taiwan Konflikt

- **Persönliche Beziehungen:**

Bis 2020: Trump spricht von Chinas Präsident Xi als „Freund“

Ab 2020: China als „Verursacher“ der Pandemie gebrandmarkt

- **Handelspolitik:**

Vergeltungszölle auf US-Exporte iHv. USD 185 Mrd. (Fahrzeuge, Agrarprodukte, Luftfahrtindustrie,...)

China eröffnet Verfahren bei WTO gegen US-Zölle

- **Außenpolitik :**

China positioniert sich als Fürsprecher bei Klimaschutzmaßnahmen

Ausbau der Beziehungen zu Staaten des Globalen Südens

Aufforderung an USA zum Festhalten an „Ein-China-Politik“

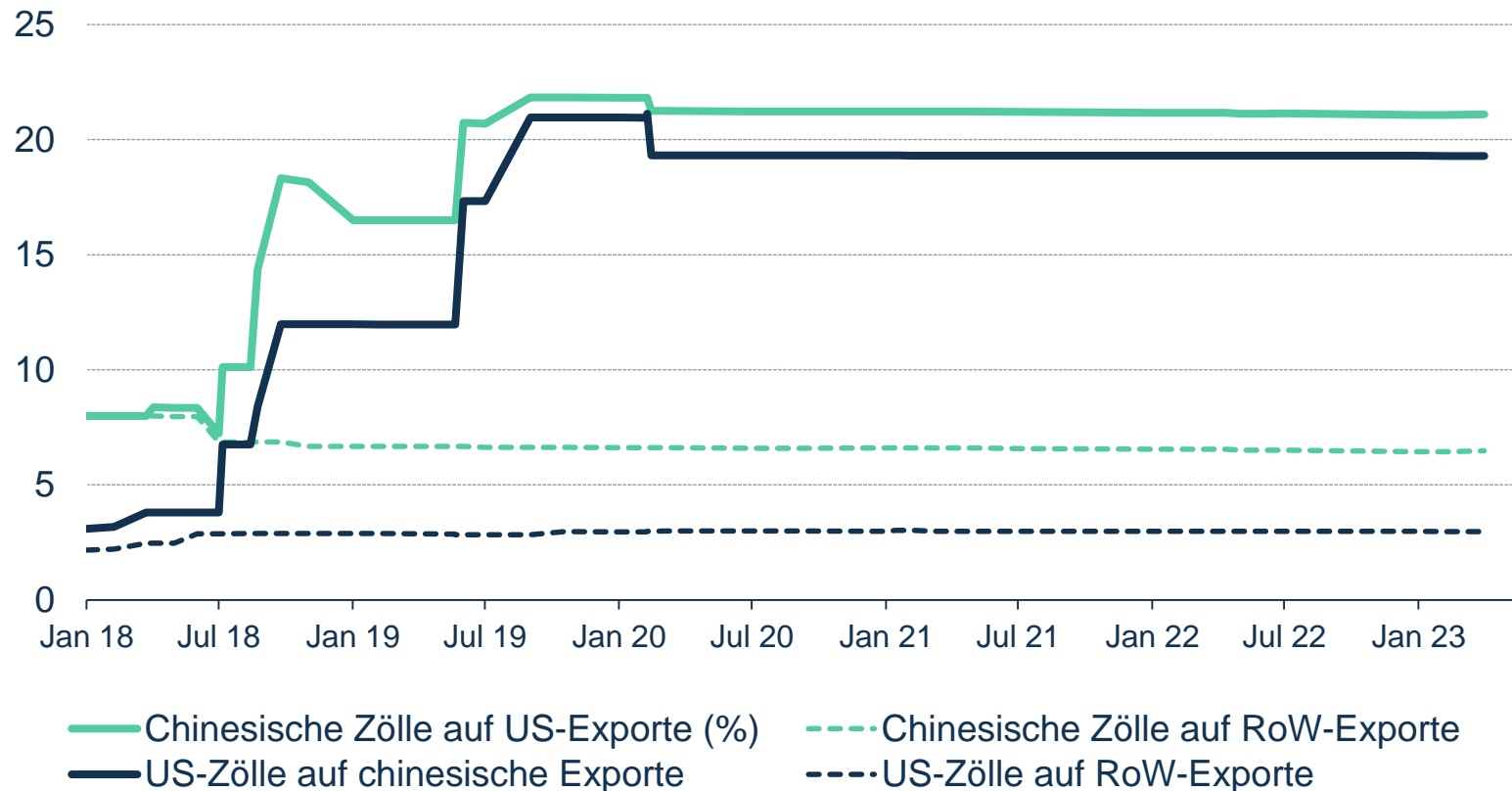
- **Persönliche Beziehungen:**

Rhetorik von Chinas Präsident Xi bezieht sich v.a. auf Beziehungen zwischen China und den USA

Trumps Drohungen endeten in deutlich höheren Zöllen

Importzölle seit Trumps erster Amtszeit

US-China & Rest der Welt

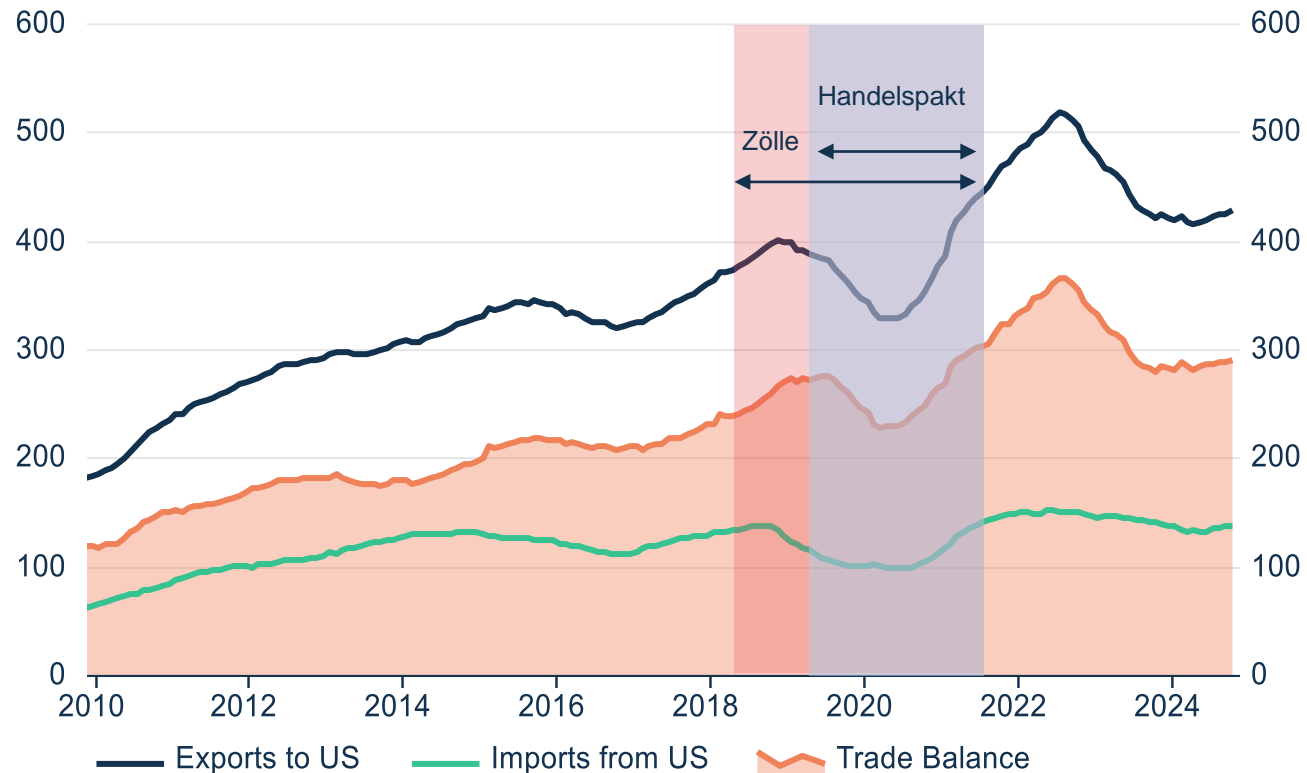


- Handelskrieg zwischen China und USA hob durchschnittliches Zollniveau auf rund 20%.
- Zölle wurden auch unter Biden-Regierung beibehalten & zusätzliche Zölle auf USD 18 Mrd. US-Importe aus China.

Handelsdeal mit überschaubaren Auswirkungen

China: Exporte, Importe & Handelsbilanz mit USA

12-Monate MAV, in Mrd. USD

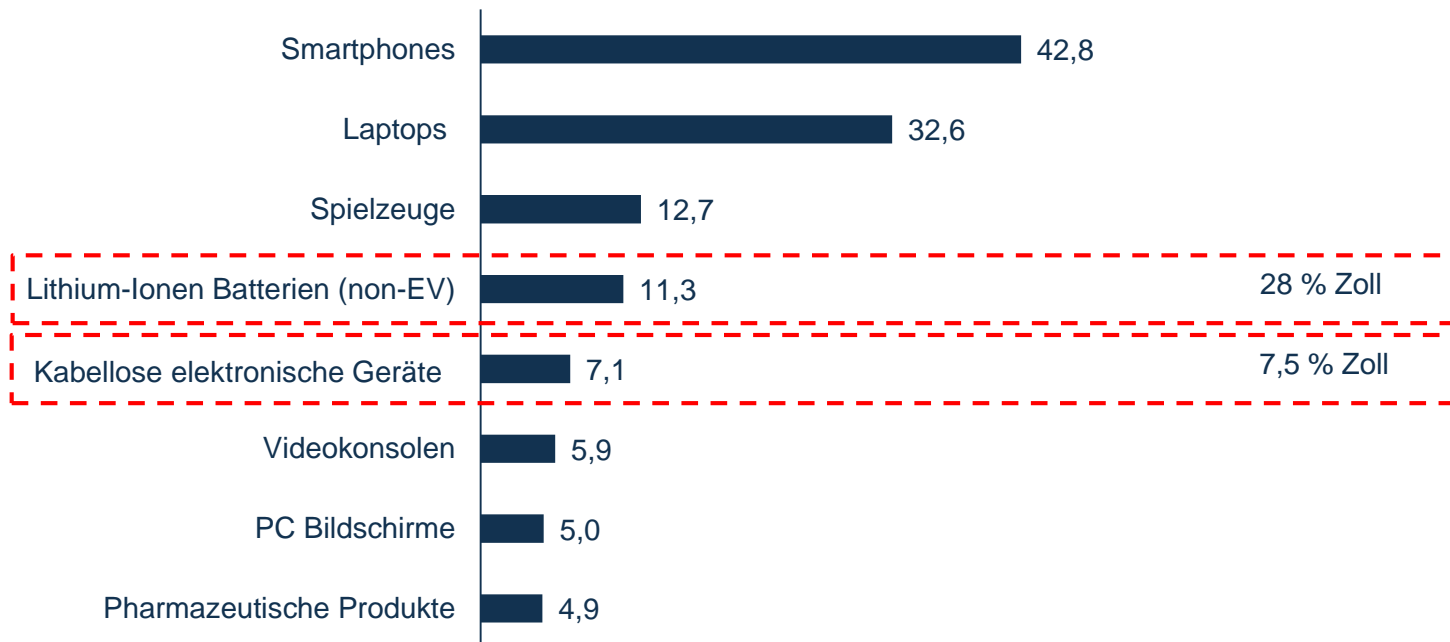


- Zölle reduzierten Chinas Exporte temporär, aber Handelspakt verfehlte sein Ziel.
- Kernstück des Paktes: China verpflichtet sich zur Steigerung seiner US-Importe um USD 200 Milliarden bis 2022.
- Davon: USD 160 Mrd. verarbeitete Waren, Agrarprodukte & Energierohstoffe.
- Bereits in Jahr 1 (2020) blieb China deutlich hinter den Vereinbarungen zurück.
- Trumps Berater lobten Pakt dennoch als Erfolg.
- 2023: US-Handelsbilanzdefizit mit China: USD 280 Mrd. (28% des Gesamtdefizits)

Neuer Handelskonflikt als zweiseitiges Schwert

Top 8 US-Importgüter aus China in den letzten 12 Monaten

in Mrd. USD

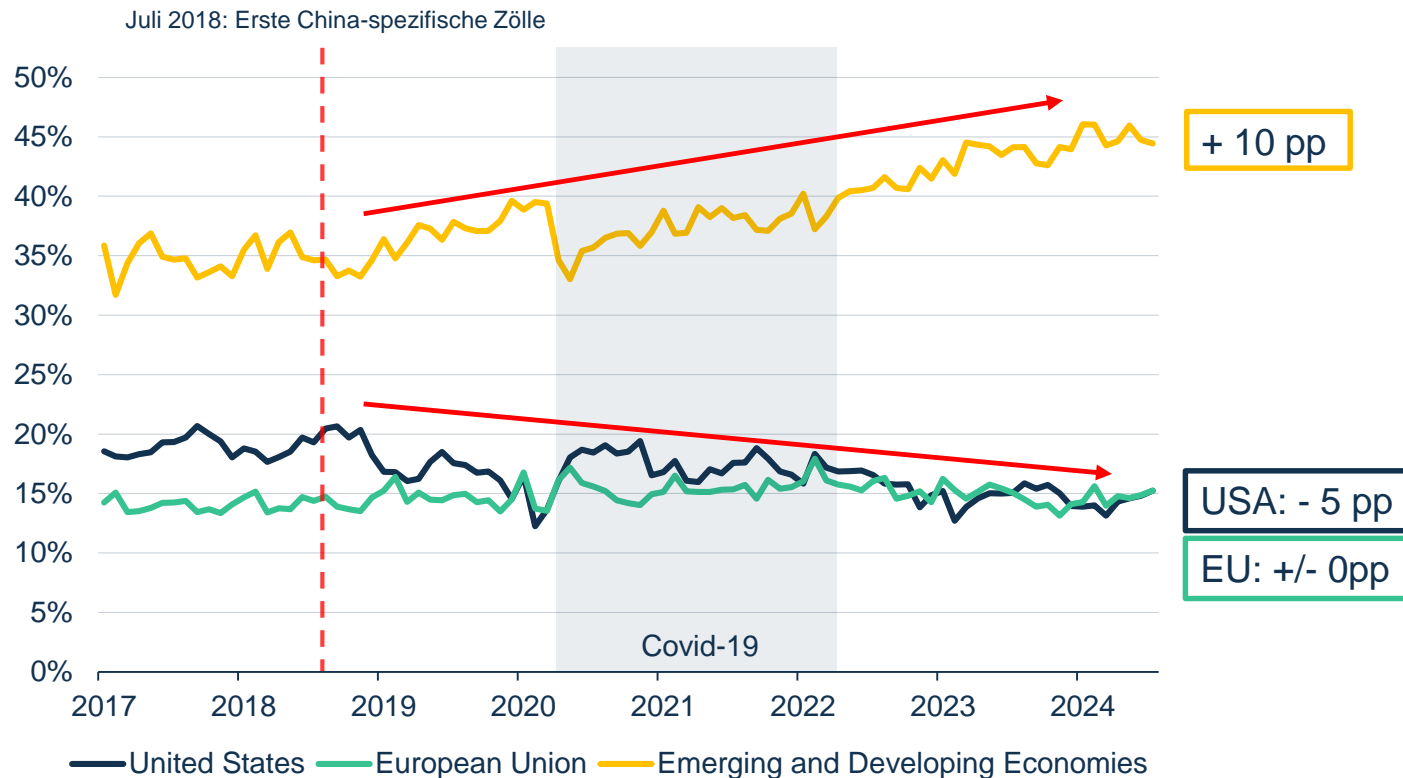


- 15% aller chinesischen Exporte gehen in die USA
- Trumps Aussagen im Wahlkampf: 60 % Zoll auf US-Importe aus China, 10% auf restliche Importwaren.
- Von den Top 8-Importgütern sind derzeit nur 2 Kategorien von Zöllen betroffen.
- Fertigprodukte aus dem Elektronikbereich wären am Stärksten von Zollanhebung betroffen.
- **Aber:** Zollanhebung würde v.a. US-amerikanische Firmen mit hohem China-Exposure treffen.
- Auch negative Folgen für US-Wirtschaft zu erwarten (Inflation steigt auf 4,1%, BIP bis 2028 um 2,8 Prozentpunkte unter Baseline).

Gleichzeitig ist China heute weniger abhängig von den USA als 2017

China: Exportanteil ausgewählte Regionen

in % der Gesamtexporte

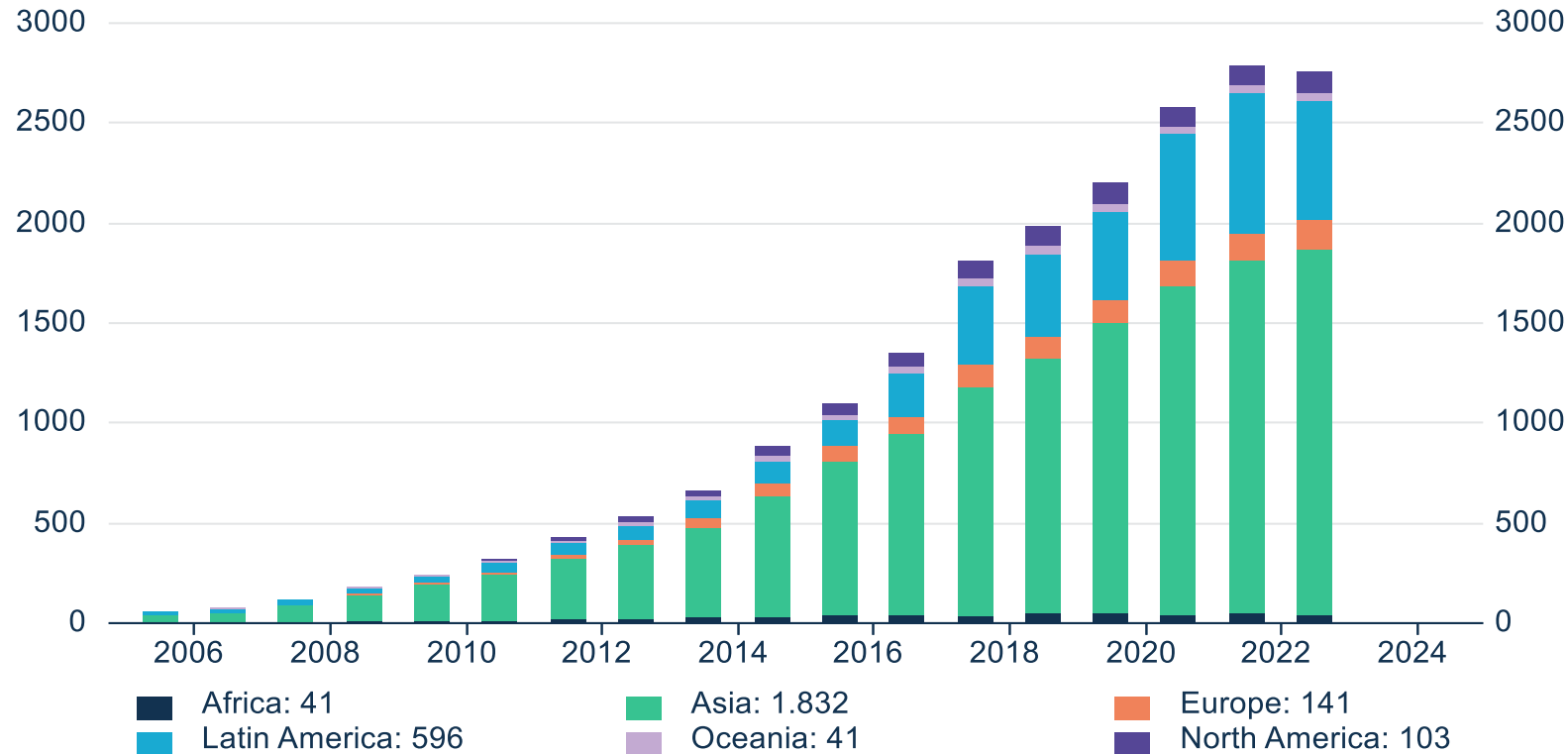


- China baut seit Trumps erster Amtszeit seine Abhängigkeit von den USA kontinuierlich ab.
- Handelsströme verlagern sich vor allem Richtung Südostasien (Vietnam, Thailand, Malaysia), Indien und Lateinamerika (Mexiko, Brasilien), seit Ukrainekrieg auch nach Russland (2023: + 46% Exportanstieg)
- Zeitgleich: Top-3 Exportgüter der USA nach China zunehmend substituierbar: Agrarprodukte (Soja & Weizen), Halbleiterkomponenten sowie Energierohstoffe (Öl & Gas).

China wird Beziehungen zu “Globalem Süden” weiter forcieren

China: Bestand an ausländischen Direktinvestitionen

in USD Mrd.

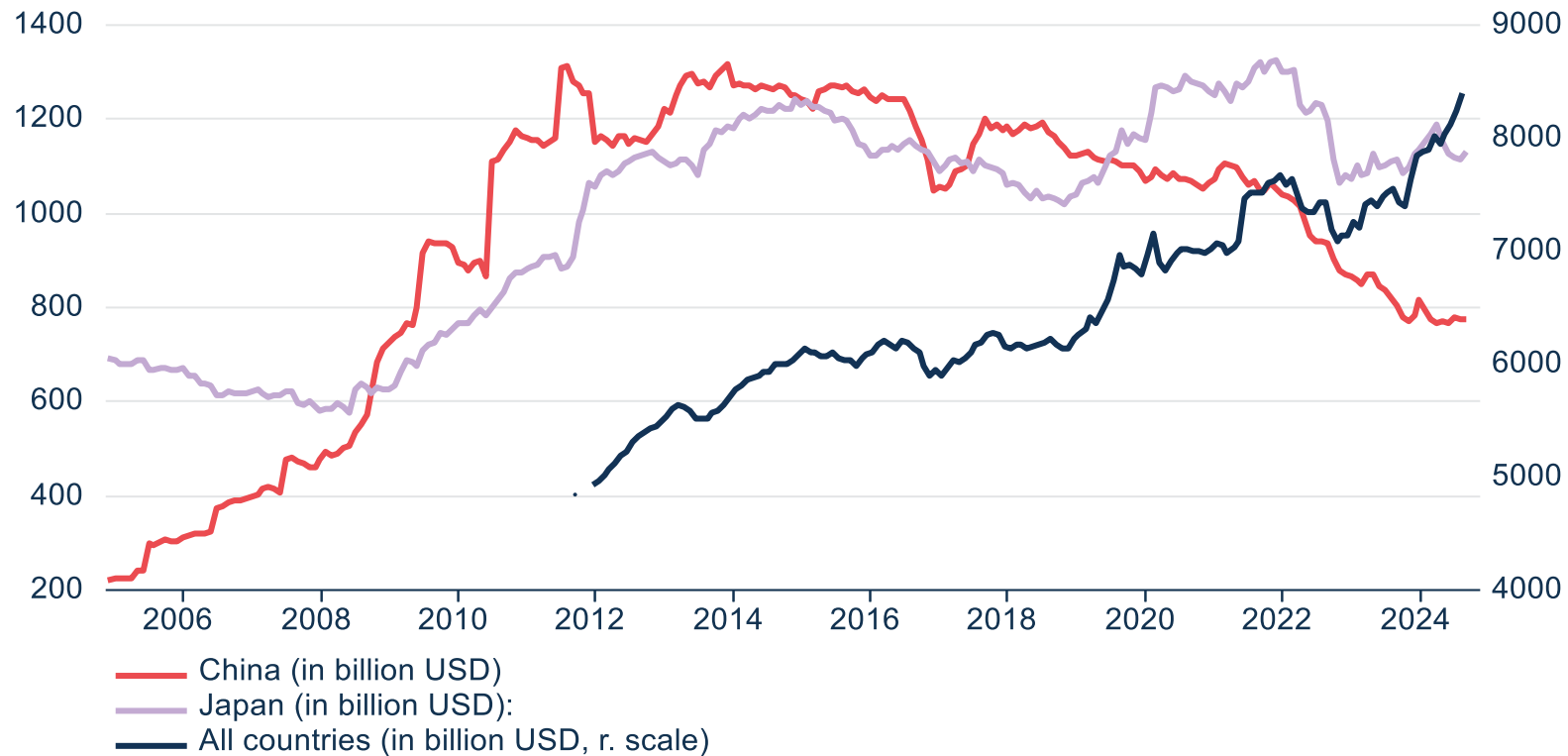


- Ein ähnlicher Trend ist auch bei chinesischen Direktinvestitionen zu beobachten.
- Südostasien v.a. als Produktionsstandort für verarbeitete Waren von Bedeutung, Lateinamerika als lukrativer Markt für Infrastrukturprojekte und Rohstoffe.

Diversifizierung der Währungsreserven beschleunigt sich

China: Bestand an US-Treasuries

in Mrd. USD



- Bestand an US-Staatsanleihen seit 2017 um mehr als ein Drittel gesunken.

Kontrollierte Abwertung des Yuan als Stütze für chinesische Exporte

Wechselkursentwicklung USD/CNY

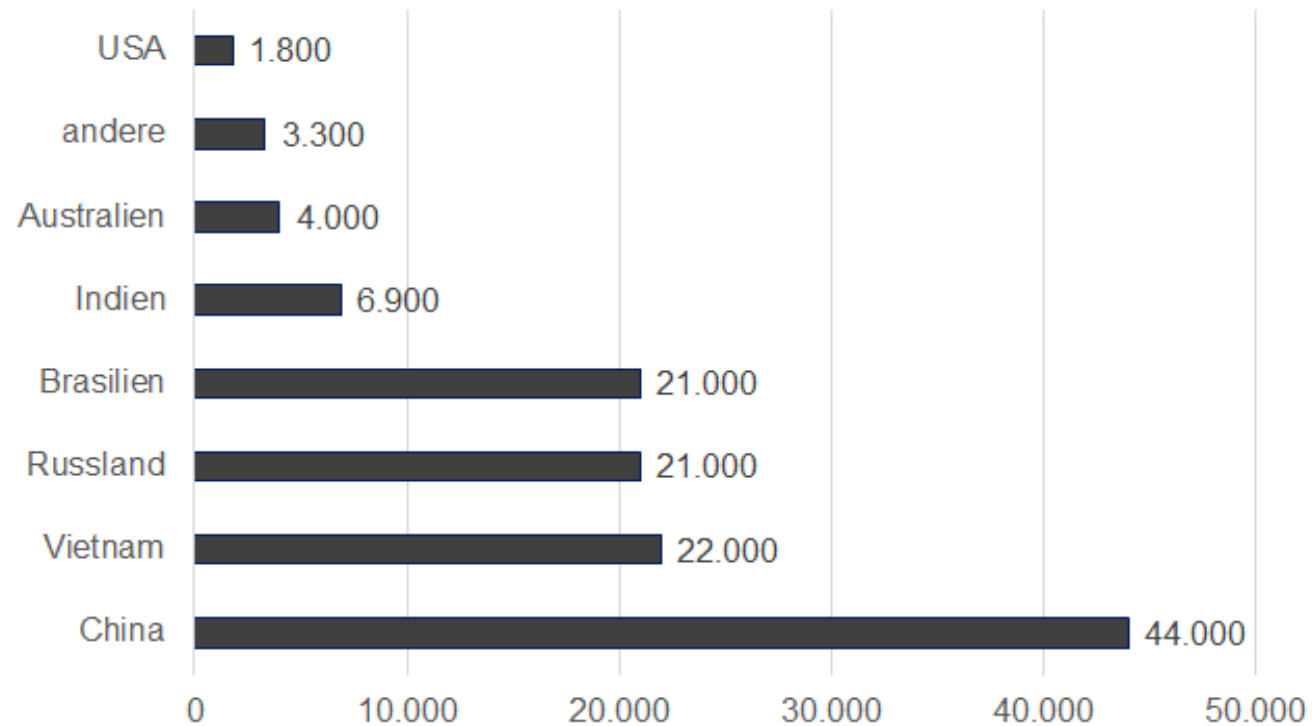


- Bereits im Jahr 2019 reagierte China mit einer deutlichen Abwertung seiner Währung auf US-Zölle,
- Dies würde chinesische Exporte am Weltmarkt günstiger machen und den Rückgang der US-Exporte abfedern.
- Druck auf Yuan wird aber auch aufgrund restriktiverer US-Geldpolitik zu erwarten sein.

China hat dominante Stellung im Rohstoffsegment

Reserven an seltenen Erden

in 1.000 metrischen Tonnen



- Große Abhängigkeiten bestehen insbesondere bei aus China bezogenen Rohstoffe wie seltenen Erden.
- China besitzt eine starke Stellung bei den bislang nachgewiesenen globalen Reserven an seltenen Erden.
- Andere Länder mit großen Vorkommen haben enge wirtschaftliche Beziehungen mit dem Reich der Mitte (u.a. Russland, Vietnam, Brasilien)
- Eine rasche Diversifizierung von China erscheint angesichts der dominanten Stellung des Landes kurzfristig unwahrscheinlich.

Fazit - Trumps Forderungen laufen in Probleme

China wäre auf Handelskrieg besser vorbereitet

- USA verlieren als Export- und Importmarkt an Bedeutung für China
- Sanktionen und Druck auf US-Unternehmen (Apple, Microsoft, Tesla) würden USA direkt treffen
- Zollkrieg würde auch die amerikanische Volkswirtschaft in Mitleidenschaft ziehen
- Handelspolitisch: Androhung von Zöllen als Druckmittel für neuen Handelspakt wahrscheinlicher als umfassender Zollkrieg
- „Quick wins“ im Systemwettbewerb: weitere Exportrestriktionen & Investitionsbeschränkungen bei Hochtechnologie (betrifft v.a. Verbündete)

Neue US-Administration sowohl mit „China-Falken“, als auch „China-Tauben“ besetzt

- Nominierung von Marco Rubio (Außenministerium) & Pete Hegseth (Verteidigung) als Warnsignal an China
- Aber: Elon Musk als engster Berater Trumps könnte auf Ausgleich drängen & Tulsi Gabbard (Geheimdienstchefin) mit umstrittener Nähe zu Russland
- Halbwertszeit von Trumps Kabinettsbesetzung fraglich

Trumps Außenpolitik könnte US-Interessen langfristig entgegenlaufen

- Ansehen der USA würde bei Beschädigung der internationalen Organisationen (WTO, UNO, Klimavereinbarungen) weiter leiden
- Zolldrohung auch gegenüber anderen Staaten
- Trumps Haltung gegenüber Taiwan von Widersprüchen geprägt (US-Commitment dürfte aber angesichts der Bedeutung Taiwans Bestand haben).

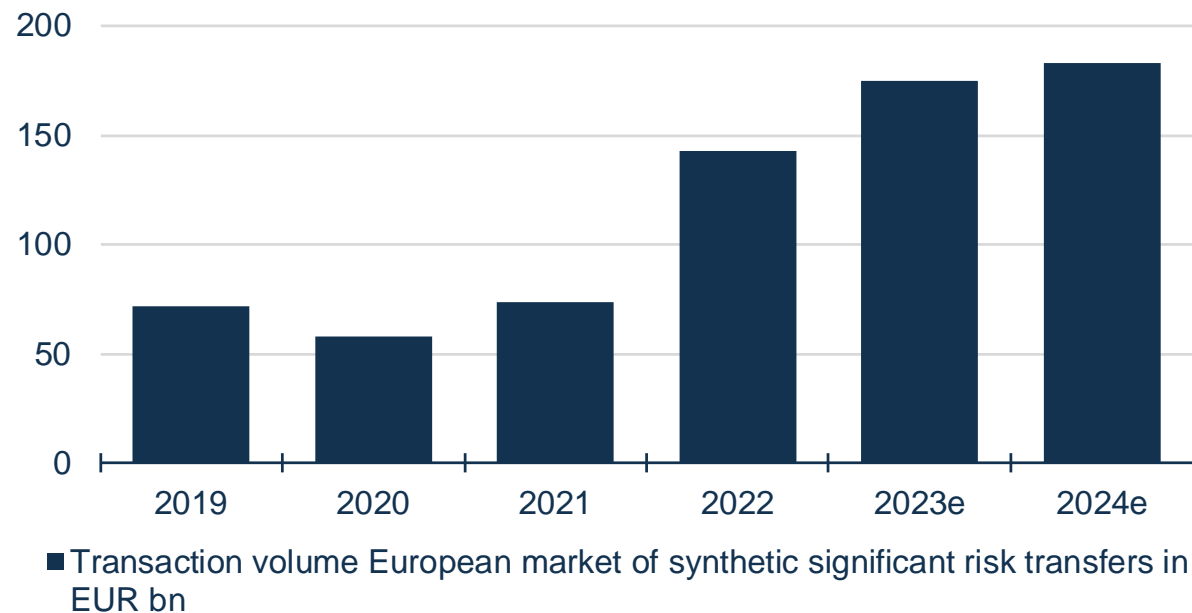
02

Financials: Ausblick erstes Halbjahr 2025

Christian Götz
Senior Investment Analyst
Tel: + 49 711 127-7 44 70
christian.goetz@LBBW.de

Basel IV ante portas: Minderung der Eigenkapitalbelastung via Verbriefungsmarkt

Transaktionsvolumen des Marktes für synthetische SRT-Verbriefungen

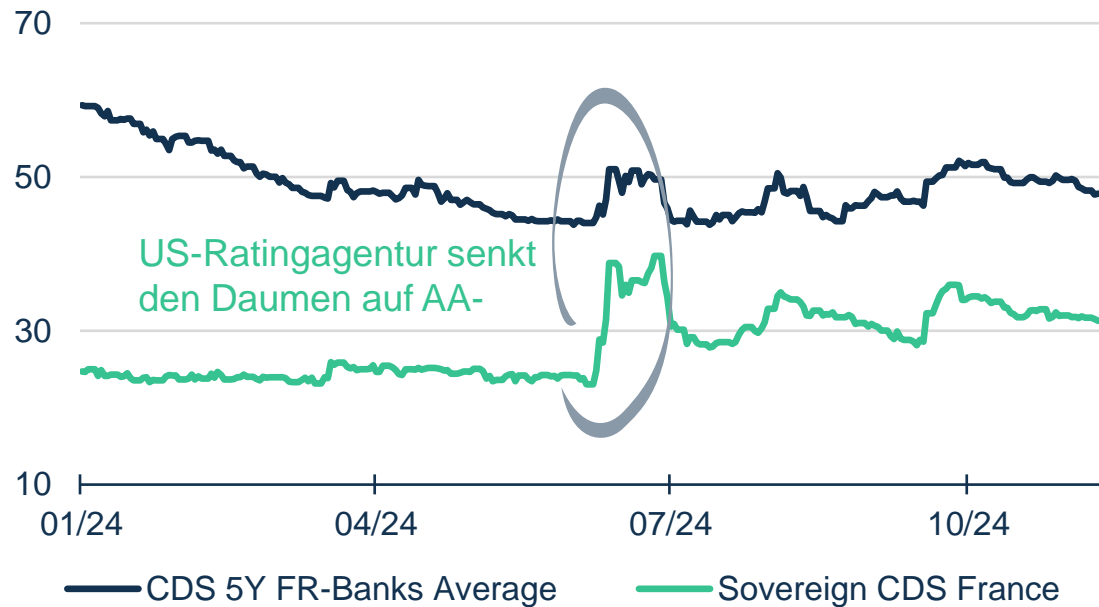


- Um die **RWA-Erhöhung** und damit letztlich die Eigenkapitalbelastung durch Basel IV zu mildern, dürfte zukünftig der synthetische Verbriefungsmarkt stärker genutzt werden.
- Dabei bleiben zwar die zugrundeliegende Darlehen in der Bankbilanz. Aber die Risiken werden z.T. ausplatziert, etwa über Credit Linked Notes (CLNs). Zusätzlich kann die Bank so ihr Risiko ggü. einem einzelnen Schuldner, i.d.R. einem KMU / Unternehmen, verringern. Allen voran Barclays, Santander, BNP Paribas sowie Intesa Sanpaolo nutzen SRTs.
- **Durch diese Risikoreduktion** wird das zuvor gebundene **Eigenkapital teilweise wieder freigesetzt**. Es muss sich aber dabei um einen „signifikanten Risikotransfer“ (SRT) handeln, d.h. die entsprechenden regulatorischen Vorschriften in CRR III sind zu beachten.

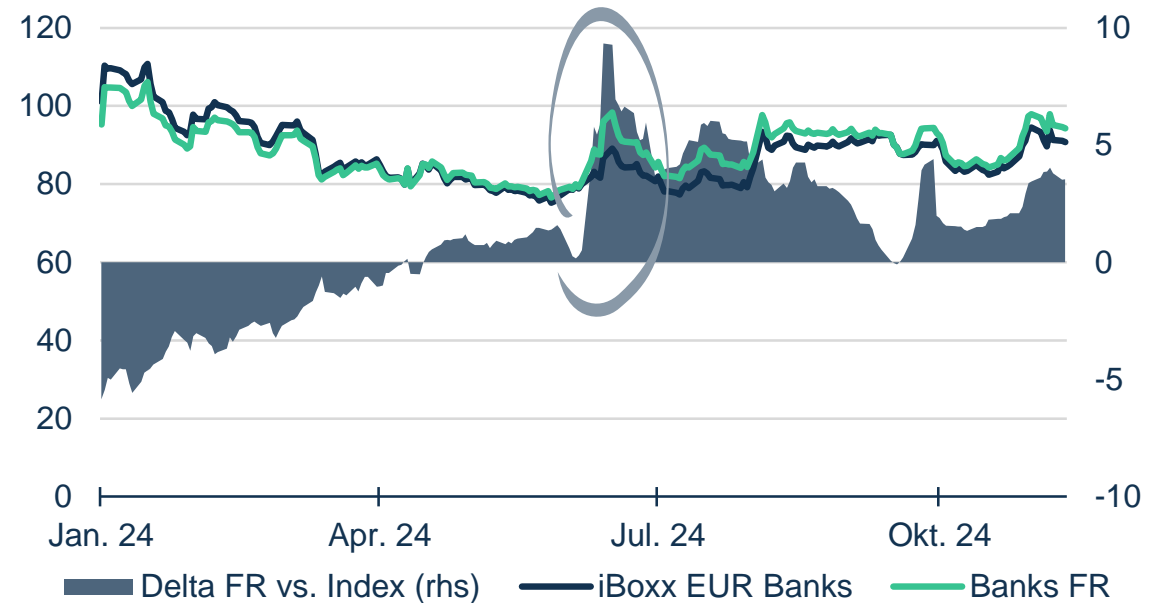
Quelle: Bloomberg, ESRB Occasional Paper Series No. 23, Bankenverband Sept. 2024 „Chancen durch Verbriefungen nutzen“, LBBW Research. Schätzungen 2023 / 2024 von Bank of America vom März 2024. Bei synthetischen Verbriefungen sichern Banken ihre Kreditrisiken ab, ohne dafür - im Gegensatz zum true sale Forderungsverkauf - direkt Liquidität zurückzubekommen. Zudem wird im true sale Fall das Eigentumsrecht an der jeweiligen Forderung an eine Zweckgesellschaft abgetreten, deren Vermögenswerte von denjenigen der Bank separiert sind, sollte das Institut insolvent werden. Allerdings ist ein Forderungsverkauf für die Bank komplizierter und teurer als eine synthetische Ausplatizierung von Risiken.

Sovereign-Banken-Nexus gewinnt an Aktualität

CDS-Entwicklung im Vergleich, in bps



Spread-Entwicklung auf der Cash-Seite, in bps

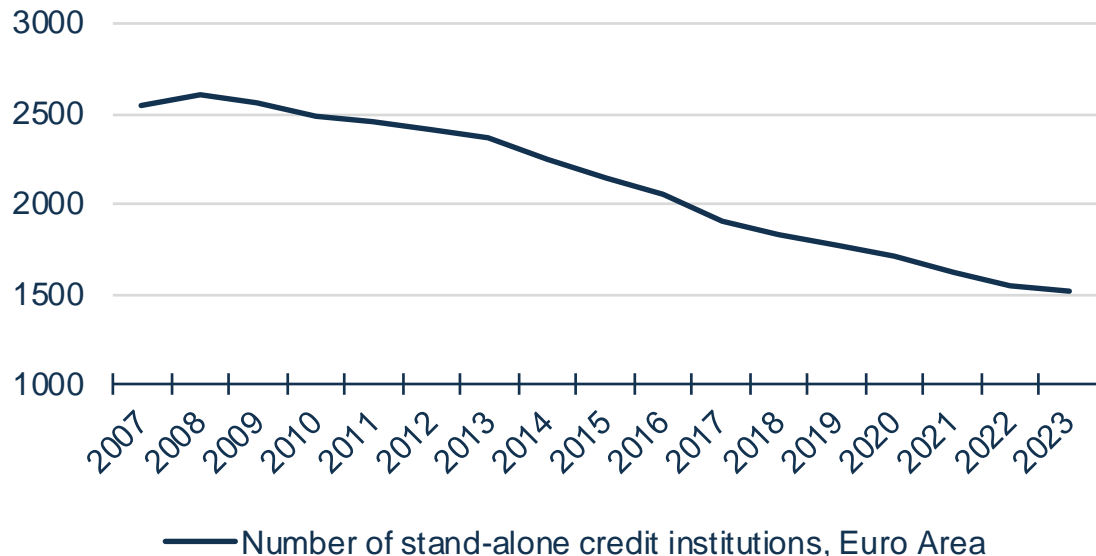


- Der „doom loop“ zwischen Bankensektor und Heimatstaat besteht weiter. Die Reaktionen auf den **Sovereign-Downgrade Frankreichs** zur Jahresmitte belegen dies. Darüber hinaus haben Moody's und Fitch Frankreichs Ratingausblick im Nov. / Okt. auf „negativ“ gesenkt.
- Gleichwohl zeigen Untersuchungen des IWF, dass die Spillover-Effekte heute geringer ausfallen als zu Zeiten der Eurokrise.

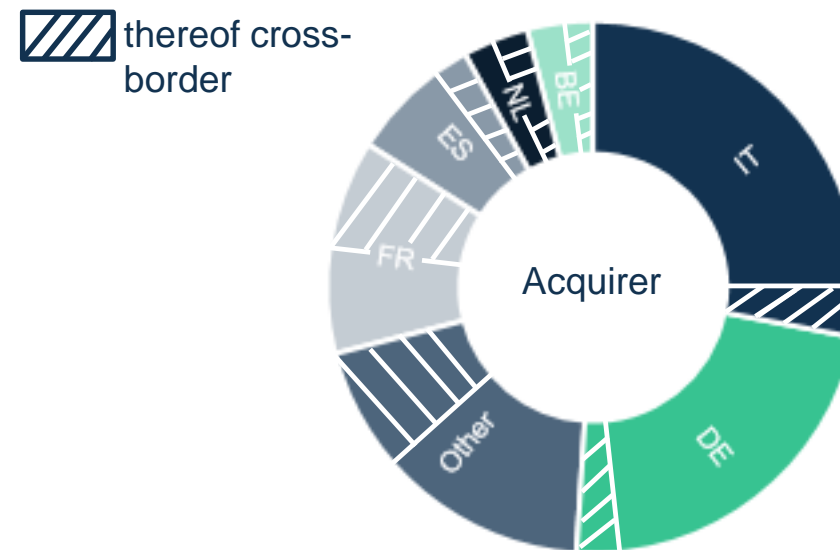
Quelle: Bloomberg, LSEG, IMF GFSR April 2024, LBBW Research.

Konsolidierung im EU-Bankensektor schreitet voran

Anzahl der Kreditinstitute in der Eurozone



M&A in der Eurozone 1999 bis 2020

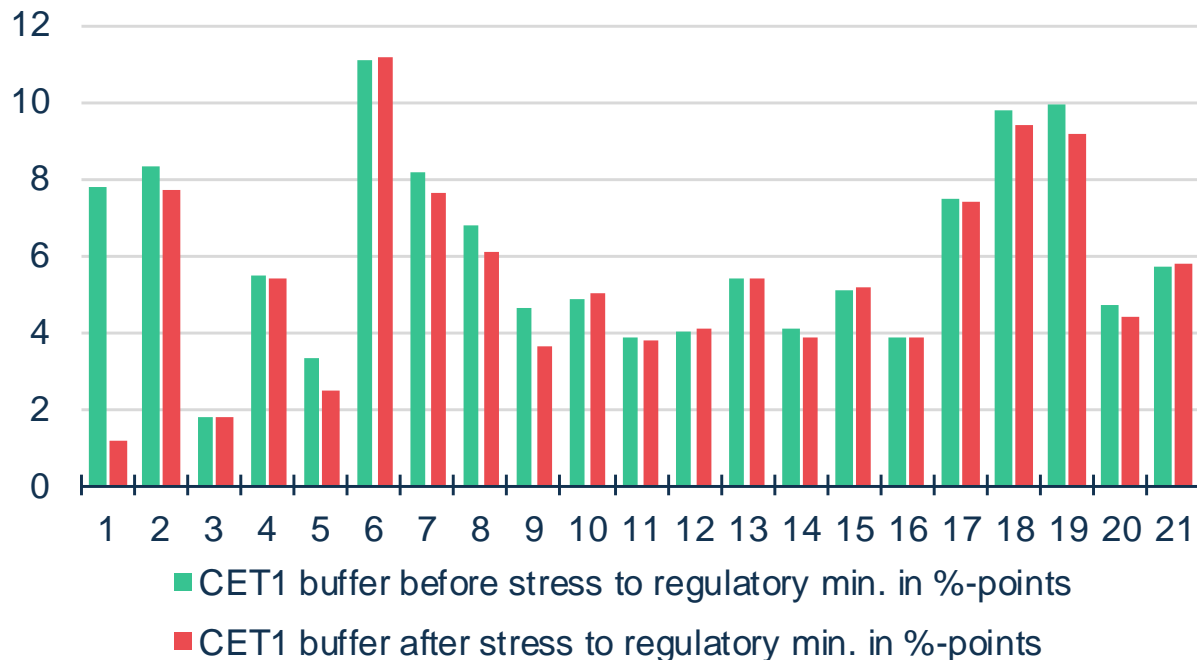


- Die causa UniCredit/Commerzbank sehen wir nicht als Startschuss für grenzüberschreitende M&A-Aktivitäten unter Europas Großbanken an.
- Wir denken, die Konsolidierung wird **vornehmlich national** voranschreiten. Länderübergreifend dürfte es eher kleinere Arrondierungen geben, so z.B. Hauck Aufhäuser Lampe & die zu ABN Amro gehörende Bethmann Bank.
- Staatsbeteiligungen* weisen bspw. noch ABN Amro (NL), NatWest (U.K.), National Bank (GRE), MPS (IT) sowie AIB Group (IRE) aus.

Quelle: ECB SDW, ECB Financial Stability Review Nov. 2021, Scope Ratings Okt. 2024, LBBW Research. * De Volksbank (NL) sowie Belfius (BE) sind sogar komplett verstaatlicht.

Gewerbeimmobilien-Exposure unter Stress

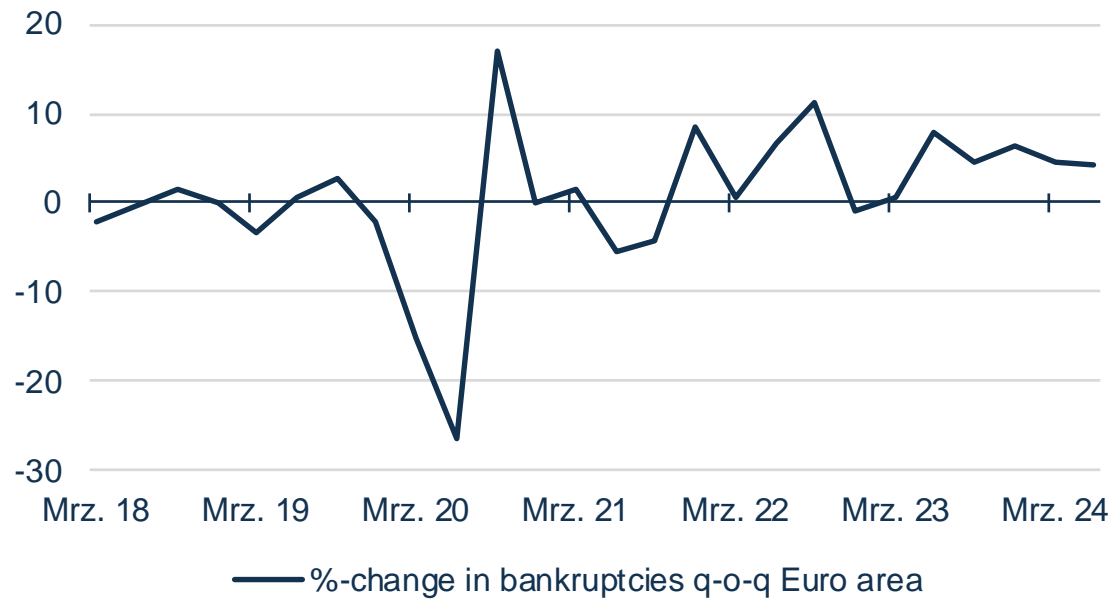
CET1-Puffer von Europas Banken vor und nach dem Moody's Stresstest des CRE-Exposures



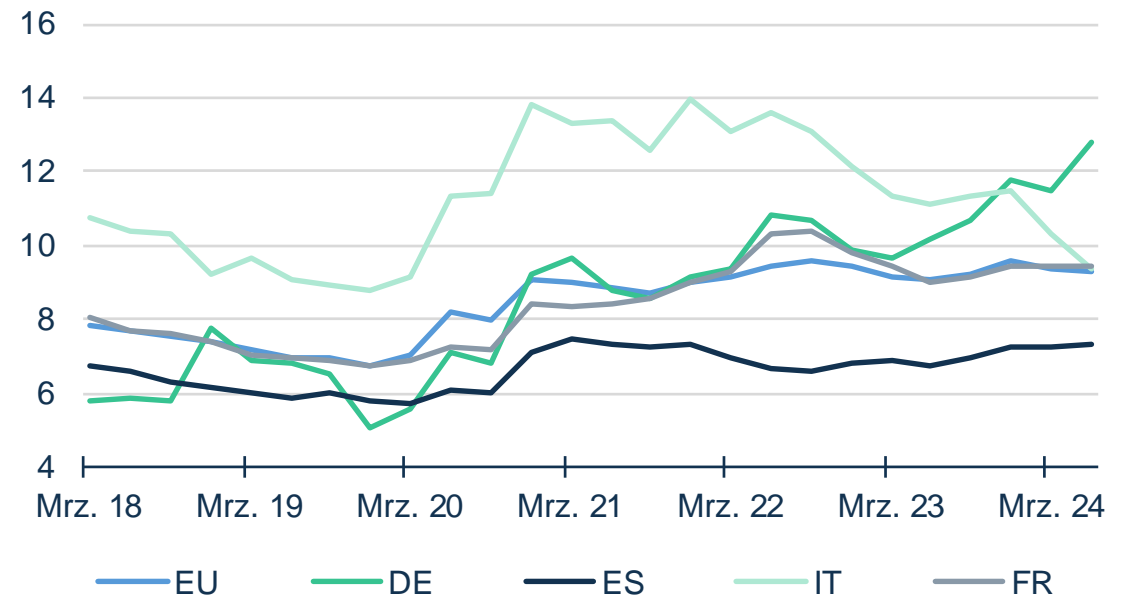
- Mehrere EU-Banken weisen ein Gewerbeimmobilien-Exposure von über 150% des CET1-Kapitals aus.
- Über dieses Sample hat Moody's einen Stresstest laufen lassen. Dazu wurde die NPL-Quote des Portfolios stark erhöht – um den Faktor 2,5. Zugleich wurde die Risikovorsorge für notleidende Exposure angehoben.
- Die Bilanz bleibt statisch.
- **Gesamtergebnis: Die CET1-Puffer sinken kaum.**
- Das Ergebnis zeigt die Widerstandsfähigkeit von Europas Banken.
- Bis auf eine spezialisierte Hypothekenbank aus Deutschland weisen alle Institute unter Stress weiterhin einen deutlichen Puffer zur regulatorischen Mindestkapitalanforderung auf.

Stufe 2 Kredite und Insolvenzanträge – die Hinweise auf eine schlechtere Kreditqualität verdichten sich

Veränderung der Unternehmensinsolvenzen im Vergleich zum Vorquartal



Prozentualer Anteil an Stufe 2 Krediten

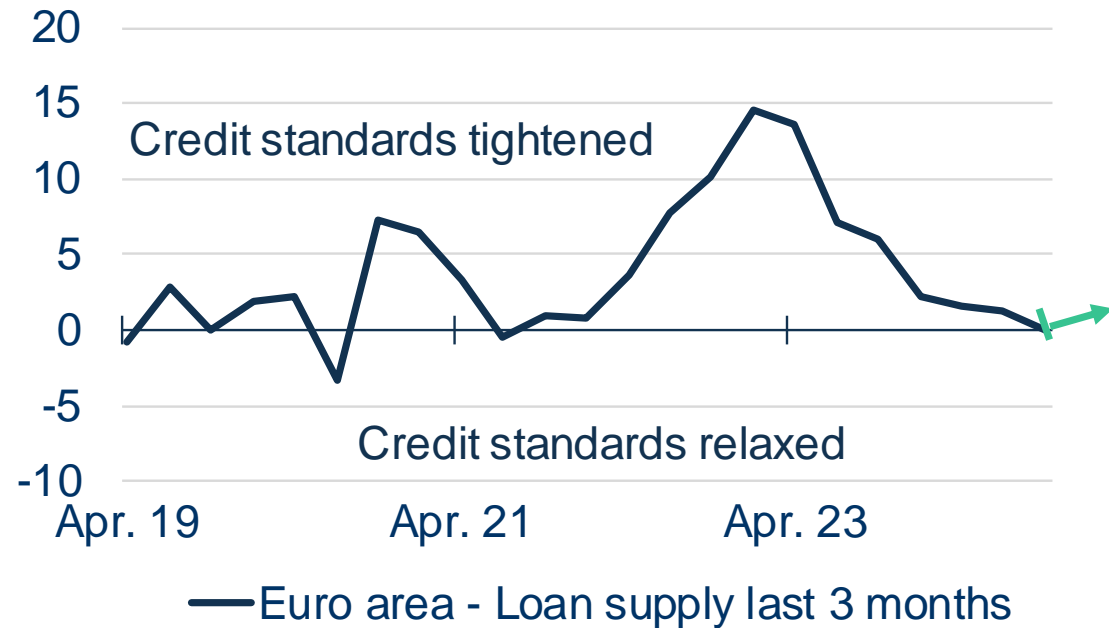


- Seit rund 3 Jahren **wachsen die Unternehmensinsolvenzen** von Quartal zu Quartal; im Schnitt mit etwa 3-4%.
- Der Anteil an Krediten, bei denen die Ausfallwahrscheinlichkeit gestiegen ist („IFRS Stufe 2“), ist europaweit stabil / leicht steigend, nimmt jedoch in Deutschland deutlich zu. Deutschland spielt hier, wie bei der Konjunktur, innerhalb Europas eine gewisse Sonderrolle.
- Es verdichten sich die Hinweise auf eine schlechtere Assetqualität. Allerdings dürfte deren Niveau historisch weiter überdurchschnittlich sein.

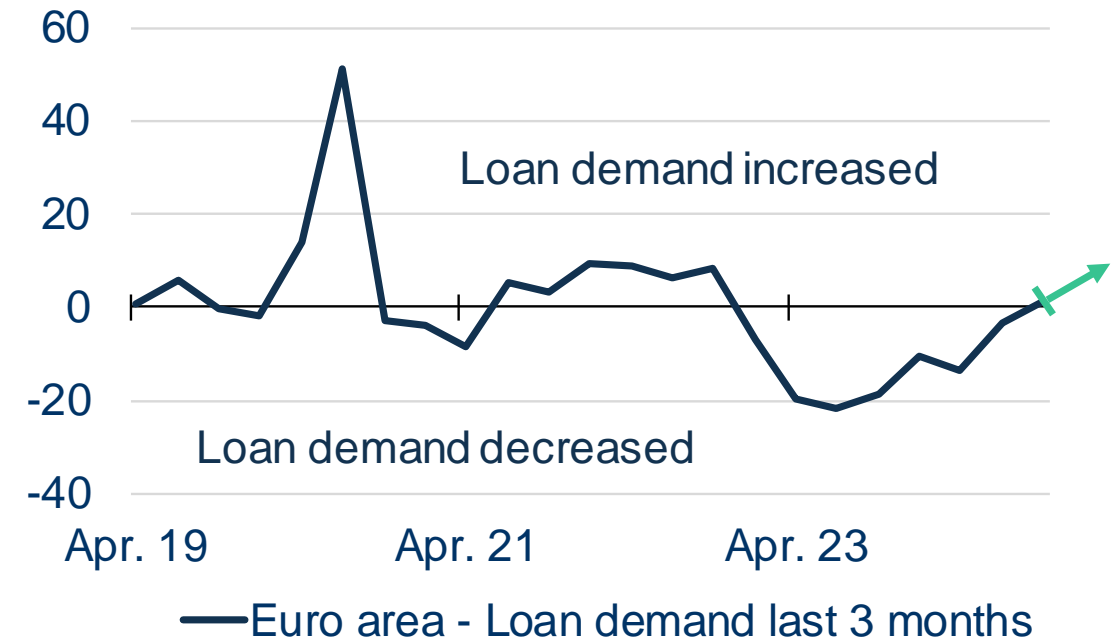
Quelle: Eurostat, EBA, LBBW Research.

Bank Lending Survey macht Hoffnung auf Besserung bei den Unternehmenskrediten

Entwicklung der Kreditvergaberichtlinien



Entwicklung der Kreditnachfrage

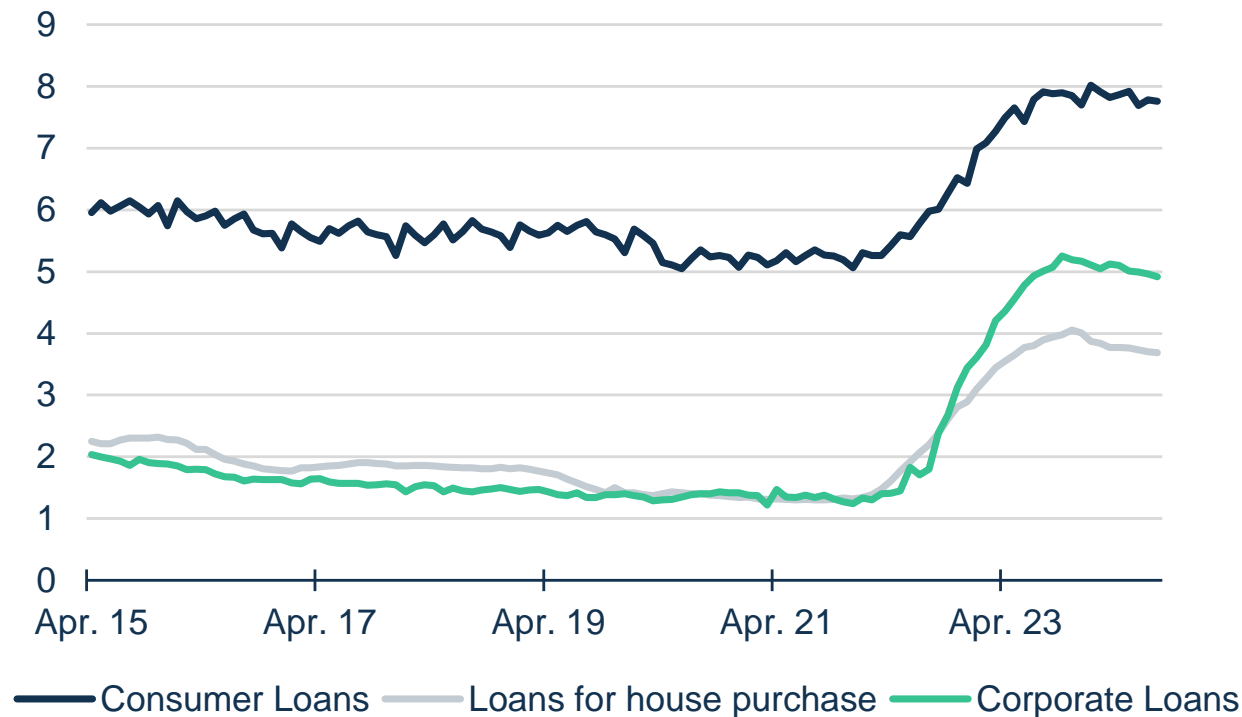


- Künftig wird zwar eine steigende Kreditnachfrage erwartet. Allerdings wollen zugleich die Banken ihre Vergaberichtlinien minimal verschärfen.
- **Die Zeiten, in denen die Mehrzahl der Banken deutlich risikoavers agieren, scheinen dennoch zu Ende zu gehen.**

Quelle: EZB BLS im Oktober 2024, LBBW Research. Diffusionsindex – Nettosaldo der gewichteten Antworten in Prozent. Skala von +/- 100. Grüner Pfeil gibt die Erwartung für die kommenden 3 Monate an.

Zudem Rückenwind durch Entspannung bei den Kreditzinsen

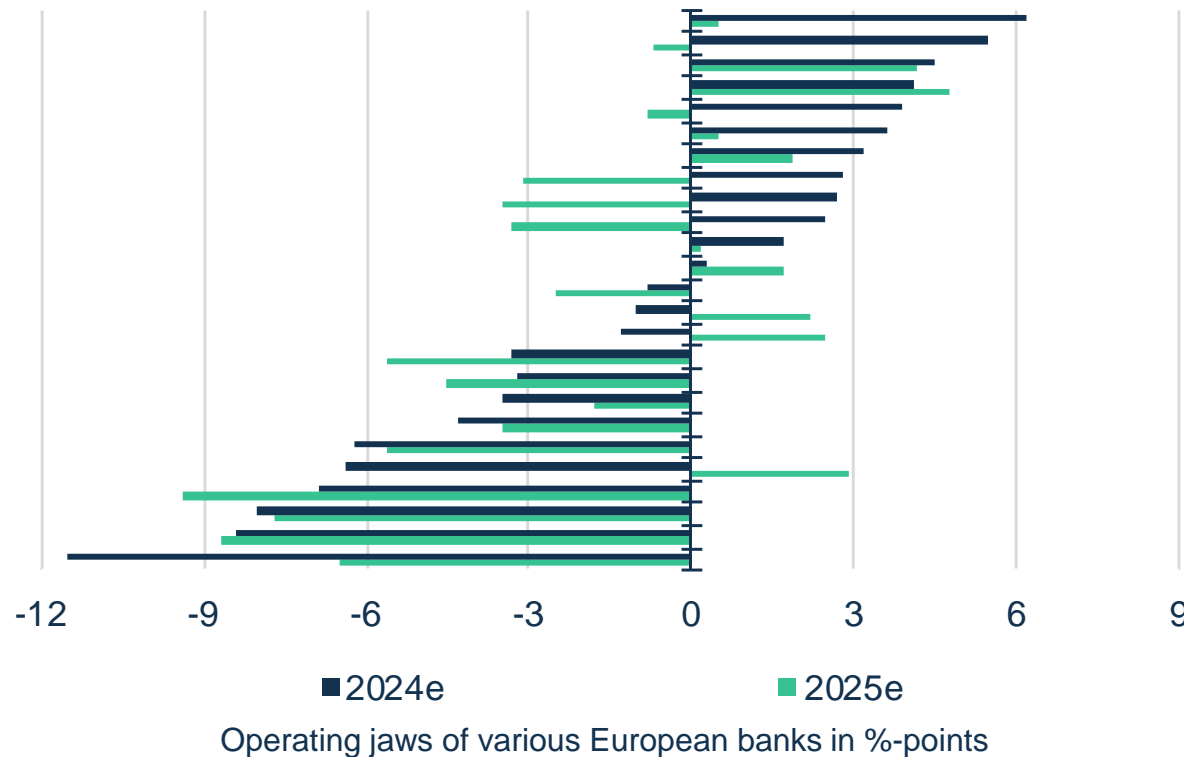
Kreditzinssätze Eurozone in %



- Die Kreditzinsen dürften sukzessive zurückgehen. Eine Rückkehr auf die alten Niveaus ist aber nicht realistisch.
- Dies dürfte sich **positiv auf das Neugeschäftsvolumen** auswirken.
- Bankensysteme mit einem relativ hohen Anteil an variabel verzinslichen Darlehen (z.B. Italien oder Spanien) sollten in einem Umfeld weiterer Zinssenkungen einen stärkeren Rentabilitätsdruck aufweisen.
- Gemäß letzten Bank Lending Survey dürfte die Erholung bei den Wohnimmobilien stärker ausfallen als bei den Unternehmenskrediten. Denn die **Konjunktur bleibt verhalten, die Investitionstätigkeit schwach**.
- Insofern dürfte die **Erholung** des Kreditgeschäfts in der Eurozone **zäh verlaufen**.

Es dürfte deutlich an der Kostenschraube gedreht werden

Für die meisten EU-Banken dürften im GJ 2025 die Kosten schneller zulegen als die Erlöse

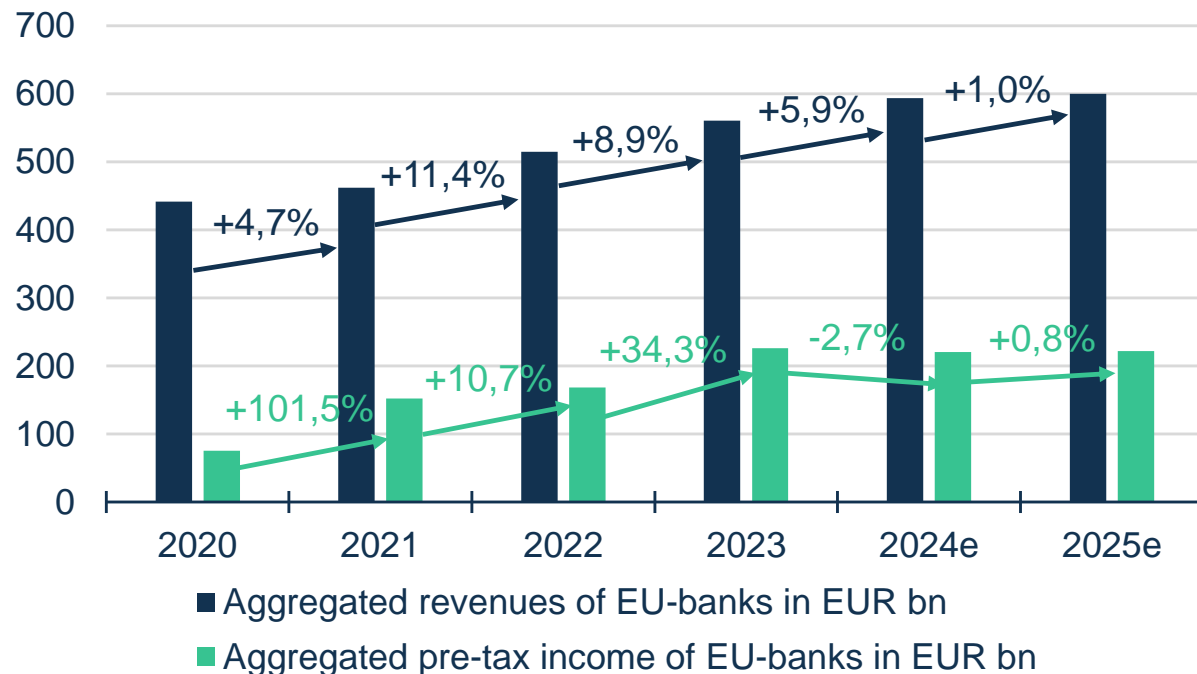


- Angesichts sinkender Zinseinnahmen steuern die Banken dem Ertragsdruck entgegen. Unter anderem haben DNB (NO), Barclays (U.K.), Deutsche Bank (DE), HSBC (U.K.), SocGen (FR) und Intesa (IT) schon Sparmaßnahmen avisiert.
- Der steigende Kostendruck spiegelt sich in den Schätzungen wider. Für den Großteil der EU-Banken werden für das Jahr 2025 „negative jaws“ erwartet. Das heißt, die **Aufwendungen steigen kräftiger als die Erlöse.**
- Und dort, wo es 2024 noch gut aussieht – in der oberen Hälfte der Grafik – schwächen sich die „operating jaws“ ab.
- Der Zins-Booster schwächt sich weiter ab. Effizienzsteigerungen dürften im kommenden Jahr oben auf der Management-Agenda stehen. Gretchenfrage ist, wieweit die von uns erwarteten Kostensenkungen ausreichen werden, um den Rückgang der Zinsmarge abzufedern.

Quelle: Bloomberg „European Bank’s 310 bn EUR Cost Challenge“, LBBW Research. Anonymisiertes Datensample für 25 EU-Großbanken. Die „operating jaws“ werden errechnet durch die Differenz zwischen der Wachstumsrate der Betriebsaufwendungen und der Wachstumsrate der Erlöse.

Erlös- und Gewinnwachstum: Das Momentum erlahmt

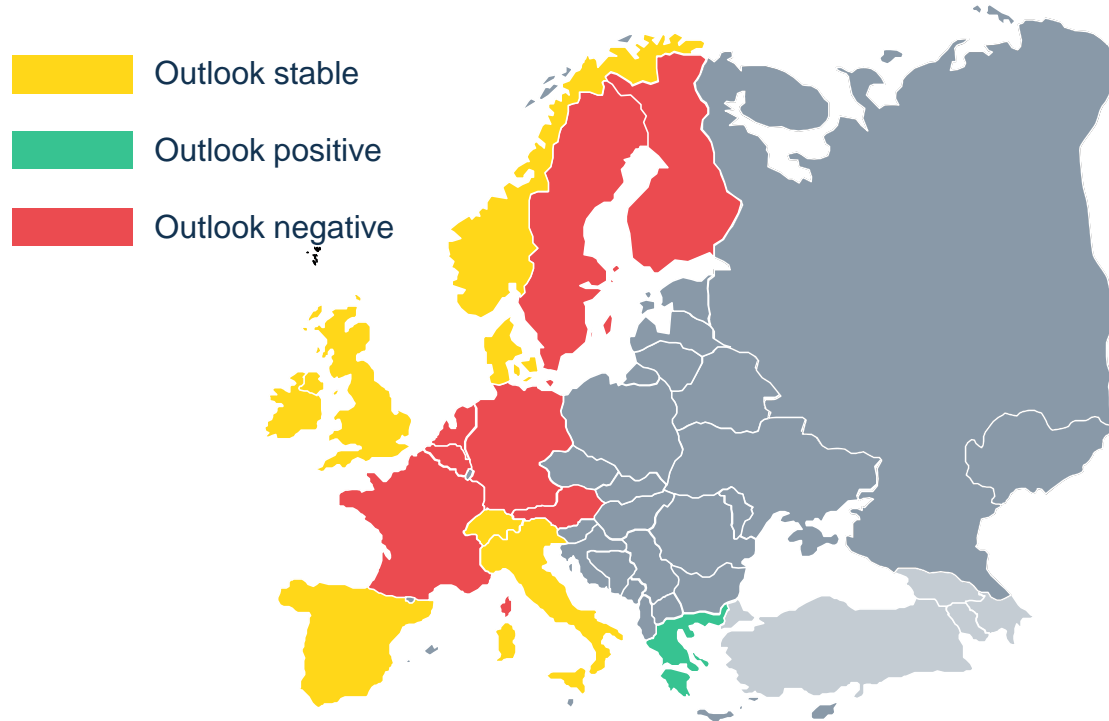
Prognosen für ein Sample von EU-Banken



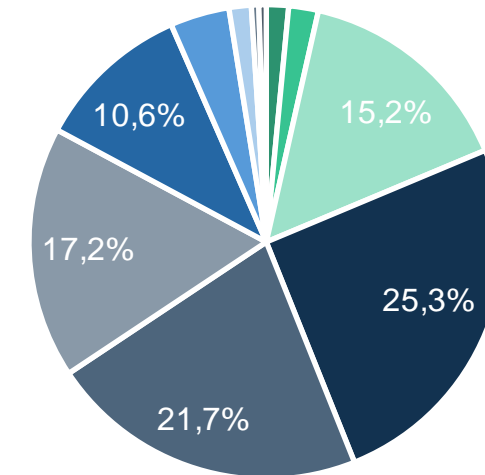
- Der im Juli 2022 einsetzende und im Juni 2024 beendete Zinserhöhungszyklus der EZB hat, zusammen mit einer geringen Risikovorsorge, zu einem kräftigen Gewinnwachstum geführt.
- Nun **erlahmt das Momentum deutlich**. Mit sinkenden Zinsen dürften die Margen wieder unter Druck geraten.
- Für 2024/2025 wird nur noch, aggregiert betrachtet, für Europas Institute ein Anstieg von rund 1% sowohl bei den Erlösen als auch beim Vorsteuerergebnis erwartet.

Ausblicke der Bankensysteme

Moody's Ausblicke zumeist „negativ“



Stand-alone Ratings hauptsächlich im baa-Segment



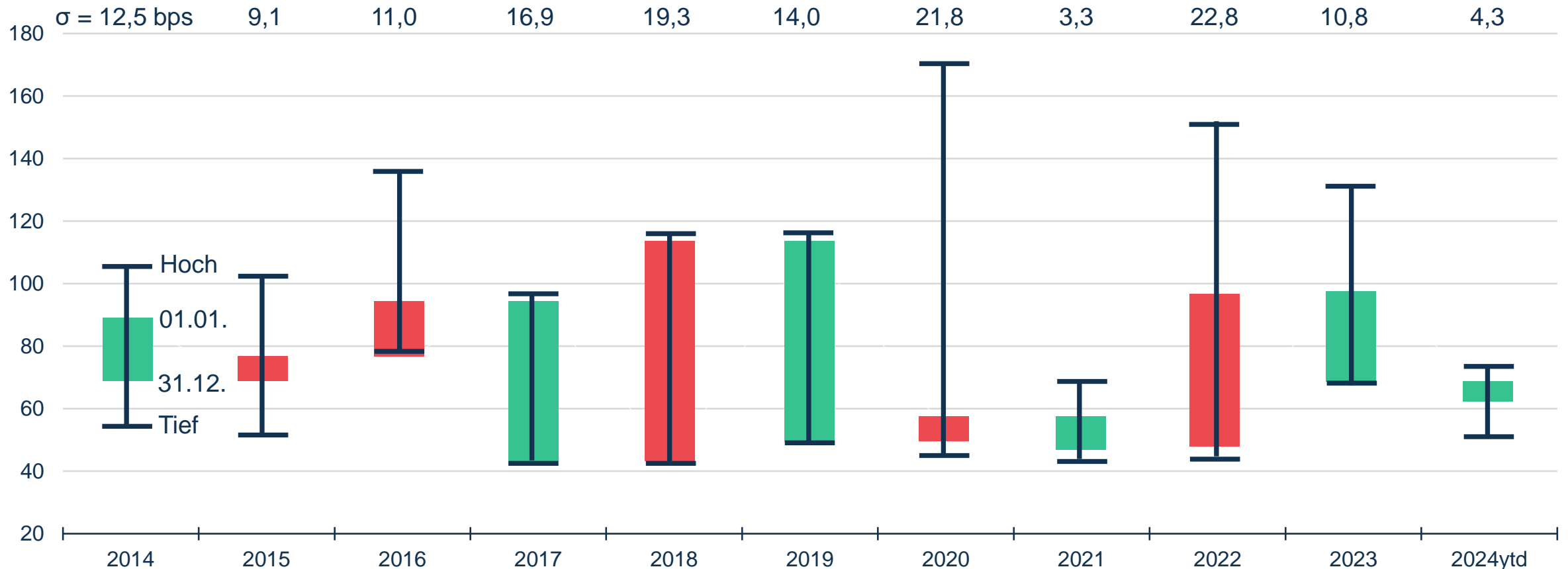
■ a1 ■ a2 ■ a3 ■ baa1 ■ baa2 ■ baa3 ■ ba1 ■ ba2 ■ ba3 ■ b1 ■ b2

- Mit Blick auf das erste Halbjahr 2025 überwiegen laut Moody's für viele Bankensysteme die Risiken. In der Regel sorgt die Kreditqualität sowie das **fragile operative Umfeld** für Stirnrundeln.
- Doch an den zumeist stabilen Emittentenratings sollte sich wenig ändern.* Denn insgesamt betrachtet sind die Fundamentaldaten robust.

Quelle: Moody's, LBBW Research. Das baseline credit assessment von Moody's gibt die stand-alone Bonitätseinschätzung wider. Sample besteht aus rund 200 Banken aus 13 europäischen Ländern. * Zu rund 2/3 weisen die EU-Banken gemäß Moody's stabile Ratingausblicke auf; weitere 15% haben einen positiven Ausblick.

Entwicklung 5Y CDS Senior Financials

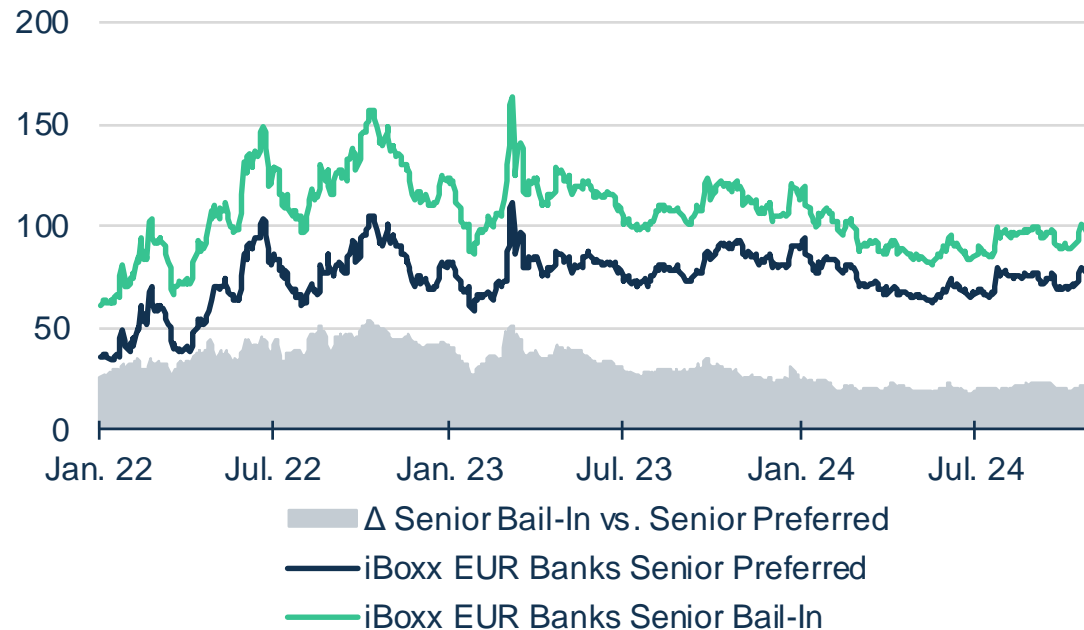
Äußerst schwankungsarmes Jahr 2024 – eine Wiederholung dürfte nicht folgen



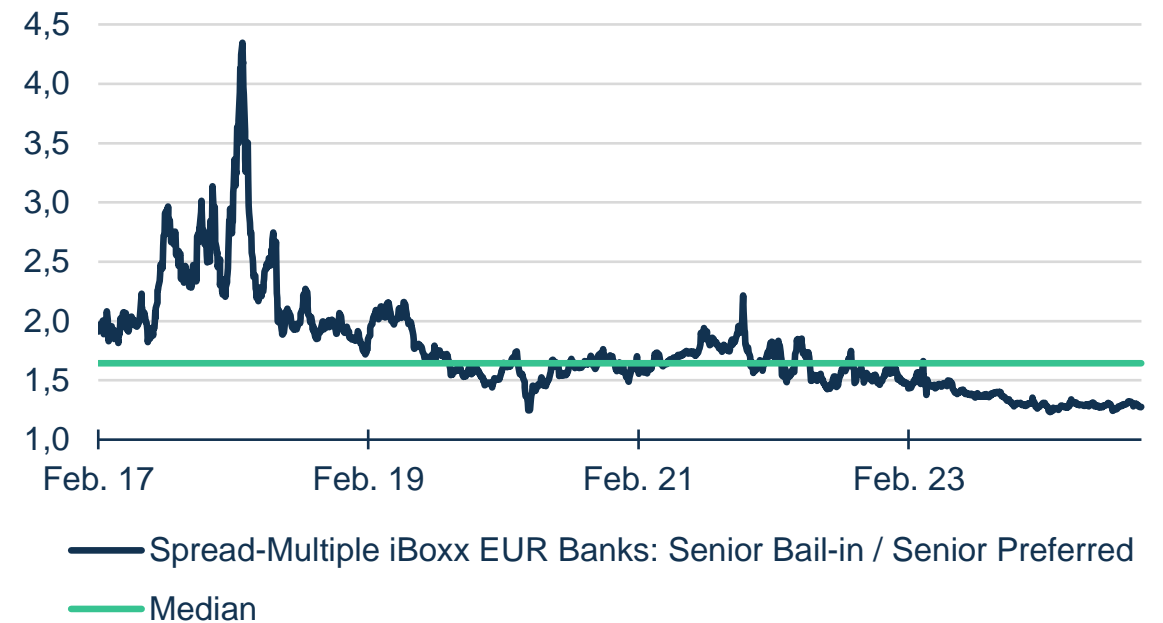
Quelle: Bloomberg, LBBW Research. σ = Standardabweichung, d.h. durchschnittliche Entfernung zum Mittelwert. Grün = CDS sinkt im Jahresverlauf. Rot = CDS steigt im Jahresverlauf.

Auch auf der Bond-Seite relativ wenig Bewegung bei den Spreads

ASW-Spreadentwicklung in bps



Senior Non-Preferred relativ teuer



- Anders als in der ersten Jahreshälfte blieben die **Risikoprämien im 2. Halbjahr relativ stabil in einer Bandbreite von rund 80-95 bps.**
- Schon seit geraumer Zeit liegt der Spread-Multiple unter dem langjährigen Median. Mit dem derzeit 1,3-fachen bietet der **SNP historisch betrachtet einen geringen Aufschlag** und erscheint damit eher teuer bewertet zum klassischen Senior-Bond.

Unser Fazit für die kommenden Monate

- **Basel IV kommt. Die damit verbundene RWA-Belastung könnte abgedeckt werden durch einen stärkeren Rückgriff auf den Verbriefungsmarkt.**
- **Maue Konjunktur und hohe Staatsverschuldung sind auch für Europas Banken ein Manko. Ratingänderungen erwarten wir, zumindest in der Breite, zwar nicht. Aber der Anteil negativer Outlooks bei den Banken könnte zunehmen.**
- **Weitere EZB-Zinssenkungen geben Rückenwind für das Kreditwachstum.**
- **Wachsende Unternehmensinsolvenzen belasten die Assetqualität. Es ist mit perspektivisch höheren NPL-Quoten zu rechnen. Historisch betrachtet bleiben diese aber niedrig. Das CRE-Risiko ist beherrschbar.**
- **Der Höhepunkt bei der Rentabilität liegt hinter uns. Es wird wieder deutlich an der Kostenschraube gedreht. Per Saldo verliert das Ertrags- und Gewinnwachstum an Momentum. In diesem schwierigen Umfeld bleiben Europas Banken robust aufgestellt.**
- **Angesichts zahlreicher politischer und konjunktureller Unsicherheiten dürften die Marktschwankungen wieder deutlich zunehmen. Der Senior Non-Preferred ist bemessen am Multiple-Vergleich relativ teuer zum Senior Preferred. In der Summe gehen wir von leicht höheren Risikoprämien aus.**



Der komplette Financials Outlook für das erste Halbjahr 2025 wird in den kommenden Tagen veröffentlicht.

Nächste Telefonkonferenzen / Webkonferenzen

Termine:

- Dienstag, 03.12.2024 14h
- **Mittwoch**, 08.01.2025 14h
- Dienstag, 21.01.2025 14h – KMK-Update
- Dienstag, 04.02.2025 14h
- Dienstag, 18.02.2025 14h – KMK-Update
- **Mittwoch**, 05.03.2025 14h
- Dienstag, 18.03.2025 14h – KMK-Update
- Dienstag, 01.04.2025 14h
- Dienstag, 15.04.2025 14h – KMK-Update

LBBW-Prognosen

(keine Änderungen seit Kapitalmarktkompass November)

Konjunktur					
in %		2022	2023	2024e	2025e
Deutschland	BIP	1,4	-0,1	0,0	-0,2
	Inflation	6,9	5,9	2,2	2,1
Euroraum	BIP	3,6	0,4	0,8	0,4
	Inflation	8,4	5,4	2,4	2,1
USA	BIP	2,5	2,9	2,7	2,0
	Inflation	8,0	4,1	3,0	3,0
China	BIP	3,0	5,2	3,5	3,8
	Inflation	2,0	0,2	0,5	1,3
Welt	BIP	3,5	2,9	2,8	3,0
	Inflation	8,7	5,3	2,7	2,9

Zinsen und Spreads					
in %		aktuell	31.12.24	30.06.25	31.12.25
EZB Einlagesatz		3,25	3,00	2,00	1,75
Bund 10 Jahre		2,37	2,50	2,25	2,20
Fed Funds		4,75	4,75	4,50	4,25
Treasury 10 Jahre		4,42	4,60	4,60	4,40
BBB Bundspread (in Bp.)		114	135	130	120

Aktienmarkt					
in Punkten		aktuell	31.12.24	30.06.25	31.12.25
DAX		19 189	19 000	19 000	20 000
Euro Stoxx 50		4 790	4 900	4 800	4 900
S&P 500		5 894	6 000	6 200	6 300
Nikkei 225		38 221	38 000	38 000	40 000

Rohstoffe und Währungen					
		aktuell	31.12.24	30.06.25	31.12.25
US-Dollar je Euro		1,06	1,05	1,00	1,00
Franken je Euro		0,94	0,94	0,96	0,98
Pfund je Euro		0,84	0,82	0,82	0,81
Gold (USD/Feinunze)		2 613	2 600	2 500	2 400
Öl (Brent - USD/Barrel)		73	75	70	70

+ Angehoben
- Gesenkt

Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz, in Liechtenstein, Hongkong, Korea, der Republik China (Taiwan), in Singapur und der Volksrepublik China.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

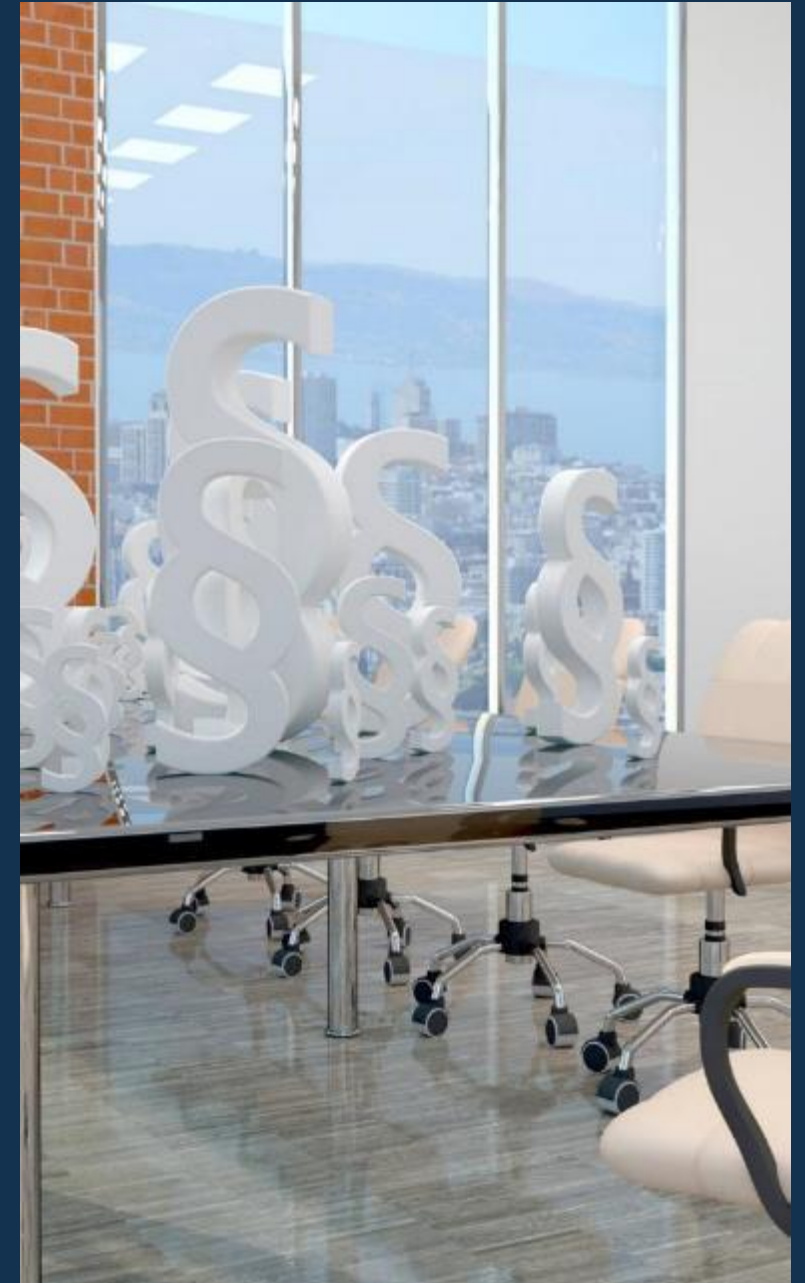
Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.



Disclaimer

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Hongkong:

Der Inhalt und die hierin enthaltenen Informationen wurden von der Securities and Futures Commission und/oder einer anderen Aufsichtsbehörde in Hongkong weder geprüft noch bestätigt.

Diese Veröffentlichung enthält oder begründet keinerlei Aufforderung, Werbung oder sonstiges Dokument mit der Aufforderung (a) zum Abschluss oder Angebot des Abschlusses (i) einer Vereinbarung zum Erwerb, zur Veräußerung, Zeichnung oder Übernahme von Wertpapieren oder (ii) einer Vereinbarung über eine regulierte Kapitalanlage oder einer Vereinbarung zum Erwerb, zur Veräußerung, Zeichnung oder Übernahme eines anderen strukturierten Produkts oder (b) zum Erwerb eines Anteils oder zur Beteiligung oder zum Angebot des Erwerbs eines Anteils oder einer Beteiligung an einer kollektiven Kapitalanlage. Darüber hinaus enthält diese Veröffentlichung keinen Wertpapierprospekt („prospectus“) gemäß Definition in § 2(1) der Verordnung über Unternehmen (Auflösung und sonstige Bestimmungen) (Kap. 32 der Gesetze von Hongkong) (Companies (Winding Up and Miscellaneous Provisions) Ordinance).

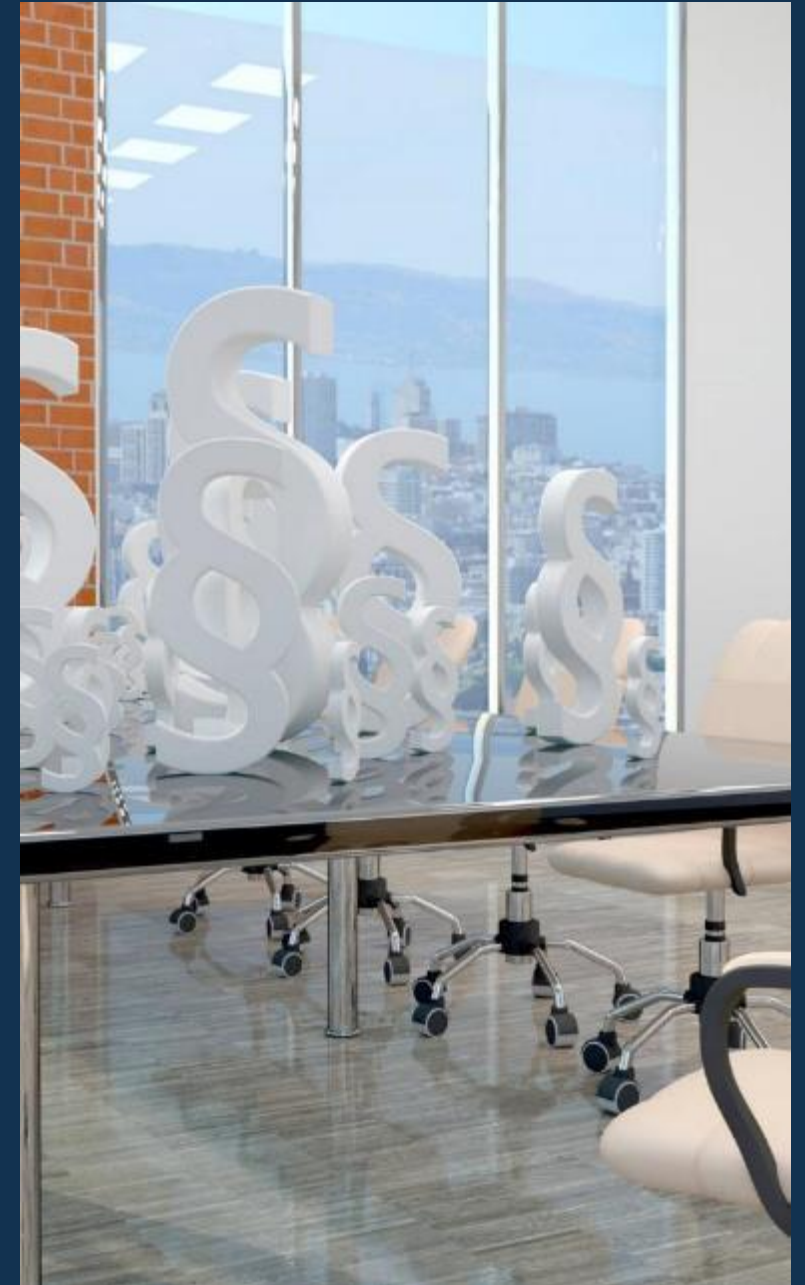
Die Landesbank Baden-Württemberg besitzt keine Zulassung für die Ausübung regulierter Tätigkeiten in Hongkong.

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Korea:

Dieser Bericht wird Ihnen wie erbeten zur Verfügung gestellt und ist in keiner Weise als Anlageaufforderung, Angebot zum Verkauf von Finanzanlageprodukten oder öffentliches Angebot von Wertpapieren in der Republik Korea („Korea“) durch die LBBW oder eines ihrer verbundenen Unternehmen auszulegen. Weder die LBBW noch eines ihrer verbundenen Unternehmen gibt eine Zusicherung hinsichtlich der Fähigkeit der Empfänger dieses Berichts zum Erwerb von Finanzanlageprodukten nach koreanischem Recht, insbesondere nach dem Devisengesetz (Foreign Exchange Transaction Act) und den darin veröffentlichten Vorschriften und Regelungen, ab.

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in der Republik China (Taiwan):

Dieser Bericht kann taiwanesischen Empfängern von außerhalb Taiwans zur Verfügung gestellt werden, darf jedoch nicht innerhalb Taiwans verteilt/weitergegeben werden und stellt keine Empfehlung von Wertpapieren innerhalb Taiwans dar und darf nicht als Grundlage für eine solche Empfehlung verwendet werden.



Disclaimer

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Singapur:

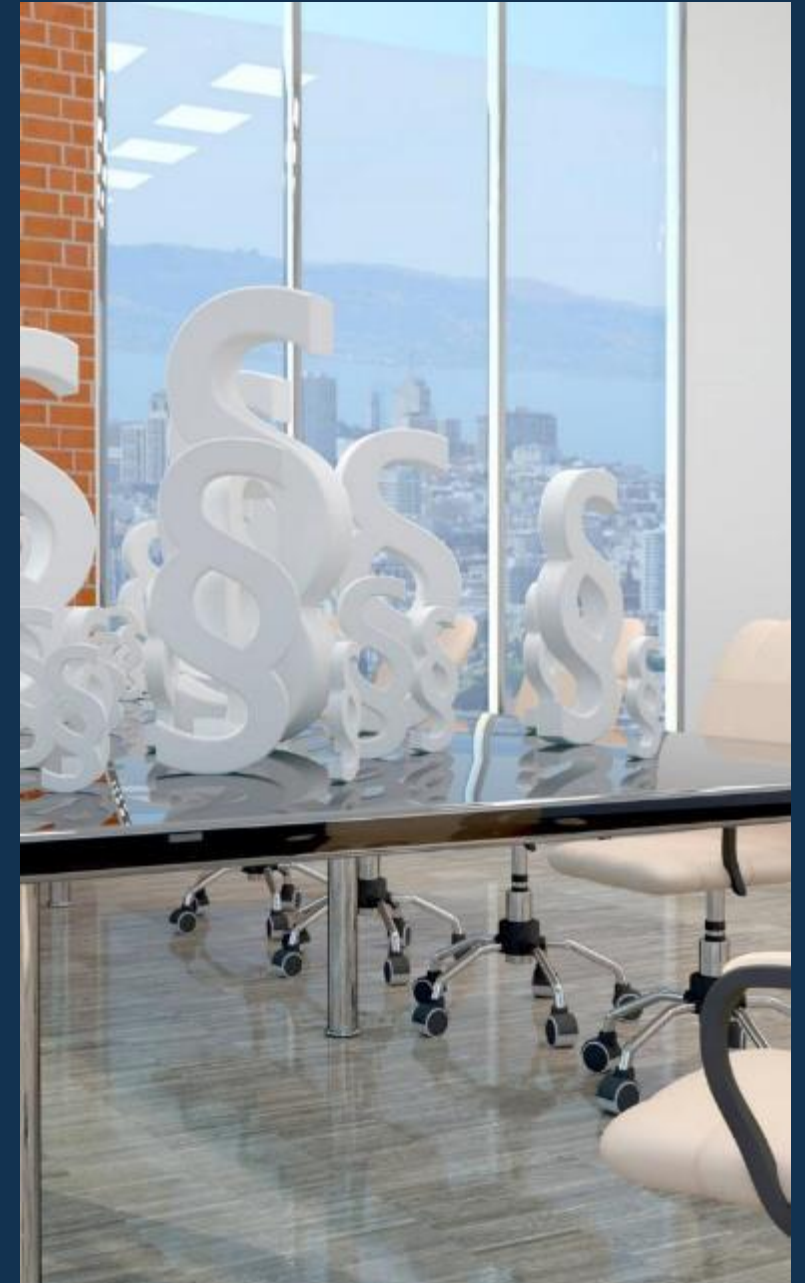
Dieser von der LBBW erstellte Bericht ist für die allgemeine Verbreitung bestimmt. Die spezifischen Anlageziele, die finanzielle Situation oder die individuellen Bedürfnisse bestimmter Personen werden hierin nicht berücksichtigt. Sie sollten Ihre spezifischen Anlageziele, finanzielle Situation oder individuellen Bedürfnisse abwägen, bevor Sie eine Handelsverpflichtung eingehen, einschließlich einer Beratung hinsichtlich der Eignung der Anlage durch einen unabhängigen Finanzberater. Es wird keine Zusicherung oder Garantie hinsichtlich der Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen gegeben. Demnach handelt jede Person, die sich auf diese Informationen stützt, gänzlich auf eigenes Risiko. Dieser Bericht stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Abschluss eines Geschäfts mit einem Finanzinstrument dar. Alle geäußerten Ansichten und Meinungen können sich ändern, ohne dass Sie darüber informiert werden.

Dieser Bericht wurde Ihnen auf der Grundlage übermittelt, dass Sie ein institutioneller Anleger („institutional investor“) (gemäß Definition in § 4A(1) des Wertpapier- und Futures-Gesetzes (Kap. 289) von Singapur (Securities and Futures Act)) sind. Folglich muss dieser Bericht nicht die §§ 25 bis 29 und 36 des Finanzberatergesetzes (Kap. 110) von Singapur (Financial Advisers Act) erfüllen und Sie unterstehen nicht dem Schutz der entsprechenden Bestimmungen in Verbindung mit der Offenlegung von Produktionsinformationen, falschen oder irreführenden Angaben, dem Vorliegen einer angemessenen Grundlage für Empfehlungen und Anforderungen der Offenlegung von Beteiligungen für Empfehlungen bezüglich ausgewählter Produkte.

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in der Volksrepublik China:

Die vorliegenden Informationen sind ausschließlich für qualifizierte inländische institutionelle Anleger (QDII) bestimmt. Wenn Sie kein QDII sind, sollten diese Informationen unberücksichtigt bleiben und gelöscht werden.

Die hierin enthaltenen Informationen sind nicht für das Angebot oder den Verkauf von Wertpapieren oder Finanzprodukten innerhalb der Volksrepublik China bestimmt, worin für diese Zwecke Hongkong, die Sonderverwaltungszone Macau und Taiwan nicht inbegriffen sind. Alle hierin enthaltenen oder durch Bezugnahme einbezogenen Informationen bezüglich Wertpapieren oder Finanzprodukten stellen kein Angebot zum Verkauf und keine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren oder Finanzprodukten in der Volksrepublik China dar. Die hierin enthaltenen Informationen und die in Bezug genommenen Wertpapiere und Finanzprodukte wurden und werden bei bzw. von keiner Behörde in der Volksrepublik China vorgelegt, genehmigt, geprüft oder eingetragen und dürfen deshalb in der Volksrepublik China nicht an die Öffentlichkeit verteilt oder in Verbindung mit einem Angebot zur Zeichnung oder zum Verkauf der Wertpapiere oder Finanzprodukte in der Volksrepublik China verwendet werden. Jeder Anleger, der an einer Anlage in Wertpapiere oder Finanzprodukte, wie hierin beschrieben, interessiert ist, muss alle in der Volksrepublik China geltenden Gesetze und Vorschriften befolgen und ist allein für die Einhaltung aller in der Volksrepublik China geltenden regulatorischen Verfahren verantwortlich.



Disclaimer

Mitteilung zum Urheberrecht: © 2014, Moody's Analytics, Inc., Lizenzgeber und Konzerngesellschaften ("Moody's"). Alle Rechte vorbehalten. Ratings und sonstige Informationen von Moody's ("Moody's-Informationen") sind Eigentum von Moody's und/oder dessen Lizenzgebern und urheberrechtlich oder durch sonstige geistige Eigentumsrechte geschützt. Der Vertriebs Händler erhält die Moody's-Informationen von Moody's in Lizenz. Es ist niemandem gestattet, Moody's-Informationen ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Moody's ganz oder teilweise, in welcher Form oder Weise oder mit welchen Methoden auch immer, zu kopieren oder anderweitig zu reproduzieren, neu zu verpacken, weiterzuleiten, zu übertragen zu verbreiten, zu vertreiben oder weiterzuverkaufen oder zur späteren Nutzung für einen solchen Zweck zu speichern. Moody's® ist ein eingetragenes Warenzeichen.

Erstellt am: #RELEASE_DATE#

