

Neues Schaffen

LBBW

Kapitalmarktkompass-Update

- Trumps neue Zölle
- Covered Bonds – Verlässlichkeit in unsicheren Zeiten

15.07.2025

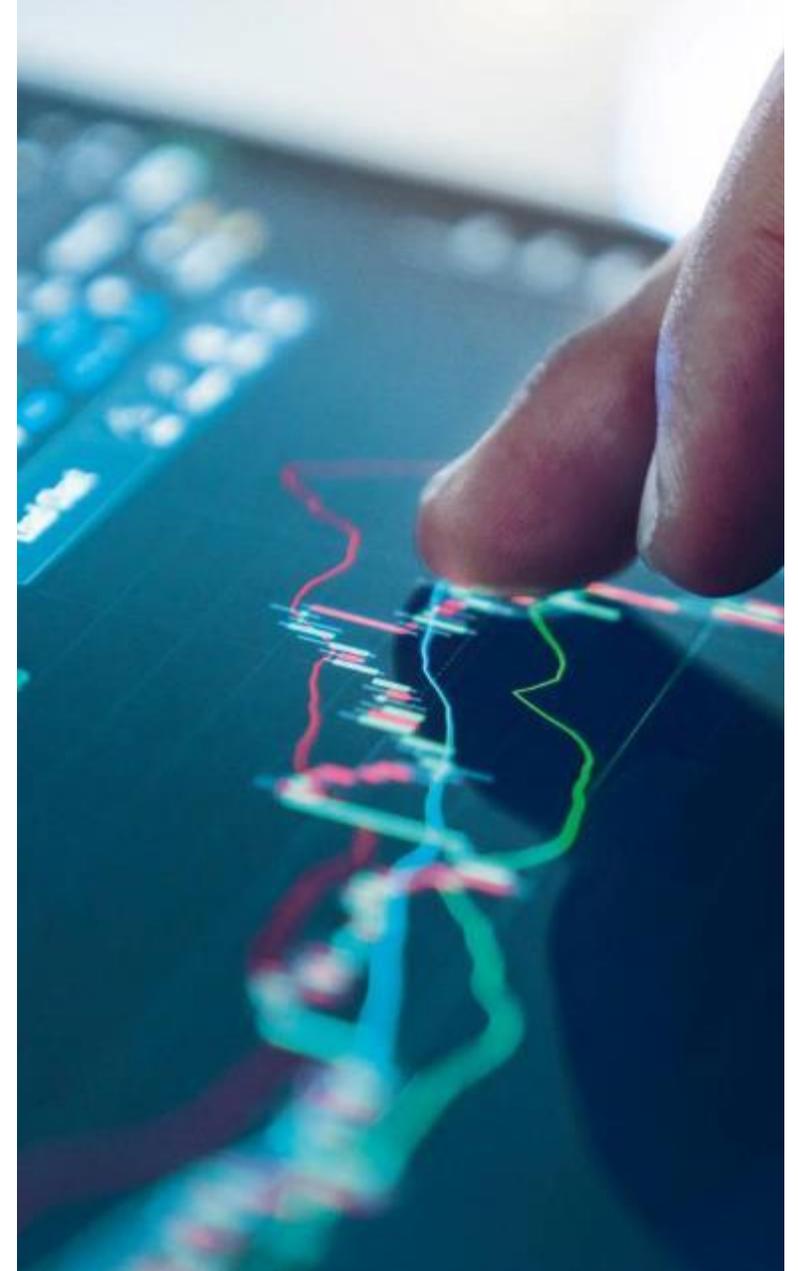
LBBW Research



Agenda

- 01 **Trumps neue Zölle**
- 02 **Covered Bonds – Verlässlichkeit in unsicheren Zeiten**
- 03 **Disclaimer**

- 03
- 12
- 25



01

Trumps neue Zölle

Matthias Krieger
Senior Economist
Tel: + 49 711 127-7 30 36
matthias.krieger@LBBW.de

Zollpolitik der USA sorgt weiterhin für Unsicherheit

Derzeit geltende US-Zölle¹

- **Basissatz für alle Länder & Branchen:** 10%
- Für einzelne Branchen gelten Sektorzölle, die Basissatz ersetzen
 - **Automobil:** 25%
 - **Stahl & Aluminium:** 50%
 - **Kupfer:** 50%
- **Sonderzölle China:** 50%

In Aussicht gestellte Zölle

- **Reziproke Zölle** entsprechend Ankündigung am Liberation Day bis zum **01. August 2025 ausgesetzt**
- **Europäische Union** wurde Zollsatz in Höhe von **30%** nach dem 01. August 2025 angedroht (bei Nichteinigung). Anderen wichtigen Handelsnationen (wie Japan, Südkorea, Mexiko,...) drohen Zollsätze in ähnlicher Höhe.
- **Pharmazölle** bis zu 200% angedroht
- **Chinesische Zusatzzölle** könnten wieder steigen (bei Nichteinigung)

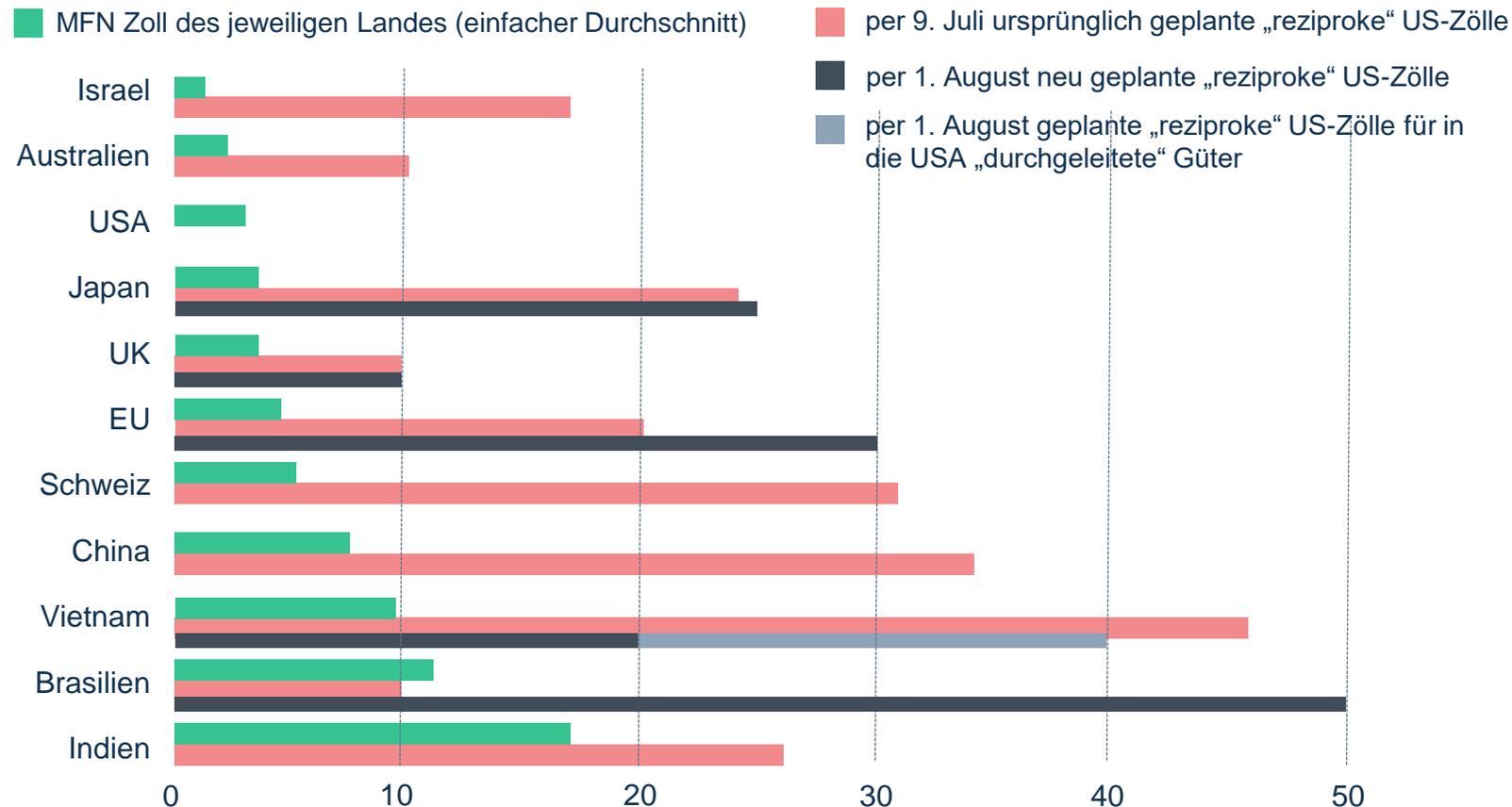
→ **Hohe Unsicherheit** und Druck, Lösungen zu finden. **Wirtschaftsbelastung** bereits **spürbar**

¹ Zusätzlich gelten Alt-Zölle der Biden-Administration für einzelne Länder & Sektoren (ca. 4%)

Trumps Zollorgie – chaotisch und unfair

Most Favored Nation-Zölle (MFN) nach WTO-Regeln vs. geplante „reziproke“ US-Zölle

in %, Quelle: ifo-Schnelldienst Juni 2025



- Trumps „reziproke Zölle“ liegen deutlich über den nach WTO-Regeln von anderen Ländern erhobenen Sätzen.

- Früherer durchschnittlicher Zollsatz nach WTO-Regeln:

EU: 3,9%

USA: 3,4%

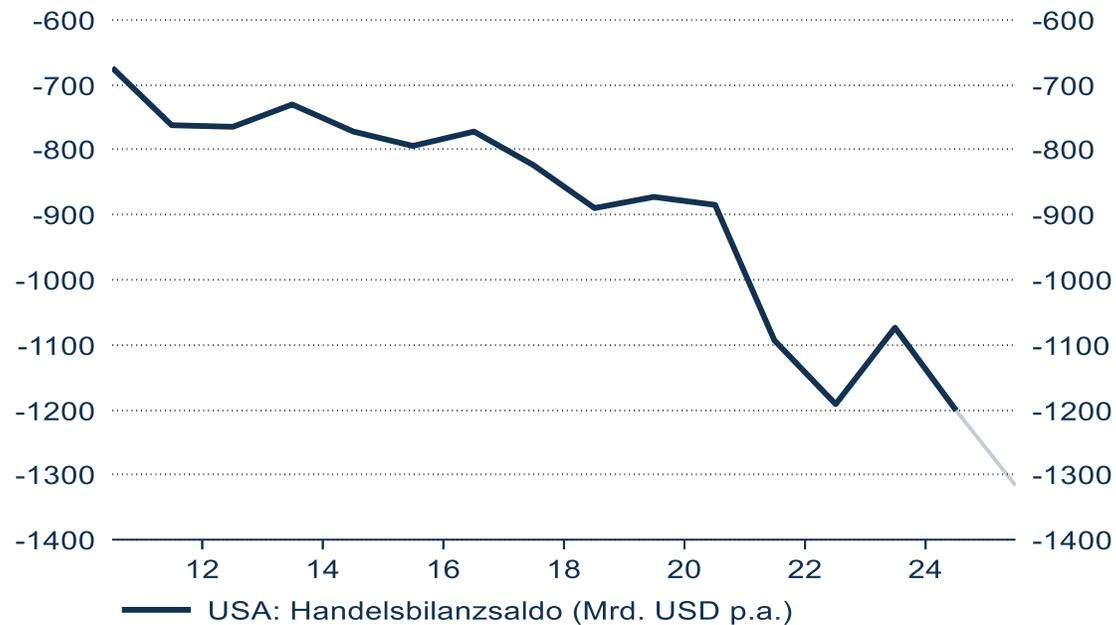
- Die US-Zollsetzung „bestraft“ vor allem Staaten, die einen hohen Handelsüberschuss mit den USA aufweisen !

(und die, die Trumps politischen Vorstellungen nicht entsprechen, z.B. Brasilien)

Was sollen die Zölle bewirken?

US-Handelsbilanzdefizit

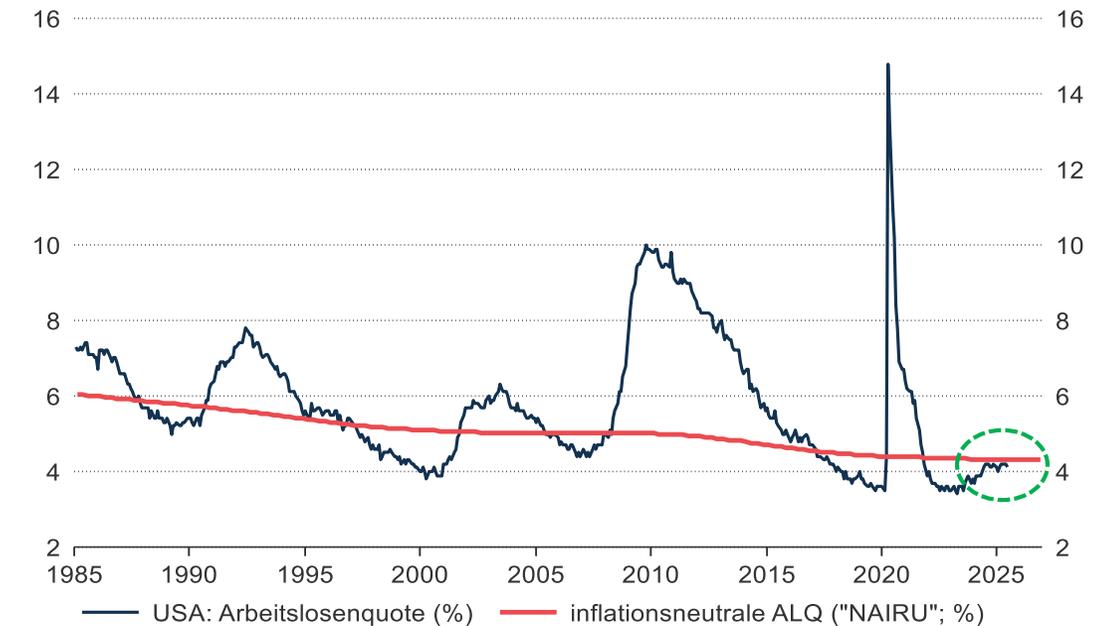
in Mrd. USD



- Das US-Handelsdefizit (Güter) liegt bei 1.200 Mrd. USD oder **4,2 % d. BIP**
- Die US-Industrie trägt ca. **17 % zum US-BIP** bei

US-AL-Quote & inflationsneutrale ALQ

in %



- Der US-Arbeitsmarkt ist weitgehend „leergefegt“ und hat nicht das Potenzial, ein Gütervolumen von 1.200 Mrd. USD oder 4,2 % des BIP (Handelsdefizit der USA) durch „eigene“ Produkte zu ersetzen.

Was bringen die Zölle den USA?

MASSNAHME:

ZIELE:

VORAUSSETZUNGEN:

ERFÜLLT ?

zu erwarten:

neuer, deutlich
höherer US-
Zoll: XX %



alter WTO-
Zoll (MFN)
der USA:
3,4 %

- Schaffung von Arbeitsplätzen in der US-Industrie

- Generierung von Zolleinnahmen zur Finanzierung der Steuersenkungen bzw. Staatsausgaben.

- freie Kapazitäten am US-Arbeitsmarkt

- Kapazitäten bei US-Unternehmen, die durch Zölle verteuerte Importgüter nun konkurrenzfähig herstellen können

- ausländische Unternehmen, die ihre Produktion in die USA verlagern

- ausländische Unternehmen haben so hohe Gewinnmargen in den USA, dass sie Zölle nicht oder nur zu geringem Teil an US-Verbraucher weiterleiten (müssen)

- **sehr begrenzt**
(Arbeitsm. sehr eng)

- **sehr begrenzt**
(im Zuge d. Globalisierung abgebaut)

- **sehr begrenzt**
(wegen Unsicherheit & Global Value Chains)

- **kaum**
(bisher rege Konkurrenz auf US-Markt)

- **höhere Preise**
(Importe nur z.T. ersetzbar)

- **höhere Preise**
(Importe nur z.T. ersetzbar, US-Produktion ist teurer)

- **höhere Preise**
(Importe nur z.T. ersetzbar, Kampf um rare Fachkräfte)

- **höhere Preise**
(Imp. wg. Zöllen teurer und/oder Angebotsverknappung)



Widerspruch:

ausl. Güter sollen verdrängt bzw. Produktion in die USA verlagert werden !



woher kommen dann die erhofften Staatseinnahmen durch Zölle ?



Gefahr:

- **Risikoprämien** ↑
- **USD** ↓

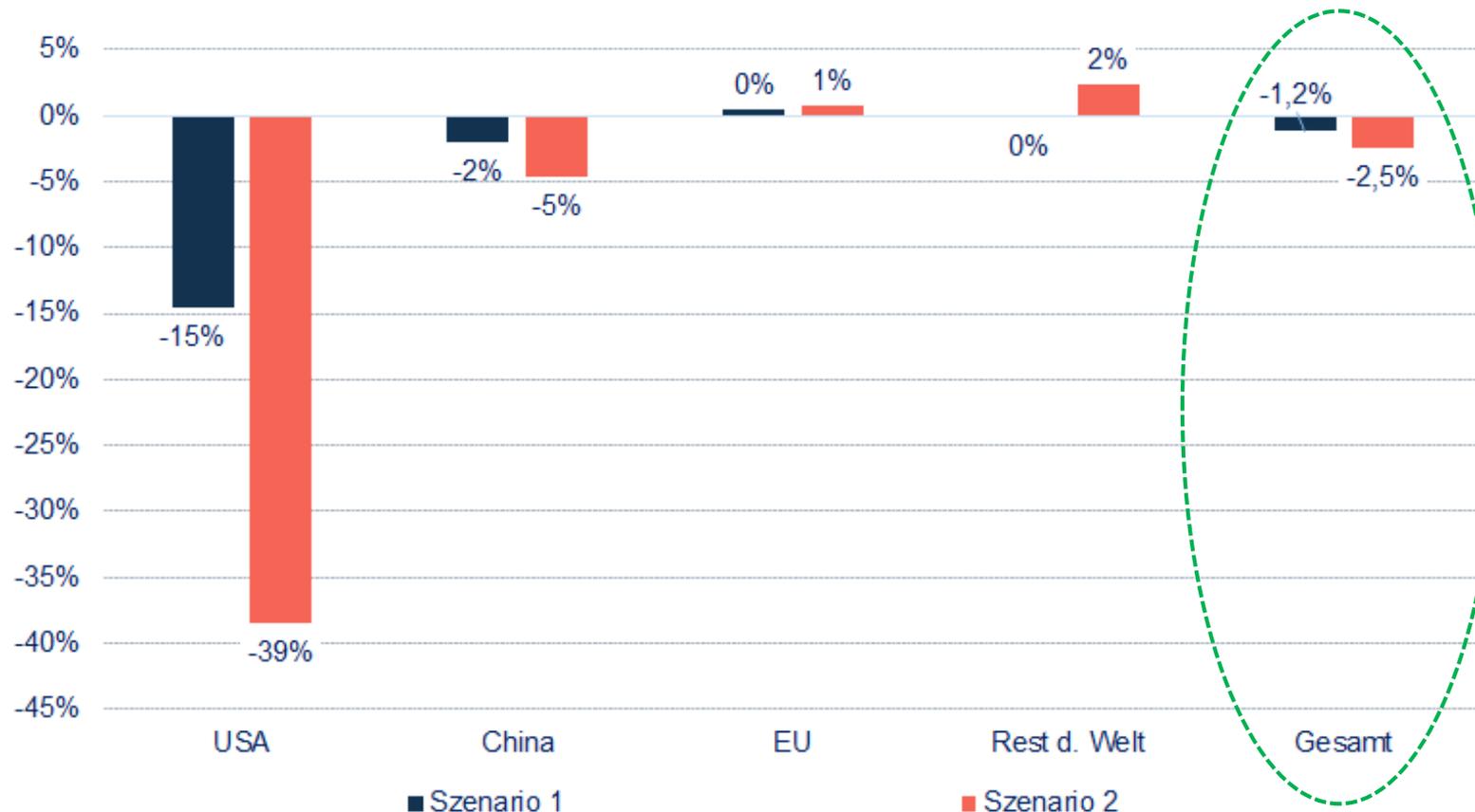
Gefahr:

- **Inflation**
(+ US-Trittbrettfahrer)
- **Stagflation**

Simulation: Starke Belastung der deutschen Exporte in die USA durch neue Zölle

Schätzung: Änderung der deutschen Exporte, bedingt durch neue US-Zölle

in %, Quelle: ifo-Schnelldienst Juni 2025



Szenario 1:

- Basiszoll 10% (Stahl, Aluminium, Autos: 25%)

Szenario 2:

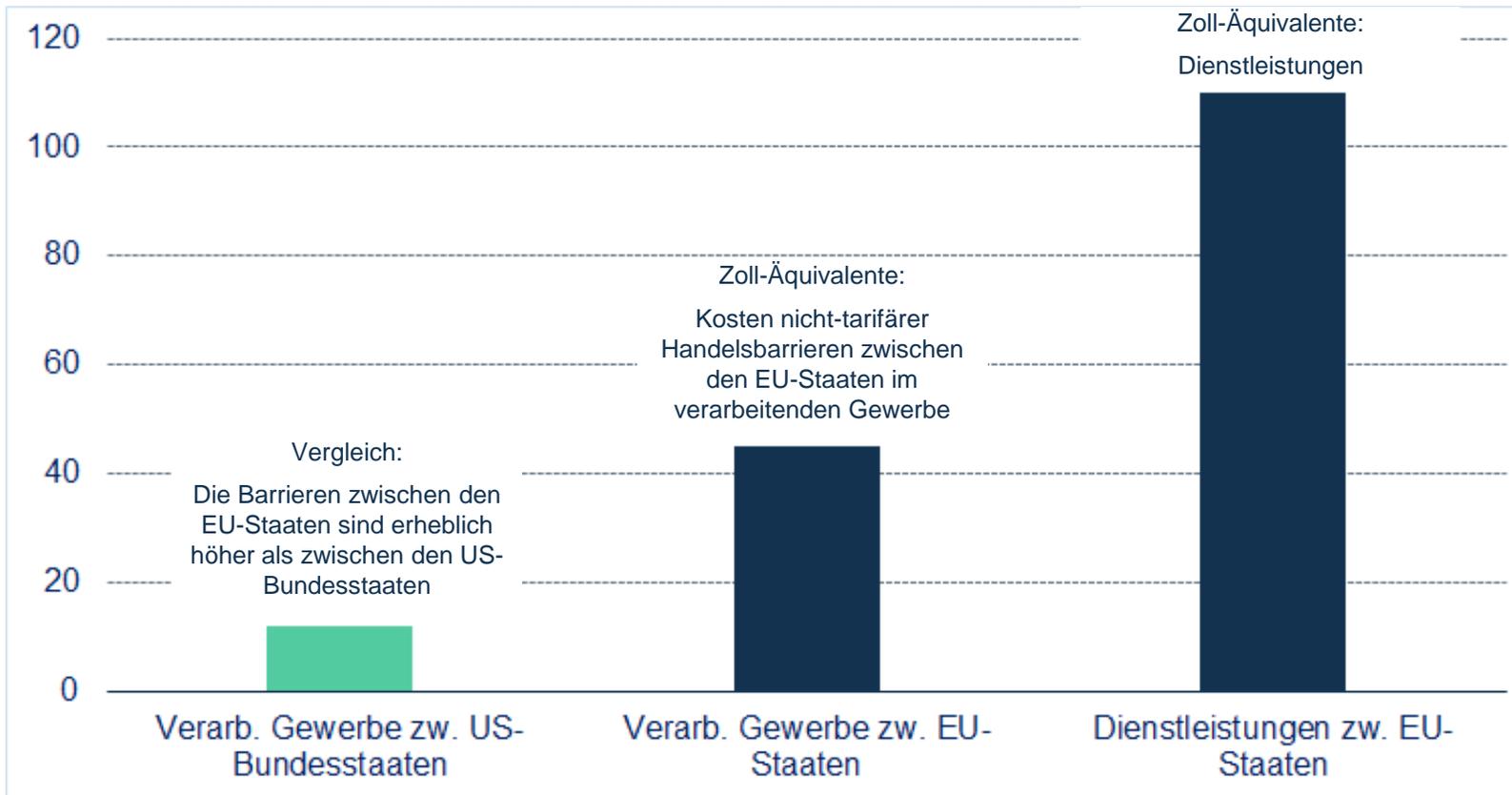
- 50% Zölle für EU-Importe und produktspezifische Zölle (z.B. Pharma & Elektronik 25%)

- Deutsche Exporte in die USA 2024: 161 Mrd. EUR
- US-Anteil an den deutschen Exporten: ca. 10 %

Exkurs: Handlungsoption „Ausbau des EU-Binnenmarktes“

Handelshemmnisse im EU-Binnenmarkt: Zoll-Äquivalente

in %, Quelle: IWF 10/2024 / CEPR 06/2025



- IWF (10/2024):

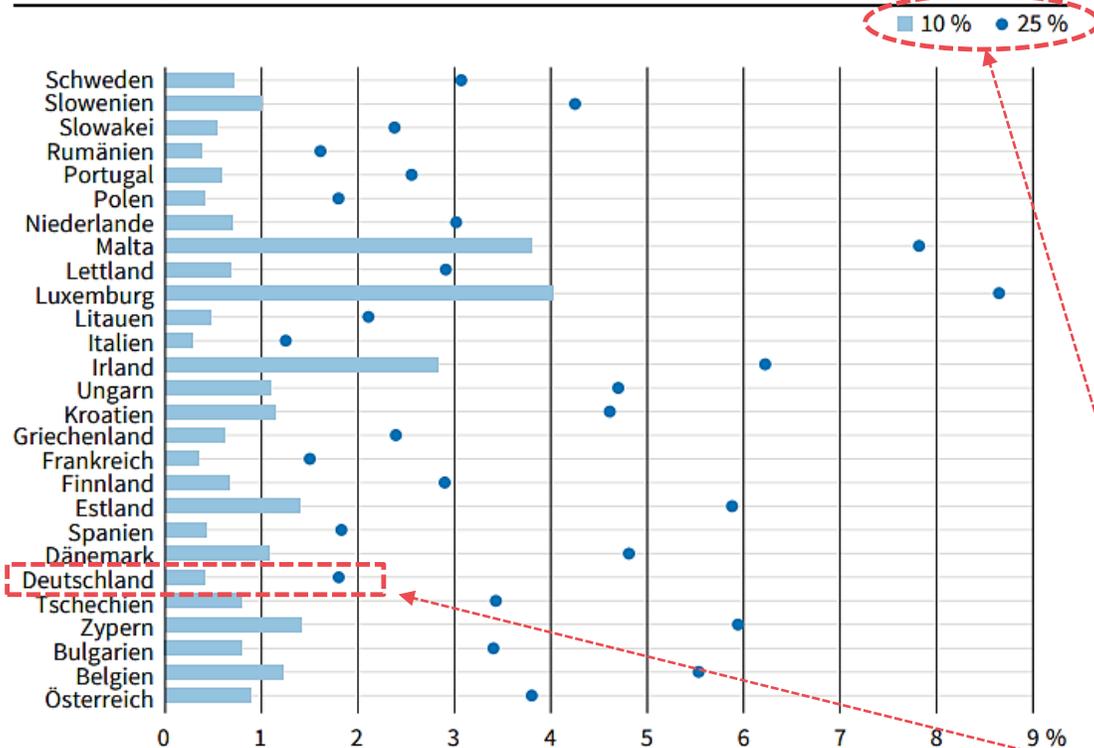
Nicht-tarifäre Handelshemmnisse innerhalb des EU-Binnenmarktes belaufen sich auf das Äquivalent eines Binnen-Zolls von:

- 45 % auf Waren
- **110 % auf Dienstleistungen**

Exkurs: Hemmnisse im EU-Binnenmarkt

Beispiel: Dienstleistungen

Veränderung des Wohlstands nach Reduktion der Barrieren um 10 % bzw. 25 %



Quelle: ifo Handelsmodell; Berechnungen des ifo Instituts.

© ifo Institut

Anekdotische Beispiele „Handelshemmnisse“

- „.... Firma stellt Blechputzmaschinen für den Bäckereibedarf her. Innerhalb Europas braucht sie für den Transport unterschiedliche Verpackungen. Jedes EU-Land hat eigene Regeln, Gebühren, Kennzeichnungspflichten. Besonders teuer ist hier Österreich. ...für 9 Kilogramm Verpackungsmaterial muss die Firma eine jährliche Servicepauschale von 570 EUR sowie 50 EUR Kosten für einen Bevollmächtigten und eine Entsorgungspauschale von 150 EUR zahlen, insgesamt 770 EUR....“
- „... In der EU muss man für den Verkauf von Beleuchtung die erweiterte Herstellerverantwortung in drei Kategorien erfüllen, 16 verschiedene Registrierungen beantragen, mit zehn verschiedenen Behörden interagieren und separate Verwaltungs- und Registrierungsgebühren bezahlen ...“
- „... sind Unternehmen in anderen EU-Ländern mit Verwaltungsportalen konfrontiert, die nicht auf Englisch, sondern nur in der Landessprache funktionieren ...“
- „... unvollendete Kapitalmarktunion, keine Anerkennung von Berufsabschlüssen, komplizierte und teure Arbeitnehmerentsendung, ...“

ifo-Handelsmodell:

Bei Reduktion der Handelsbarrieren im DL-Sektor würde das deutsche BIP um 0,4% (15 Mrd. EUR) bzw. 1,8 % (68 Mrd. EUR) ggü. d. Basislinie steigen.

Exkurs: Neue „EU-Binnenmarktstrategie“

Gegen die „Terrible Ten“

Die EU Kommission hat durch Unternehmensbefragungen folgende zehn Haupthindernisse im EU-Binnenmarkt identifiziert, deren wachstumsdämpfende Auswirkungen nun signifikant reduziert werden sollen:

- Komplizierte Unternehmensgründung und -führung
- Komplexe EU-Vorschriften
- Mangelnde Eigenverantwortung der Mitgliedstaaten
- Begrenzte Anerkennung von Berufsqualifikationen
- Fehlende gemeinsame Normen
- Fragmentierte Vorschriften für Verpackungen
- Mangelnde Produktkonformität
- Restriktive und divergierende nationale Vorschriften für Dienstleistungen
- Aufwändige Vorschriften für die Entsendung von Arbeitnehmern in risikoarmen Sektoren
- Ungerechtfertigte territoriale Lieferbeschränkungen, die zu hohen Preisen für die Verbraucher führen

Besonders die Regelungen zur Arbeitnehmerentsendung stehen im Fokus der Kritik aus der Wirtschaft.

02

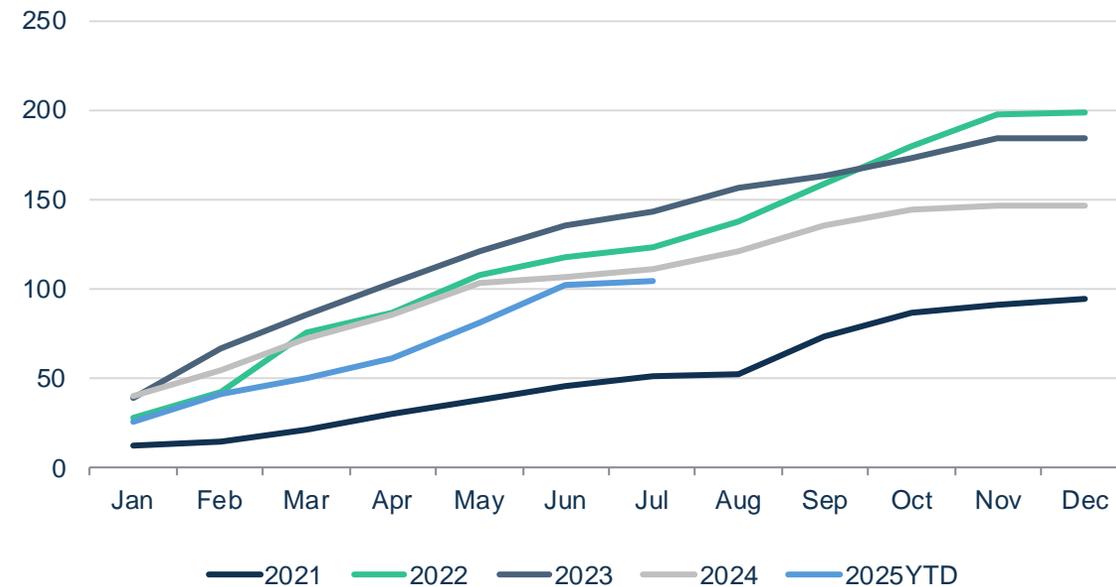
Covered Bonds – Verlässlichkeit in unsicheren Zeiten

Karsten Ruehlmann
Senior Investment Analyst
Tel: + +65 6562 9277
karsten.ruehlmann@lbbw.com

Covered-Bond-Primärmarkt mit starker Aufholjagd im Mai und im Juni

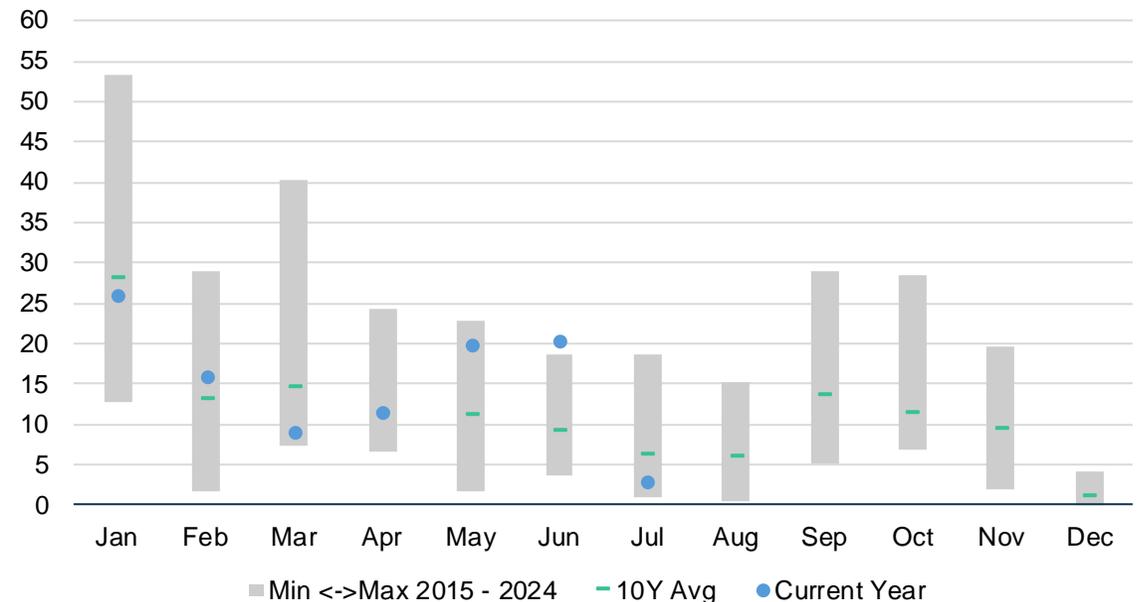
EUR-Benchmark-Emissionen

In Mrd. EUR



Primärmarktaktivität im Langfrist-Vergleich

2025 vs. 10Y Durchschnitt; in Mrd. EUR



- Mit 102 Mrd. EUR lag das EUR-Benchmark-Covered-Bond-Volumen im H1 2025 um -5% hinter dem Vorjahr zurück – gegenüber dem 10-Jahres-Durchschnitt zeigt sich ein Vorsprung um +16%.
- Insgesamt waren 89 Emittenten aus 23 Jurisdiktionen mit 126 Emissionen am Markt vertreten (H1 2024: 93 Emittenten/19 Jurisdiktionen/134 Emissionen).

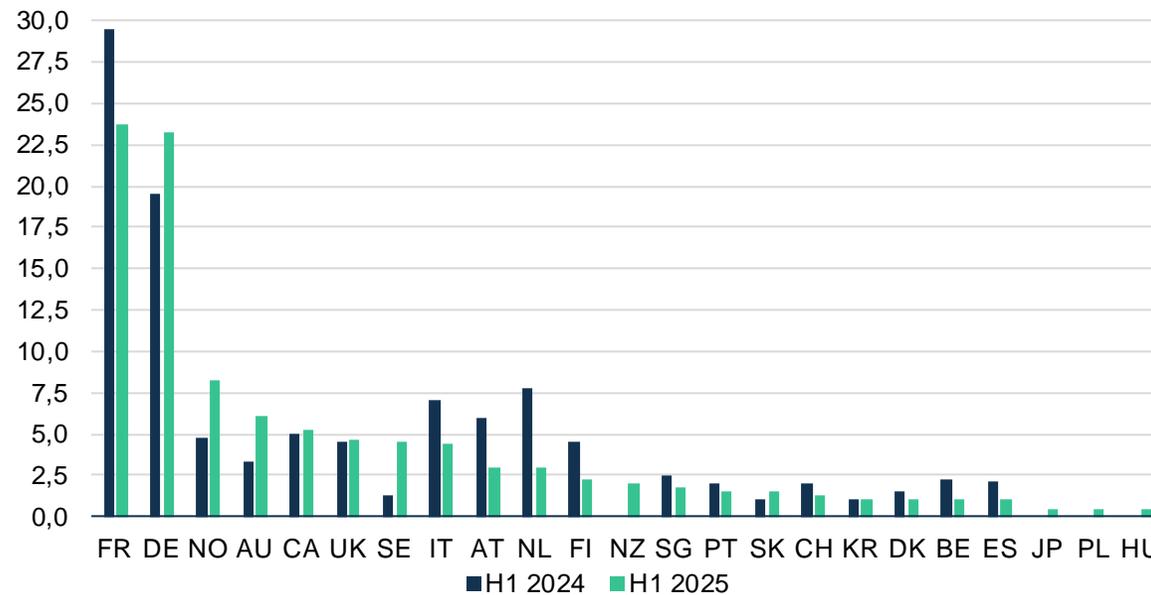
- Geopolitische Unsicherheiten sowie Trumps Zollhammer sorgten im März und im April auch am Covered-Bond-Markt für geschlossene Emissionsfenster.
- Im Mai und Juni kam es zu einer Aufholjagd, im Zuge dessen überdurchschnittliche Emissionsvolumen erreicht wurden.
- Nach der hohen Emissionsdynamik dürften wir im Covered-Bond-Segment mittlerweile in der Sommerpause angelangt sein.

Quelle: Informa Global Markets, LBBW Research – Stand 14. Juli 2025

Nicht-EUR- und Drittlandstaaten stark

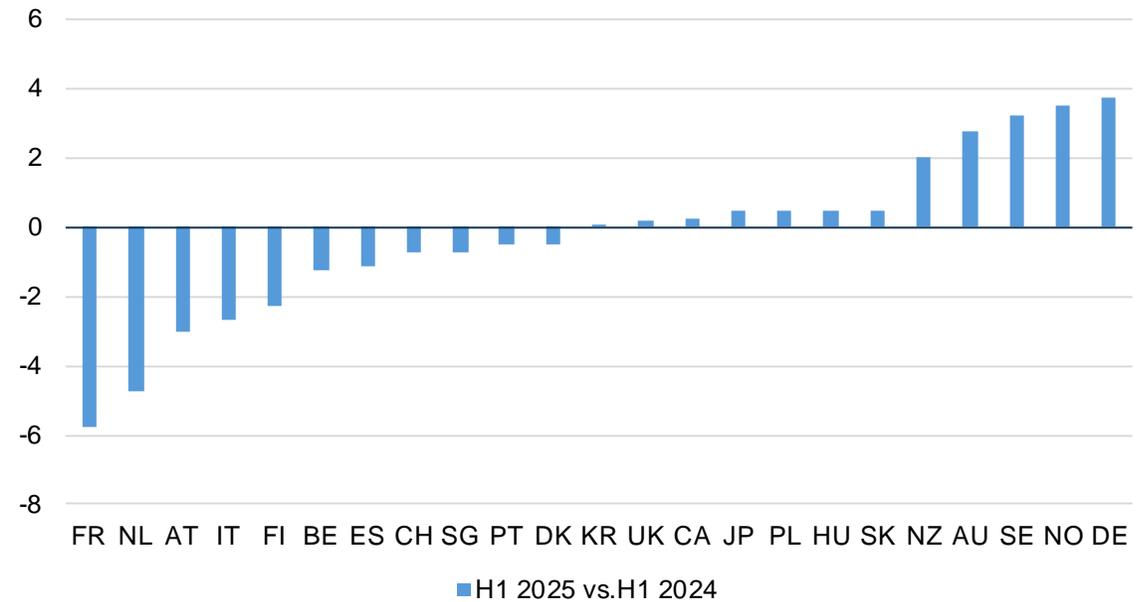
EUR-Benchmark-Emissionen – Nach Land

In Mrd. EUR



EUR-Benchmark-Emissionen – vs. H1 2024

In Mrd. EUR



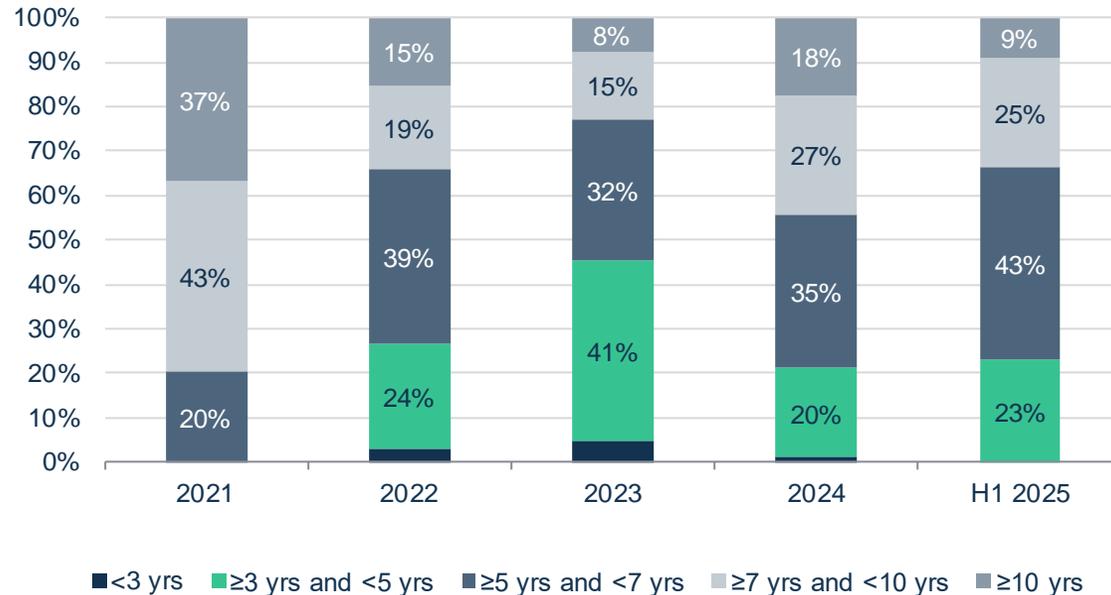
- Auffällig waren im H1 2025 **hohe Emissionsvolumen** aus **Nicht-EUR- bzw. Drittlandstaaten**.
- Jurisdiktionen wie **Frankreich**, die **Niederlande**, **Österreich**, **Italien** oder **Finnland** hatten dagegen **Rückgänge** zu verzeichnen.
- **Wiedereinstiege** gab es aus **Ungarn** und **Polen**. Die bislang letzte ungarische EUR-Benchmark-Platzierung hatte aus dem Jahr 2008 datiert. Polnische Emittenten waren zuletzt 2022 im EUR-Benchmark-Segment unterwegs gewesen.
- Nach einer Pause 2024 traten mit drei Platzierungen auch **neuseeländische Emittenten** wieder im EUR-Benchmark-Segment auf.

Quelle: Informa Global Markets, LBBW Research – Stand 30. Juni 2025

Kürzere Laufzeiten, Emissionsrenditen rückläufig

EUR-Benchmark-Emissionen

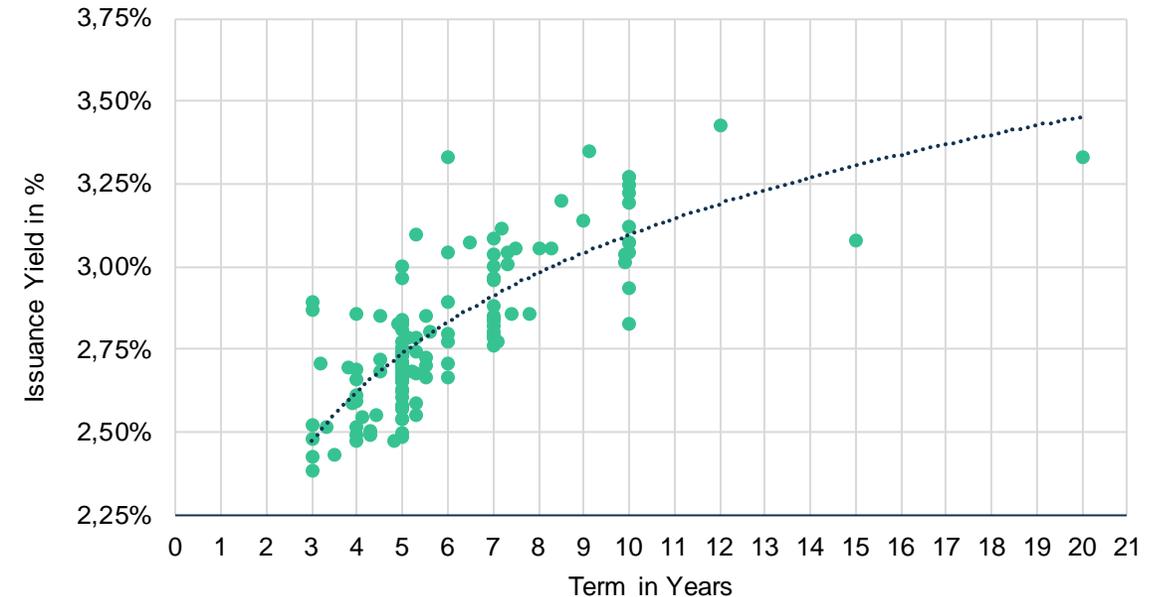
Laufzeitverteilung in %



- Mit 42% befanden sich die meisten Platzierungen im Laufzeitsegment „≥5 yrs und <7 yrs“. **Sweet Spot** war dabei der **5-jährige Laufzeitbereich** (Anteil 34%).
- Der **längere Laufzeitbereich** „≥10 yrs“ war mit einem Anteil von 9% **rückläufig**.
- Insgesamt lag die Laufzeit der Neuemissionen im H1 2025 mit **durchschnittlich 6,1 Jahren** 0,3 Jahre unter dem Vorjahr (Ø GJ 2024: 6,4 Jahre).

EUR-Benchmark-Emissionen

Neuemissionen nach Laufzeit und Emissionsrendite



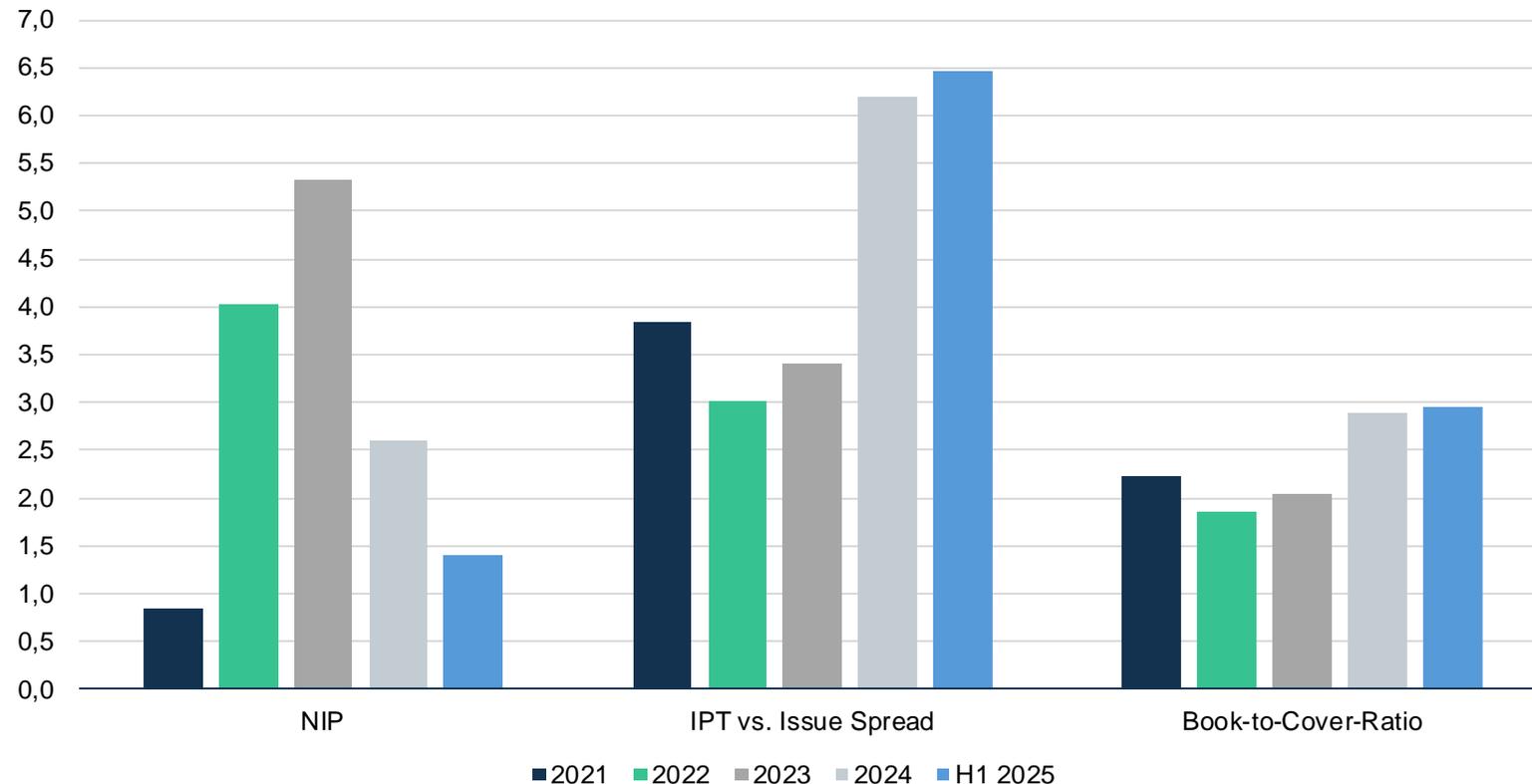
- Die **Emissionsrenditen** lagen in einer **Spanne** von **2,384% bis 3,430%**.
- Die **durchschnittliche Emissionsrendite** befand sich mit **2,8%** leicht unter dem GJ 2024 (Ø 3,1%).

Quelle: Informa Global Markets, LBBW Research – Stand 30. Juni 2025

Investoren-Interesse anhaltend hoch

EUR-Benchmark-Covered-Bonds: Emissionsparameter

Book-to-Cover-Ratio x-fach, NIP und IPT vs. Issue Spread in bp

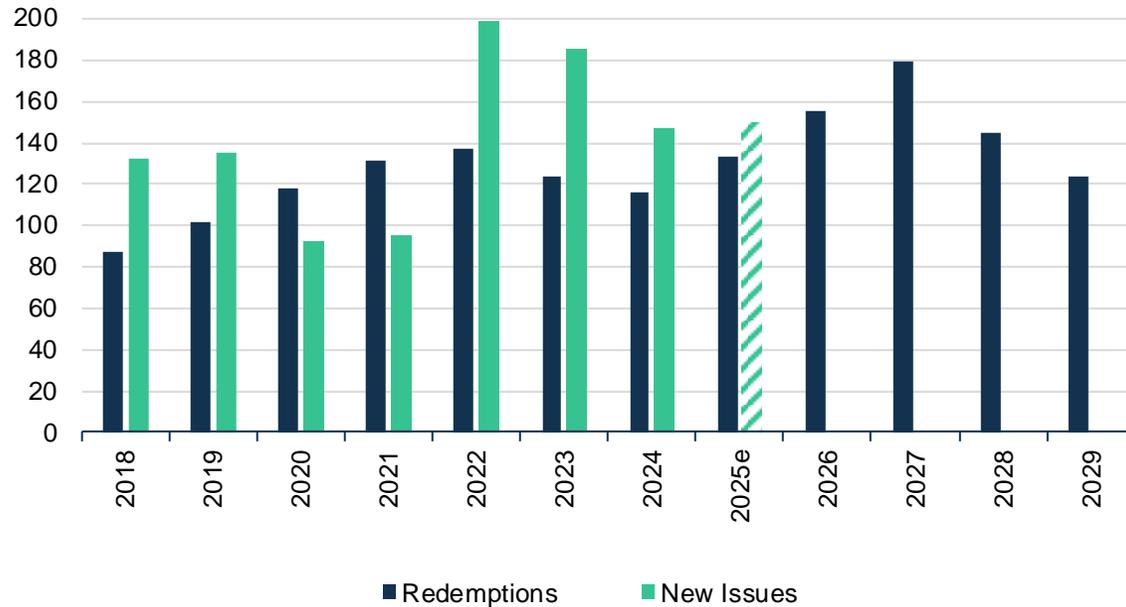


- Das **Investoreninteresse** war im H1 2025 **anhaltend hoch**, was durch auskömmliche Orderbücher unterstrichen wurde.
- Demnach belief sich die **durchschnittliche Book-to-Cover-Ratio** auf **3,0x** (GJ 2024: 2,9x).
- Dabei stand einem durchschnittlichen Emissionsvolumen von 810 Mio. EUR ein Orderbuchvolumen von durchschnittlich 2.235 Mio. EUR gegenüber (GJ 2024: 802 Mio. EUR vs. 2.059 Mio. EUR).
- Mit **durchschnittlich 1,4 bp** mussten Emittenten in diesem Umfeld nur **geringfügige Neuemissionsprämien** zahlen (GJ 2024: durchschnittlich 2,6 bp).
- Die **durchschnittliche Einengung** zwischen initialer Preisvorstellung und finalem Emissions-Spread lag bei **6,5 bp** (GJ 2024: durchschnittlich 6,2 bp).

Hohe Covered Bond Fälligkeiten in den nächsten Jahren könnten zu Frontloading-Effekten führen

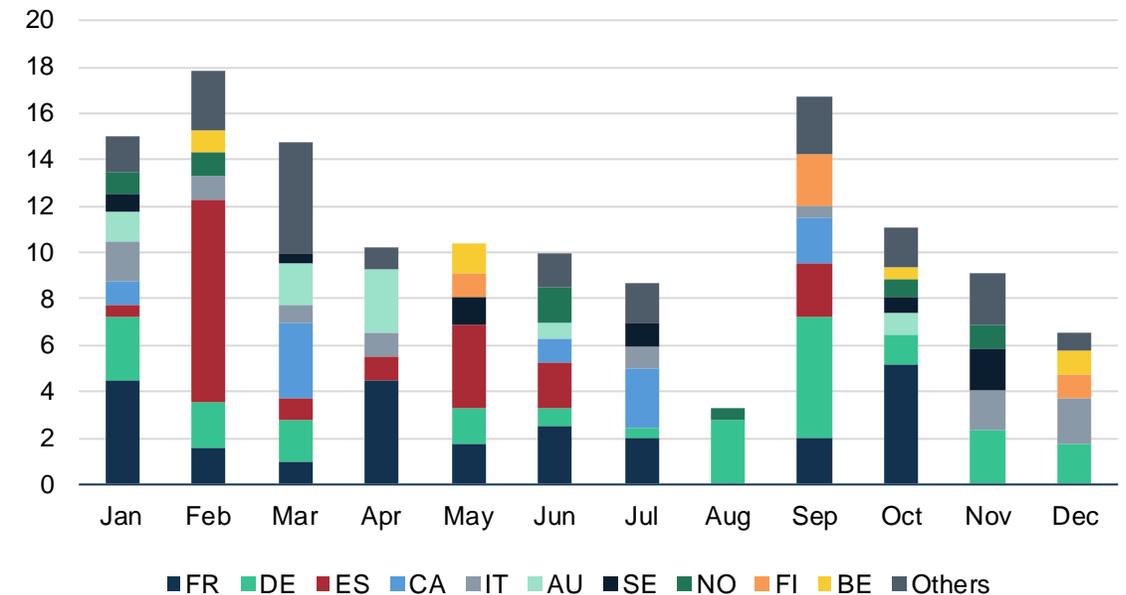
EUR-Benchmark-Emissionen

Neuemissionen und Fälligkeiten in Mrd. EUR



EUR-Benchmark-Emissionen

Fälligkeiten in Mrd. EUR



- Mit **134 Mrd. EUR** liegen die EUR-Benchmark-Fälligkeiten 2025 über dem VJ.
- Unsere EUR-Benchmark-Neuemissionsprognose haben wir leicht um 10 Mrd. EUR auf **150 Mrd. EUR** reduziert.
- **Steigende Fälligkeitsvolumen** setzen sich 2026 und 2027 fort. Hieraus ergibt sich u.E. eine hohe Wahrscheinlichkeit für **Frontloading-Effekte im H2 2025**.
- Bei Fälligkeiten von 78,1 Mrd. EUR war das **Nettoemissionsvolumen** im H1 2025 mit **24 Mrd. EUR** positiv.
- Im **H2 2025** kommt es zu Rückzahlungen in Höhe von **55,4 Mrd. EUR**...
- ...mit den **höchsten Volum**en im **September** (16,8 Mrd. EUR) und im **Oktober** (11,1 Mrd. EUR).

Quelle: Informa Global Markets, LBBW Research

EUR-Benchmark-Segment wird auch 2025 wachsen

LBBW Research: EUR-Benchmark-Covered-Bonds – Prognose 2025

Volumen in Mrd. EUR

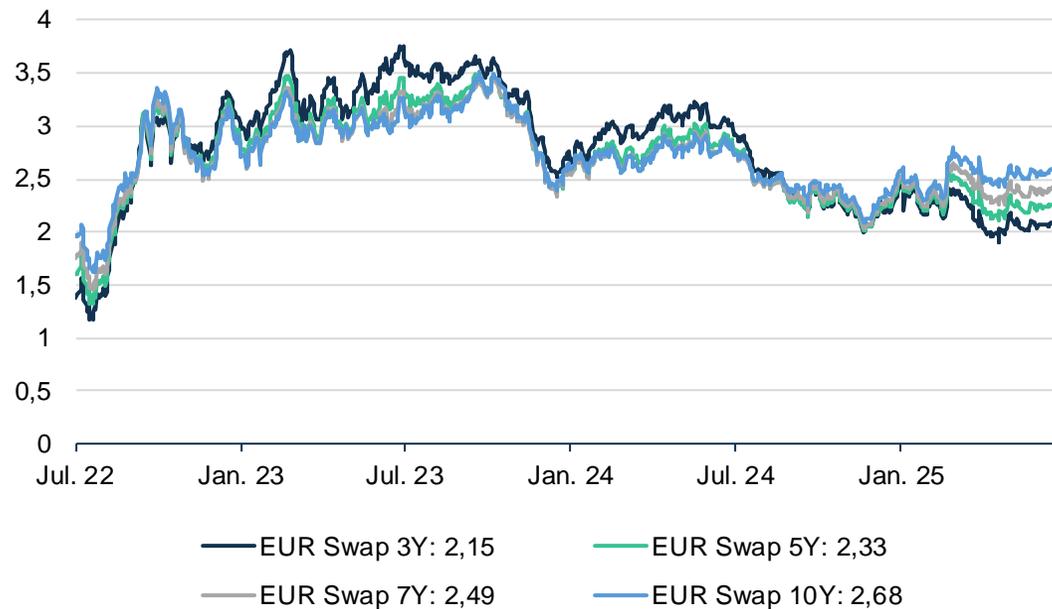
	New Issues 2024	New Issues 2025 expected	Redemptions 2024	Redemptions 2025	Net New Issues 2024	Net New Issues 2025 exp.	H1 2025
Australia	4,9	7,0	5,5	7,5	-0,7	-0,5	6,1
Austria	6,5	5,0	2,3	3,0	4,3	2,0	3,0
Belgium	3,0	3,0	1,0	3,8	2,0	-0,8	1,0
Canada	10,3	10,0	12,5	9,8	-2,3	0,3	5,3
Denmark	1,5	1,5	0,5	0,5	1,0	1,0	1,0
Finland	5,5	5,0	3,0	4,3	2,5	0,8	2,3
France	38,5	34,0	25,6	24,9	13,0	9,1	23,8
Germany	28,8	30,0	20,9	22,6	7,9	7,4	23,3
Italy	9,5	7,0	8,9	9,8	0,6	-2,8	4,4
Japan	0,0	0,5	0,0	1,0	0,0	-0,5	0,5
Netherlands	9,7	6,0	5,0	3,3	4,7	2,8	3,0
New Zealand	0,0	2,0	2,5	1,3	-2,5	0,8	2,0
Norway	6,3	11,0	4,0	5,8	2,3	5,3	8,3
Poland	0,0	0,5	1,0	0,5	-1,0	0,0	0,5
Portugal	2,0	2,5	2,0	0,0	0,0	2,5	1,5
Singapore	4,3	2,5	1,3	3,3	3,0	-0,8	1,8
Slovakia	1,5	2,5	0,5	1,0	1,0	1,5	1,5
South Korea	2,2	2,5	0,5	2,6	1,7	-0,1	1,1
Spain	2,9	3,0	6,3	19,1	-3,4	-16,1	1,0
Sweden	1,3	6,0	4,8	5,9	-3,5	0,1	4,5
UK	5,0	6,0	7,5	1,9	-2,5	4,1	4,7
Others	3,5	2,5	0,5	2,0	3,0	0,5	1,8
Total	<u>146,8</u>	<u>150,0</u>	<u>115,8</u>	<u>133,5</u>	<u>31,0</u>	<u>16,5</u>	<u>102,0</u>

Quelle: Informa Global Markets, LBBW Research – Stand 30. Juni 2025

Normalisierung der Zinsstrukturkurve unterstützt Emissionen in längeren Laufzeiten

EUR-Swap-Renditen im Zeitablauf

EUR-Swap-Renditen in %



Kurvensteilheit: Langfristentwicklung

Delta, EUR-Swap-Renditen, 10 Jahre vs. 2 Jahre in bp



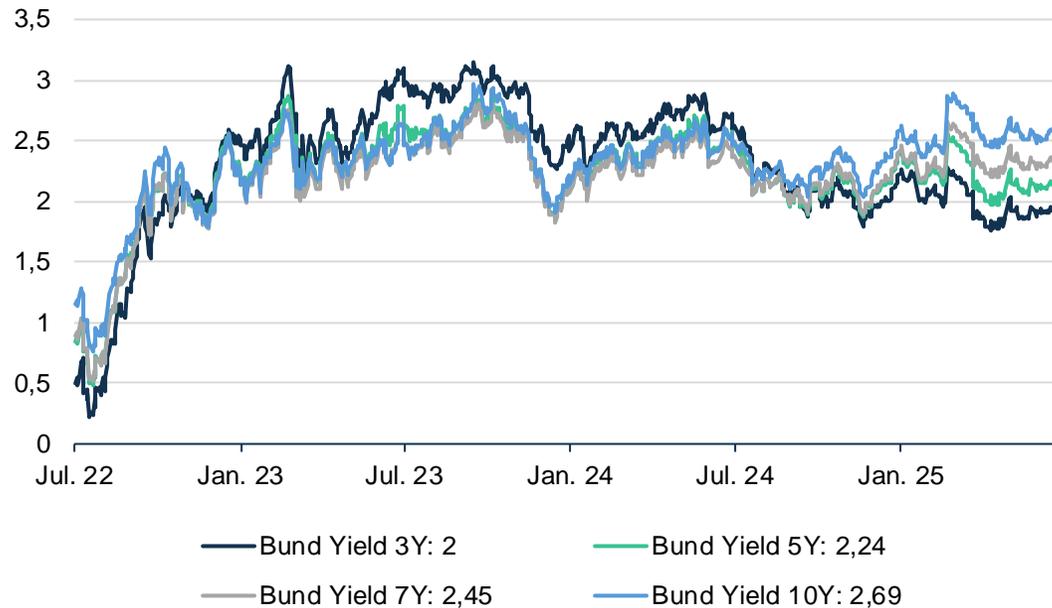
- Im bisherigen Jahresverlauf war eine **rückläufige Entwicklung** bei den **EUR-Swap-Renditen** zu beobachten – insbesondere in **kürzeren Laufzeitbereichen**.
- Covered Bonds als Rates-Produkt richten sich bei ihrer Rendite-Entwicklung eng am Verlauf der EUR-Swap-Renditen aus.

- Die **EUR-Zinsstrukturkurve** setzte im Jahresverlauf ihre **Normalisierung** fort.
- Lag die Differenz zwischen der 10-Jahres-Swap-Rendite und der 2-Jahres-Swap-Rendite zum Jahresanfang bei lediglich 17 bp, beträgt dieser Wert mittlerweile 63 bp.
- Eine **zunehmende Kurvensteilheit unterstützt Covered-Bond-Emissionen**, vor allem in **längeren Laufzeitbereichen**.

10Y Swap/Bund: Spread weiterhin leicht im negativen Terrain

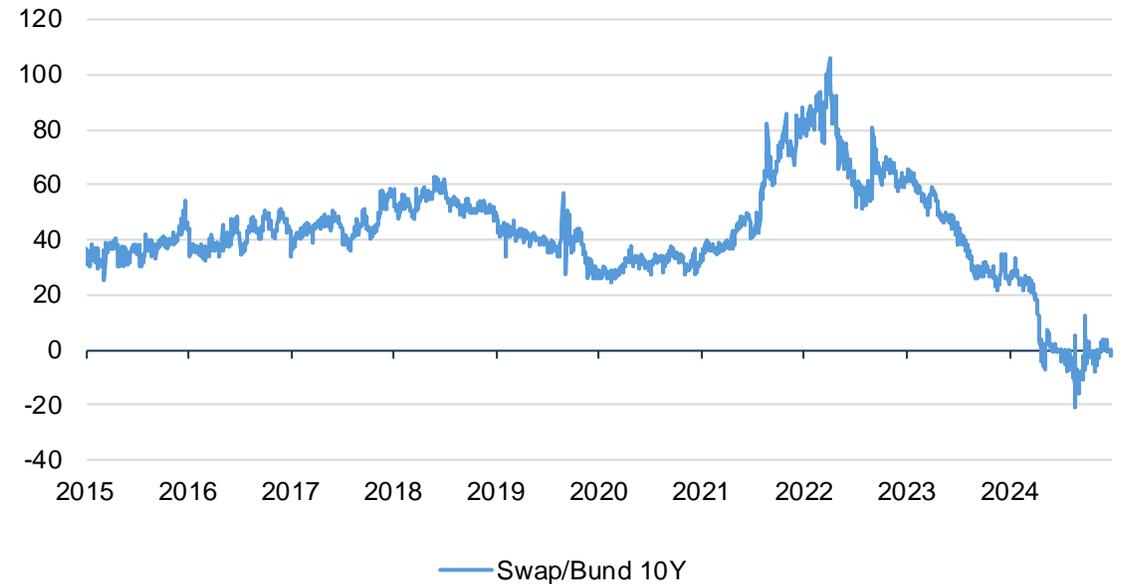
Bund-Renditen im Zeitablauf

Bund Renditen in %



10Y Swap/Bund Spread: Langfristentwicklung

10Y Swap/Bund Spread in bp



- Anhaltende geopolitische und konjunkturelle Unsicherheiten haben zu einer **volatilen Entwicklung der Bund-Renditen** geführt.
- Dabei stehen exzessiven Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben der deutschen Bundesregierung zunehmende Vertrauensverluste bei US Treasuries im Zuge einer erratischen Zollpolitik Trumps gegenüber.

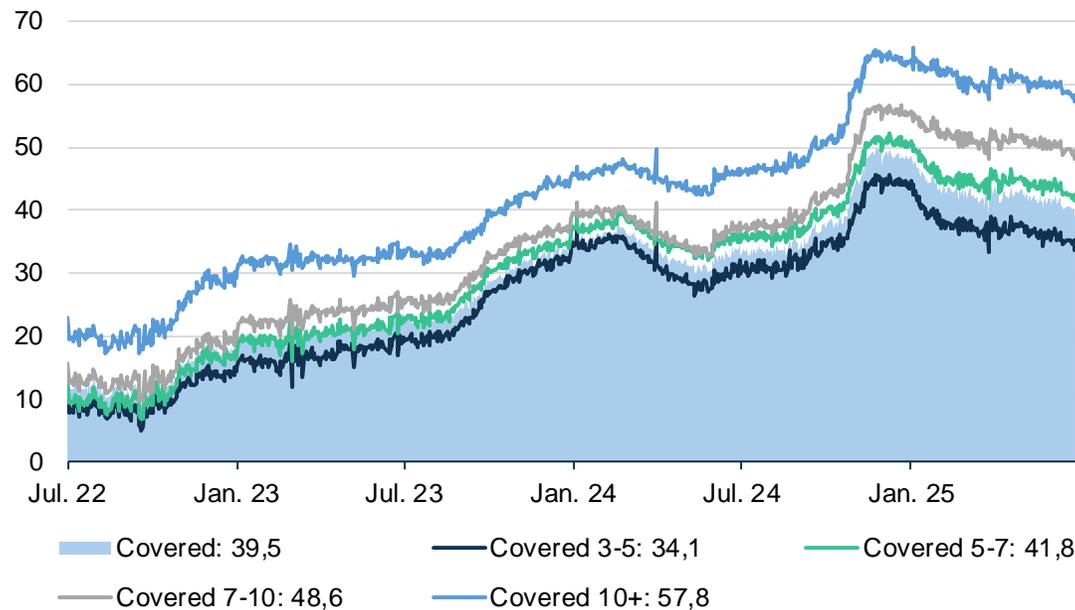
- Dies führte vor allem bei längeren Laufzeiten zu einem Anstieg der Bund-Renditen über die entsprechenden Swap-Renditen hinaus. Im Ergebnis lag das **Swap-Bund-Verhältnis im 10-Jahres-Bereich im negativen Terrain**.
- In der Folge kam es zu einem **erhöhten Druck** auf die **Risikoaufschläge von SSAs und Covered Bonds**.

Quelle: LSEG, markit, LBBW Research – Stand 14. Juli 2025

Covered Bonds: Spreads im bisherigen Jahresverlauf mit Einengungen

Covered-Bond-Spreads - Laufzeitindices

in bp

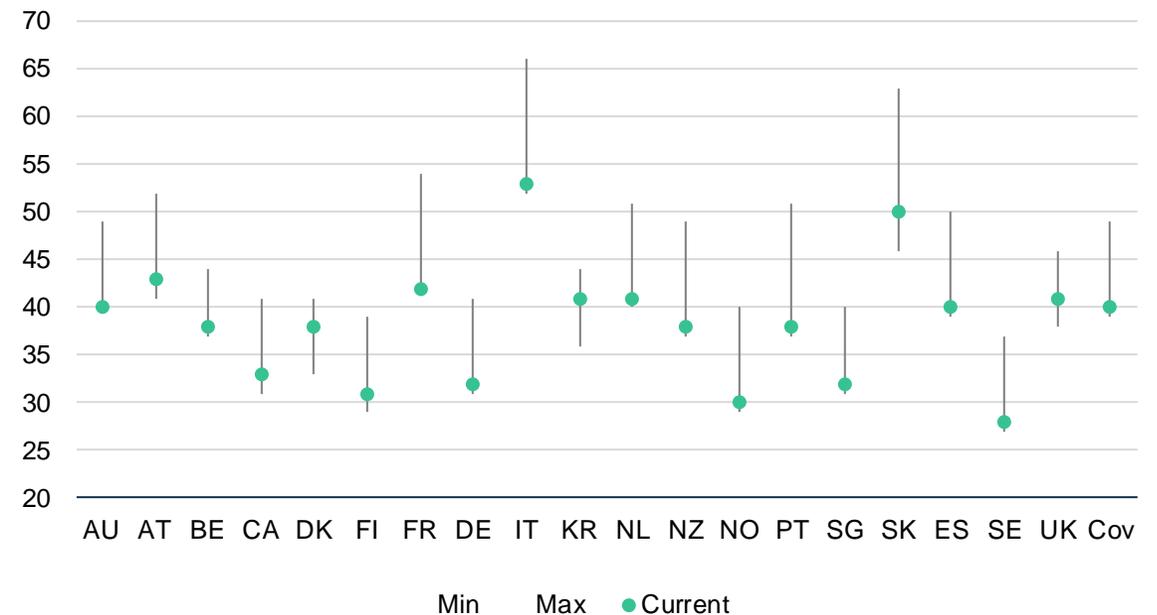


- Covered-Bond-Spreads zeigten 2025YTD eine vergleichsweise stabile Entwicklung.
- Auf Ebene des **iBoxx EUR Covered** Index kam es seit Jahresanfang zu **Spread-Einengungen um ca. 9 bp**. Dabei fielen die Einengungen in kürzeren Laufzeitbereichen mit -10 bp (iBoxx EUR Covered 3-5yrs) etwas stärker aus.

Quelle: LSEG, markit, LBBW Research – Stand 14. Juli 2025

Covered-Bond-Spreads nach Jurisdiktion

in bp

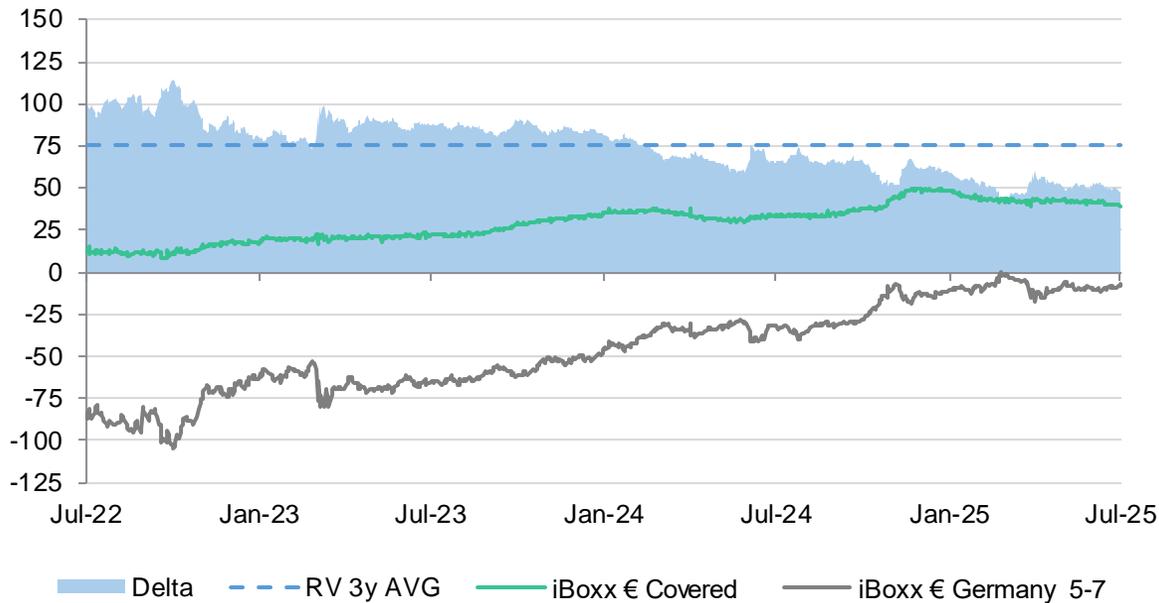


- Ein Blick auf **einzelne Länderindices** zeigt, dass sich aktuell **die meisten Covered-Bond-Jurisdiktionen** am **unteren Ende** ihrer 2025er-YTD-Spanne bewegen.

Relative Value Niveaus weiterhin angespannt

Covered Bonds vs. Bunds: Relative Value

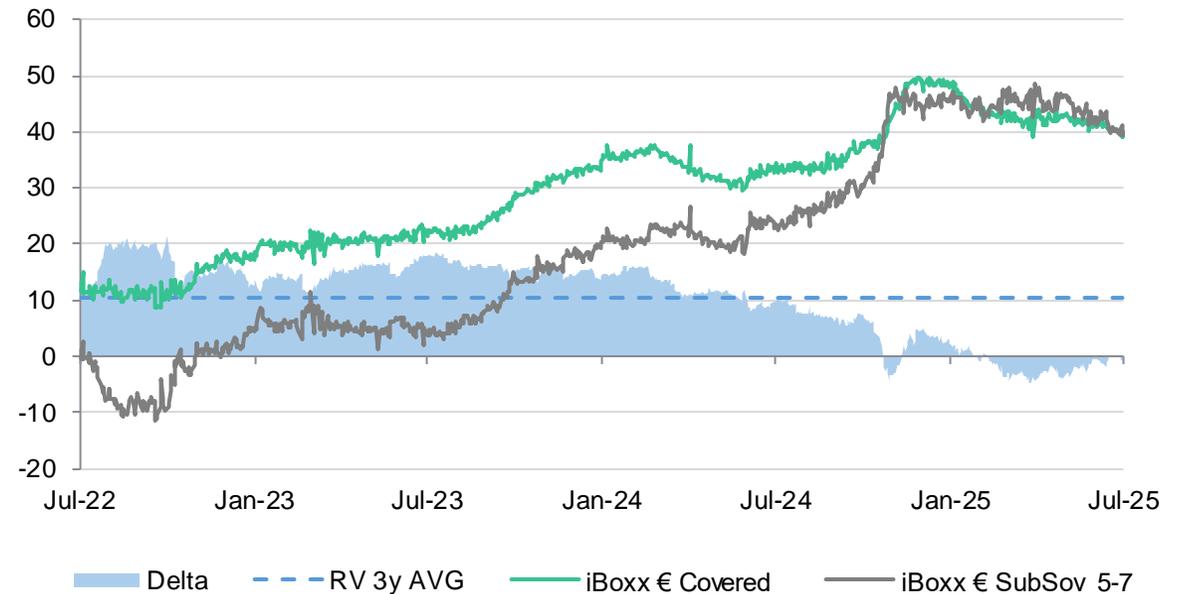
In bp



- Während sich die Covered-Bond-Spreads seit Jahresanfang um 9 bp eingengt haben, steht bei den Bunds – gemessen am iBoxx EUR Germany 5-7 – eine Ausweitung von ca. 5 bp zu Buche.
- Mit ca. **47 bp** liegt der **Spread-Vorteil von Covered Bonds** aktuell **28 bp unter** dem **Dreijahres-Durchschnitt von 75 bp**.

Covered Bonds vs. SSAs: Relative Value

In bp



- Auch von **SSA-Seite** zeigt sich weiterhin **keine Entspannung**. Der Dreijahres-Durchschnitt des Relative-Value-Vorteils von Covered Bonds gegenüber SSAs liegt bei ca. 10 bp.
- Aktuell liegt der SSA-Vergleichsindex mit ähnlicher Duration (iBoxx EUR Sub Sovereign 5-7) gleichauf mit der Covered-Bond-Benchmark.

Quelle: LSEG, markit, LBBW Research – Stand 14. Juli 2025

Nächste Telefonkonferenzen / Webkonferenzen

Webkonferenz-Termine:

- Dienstag, 05.08.2025 14h
- Dienstag, 02.09.2025 14h
- Dienstag, 16.09.2025 14h – KMK-Update
- Dienstag, 07.10.2025 14h
- Dienstag, 21.10.2025 14h – KMK-Update
- Dienstag, 04.11.2025 14h
- Dienstag, 18.11.2025 14h – KMK-Update
- Dienstag, 02.12.2025 14h

LBBW-Prognosen

(Keine Änderungen seit Kapitalmarktkompass Juli vom 01.07.2025)

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

Zinsen und Spreads				
in %	aktuell	30.09.25	31.12.25	30.06.26
EZB Einlagesatz	2,00	1,75	1,75	1,75
Bund 10 Jahre	2,69	2,55	2,65	2,80
Fed Funds	4,50	4,50	4,50	4,25
Treasury 10 Jahre	4,43	4,60	4,60	4,40
BBB Bundspread (in Bp.)	97	135	135	130

Aktienmarkt				
in Punkten	aktuell	30.09.25	31.12.25	30.06.26
DAX	24 161	22 000	23 000	24 000
Euro Stoxx 50	5 371	4 900	5 100	5 300
S&P 500	6 269	5 200	5 400	5 600
Nikkei 225	39 460	34 000	35 000	37 000

Rohstoffe und Währungen				
	aktuell	30.09.25	31.12.25	30.06.26
US-Dollar je Euro	1,17	1,12	1,10	1,15
Franken je Euro	0,93	0,96	0,98	0,98
Pfund je Euro	0,87	0,82	0,81	0,80
Gold (USD/Feinunze)	3 348	3 200	3 000	3 000
Öl (Brent - USD/Barrel)	69	65	60	60

+ 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.

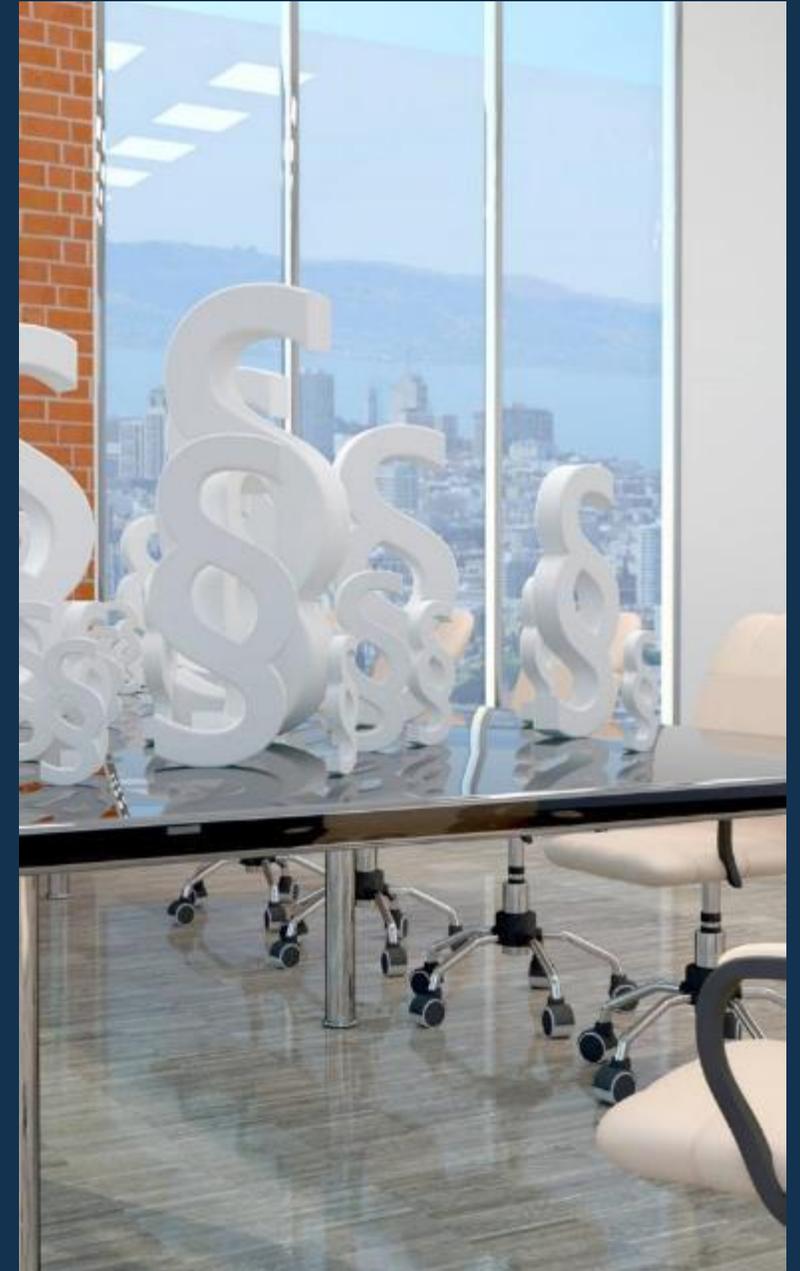
Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

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).

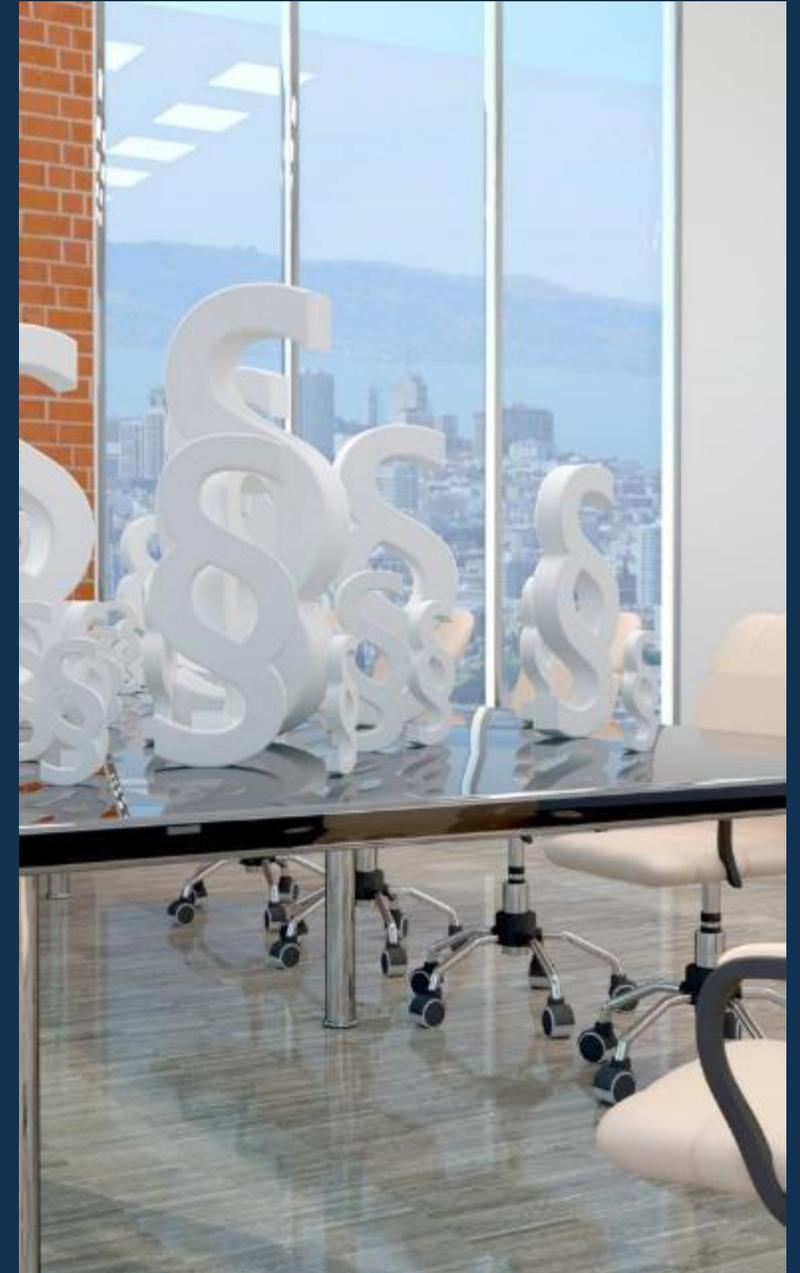
Die Landesbank Baden-Württemberg besitzt keine Zulassung für die Ausübung regulierter Tätigkeiten in Hongkong.

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:

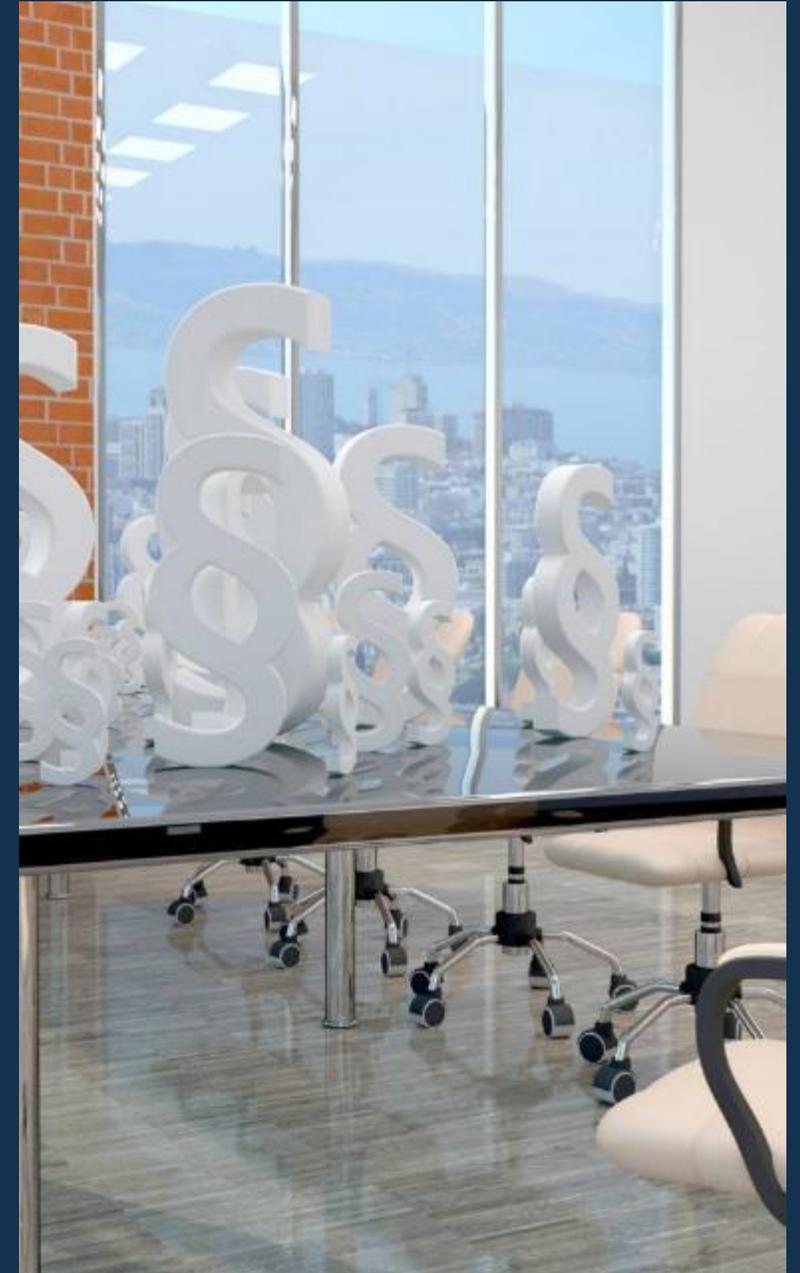
Dieser von der LBBW erstellte Bericht ist für die allgemeine Verbreitung bestimmt. Die spezifischen Anlageziele, die finanzielle Situation oder die individuellen Bedürfnisse bestimmter Personen werden hierin nicht berücksichtigt. Sie sollten Ihre spezifischen Anlageziele, finanzielle Situation oder individuellen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

