

Neues Schaffen

LB  BW

Kapitalmarktkompass-Update

US-Zölle führen zu Prognoseänderungen

09.04.2025

LBBW Research



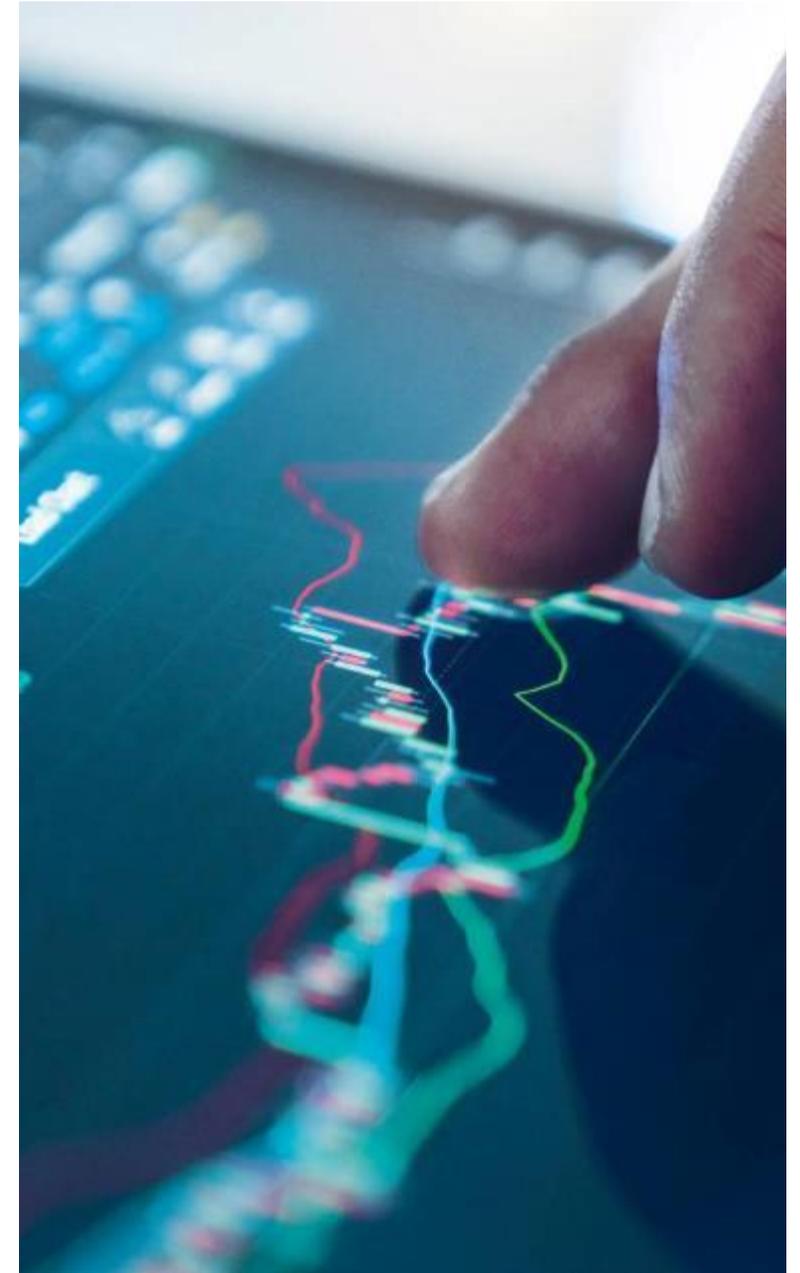
Deutsche Börse
Mit uns bewegen Sie
egen Sie mit



Agenda

- 01 US-Zölle führen zu Prognoseänderungen
- 02 Makro: Wir müssen leider draußen bleiben
- 03 Zinsen: EZB-Prognose gesenkt
- 04 Politikwechsel belastet die Aktienmärkte strukturell
- 05 Disclaimer

- 03
- 08
- 17
- 23
- 28



01

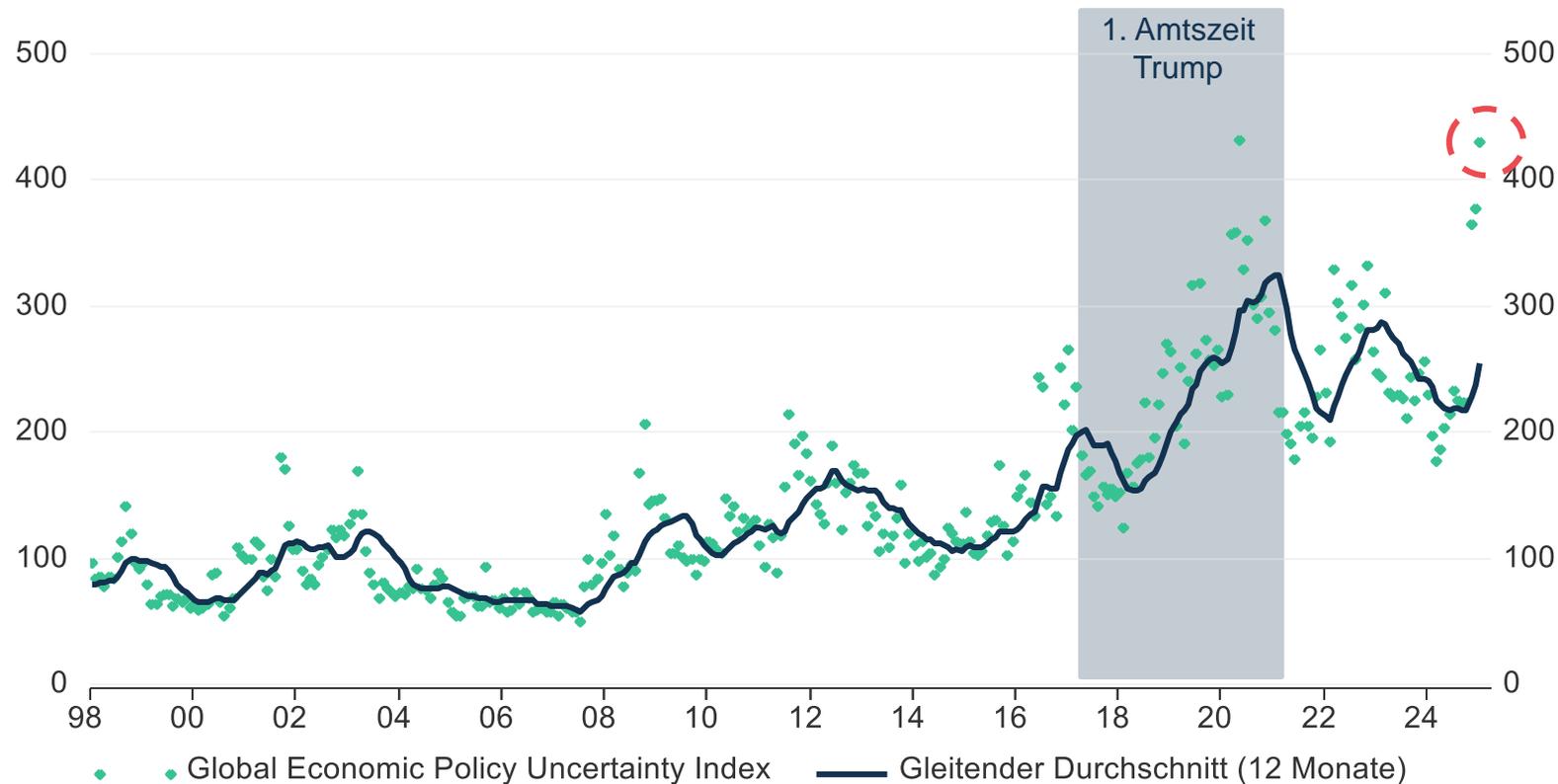
US-Zölle führen zu Prognose- änderungen

Rolf Schäffer, CIIA
Gruppenleiter Strategy/Macro
+49 (0) 711 – 127 – 76 580
rolf.schaeffer@LBBW.de

Trump steht für massiven Anstieg der Unsicherheit

Global Economic Policy Uncertainty

in Indexpunkten



Quelle: LSEG, LBBW Research



Liberation Day: Trumps Zollhammer

Durchschnittlicher Zollsatz auf US-Importe (%)



Quelle: US-Regierung, Tax Foundation, LBBW Research

- Massive US-Zollerhöhungen
- Reziproke Zölle starten am 09. April:
 - EU: 20% (plus ca. 5%*)
 - China: 104% (20%+34%+50%)
- BIP-Impact Bloomberg-Schätzung:
 - USA -2,3%
 - EU -1,1%
 - China -2,3%
- Reduzierung der Zölle durch Verhandlungen möglich?
- Umfassende EU-Gegenzölle wohl erst nach erfolglosen Verhandlungen

*bestehende Zölle

Anpassung LBBW Szenarien

60 % Hauptszenario

- 1) Weltkonjunktur wird durch massive Zollerhebungen der USA stark belastet; Rezessionsgefahr für die USA; ausgeprägte Rezession in DE; Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben lassen BIP in DE ab 2026 wieder steigen; allgemeiner Anstieg der Staatsverschuldung; Trumps Politikmix wirkt für die USA stark inflationär, für Europa eher deflationär.
- 2) Fed setzt Zinssenkungen deshalb weiter aus; Sorge vor Verlust der Unabhängigkeit der Fed führt zu steigenden Treasury-Renditen. EZB senkt Leitzinsen unter den neutralen Bereich; Bundrenditen im Spannungsfeld zwischen EZB-Zinssenkungen und Verschuldungsorgen.
- 3) Volatilität am Aktienmarkt hält an, Tiefstände noch nicht erreicht; Credit Spreads steigen mit schwachen Aktienmärkten weiter an.
- 4) Geopolitik: Zuspitzung des Konflikts der USA mit China. Trump drängt auf baldigen Waffenstillstand in der Ukraine.

10 % (bisher 15 %) Positivszenario

- 1) USA schwenken auf moderatere handelspolitische Linie um („Dealmaking“).
- 2) Die Inflationsraten in den Industrieländern fallen zügig, Zentralbanken senken Leitzinsen, Konjunktur nimmt Fahrt auf.
- 3) Ukraine-Krieg endet; Entspannung im Nahostkonflikt.
- 4) „Risk-on“ an den Kapitalmärkten (Credit Spreads fallen, Aktienkurse steigen wieder, Immobilienpreise erholen sich).

20 % (bisher 15%) Negativszenario I „Handelskrieg/ Geopolitik“

- 1) Globale Rezession durch weltweiten Handelskrieg (massive Lieferkettenstörung): Fed/EZB senken Leitzinsen stark, zusätzlich Liquiditätsspritzen. Bundrenditen fallen wegen Konjunkturangst und umfassender geldpolitischer Lockerung der Notenbanken.
- 2) Geopolitik: Hybride Angriffe auf westliche Einrichtungen, China-Taiwan-Spannungen nehmen zu; Iran-Israel-Konflikt eskaliert; Ukraine zunehmend existenzgefährdet. Abrücken Trumps von NATO-Beistandspflicht der USA.
- 3) „Risk-off“: Ausverkauf bei Aktien geht weiter. Credit Spreads steigen deutlich.

10 % Negativszenario II „Inflation / Staatsschuldenkrise 2.0“

- 1) Massive Ausgabensteigerungen für Verteidigung und Infrastruktur führen zu deutlichem Inflationsdruck.
- 2) Fed und EZB reagieren auf Inflationsanstieg jeweils mit Leitzinserhöhungen, Renditen ziehen kräftig an.
- 3) Sorge vor staatlicher Überschuldung eskaliert. EZB setzt Anleihekäufe (TPI) ein, um Renditeanstieg zu begrenzen.
- 4) „Risk-off“: Erneute Korrektur an den Aktienmärkten. Credit Spreads steigen deutlich. Erneuter Preiseinbruch am Immobilienmarkt.

LBBW-Prognosen

(Änderungen seit Kapitalmarktkompass April)

Konjunktur					
in %		2023	2024e	2025e	2026e
Deutschland	BIP	-0,1	-0,2	-0,5 -	1,0 -
	Inflation	5,9	2,2	1,9 -	2,0 -
Euroraum	BIP	0,5	0,7	0,0 -	1,0 -
	Inflation	5,4	2,4	1,9 -	2,0 -
USA	BIP	2,9	2,8	1,0 -	1,0 -
	Inflation	4,1	3,0	4,5 +	3,0 +
China	BIP	5,2	5,0	3,2 -	2,8 -
	Inflation	0,2	0,2	0,4 -	1,0 -
Welt	BIP	2,9	3,2	2,4 -	2,5 -
	Inflation	5,3	3,5	3,6 +	3,4 +

Zinsen und Spreads				
in %	aktuell	30.06.25	31.12.25	30.06.26
EZB Einlagesatz	2,50	2,00 -	1,75 -	1,75 -
Bund 10 Jahre	2,59	2,80	2,80	3,00
Fed Funds	4,50	4,50	4,50	4,25
Treasury 10 Jahre	4,28	4,60	4,60	4,40
BBB Bundspread (in Bp.)	131	140 +	135 +	130

Aktienmarkt				
in Punkten	aktuell	30.06.25	31.12.25	30.06.26
DAX	20 280	19 000 -	20 000 -	21 000 -
Euro Stoxx 50	4 774	4 400 -	4 600 -	4 800 -
S&P 500	4 983	4 800 -	5 000 -	5 200 -
Nikkei 225	33 013	30 000 -	32 000 -	33 000 -

Rohstoffe und Währungen				
	aktuell	30.06.25	31.12.25	30.06.26
US-Dollar je Euro	1,09	1,08 +	1,05	1,10
Franken je Euro	0,93	0,96	0,98	0,98
Pfund je Euro	0,86	0,82	0,81	0,80
Gold (USD/Feinunze)	3 003	2 900	2 800	2 700
Öl (Brent - USD/Barrel)	63	65 -	60 -	60 -

+ Angehoben
- Gesenkt

02

**Makro:
Wir müssen
leider draußen
bleiben**

Sandro Pannagl
Senior Economist
Tel: + 44 7874 628823
sandro.pannagl@LBBW.de

Dirk Chlench
Senior Economist
Tel: + 49 711 127-7 61 36
dirk.chlench@LBBW.de

Dr. Jens-Oliver Niklasch
Senior Economist
Tel: + 49 711 127-7 63 71
jens-oliver.niklasch@LBBW.de

Donald Trump holt den Zollhammer raus

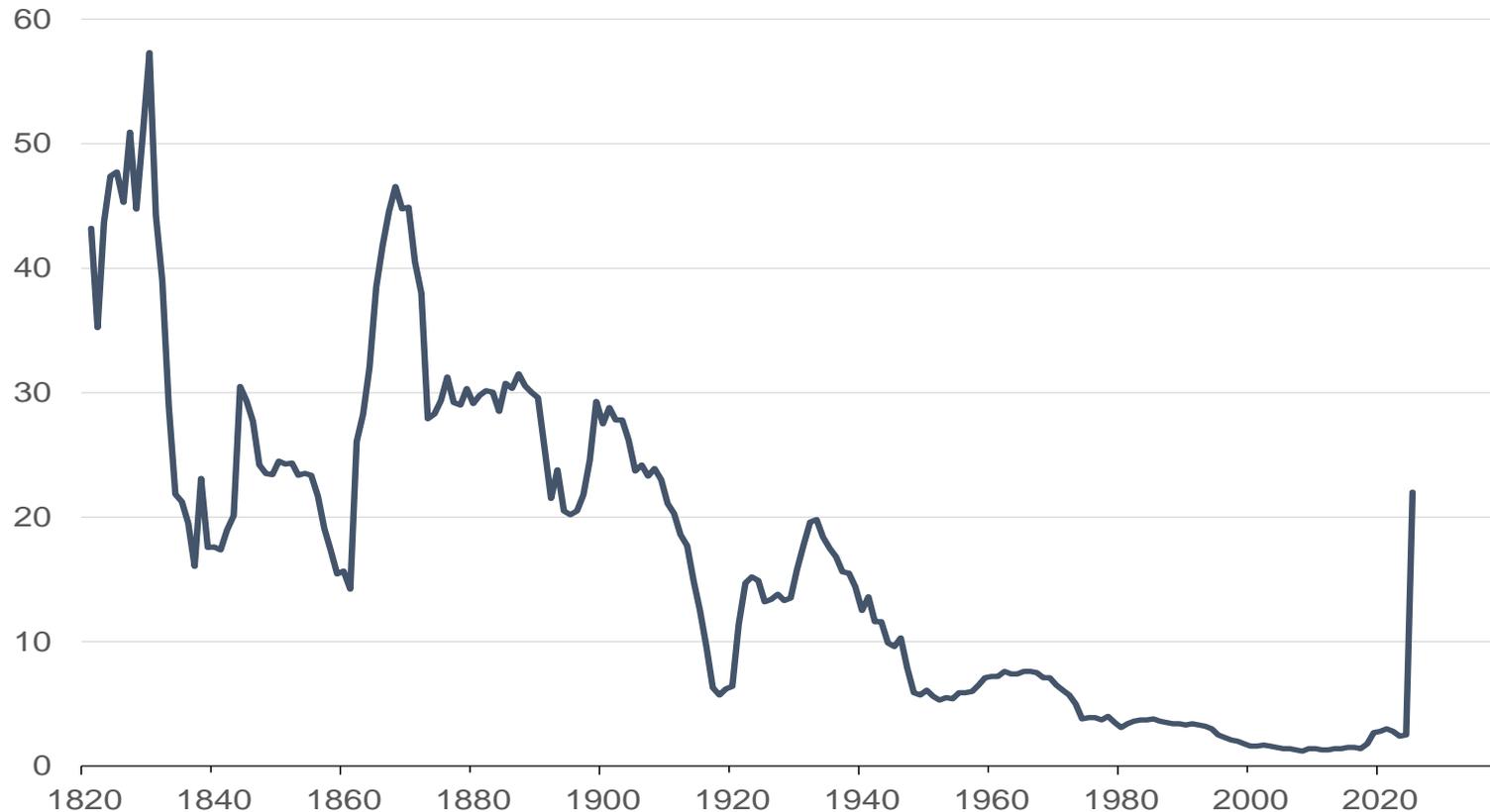
Staat bzw. Staatenbund (Auswahl)	Zusatzzollsatz auf Einfuhren in die USA
VR China	34 % + 50 %
Taiwan	32 %
Schweiz	32 %
Indien	27 %
Japan	24 %
Europäische Union	20 %
Israel	17 %
Norwegen	16 %

- Die USA haben ihren Einfuhrzölle ggü. allen Staaten um mindestens 10 PP angehoben.
- Für eine Vielzahl an Staaten fiel die Erhöhung der US-Einfuhrzölle jedoch höher aus als das Mindestmaß von 10 %-Punkten, wie die nebenstehende Tabelle zeigt.
- Kanada und Mexiko befinden sich nicht auf der „Schwarzen Liste“ des Weißen Hauses. Die US-Zollsätze für Einfuhren aus Kanada und Mexiko erhöhen sich, wie zuvor angekündigt, um 25 %-Punkte, hiervon ausgenommen bleiben Waren, welche unter das USMCA-Abkommen fallen.
- US-Einfuhren aus Großbritannien unterliegen nur der Mindesterhöhung. Ob es an der Einladung zu König Charles III. lag? Wir vermuten, dass es eher an der nahezu ausgeglichenen bilateralen Handelsbilanz lag.

US-Einfuhrzölle waren zuletzt im Jahr 1909 so hoch

Durchschnittlicher Zollsatz auf US-Einfuhren

Jahreswerte, in %



Quelle: Tax Foundation, Fitch, LBBW Research

- Nach Berechnungen der Rating-Agentur Fitch wird der durchschnittlichen Zollsatz auf US-Einfuhren von 2,4 % im Jahr 2024 auf 22,0 % im Jahr 2025 klettern. Der jüngste Gegen-Gegenzoll auf US-Einfuhren aus der VT China ist in der Rechnung nicht enthalten.
- **Besonders krude ist die Berechnung der Zölle:** Das Handelsdefizit der USA mit einem Land A wird durch die Gesamtexporte dieses Landes in die USA (also aus US-Sicht die Importe aus diesem Land A) geteilt und dann halbiert:

$$[(IM_A - EX_A) / IM_A] / 2$$

- Z.B.: Importe aus Land A: 60 Mrd. USD, Exporte der USA in dieses Land 40 Mrd. USD, daraus folgt ein Defizit von 20 Mrd. USD und ein Zollsatz von $33\% / 2 = 17\%$

Back-of-the-Envelope-Berechnung zeigt erschreckende Auswirkung auf die US-Inflation

Außenwert des US-Dollar

Index Januar 2006=100, Tageswerte

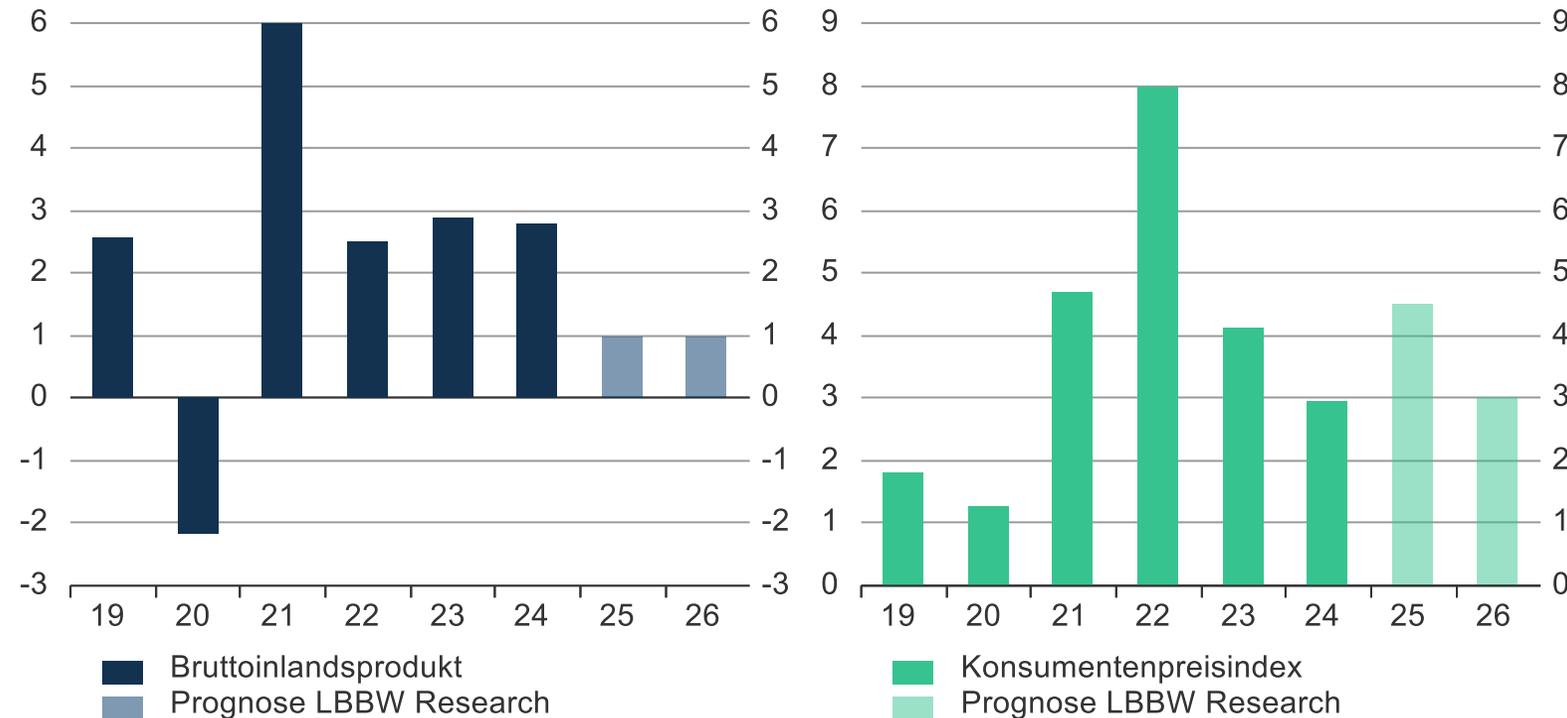


- Der durchschnittlicher US-Einfuhrzoll steigt um 19,5 %-Punkte
- Die Einfuhrzölle werden zu großen Teilen auf die Importeure übergewälzt (Annahme: 90 %)
- In der Vergangenheit schwankten die Importpreise doppelt so stark wie die Güterpreise auf Endverbraucherebene.
- Der Anteil der Güter am Konsumentenpreisindex beläuft sich auf 36 Prozent.
- Die Zollerhöhungen treten größtenteils im April in Kraft (9/12)
- Nach dem Lehrbuch sollten die Zollerhöhungen eine Aufwertung des US-Dollar bewirken, was die Inflationswirkung der Erhöhungen wiederum dämpft. Dies hat zwar gegenüber dem kanadischen Dollar und dem mexikanischen Peso geklappt, aber nicht in der Gesamtheit (Annahme: 100 %), siehe nebenstehende Graphik.
- **Ergebnis: Inflation fällt im Jahr 2025 um 2,4 %-Punkte höher aus als im Szenario ohne Zollerhöhungen ($+19,5 \text{ PP} * 0,9 * 0,5 * 0,36 * 9/12 * 1,0 = +2,4 \text{ PP}$).**

Fazit: US-Inflationsprognose hoch, US-Wachstumsprognose runter

Bruttoinlandsprodukt und Konsumentenpreisindex

Veränderung gegenüber dem Vorjahr, in %



- Die jüngsten Zollerhöhungen werden die US-Konsumentenpreise in die Höhe treiben. **Daher haben wir unsere Inflationsprognose für das Jahr 2025 von 3,0 % auf 4,5 % angehoben.**
- Die höhere Inflation wird das Wachstum der Realeinkommen dämpfen. Der Einbruch am Aktienmarkt dürfte die Konsumlaune der US-Amerikaner zusätzlich verdüstern. Die Investitionstätigkeit wird die Planungsunsicherheit, hervorgerufen durch das erratische Agieren des US-Präsidenten, belasten. **Daher haben wir unsere US-Wachstumsprognose für das Jahr 2025 von 1,7 % auf 1,0 % heruntergenommen.**

Absturz im Außenhandel voraus?

Exportenerwartungen u. Beitrag des Außenhandels zum BIP Y/Y

Quartalswerte

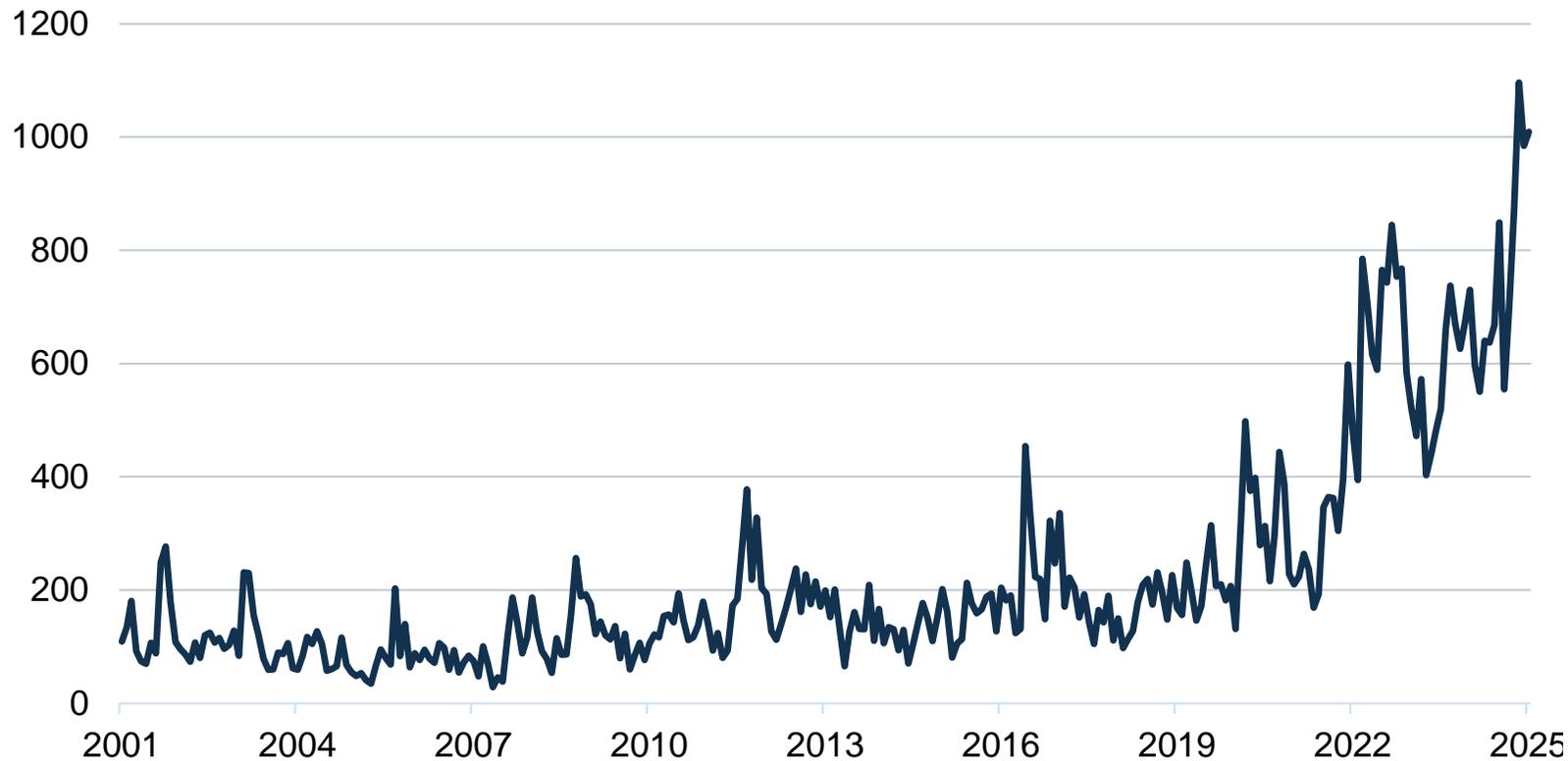


- Mit dem Zollhammer aus den USA dürften die Exporterwartungen deutlich fallen.
- Der Beitrag des Außenhandels (netto!) schwankt recht stark, aber der Vergleich mit der Finanzkrise oder dem Beginn der Corona-Pandemie dürfte angesichts der verhängten Zölle nicht aus der Luft gegriffen sein.

Unsicherheit so hoch wie nie

Deutschland: Economic Policy Uncertainty Index

Monatswerte

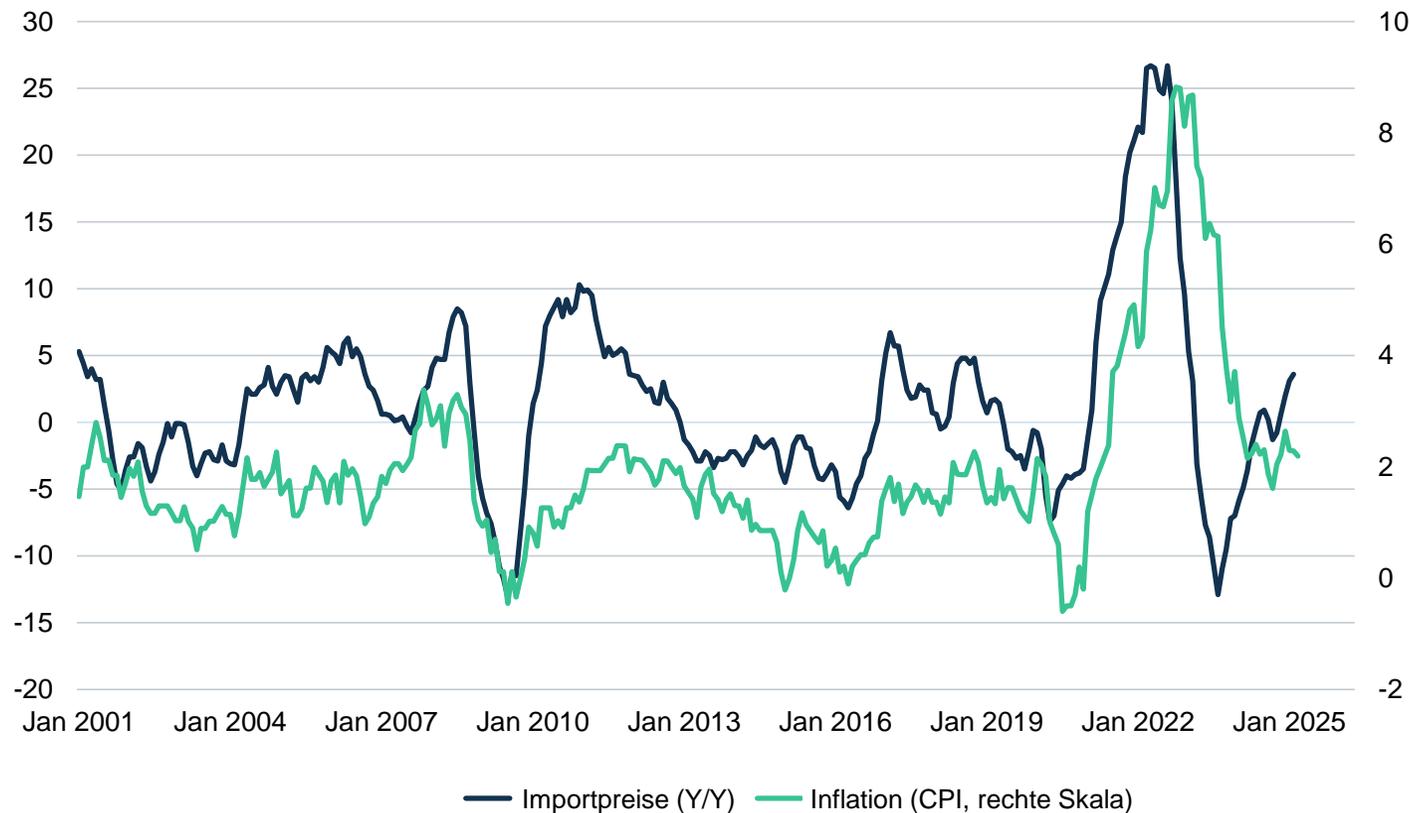


- Der Index ist knifflig, weil die Informationsmenge im Zeitablauf steigt (offenbar exponentiell). Dennoch sind die großen Ausschläge (9/11, Lehman, EWU-Schuldenkrise, Corona) klar ablesbar.
- Noch nie war es so extrem wie heute.
- Das dürfte u.a. die Investitionsnachfrage treffen.

Und die Inflation?

Importpreise Y/Y und Inflation

Monatswerte



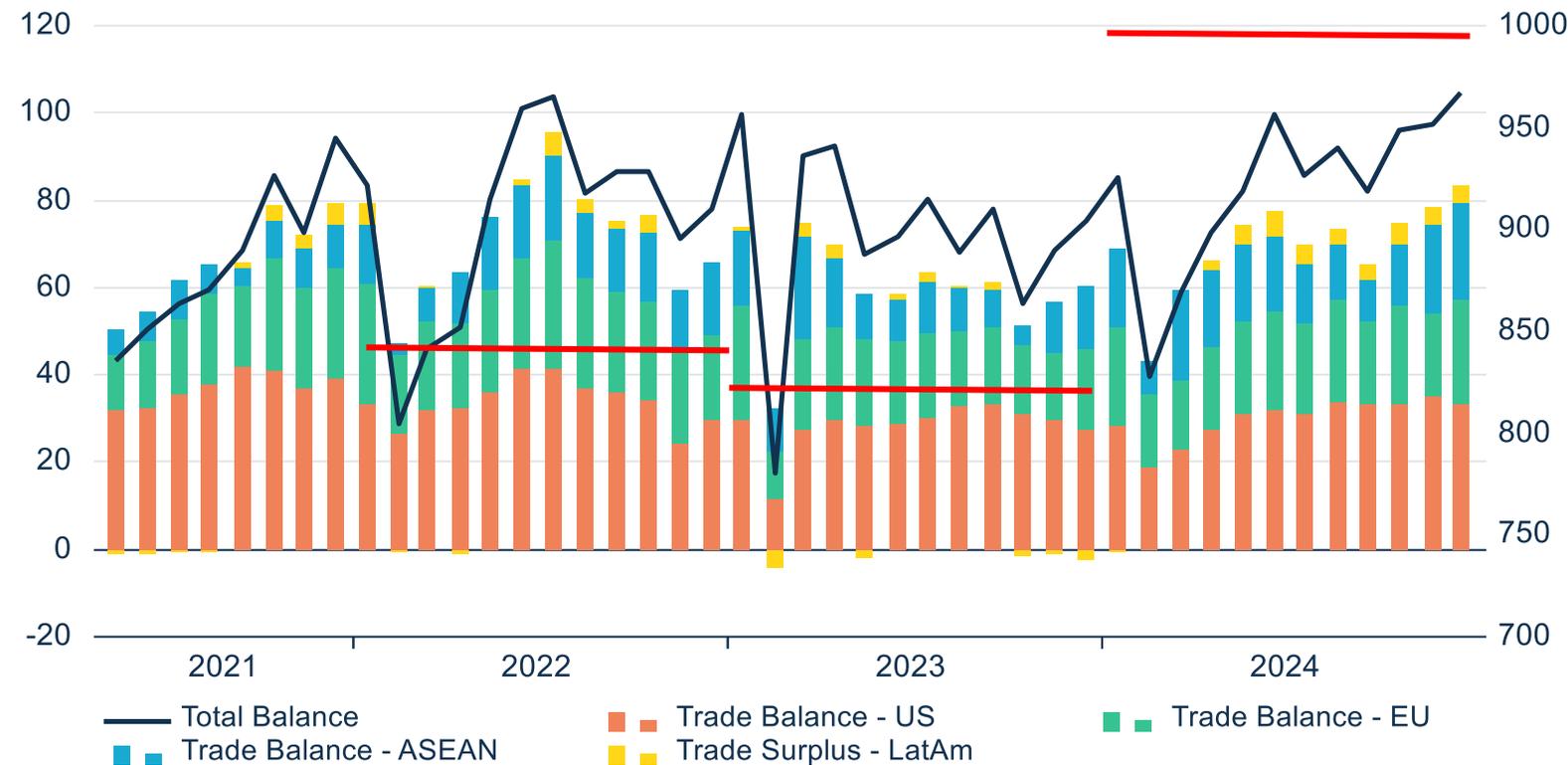
Unsere drei Argumente für die Senkung der Inflationsprognose

1. „Recession brings inflation down!“
2. Wenn die USA sich abschotten, fallen die Weltmarktpreise für Vorleistungen und Endprodukte
3. Der Ölpreis ist schon jetzt deutlich gefallen

China: US-Zolleskalation macht bilateralen Handel zum Schatten seiner selbst

China Handelsbilanz (gesamt & wichtigste Regionen)

(in Mrd. USD; Monatswerte (lhs); rote Linie: Gesamtjahr (rhs))



- Auf Länderbasis sind die USA der wichtigste Handelspartner Chinas.
- Rund ein Drittel des chinesischen Exportüberschusses iHv. fast 1 Billion USD 2024 entfiel auf die Vereinigten Staaten.
- Die durchschnittliche Gewinnmarge chin. Exportfirmen liegt bei 30 - 40 %. Bei einem **US-Gesamtzoll von nun 114 %** ist für einen Großteil der Firmen **kein gewinnbringender Absatz in den USA mehr möglich**.
- Da China seine US-Importe (durch Zölle und nicht-tarifäre Maßnahmen) auf Null herunterfahren wird, gehen wir von einem direkten Schaden iHv. 240 Mrd. USD bis Jahresende aus.
- Fiskal- & Geldpolitik werden gegensteuern, den Wertschöpfungsverlust aber nicht kompensieren können.
- **BIP-Wachstum 2025 um 0,6 %p niedriger.**

03

Zinsen:
EZB-
Prognose
gesenkt

Elmar Völker
Senior Fixed Income Analyst
Tel: + 49 711 127-7 63 69
elmar.voelker@LBBW.de

Fed: Geldpolitisches Dilemma verschärft sich – Prognose unverändert

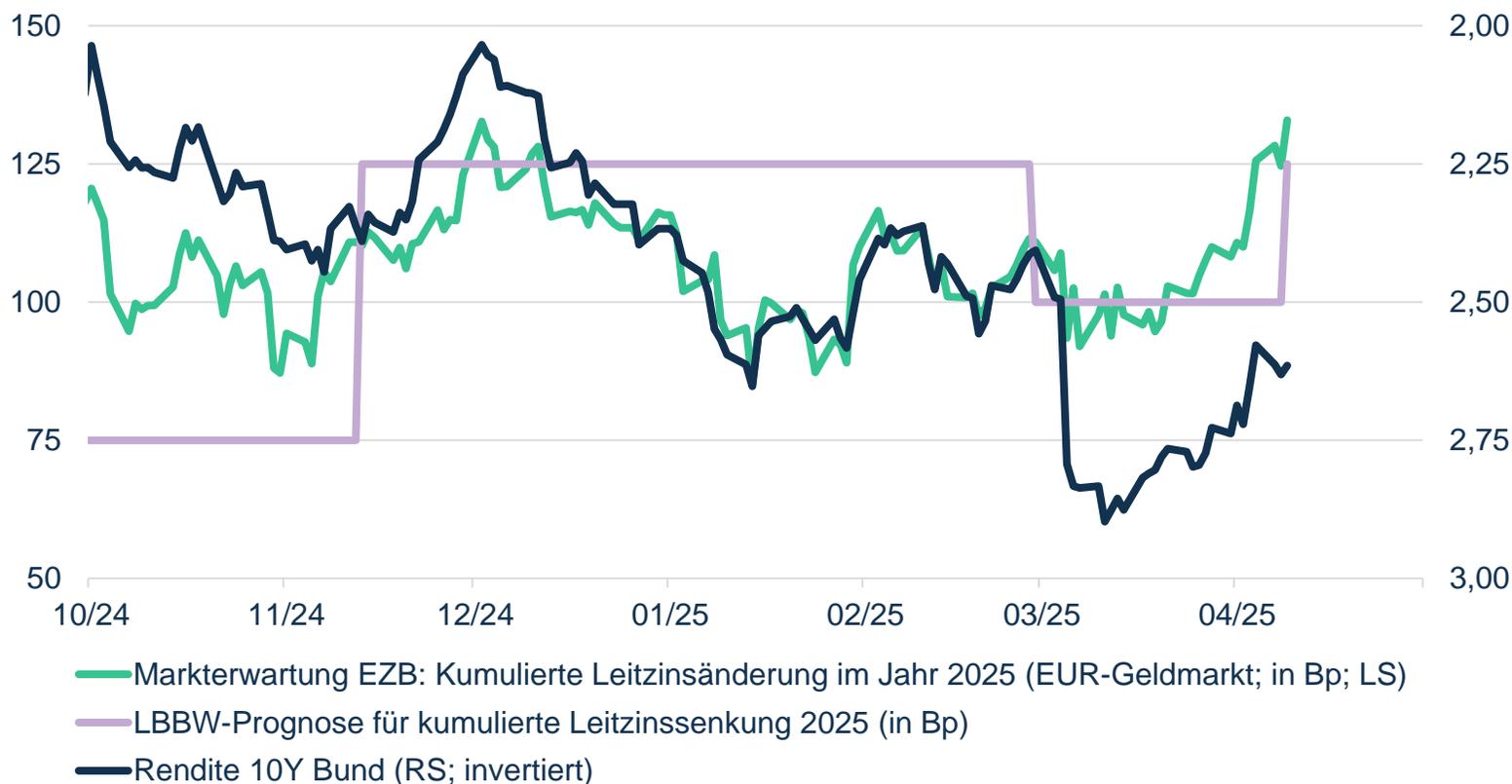
Rendite 10-jähriger US-Treasuries und am Markt erwartete Fed-Zinsänderung für 2025 (in Bp)



- „Zollhammer“ forciert am Rentenmarkt die Zinssenkungsspekulation massiv. Marktkonsens rechnet mit mindestens vier Senkungsschritten der Fed bis Ende 2025.
- Renditeentwicklung 10-jähriger US-Treasuries scheint sich dagegen von Leitzinserwartungen abzukoppeln!
- Fed-Chef Powell bestätigt derweil die bisherige abwartende Haltung. US-Arbeitsmarktbericht für März lieferte keinen unmittelbaren Handlungsdruck.
- => Geldpolitisches Dilemma („Stagflation“) nimmt immer weiter zu.
- Wir bestätigen vorerst unsere Prognose unveränderter Leitzinsen für das laufende Jahr. Der „Kipppunkt“ zu einer (substanziellen) Lockerung der Geldpolitik rückt indes näher.

EZB: Zinssenkung im April wahrscheinlich – Prognosepfad um 25 Bp gesenkt

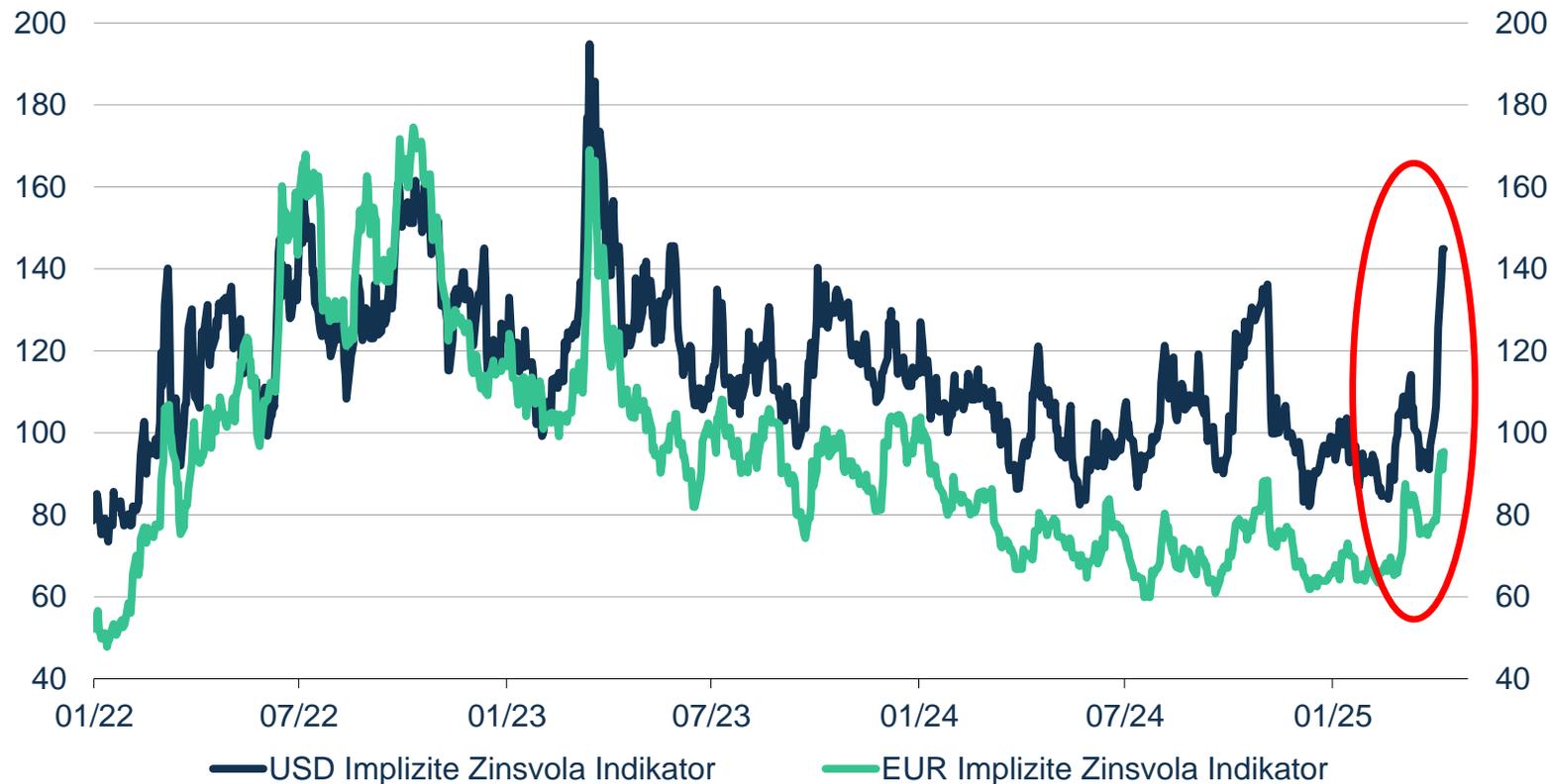
Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und am Markt erwartete kumulierte EZB-Zinsänderung für 2025 (in Bp)



- Inflationsdaten für März haben den Tauben in die Karten gespielt.
- Sorgen vor Eskalation des Handelskonflikts mit den USA dürften nun am 17. April den Ausschlag für eine (insgesamt siebte) Zinssenkung geben.
- Kommt es in den folgenden Wochen zu keiner Annäherung, erscheint ein weiterer Schritt im Juni zudem plausibel.
- => Wir senken unsere Prognose für den EZB-Leitzinspfad um 25 Bp: Wir erwarten nun insgesamt drei weitere Senkungsschritte (bisher: zwei). Die Landezone für den Einlagesatz dürfte mithin bei 1,75 % (bisher: 2 %) liegen.
- Unsere 10Y Bundprognose belassen wir dagegen unverändert: Die rentenneegative Wirkung der steigenden Verschuldung dürfte wieder die Oberhand gewinnen.

Rentenmarkt: Politische Unsicherheit triggert Volatilität!

Rendite 10-jähriger US-Treasuries und S&P 500



- Implizite Volatilität am US-Treasurymarkt springt auf höchstes Niveau seit Anfang 2023.
- => Politische und wirtschaftliche Unsicherheit erhöhen Bedarf nach Risikoabsicherung gegen „adverse“ Szenarien.
- In den USA wächst zugleich die Sorge um den Status des Treasurymarktes als sicherer Hafen für global agierende Anleger.
- Momentum kann sich selbst verstärkende Kursspiralen (in beide Richtungen!) auslösen.

Fazit: Gefahr hoher Volatilität am US-Rentenmarkt; 10Y Bundrendite mittelfristig um 3 %

USD-Zinsen und Prognose

in %

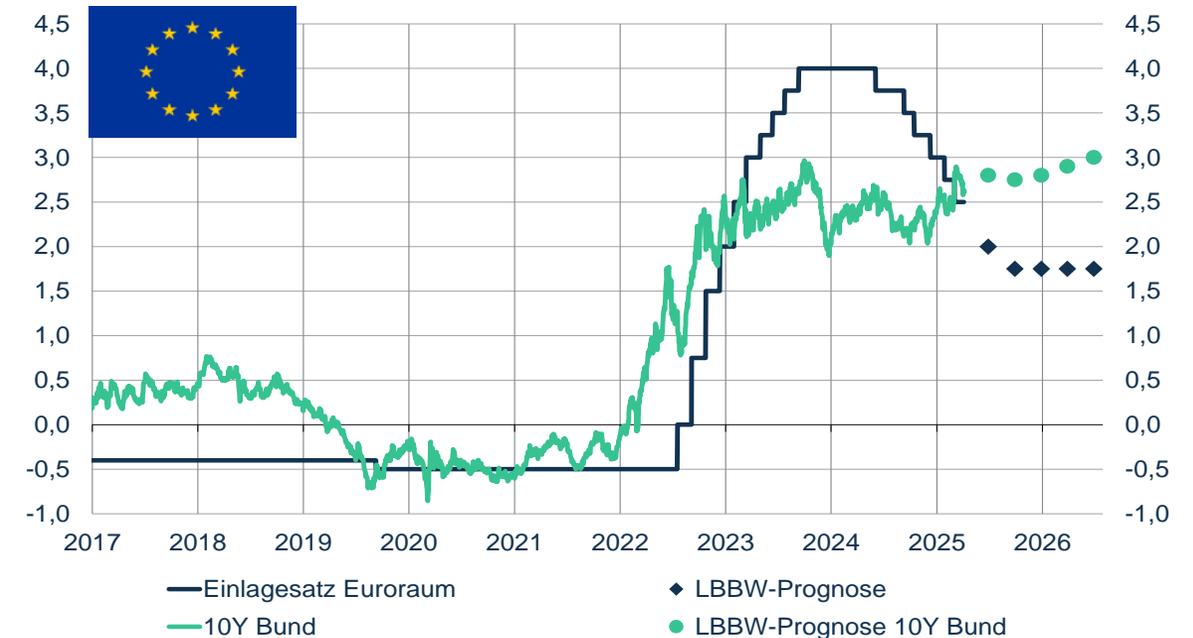


- **Zögerliche Fed: Keine Leitzinssenkung im Jahr 2025.** Lockerungskurs wird nicht vor Frühjahr 2026 fortgesetzt.
- Am US-Treasurymarkt wachsen die Sorgen um den Status als sicherer Anlagehafen.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

EUR-Zinsen und Prognose

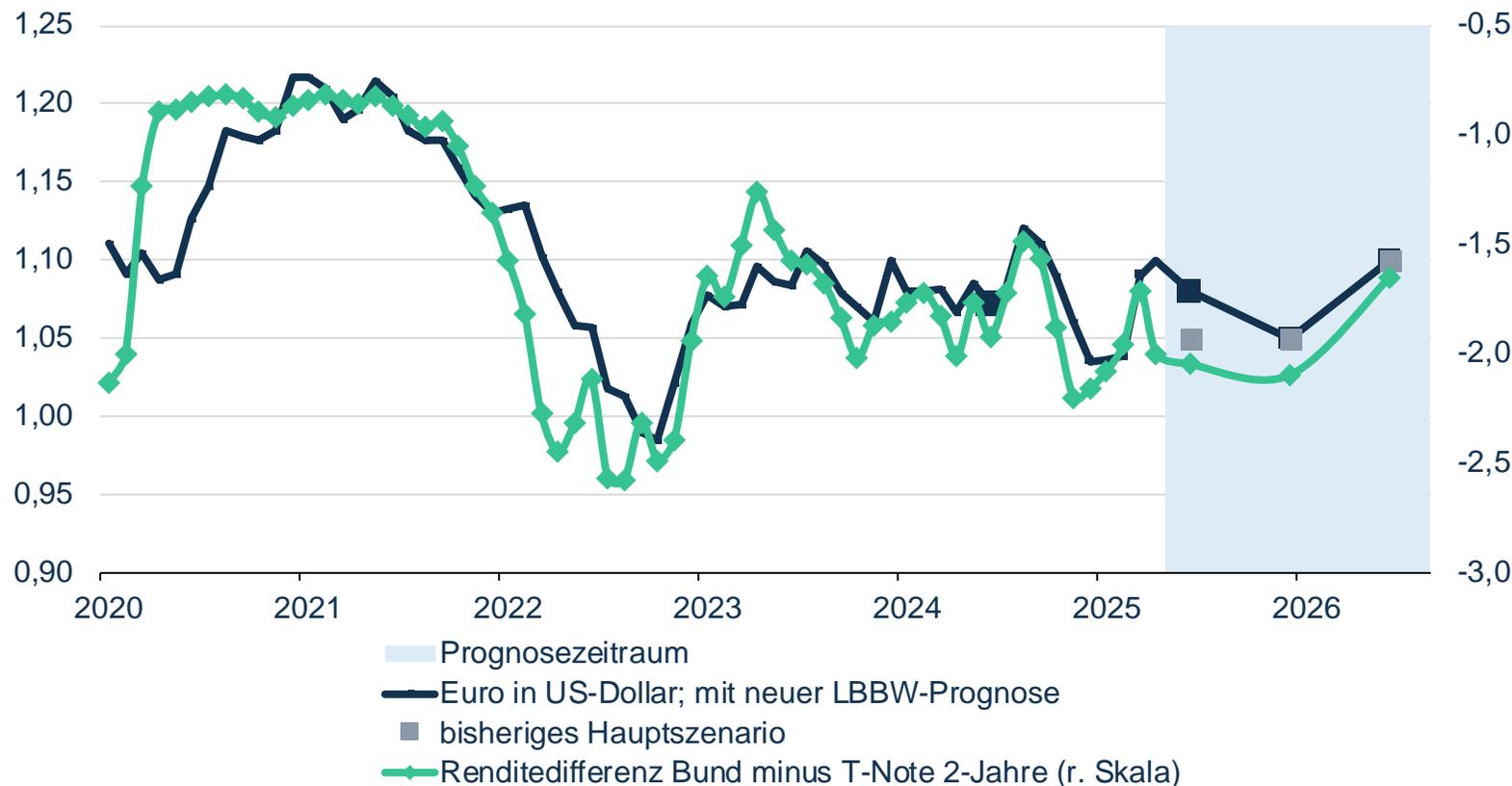
in %



- **EZB setzt Lockerungskurs bis Sommer 2025 fort:** Drei weitere Zinssenkungen, Einlagesatz erreicht Boden unter 2 %.
- Langfristzinsen: Spannungsfeld aus EZB-Zinssenkungen und steigenden Laufzeitprämien. Versteilerung setzt sich fort.

EURUSD: Zinsdifferenz spricht weiterhin für Erholung des Dollar

Euro in US-Dollar und Renditedifferenz mit bisherigen und neuen LBBW-Prognosen



- Falls sich die massive Fed-Zinssenkungsspekulation, wie von uns prognostiziert, als nicht zutreffend erweist, dürfte der Euro einen Teil der seit Jahresbeginn verzeichneten Gewinne zum US-Dollar wieder abgeben.
- Anhaltende Dollar-Schwäche erfordert Verfestigung von Zweifeln an der Rolle des Greenback als globale Leitwährung.
- => Überarbeitete Prognose: Wir halten an unserer Erwartung fest, dass EURUSD bis Ende 2025 auf 1,05 nach unten korrigiert. Wir passen lediglich unsere Prognose per 30.06.2025 moderat von 1,05 auf 1,08 nach oben an.

04

Politikwechsel belastet die Aktienmärkte strukturell

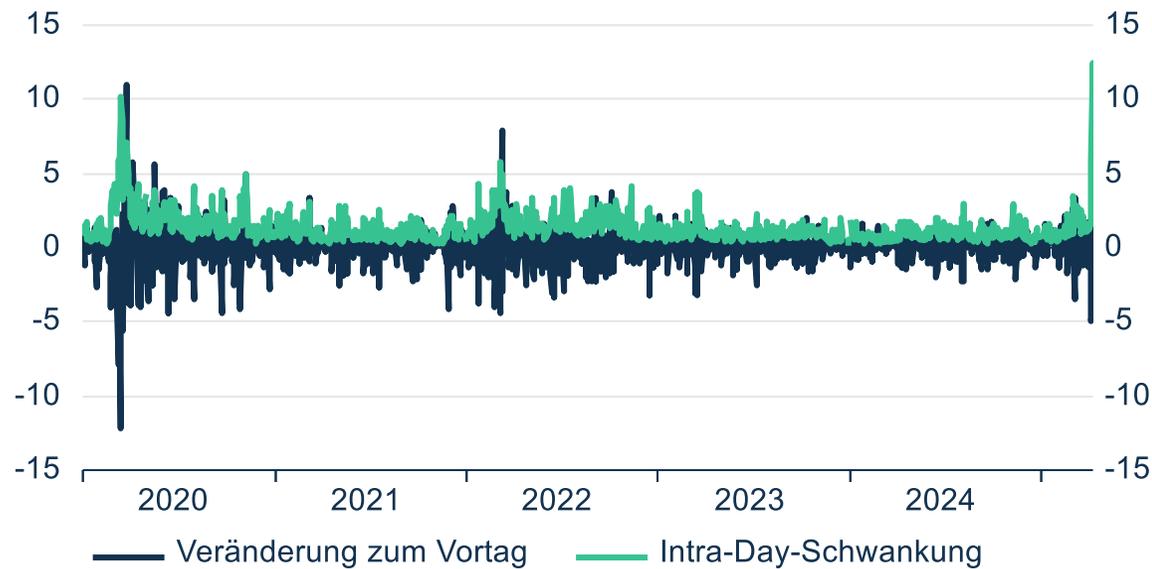


Dr. Berndt Fernow
Senior Equity Strategist
Tel: +49(711)127-48385
berndt.fernow@LBBW.de

Hohe Marktschwankungen – Anleger sehen sich in unbekanntem Terrain

DAX-Veränderungen

in %



- Die aktuellen Kursausschläge zeigen, dass die Anleger sich aktuell in unbekanntem Terrain sehen.
- Trumps Angriff auf den Welthandel hat ähnliche Tragweite wie die Corona-Pandemie und Russlands Überfall auf die Ukraine.

VDAXNEW

in %



- Angesichts der wankenden Grund-Gewissheiten hat die Volatilität des Aktienmarktes stark zugenommen.
- **Die Börsen suchen unter hohen Schwankungen nach einem neuen Gleichgewicht.**

Wie lange dauern Baissen am deutschen Aktienmarkt?

Baissen gemessen am DAX

Jahr	Hoch	Tief	erreicht nach	Verlust
1986	1586	1257	3 Monaten	21%
1987	1570	945	3 Monaten	39%
1990	1966	1334	2,5 Monaten	33%
1992	1812	1402	4,5 Monaten	23%
1997	4439	3567	3 Monaten	20%
1998	6171	3862	2,5 Monaten	36%
2000	8065	6835	2,5 Monaten	15%
2000/01	8065	3787	18,5 Monaten	53%
2002	5463	2598	6,5 Monaten	52%
2002/03	5463	2203	12 Monaten	60%
2002/03	3380	2203	3 Monaten	35%
2006	6141	5292	1,2 Monaten	14%
2007	8106	7270	1,2 Monaten	10%

Jahr	Hoch	Tief	erreicht nach	Verlust
2008	8067	6182	2,5 Monaten	23%
2008	6518	4127	3 Monaten	37%
2009	5026	3666	2 Monaten	27%
2008/09	8067	3666	14,5 Monaten	55%
2011	7471	5072	2,5 Monaten	31%
2012	7158	5969	2,5 Monaten	17%
2013	8532	7692	1 Monat	10%
2014	10029	8582	3,5 Monaten	15%
2015	12374	9450	5,5 Monaten	24%
2015/16	11382	8753	2,5 Monaten	23%
2018	13559	11787	2 Monaten	13%
2018	12805	10381	5 Monaten	19%
2020	13784	8441	1 Monat	39%
2022	16271	11975	8 Monaten	26%

- Aktuelle Werte:
Dauer 5 Wochen
Verlust im Tief ca. 20 %

Aktien-Szenarien liegen nun etwas tiefer

Euro Stoxx 50 mit LBBW-Szenarien

in Punkten



- Der mit dem Präsidenten Trump verbundene Politikwechsel belastet die Aktienmärkte strukturell.
- Populistische Wirtschaftspolitik senkt allgemein das Wachstum, da sie Unsicherheit erhöht. Die Börsen preisen Risikoabschläge ein.
- Der Eingriff in den Welthandel hat zudem massive globale Auswirkungen.
- Eine tendenziell höhere Inflation kann über höhere Kapitalmarktrenditen auch die Bewertung der Märkte drücken.
- Im Hauptszenario erwarten wir vom aktuellen Niveau aus ca. 6,5 % Gesamtrendite p.a. für Aktien ein, etwas weniger als unser 5-Jahres-Modell.

Nächste Telefonkonferenzen / Webkonferenzen

Webkonferenz-Termine:

- Dienstag, 15.04.2025 14h – KMK-Update
- Dienstag, 06.05.2025 14h
- Dienstag, 20.05.2025 14h – KMK-Update
- Dienstag, 03.06.2025 14h
- Dienstag, 17.06.2025 14h – KMK-Update

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.

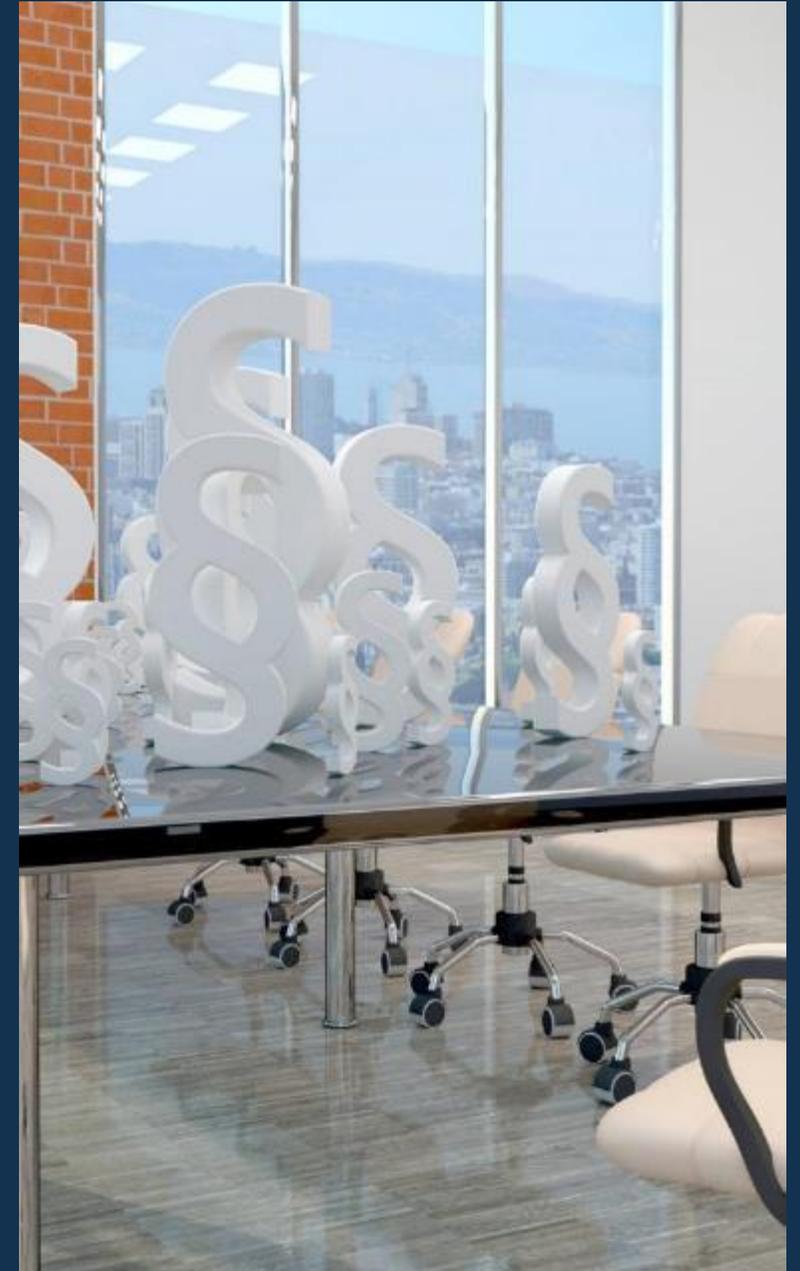
Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

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).

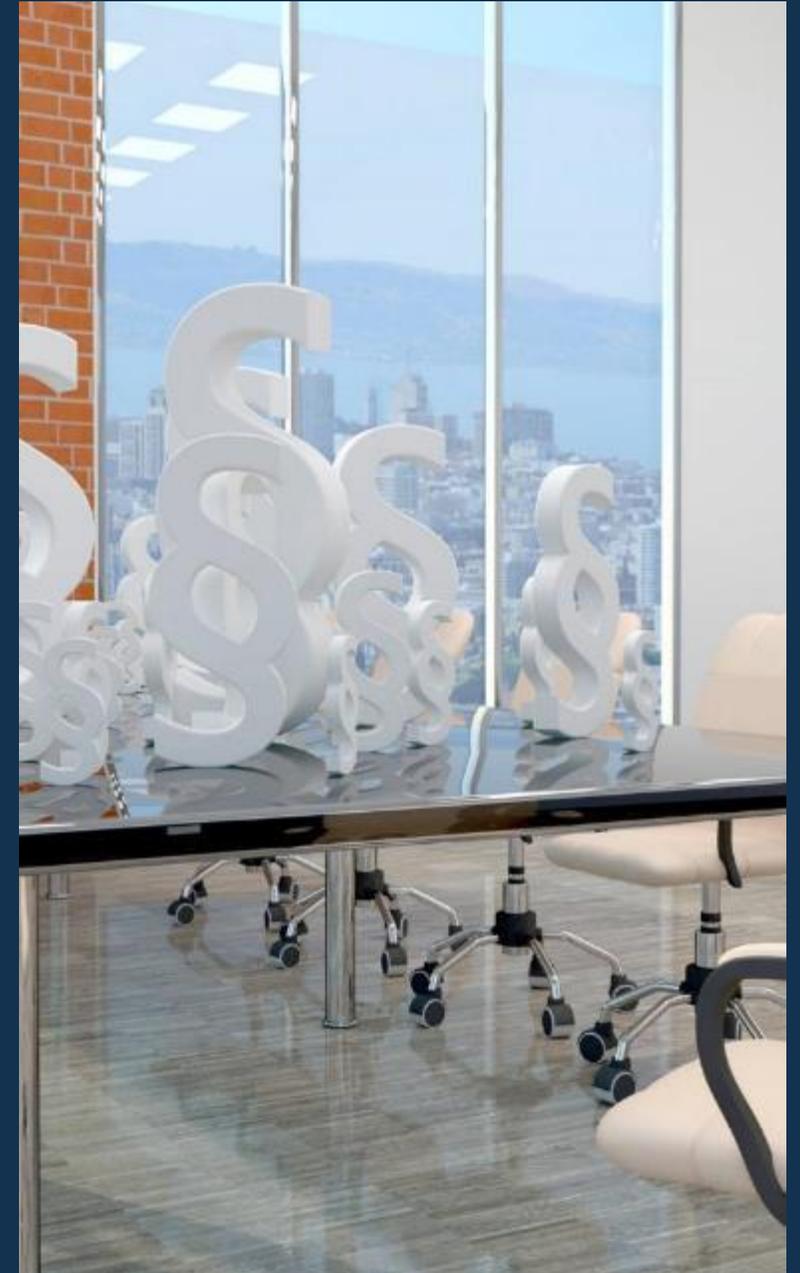
Die Landesbank Baden-Württemberg besitzt keine Zulassung für die Ausübung regulierter Tätigkeiten in Hongkong.

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:

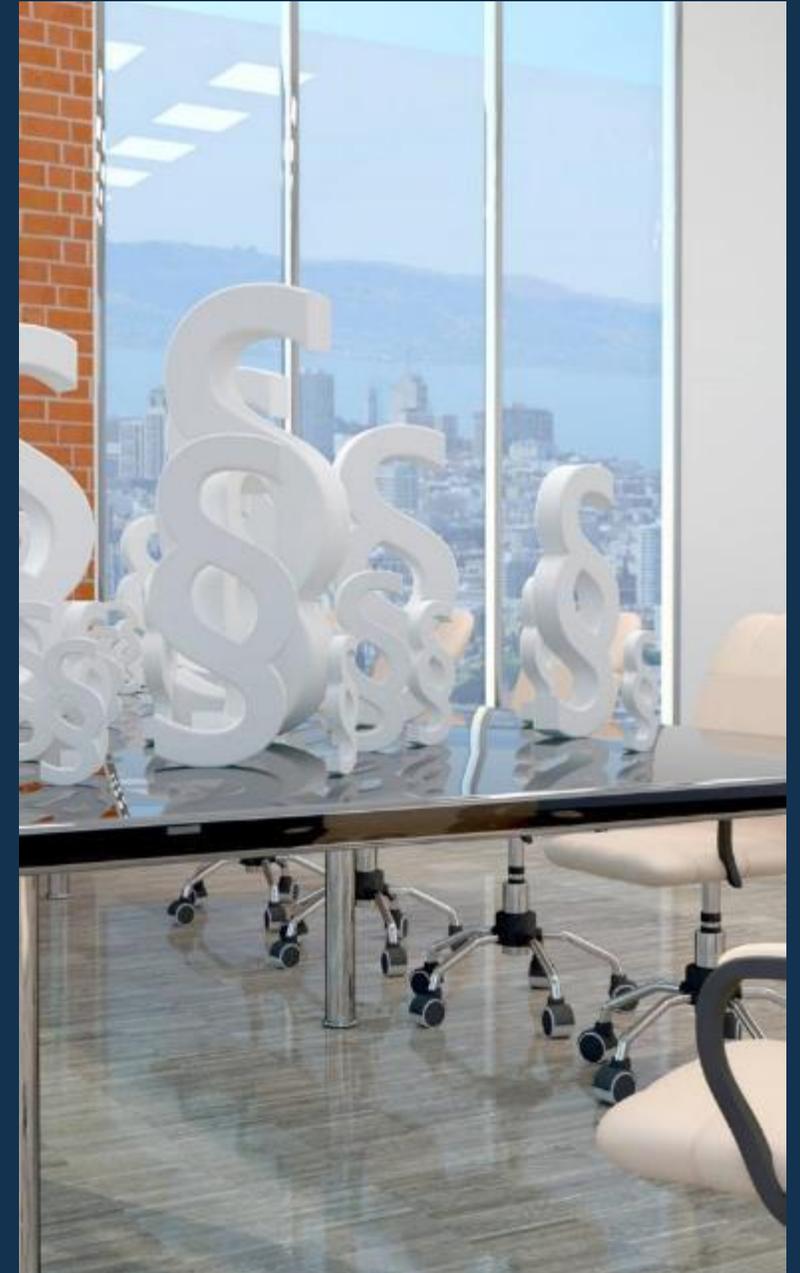
Dieser von der LBBW erstellte Bericht ist für die allgemeine Verbreitung bestimmt. Die spezifischen Anlageziele, die finanzielle Situation oder die individuellen Bedürfnisse bestimmter Personen werden hierin nicht berücksichtigt. Sie sollten Ihre spezifischen Anlageziele, finanzielle Situation oder individuellen 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#

