

Neues Schaffen

LB  BW

Kapitalmarktkompass-Update

- Einschätzung zur Herabstufung der Kreditwürdigkeit der USA
- Erste Entspannung im Handelskonflikt USA-China
- Blick auf den Covered Bond:
Schwacher Jahresstart trifft anziehende Immobilienpreise

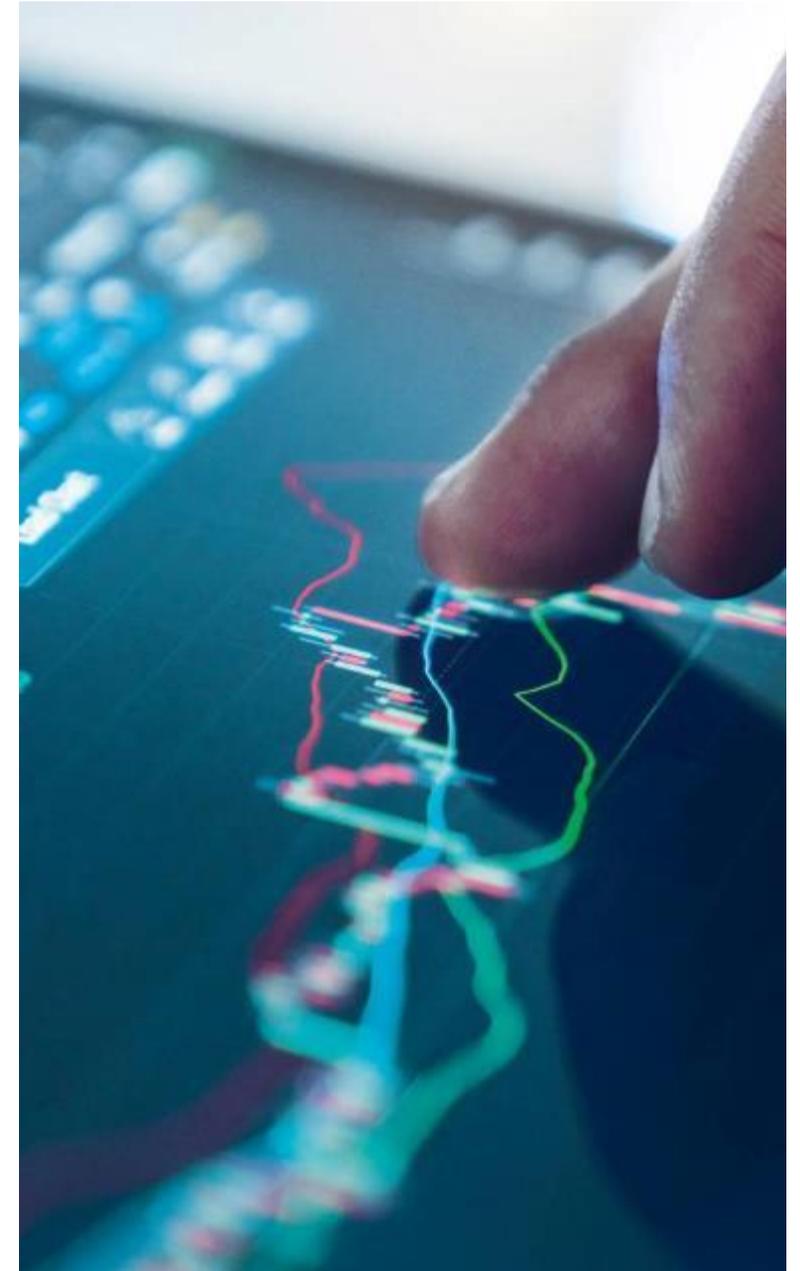
20.05.2025

LBBW Research



Agenda

- | | | |
|----|--|----|
| 01 | Einschätzung zur Herabstufung der Kreditwürdigkeit der USA | 03 |
| 02 | Erste Entspannung im Handelskonflikt USA-China | 08 |
| 03 | Blick auf den Covered Bond: Schwacher Jahresstart trifft anziehende Immobilienpreise | 14 |
| 04 | Disclaimer | 28 |



01

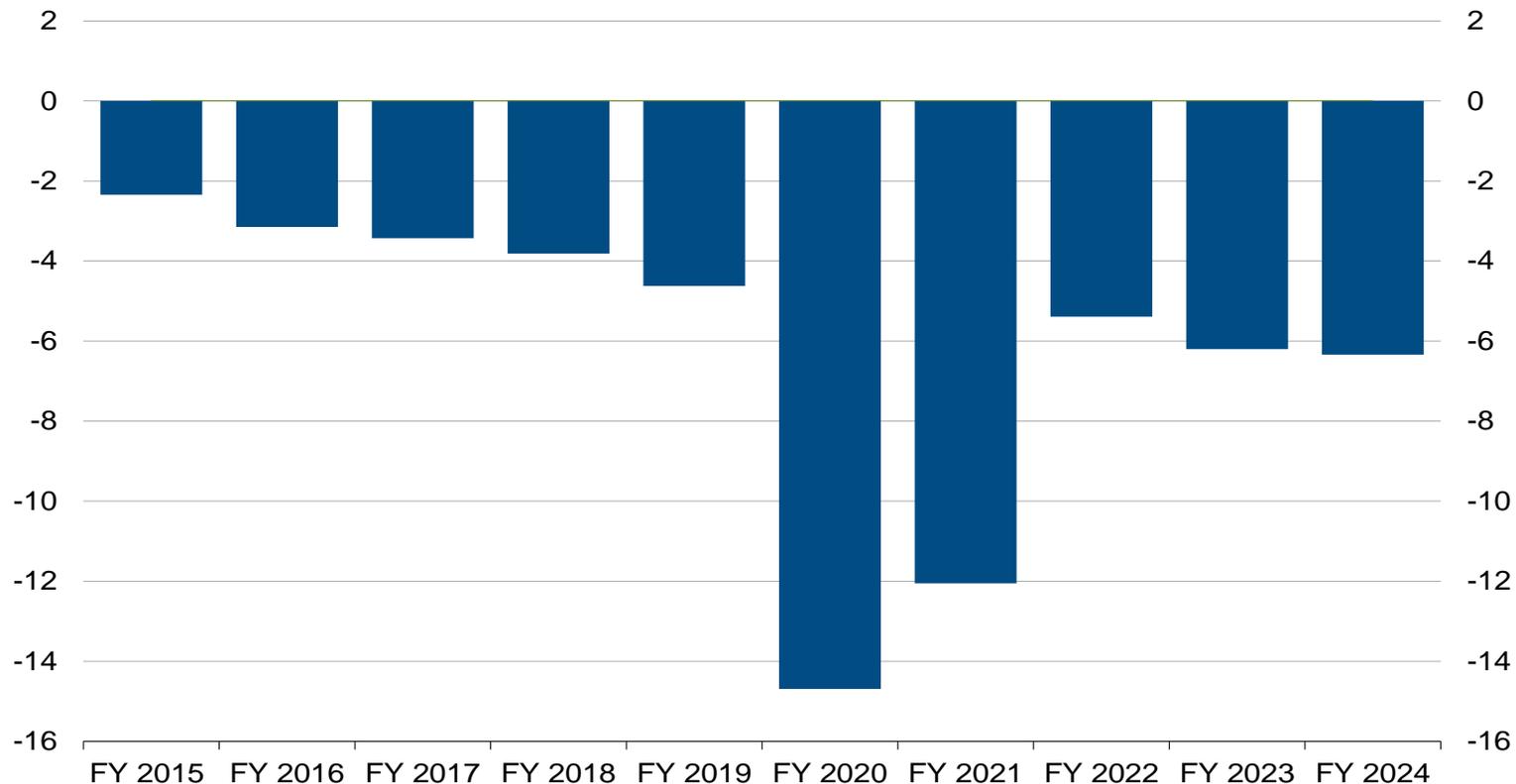
USA: Herabstufung der Kredit- würdigkeit

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

Moody's senkt Rating der Vereinigten Staaten von Aaa auf Aa1

Finanzierungssaldo des Zentralstaates

Fiskaljahre, Finanzstatistik, in % des BIP

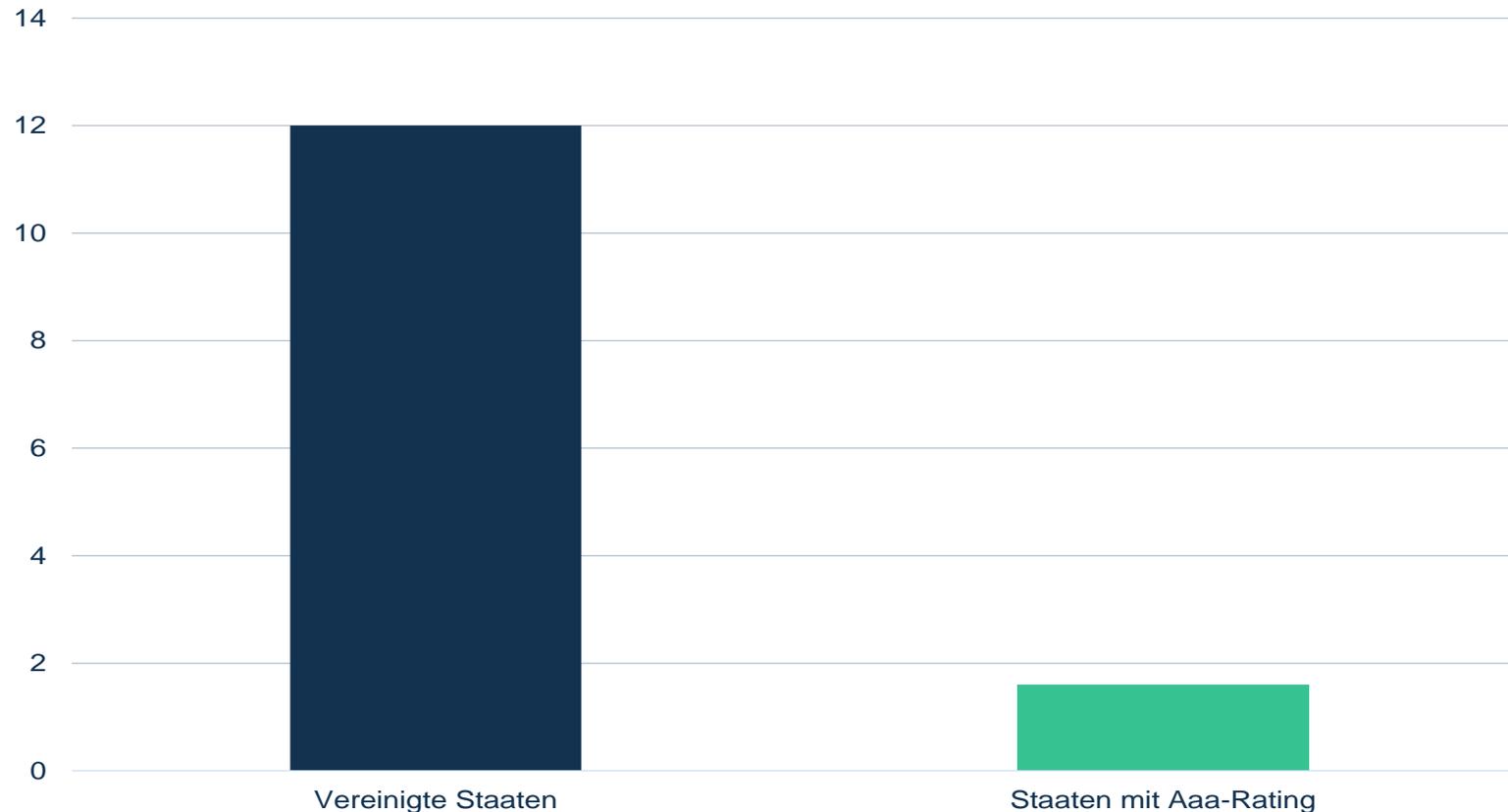


- Die Herabstufung der Kreditwürdigkeit war überfällig. Die Vereinigten Staaten verzeichnen trotz guter Konjunktur Jahr für Jahr hohe Finanzierungsdefizite.
- Eine Besserung ist nicht in Sicht. US-Präsident Donald Trump versucht dieser Tage, ein Steuergesetz durch den US-Kongress zu bringen, welches das Defizit weiter in die Höhe treiben dürfte.
- Nach der Prognose von Moody's wird der Finanzierungssaldo des Zentralstaates von 6,4 % des BIP im Jahr 2024 bis auf 9 % des BIP im Jahr 2035 klettern.

US-Finanzkennzahlen sind deutlich schlechter als bei Staaten mit Aaa-Rating

Zinslast in % der Staatseinnahmen

Jahr 2024, Finanzstatistik, Gesamtstaat



- Dem hohen Finanzierungsdefizit stehen die Größe, die Widerstandsfähigkeit und die Dynamik der US-Wirtschaft entgegen. Auch eine weiter bestehende Gewaltenteilung und die Rolle des US-Dollar als Weltreservewährung schlagen nach Ansicht der New Yorker Bonitätswächter positiv zu Buche.
- Nach Einschätzung von Moody's reicht dies aber nicht aus, um die Beibehaltung des Spitzenratings zu begründen. Eine von Moody's berechnete Zahl zeigt dies nach unserer Einschätzung sehr anschaulich. Die Zinslast der Vereinigten Staaten belief sich im Jahr 2024 nach Moody's Berechnungen auf 12 % der Staatseinnahmen. Der entsprechende Wert für Staaten mit Aaa-Rating liegt bei lediglich 1,6 %.

Trump-Verbündete kritisieren Herabstufung



Moody's schreibt: „**Successive** US administrations and Congress have failed to agree on measures to reverse the trend of large annual fiscal deficits .” Mit dieser Formulierung schiebt Moody's die Schuld für die Haushaltslage auch der Biden-Regierung zu.

Moody's unterließ es, das Untergraben der Unabhängigkeit der Fed, den Streit über die Staatsschuldengrenze oder die Gedankenspiele um eine Zwangsumschuldung von US-Staatsanleihen (Mar-a-Lago Accord) als Begründung für die Herabstufung ins Feld zu führen.

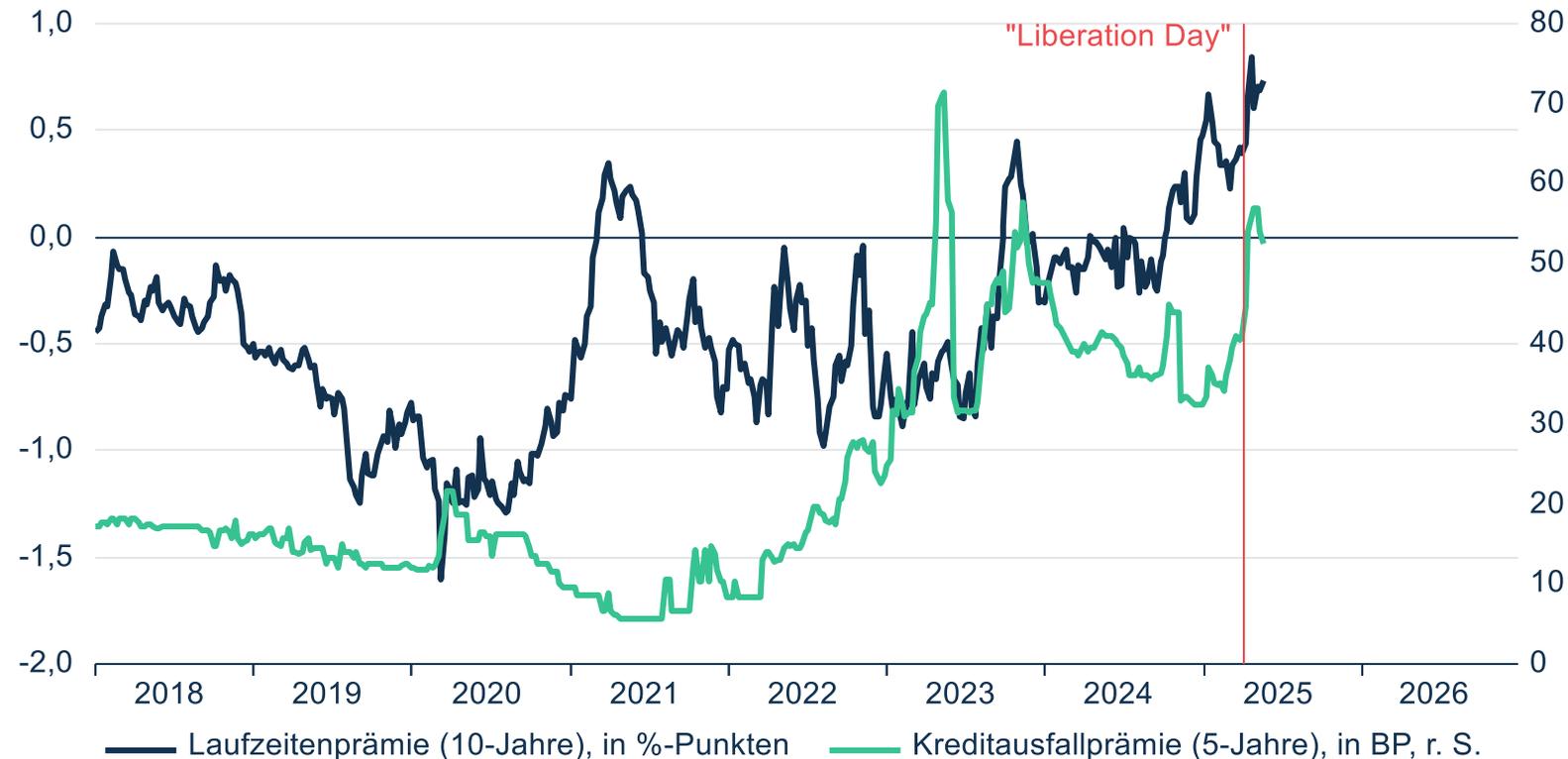
Dies bewahrte Moody's nicht vor Kritik aus dem Trump-Lager. So musste Moody's-Chefvolkswirt Mark Zandi wüste Beleidigungen aus dem Umfeld des Weißen Hauses über sich ergehen lassen.

Photo: White House, Busch und Partner

Verunsicherung unter Rentenmarktteilnehmern stieg schon vor der Rating-Herabstufung an

Laufzeitenprämie und Kreditausfallprämie

Tageswerte



- Das erratische Agieren des US-Präsidenten im von ihm vom Zaun gebrochenen Handelsstreit, das Untergraben der Unabhängigkeit der US-Notenbank und das Geraune über einen „Mar-a-Lago Accord“ haben die Verunsicherung der Teilnehmer am Markt für US-Staatsanleihen erhöht.
- Sowohl die Laufzeitenprämie als auch die Kreditausfallprämie haben sich rund um den sogenannten „Liberation Day“ sprunghaft erhöht.

02

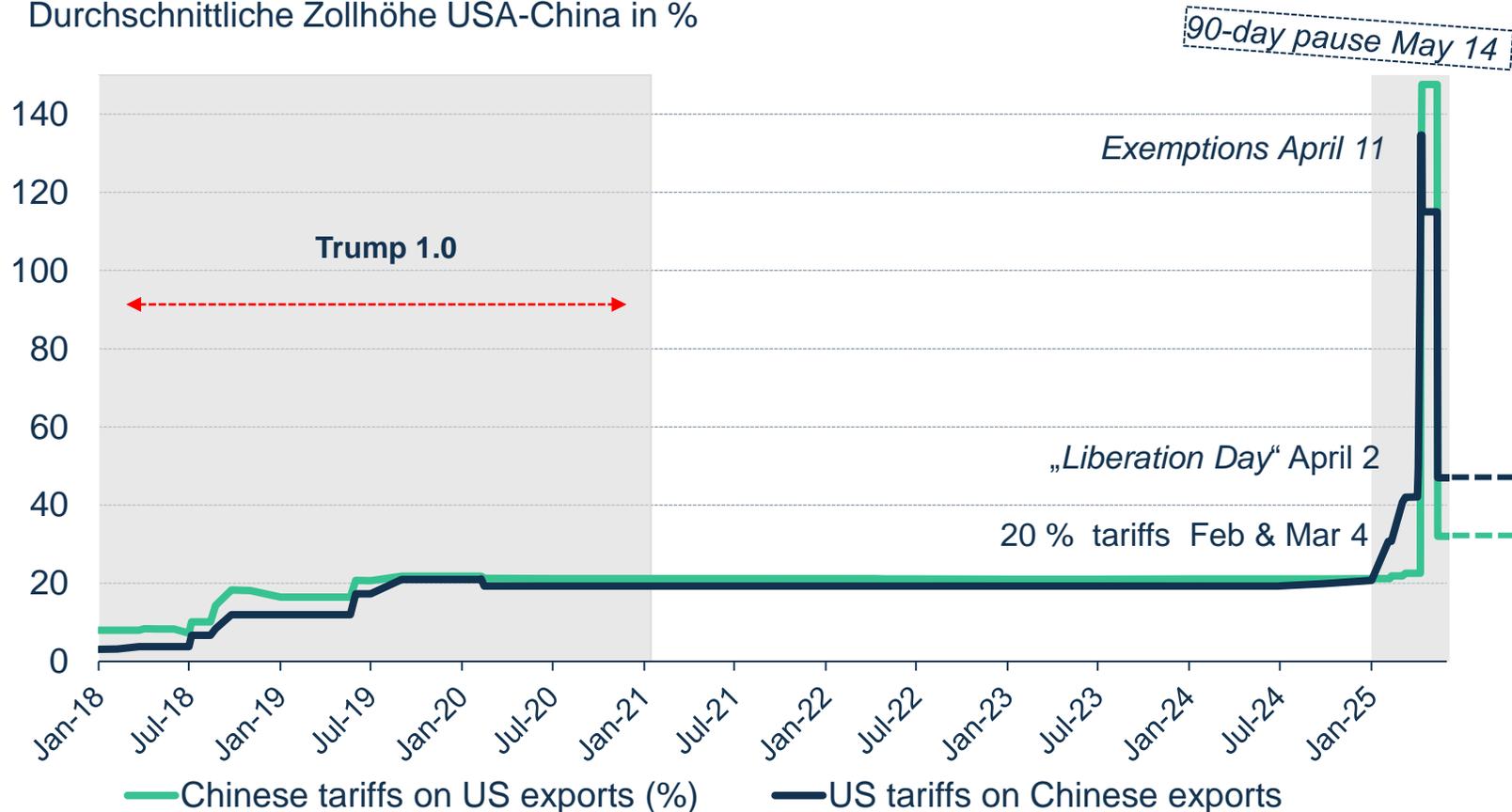
Erste Entspannung im Handels- konflikt USA-China

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

Nach Eskalation zieht man (gezwungenermaßen) die Notbremse bei Zöllen

Importzölle seit Trumps erster Amtszeit

Durchschnittliche Zollhöhe USA-China in %



- Gespräche in Genf: erste Entspannung.
- Wechselseitig verhängte Zölle wurden für 90 Tage reduziert (neue Deadline: 12. August).
- US-Zusatzzölle fallen von 145 % auf 30 %.
- (20 % „Fentanyl-Zölle“ Februar & März + 10 % „Reziproke Zölle“ von Anfang April)
- Chinas Gegenzölle werden von 125 % auf 10 % reduziert.

Durchschnittszölle weiterhin deutlich über dem Niveau vor Trumps Amtsantritt

- US-Durchschnittszoll auf chin. Waren: ~ 50%
- Chinas Durchschnittszoll auf US-Waren: ~ 30%

- Abbau nicht tarifärer Handelshemmnisse & neuer Konsultationsmechanismus geplant

Welche Motive stecken hinter der überraschenden Wende?



Wirtschaftlicher Schaden

- Warenverfügbarkeit & Teuerung
- Risiken einer US-Rezession
- Finanzmarktvolatilität

- Handelsstreit belastet Wirtschaft
- Stützungsmaßnahmen kostspielig

Innenpolitischer Schaden

- Mid-term Elections (Steuer- und Deregulierungspläne gefährdet)

- Arbeitslosigkeit & Deflation als Belastungsprobe für Gesellschaft

Geostrategischer Schaden

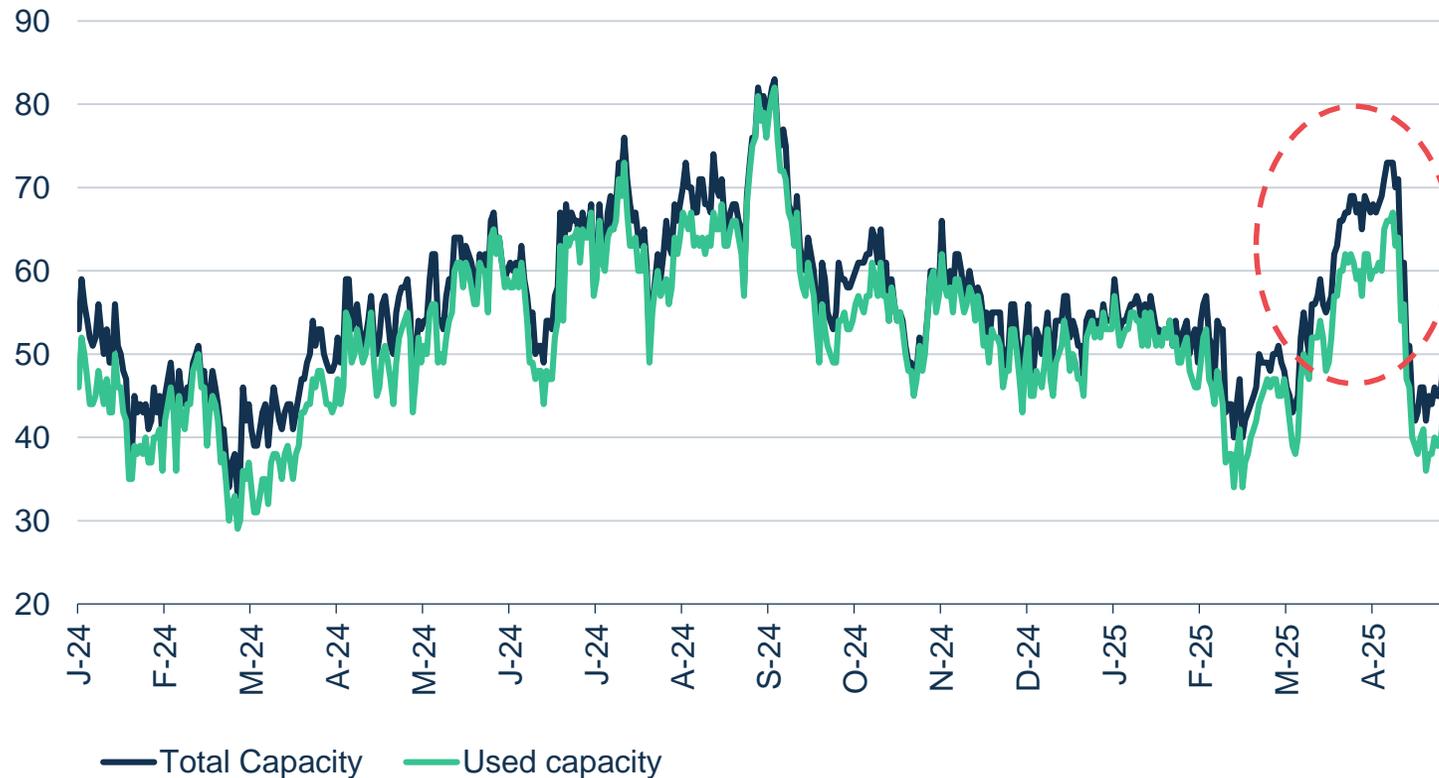
- China Exportstopp Seltene Erden
- „Re-shoring“ nicht nach Plan (z.B. Apple: Indien statt USA)

- Umleitung chin. Exporte erhöht Druck auf andere Länder

Containerschifffahrt lieferte Vorgeschmack auf mögliche Folgen nach Zolleskalation

Containerschiffe am Weg von China in die USA: Anzahl

15-Tagesdurchschnitt (Gesamtanzahl und bereinigt nach Kapazitätsauslastung)

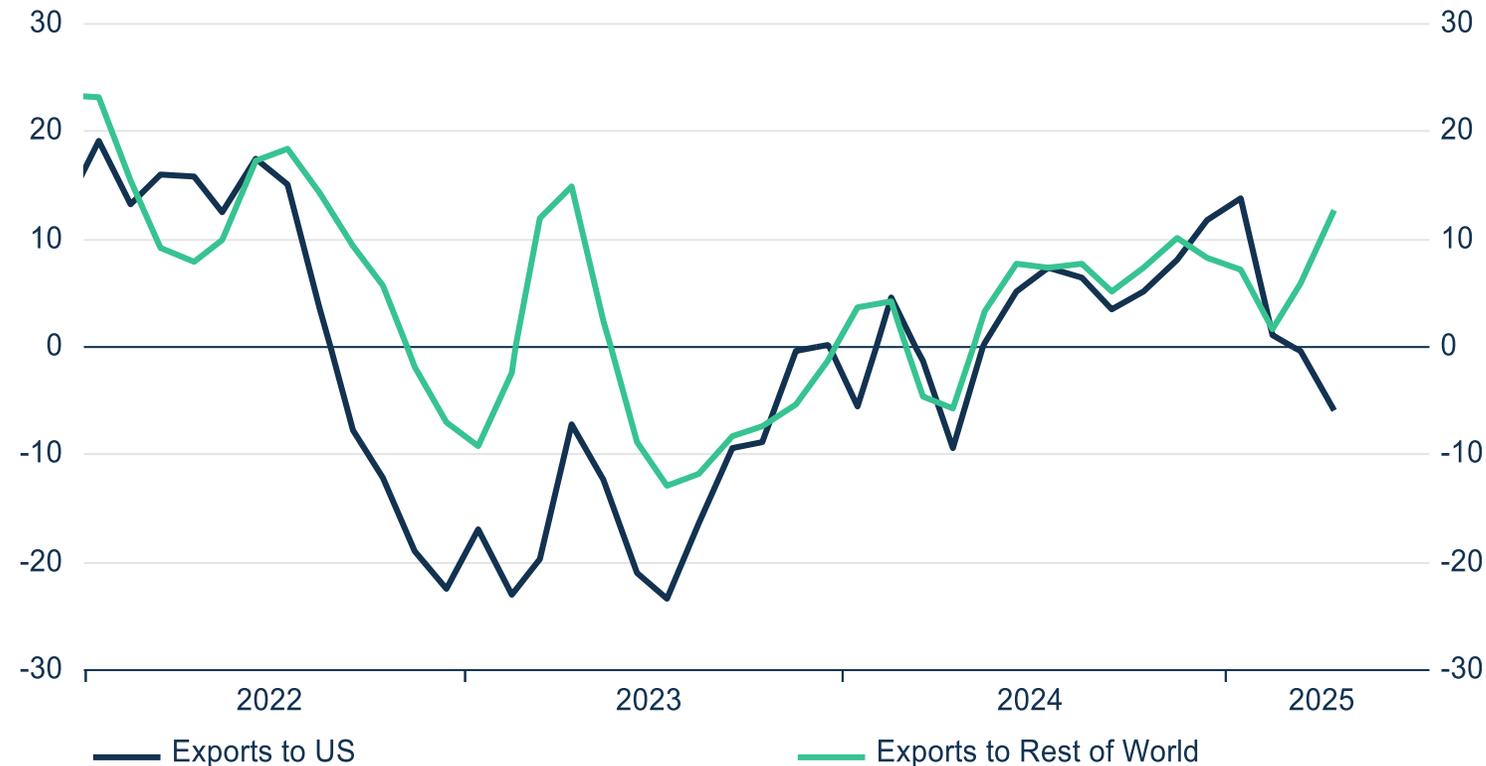


- In den Wochen vor dem groß vermarkteten „Liberation Day“ kam es zu einer Bestellflut seitens US-amerikanischer Unternehmen bei chinesischen Herstellern.
- Die im Anschluss verhängten Zölle machten einen Großteil des Warenhandels zwischen den USA und China unprofitabel.
- Nach der jüngsten Zollpause ist erneut mit einem deutlichen Anstieg der Containerschifffahrt sowie steigenden Frachtraten auf der Route China-USA zu rechnen.

Robustes Exportwachstum in Drittstaaten fängt US-Zollschaden vorerst auf

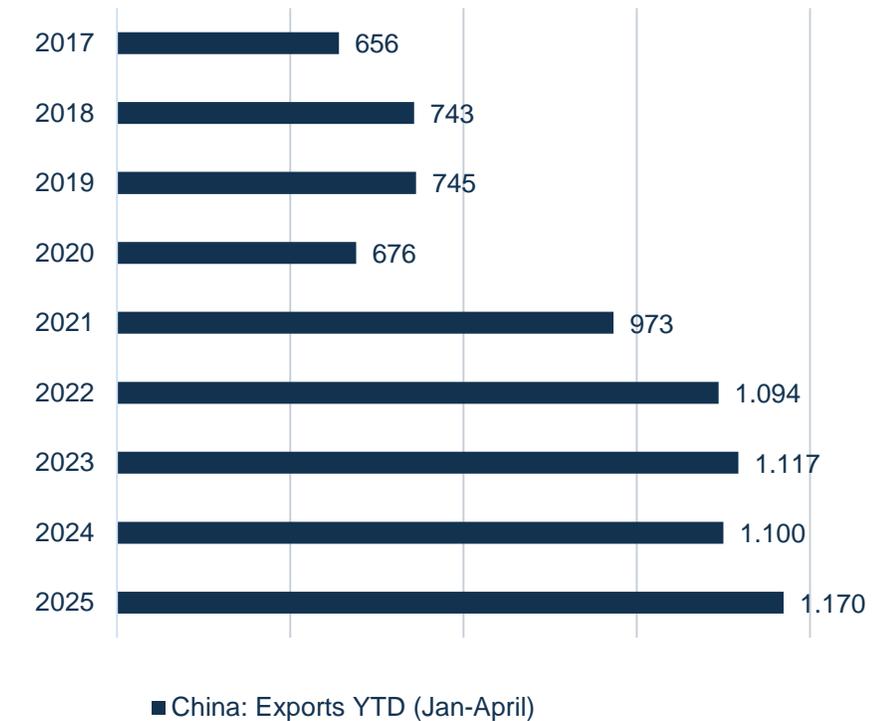
China: Exportwachstum (USA vs. übrige Staaten)

2-Monate MAV, in % yoy



China: Gesamtexporte YTD

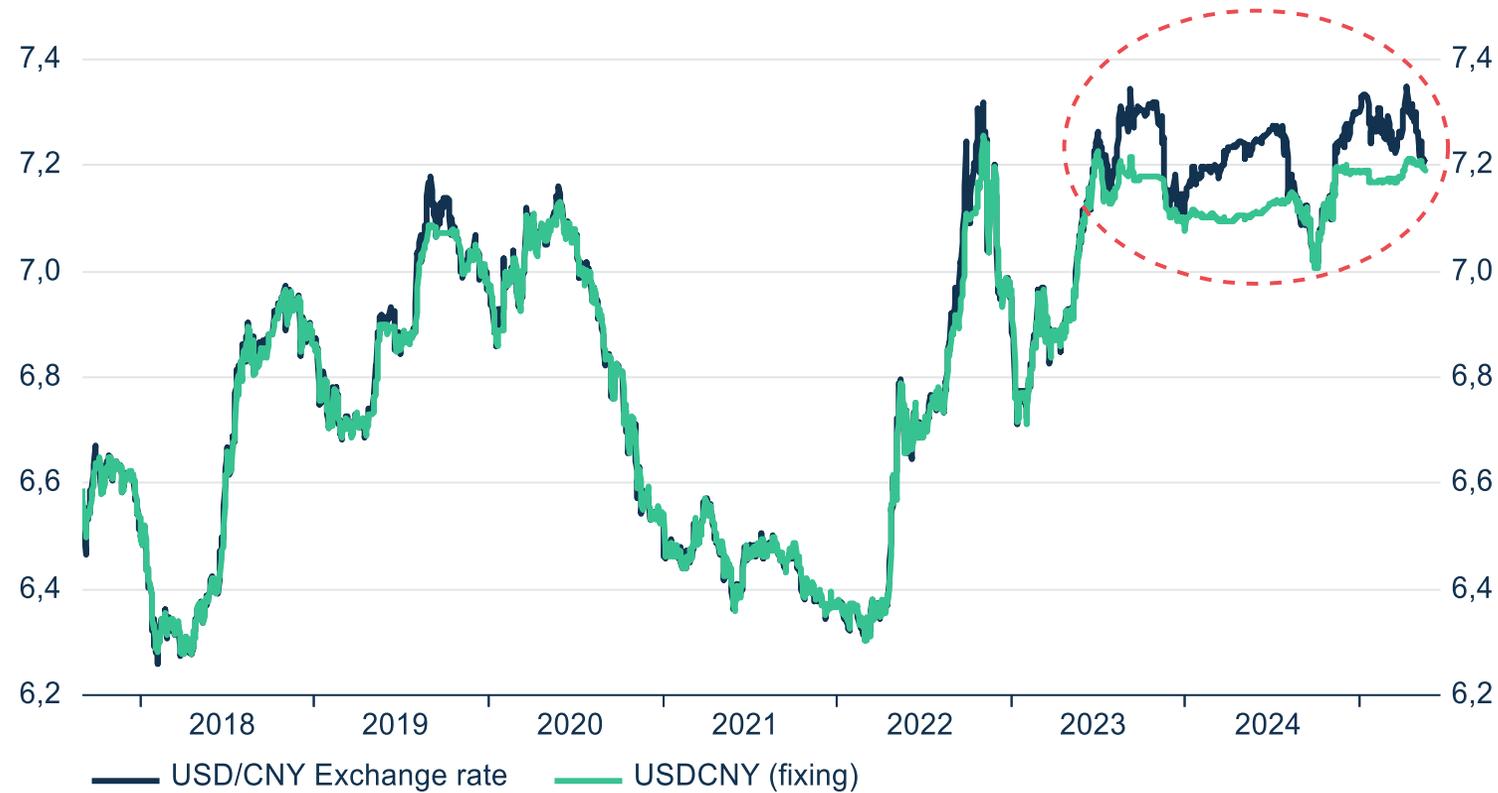
in Mrd. USD (jeweils Jan. bis inkl. April)



Wechselkurs kein Thema bei jüngsten Gesprächen

Entwicklung USD/CNY-Wechselkurs

FX-Kurs vs. Referenzkurs der PBoC



- Der Yuan stand in jüngster Zeit nicht im Zentrum der Sino-US-Gespräche.
- Aus unserer Sicht dürfte eine Yuan-Abwertung diesmal auch nicht das Mittel der Wahl zur Abfederung des Zollschocks sein.
- Nicht nur ist die handelspolitische Ausgangslage für China eine andere als 2017, sondern auch Aspekte der Finanzmarktstabilität und geostrategische Überlegungen sprechen gegen eine signifikante Abwertung der Währung.
- Die PBoC betont zudem die Notwendigkeit einer stabilen Währung. Sie setzte den Referenzkurs in den vergangenen Monaten (sog. Fixing) oftmals fester als vom Markt erwartet.
- Für nähere Infos: [Emerging Markets & Global Economy Quarterly – Ausgabe 2025/02](#)

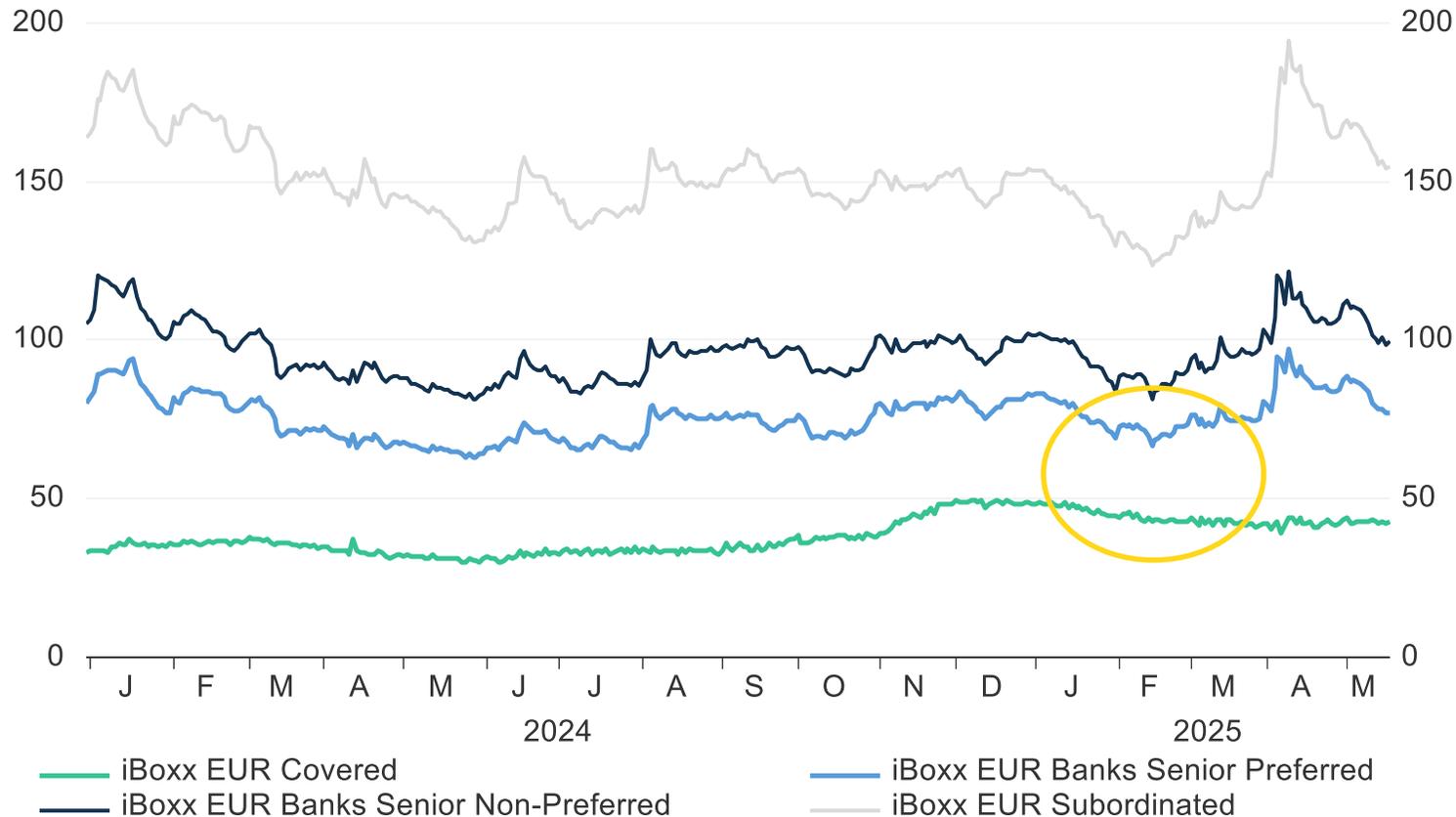
03

**Blick auf den
Covered Bond:
Schwacher
Jahresstart trifft
anziehende
Immobilien-
preise**

Rodger Rinke
Senior Investment Analyst
Tel: +49(711)127-46860
rodger.rinke@lbbw.de

Spreadentwicklung bestimmt Emissionsaktivität von Banken

ASW-Spreadentwicklung in bps

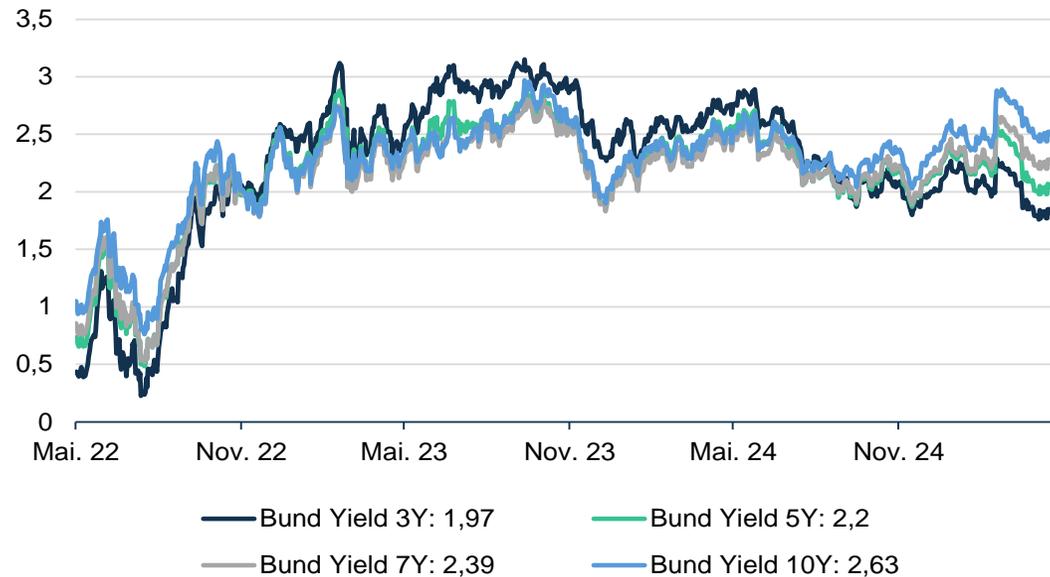


- Anziehende Bund- und SSA-Spreads setzten die Risikoaufschläge für Covered Bonds unter Druck.
- **Spreaddifferenz SP zu Covered Bonds zeigte sich rückläufig** und lag Ende Januar 2025 bei nur noch 25 Bp. – dem niedrigsten Wert seit 2021. Seitdem wieder Ausweitung der Differenz.
- Emittenten konzentrierten sich zum Jahresauftakt verstärkt auf die Emission von Senior Platzierungen.
- Trumps Zollhammer setzt Seniors allerdings deutlich unter Druck
- **Wiederentdeckung des Covered Bond-Marktes ist im Gange.**

Einengung des Swap-Bund-Verhältnisses übte Druck auf Risikoaufschläge von Covereds aus

Bundrenditen mit volatiler Entwicklung

Renditen in %

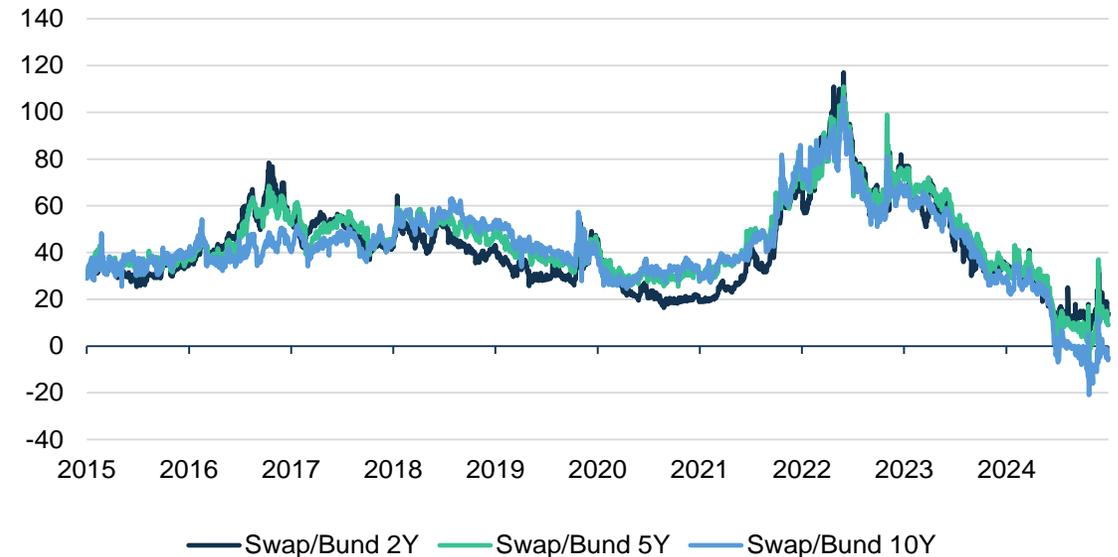


- Wachsende politische Unsicherheiten, wirtschaftliche Bedenken und Schuldenpakete haben zu einer Ausweitung der Bundrenditen geführt.
- Trumps Zollhammer und der damit verbundene Vertrauensverlust in den USD und US-Treasuries führten jedoch den Status von Bundesanleihen als sicherer Hafen vor Augen.

Quelle: LSEG, Markit, LBBW Research

Langfristentwicklung Swap/Bund-Spreads

Swap/Bund-Spreads in bps

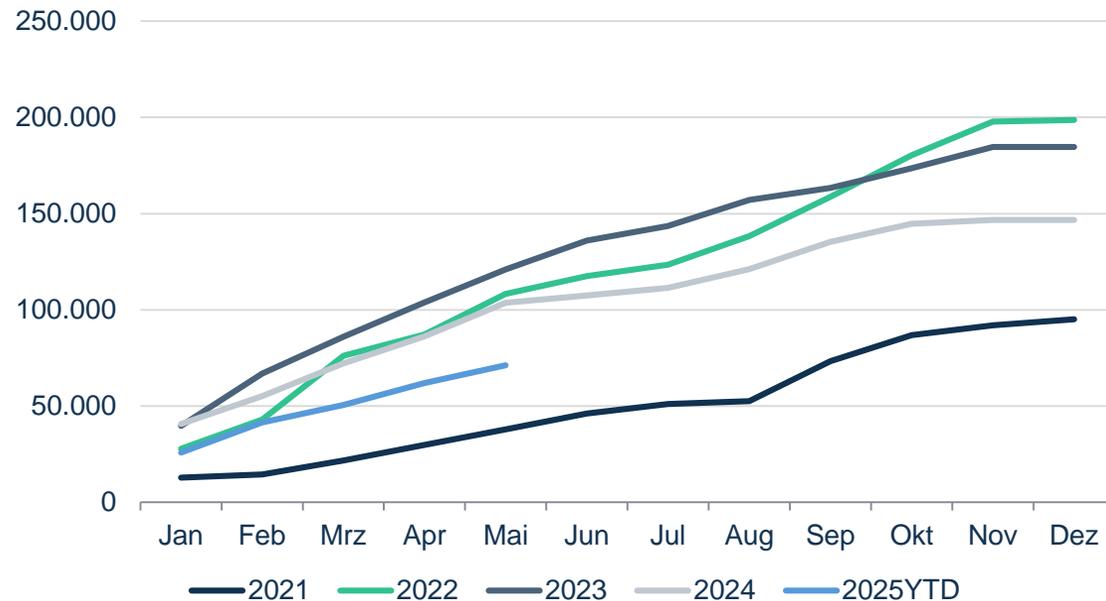


- Die Bund-Renditen stiegen dabei über die entsprechenden Swap-Renditen, insbesondere bei längeren Laufzeiten. Infolgedessen geriet der Swap/Bund-Spread im 10-Jahres-Bereich in den negativen Bereich.
- Die Risikoprämien von SSAs und Covered Bonds gerieten unter Druck.
- Nachdem sich die Bund-Renditen in den letzten Wochen eingengt haben, liegt der 10-jährige Swap/Bund-Spread nur noch leicht im negativen Bereich.

EUR Benchmark-Segment bei Covered Bonds deutlich unter Vorjahr

Covered Bond Emissionsaktivität

In Mrd. EUR

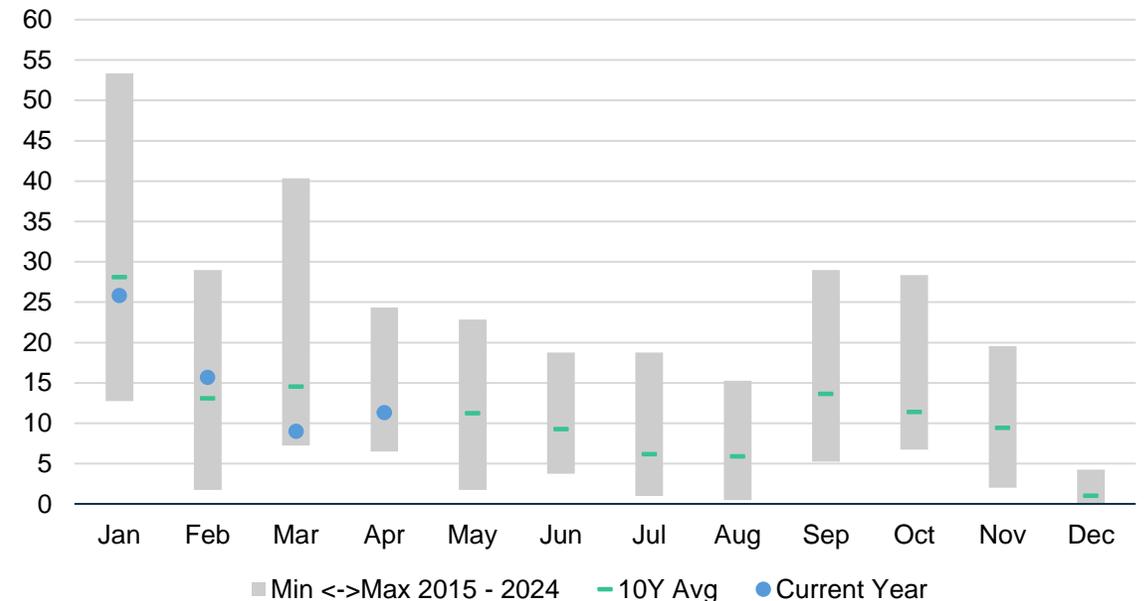


- Mit einem EUR-Benchmark-Volumen von 71,2 Mrd. EUR liegt 2025 deutlich hinter dem Vorjahr (93,4 Mrd. EUR, -24%) zurück.
- Die umfangreichen Zollankündigungen von US-Präsident Trump haben in den letzten Wochen zu einer hohen Marktvolatilität und damit zu einer vorübergehenden Schließung von Emissionsfenstern geführt.

Quelle: Informa, LBBW Research

Aktivität im langfristigen Vergleich

2025 vs. 10Y Durchschnitt; in Mrd. EUR

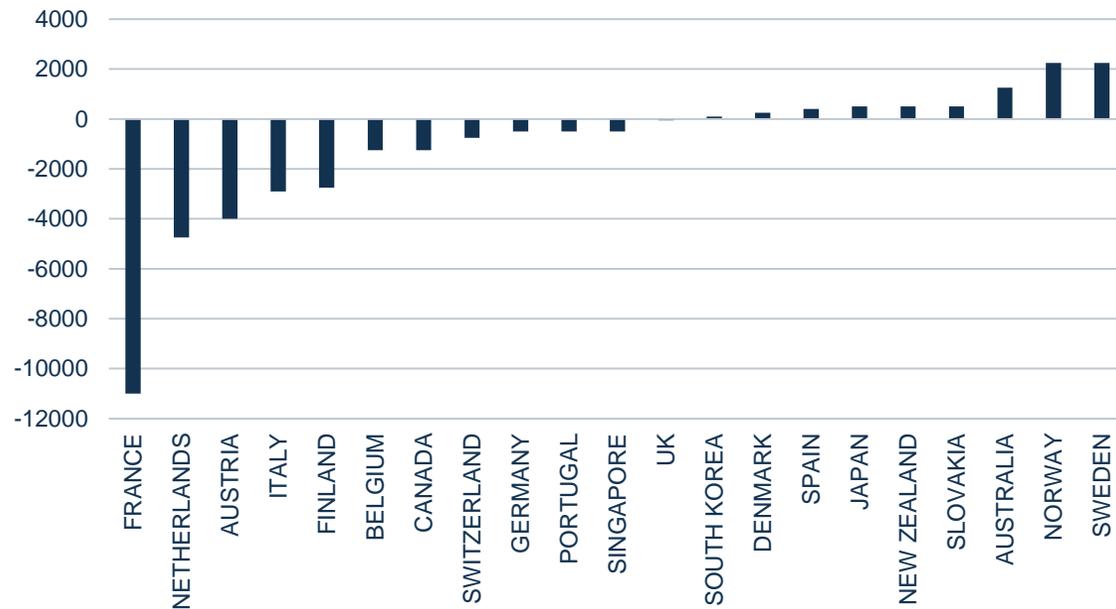


- 67 Emittenten aus 21 Ländern kamen mit 88 Platzierungen an den Markt.
- Im historischen Vergleich liegt das laufende Jahr 8% hinter dem 10-Jahres-Durchschnitt zurück. In den letzten Tagen hat sich das Marktumfeld beruhigt, so dass der April im 10-Jahres-Durchschnitt lag.
- Der Mai zeigt bislang eine starken Aktivität.

Frankreich startet schwach, Non-EUR-Emittenten über Vorjahr

Veränderungen Emissionsvolumen ytd

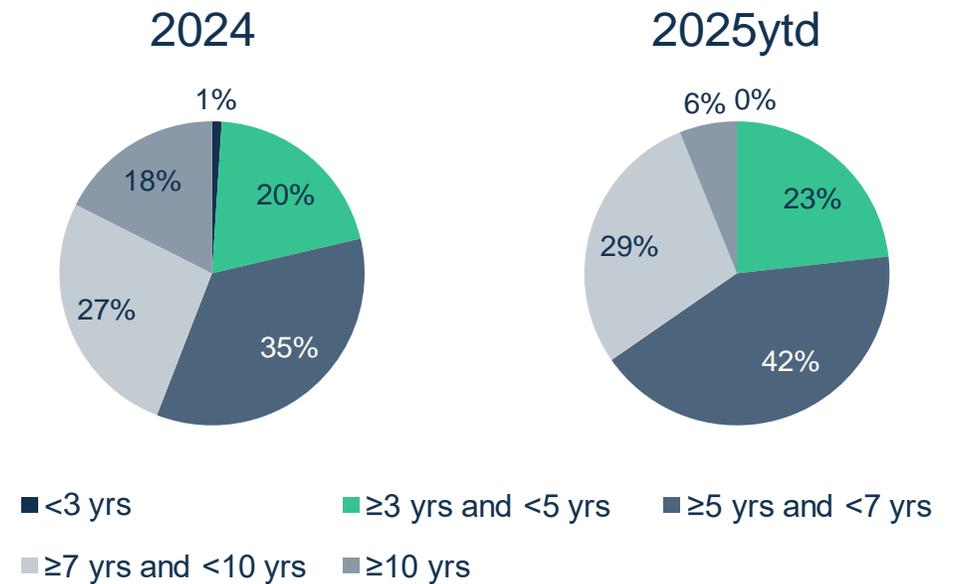
In Mio. EUR



- Vor allem französische, österreichische und niederländische Emittenten haben größere Rückgänge zu verzeichnen.
- Nicht-EUR-Emittenten hingegen haben bisher besser abgeschnitten als im Vorjahr - insbesondere Institute aus Skandinavien.

Laufzeitenmix 2024 vs. 2025ytd

In %

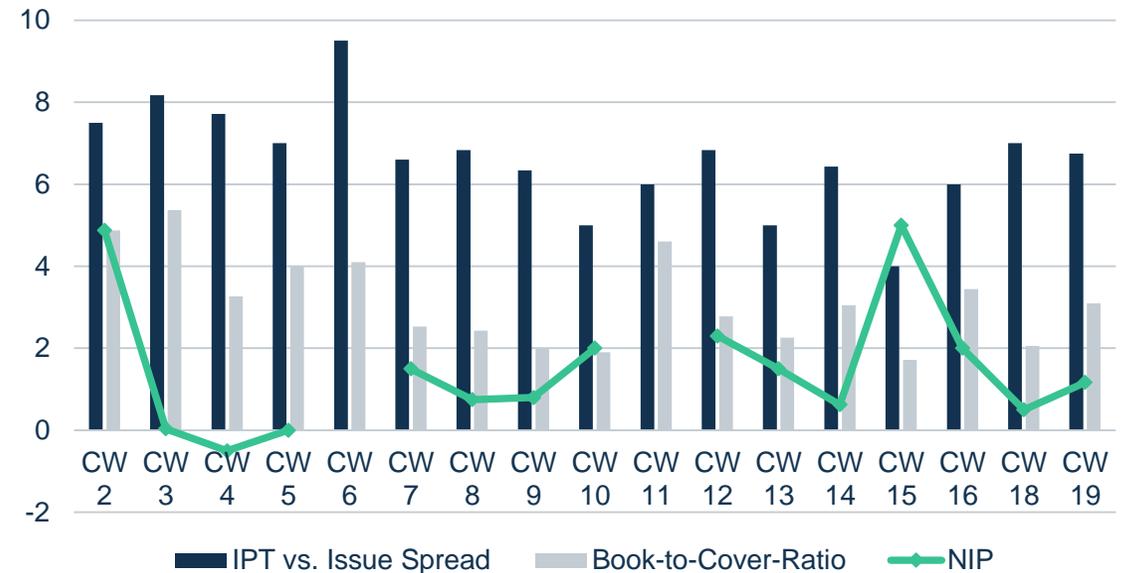
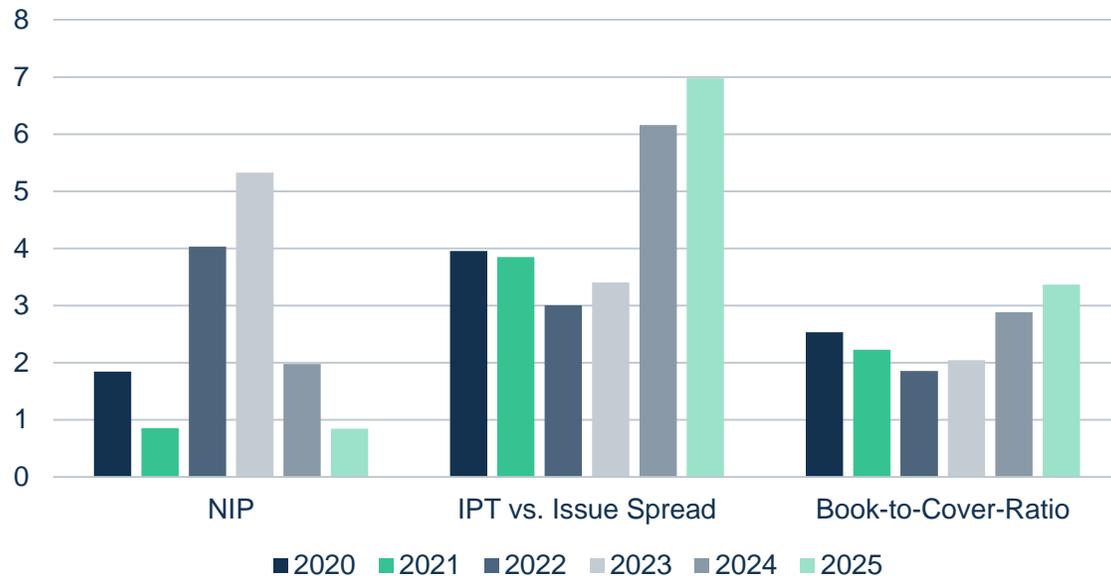


- In 2025 sind Emissionen mit kurzen und langen Laufzeiten bislang selten, mit wenigen Emissionen ≥10 Jahre.
- Besonders beliebt: Emissionen mit Laufzeiten zwischen 5 und 7 Jahren.
- Aber: Längere Laufzeiten sind aktuell wieder möglich.

Emissionsparameter 2025 vs. 2024 - Anhaltend hohe Aufnahmebereitschaft des Marktes

EUR Benchmark CB Emissionsparameter historisch vs. 2025 nach Kalenderwochen

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



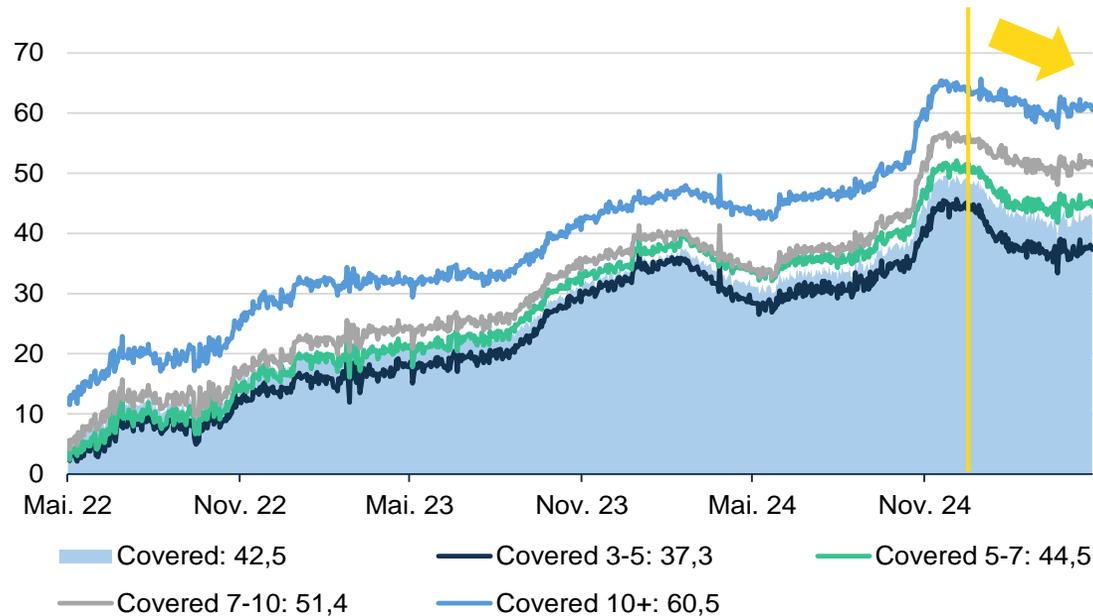
- Trotz teilweise steigendem Spreadumfeld zeigte der Markt bislang eine hohe Aufnahmebereitschaft. So zeigen die Emissionsparameter im Durchschnitt so gute Bedingungen für Emittenten an wie lange nicht. Vor allem die Nachfrage zeigte sich bei den Emissionen zum Jahresauftakt stark; sie hat sich mittlerweile allerdings normalisiert.

- Die durchschnittliche Einengung von der initialen Pricing Vorstellung (IPT) zum finalen Spread lag in 2025 bislang bei -7,0 bps (GJ 2024: Ø -6,2 bps).
- Auch die geringe Neuemissionsprämie 2025 mit nur 0,8 bps fällt auf (Ø 2,0 bps). Diese zeigt sich nach der ersten Handelswoche auf einem anhaltend niedrigen Niveau.

Sinkende Risikoaufschläge seit Jahresanfang und abnehmende Differenzierung

Covered Spreads – Laufzeitindices

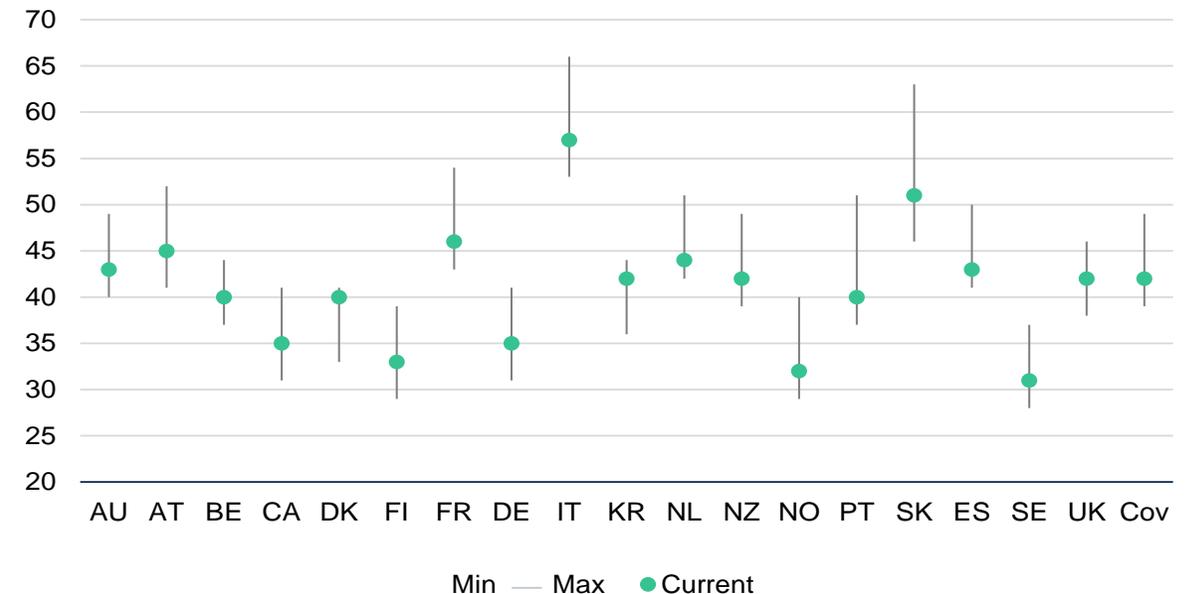
Spreads in bps – 3-Jahres-Rückblick



- Covered Bond Spreads legten 2022 und 2023 um insgesamt ca. 30 bps zu.
- 2024 kam es zu einem weiteren Anstieg um ca. 15 bps mit zuletzt zunehmender Dynamik. Dabei stach vor allem das längere Laufzeitsegment (+21 bps) heraus.
- **Seit Jahresanfang 2025 sind Einengungen von 6 bps zu verzeichnen.**

Covered Spreads nach Jurisdiktion

Spreads in bps



- Die Spreadkompression zwischen den einzelnen Jurisdiktionen hat in den letzten Wochen deutlich zugenommen.
- Alle Jurisdiktionen notieren deutlich unter den Höchstständen des letzten Jahres: Kapitalmärkte sind im Risk-On-Modus.

Covered Bonds aus den Niederlanden

Überblick

Genug Auswahl vorhanden

9 Emittenten
mit **17 CB-**
Programmen

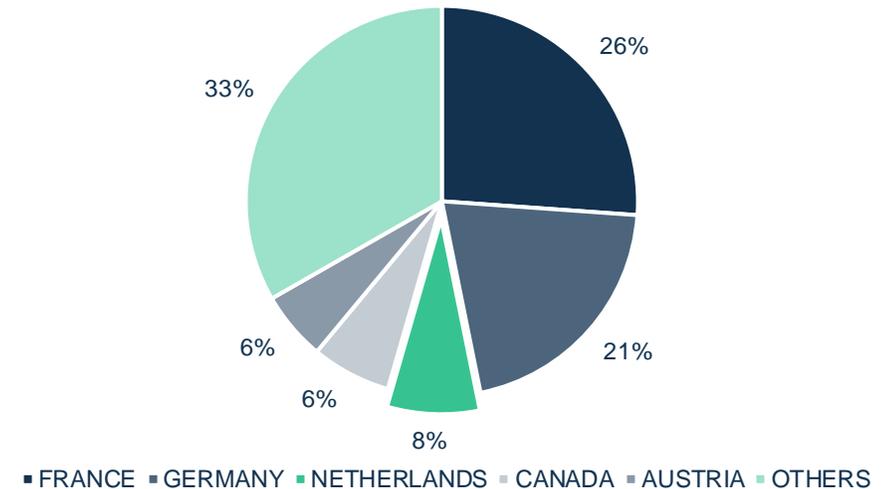
Davon **1/3** oder **75**
Mrd. EUR im iBoxx
enthaltene Benchmark-
Anleihen

Ausstehendes CB-
Volumen:
227 Mrd. EUR

Durchschnittliche
Übersicherung:
26,4%
Gesetzlich: min 5%.

Platz 3 im iBoxx EUR Covered Index

Anteil in %

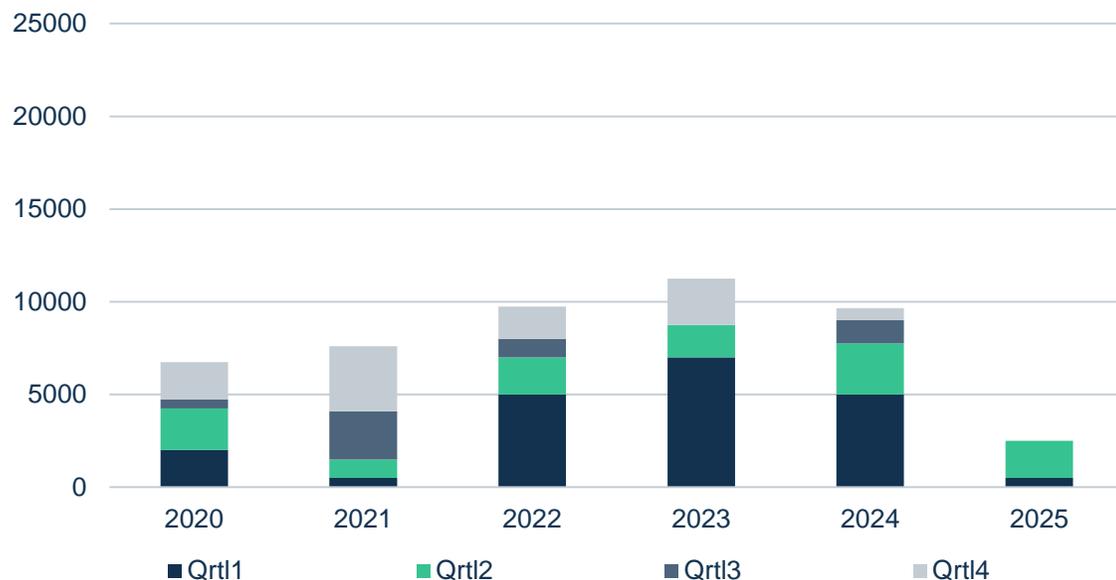


- An der Spitze steht die Rabobank mit 16 Emissionen. Die Emittenten Knab und VLK markieren hierbei das untere Ende mit jeweils drei Emissionen im Benchmark-Index.

Emissionsaktivitäten aus NL von Retained Covered Bonds dominiert

Öffentliche Platzierungen

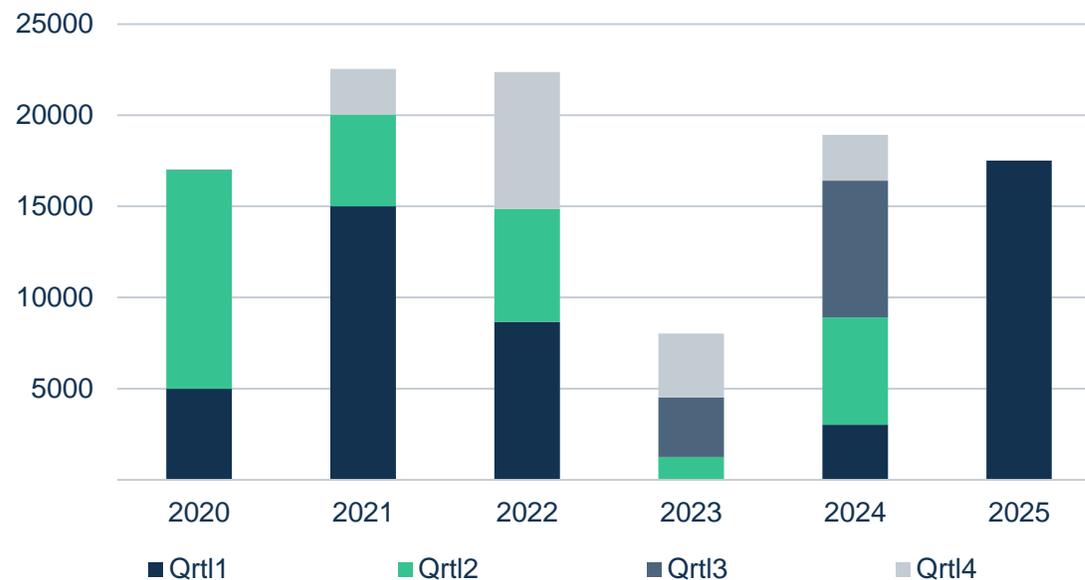
Geringe Aktivität bei öffentlichen Platzierungen, in Mio. EUR



- Die Emissionsaktivität der neun niederländischen Covered Bond-Emittenten am Primärmarkt lag im Jahr 2025 bislang bei nur 2,5 Mrd. EUR, dem schwächsten Jahresauftakt seit vier Jahren.
- 2024 wurden 9,65 Mrd. EUR an öffentlich platzierten Covered Bonds emittiert.

Retained Emissionen

Starke Zunahme bei Retained Emissionen, in Mio. EUR

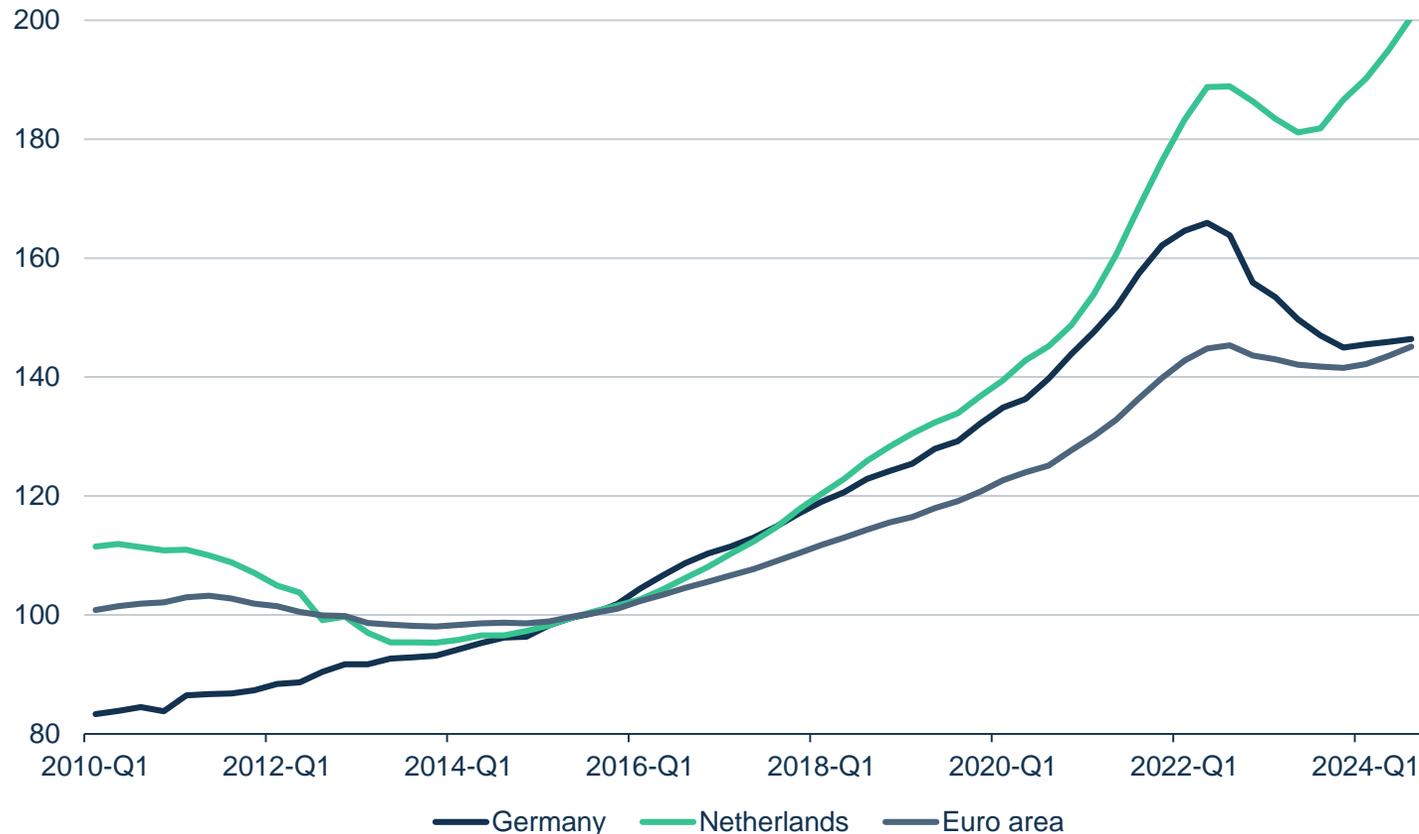


- In 2025 wurden bereits Retained Covered Bonds im Umfang von 17,5 Mrd. EUR emittiert, mit ABN (8,0 Mrd. EUR), Rabobank (6,0 Mrd. EUR) und ING (2,0 Mrd. EUR) als führende Emittenten.
- 2024 lag das Volumen der Retained Covered Bonds bei 18,9 Mrd. EUR, was die Aktivitäten am öffentlichen Markt deutlich übertraf.

Monatliche neue Rekordhöhen am Immobilienmarkt in den Niederlanden

Entwicklung Hauspreisindex Niederlande

Im Vergleich zu anderen EU- Staaten (Basisjahr 2015)



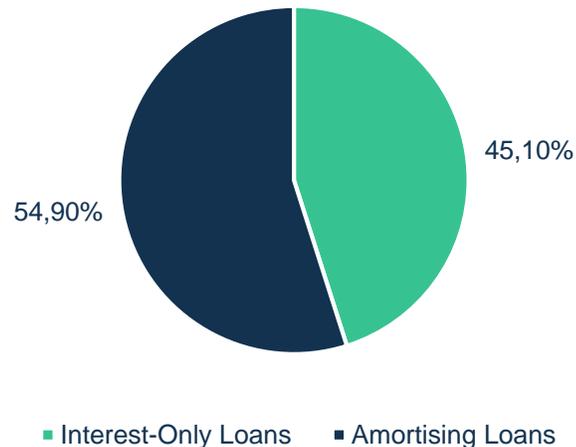
- Die Hauspreise in den Niederlande stiegen im Jahr 2024 um durchschnittlich 8,7%.
- Für 2025 und 2026 wird ein weiterer Anstieg von rund 9% bzw. 6% erwartet.
- Die Preisentwicklung variiert erheblich zwischen den Regionen.
- Haupttreiber der hohen Nachfrage sind die um durchschnittlich 6,7% gestiegenen Löhne.

→ **Gestiegene finanzielle Kapazität, gepaart mit den sinkenden Kapitalmarktzinssätzen, ermöglicht höhere Kreditaufnahme und sorgt für steigende Preise.**

Besonderheiten der niederländischen Covered Bond Deckungsstöcke

Hoher Anteil endfälliger Darlehen

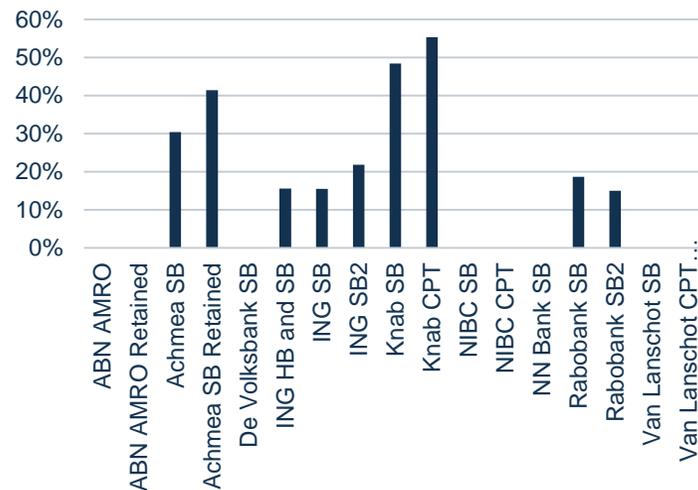
in %



- Der hohe Anteil an tilgungsfreien Krediten in den Cover Pools beträgt durchschnittlich 45% und ist auf steuerliche Anreize zurückzuführen.

Garantiesystem NHG schützt Banken und Eigentümer

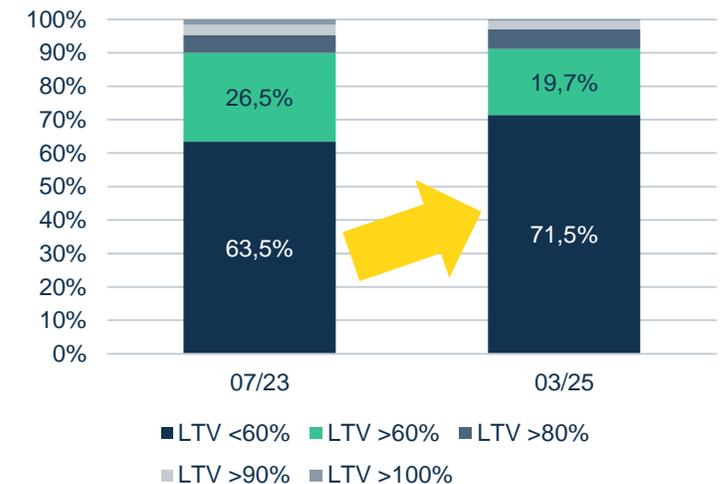
in %



- Bis zu 55% der Deckungsstockvolumina sind durch das nationale Hypothekengarantiesystem (NHG) abgesichert, im Durchschnitt ca. 15% des Deckungsstocks.

Immobilienpreise wirken positiv auf Kreditqualität

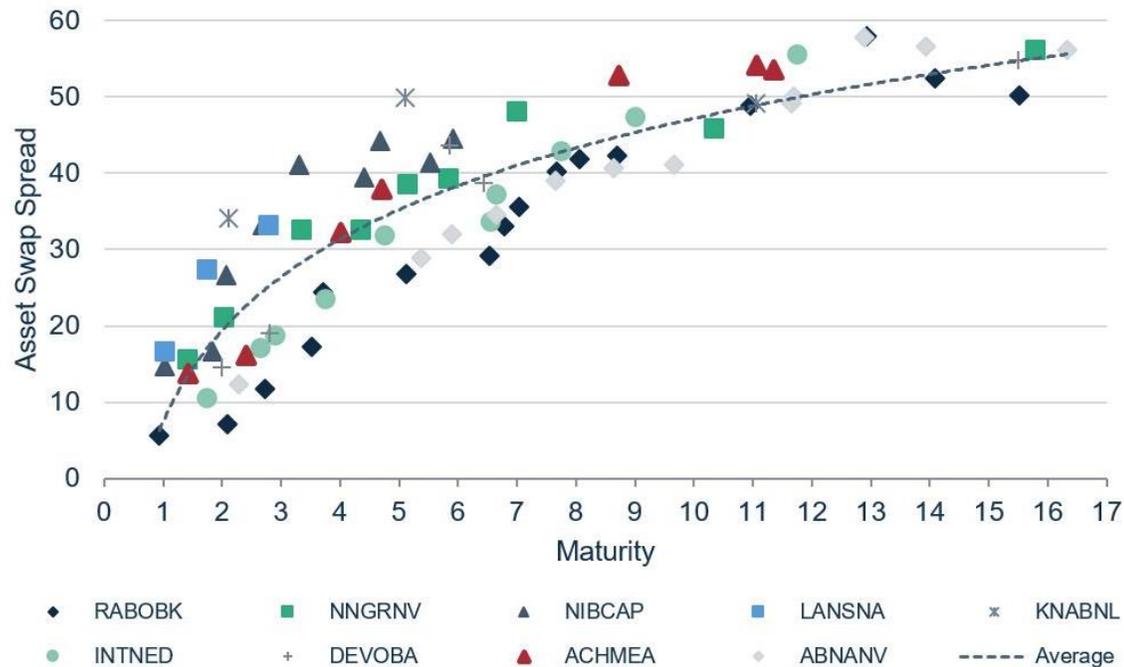
in %



- Durch die steigenden Immobilienpreise liegt der Anteil der Darlehen mit einem indexierten Loan-to-Value (LTV) von unter 60% bei aktuell 72%, während höher beliehene Darlehen (> 80% LTV) deutlich reduziert wurden.

Risikoaufschläge niederländischer Covered Bonds trotz Marktvolatilität

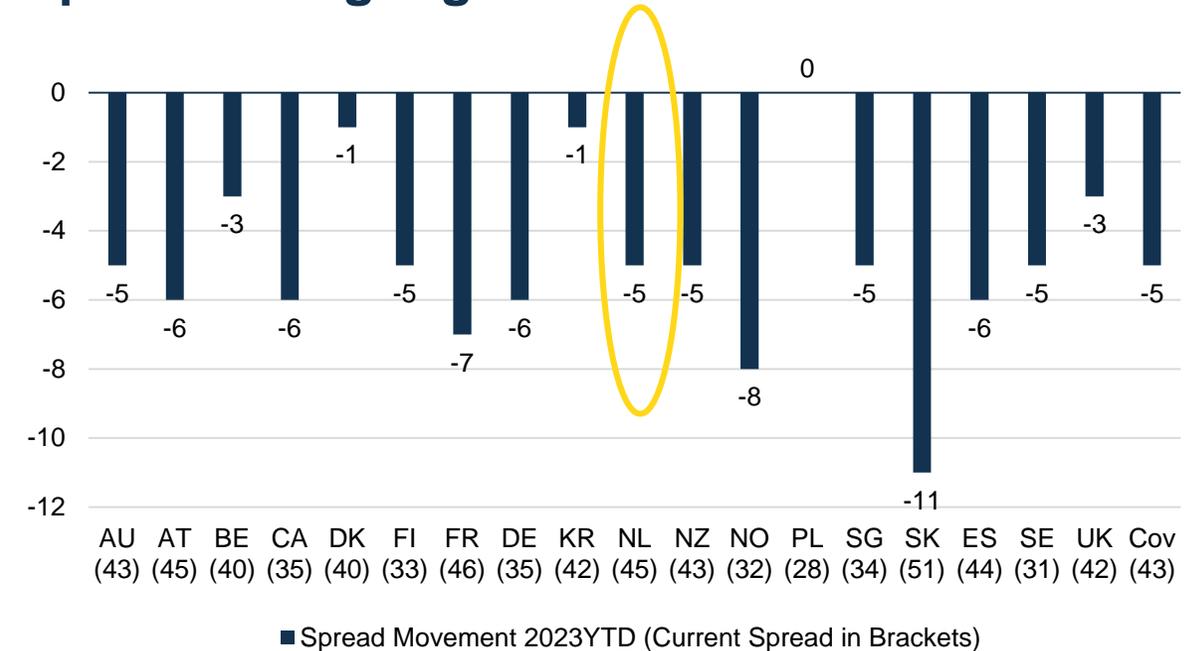
Spreadüberblick NL Covereds



- Die Risikoaufschläge niederländischer Benchmark Covered Bonds liegen je nach Laufzeit zwischen 5 und 59 Basispunkten, wobei die großen Banken ABN, ING und Rabobank am unteren Ende der Bandbreite notieren.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research.

Spreadeinengungen Länderindizes YTD



- Trotz einer längeren Duration von 6,2 Jahren gegenüber dem Gesamtmarkt (4,2 Jahre) liegen die Spreadeinengungen der NL Covered Bonds auf gleichem Niveau (5 Basispunkte).
- Das geringe Angebot am Primärmarkt und die hohe Investorennachfrage stabilisieren die niederländischen Covered Bonds als sicheren Hafen.

→ Gegenüber deutschen Papieren bietet sich aktuell ein Aufschlag von 10 Bp.

Nächste Telefonkonferenzen / Webkonferenzen

Webkonferenz-Termine:

- Dienstag, 03.06.2025 14h mit Investorenpräsentation von Volkswagen
- Dienstag, 17.06.2025 14h – KMK-Update
- Dienstag, 01.07.2025 14h
- Dienstag, 15.07.2025 14h – KMK-Update
- 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

LBBW-Prognosen

(Keine Änderungen seit Kapitalmarktkompass Mai vom 06.05.2025)

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	2,25	2,00	1,75	1,75
Bund 10 Jahre	2,58	2,80	2,80	3,00
Fed Funds	4,50	4,50	4,50	4,25
Treasury 10 Jahre	4,45	4,60	4,60	4,40
BBB Bundspread (in Bp.)	114	140	135	130

Aktienmarkt				
in Punkten	aktuell	30.06.25	31.12.25	30.06.26
DAX	23 935	19 000	20 000	21 000
Euro Stoxx 50	5 427	4 400	4 600	4 800
S&P 500	5 964	4 800	5 000	5 200
Nikkei 225	37 499	30 000	32 000	33 000

Rohstoffe und Währungen				
	aktuell	30.06.25	31.12.25	30.06.26
US-Dollar je Euro	1,13	1,13	1,10	1,15
Franken je Euro	0,94	0,96	0,98	0,98
Pfund je Euro	0,84	0,82	0,81	0,80
Gold (USD/Feinunze)	3 235	3 200	3 000	3 000
Öl (Brent - USD/Barrel)	66	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.

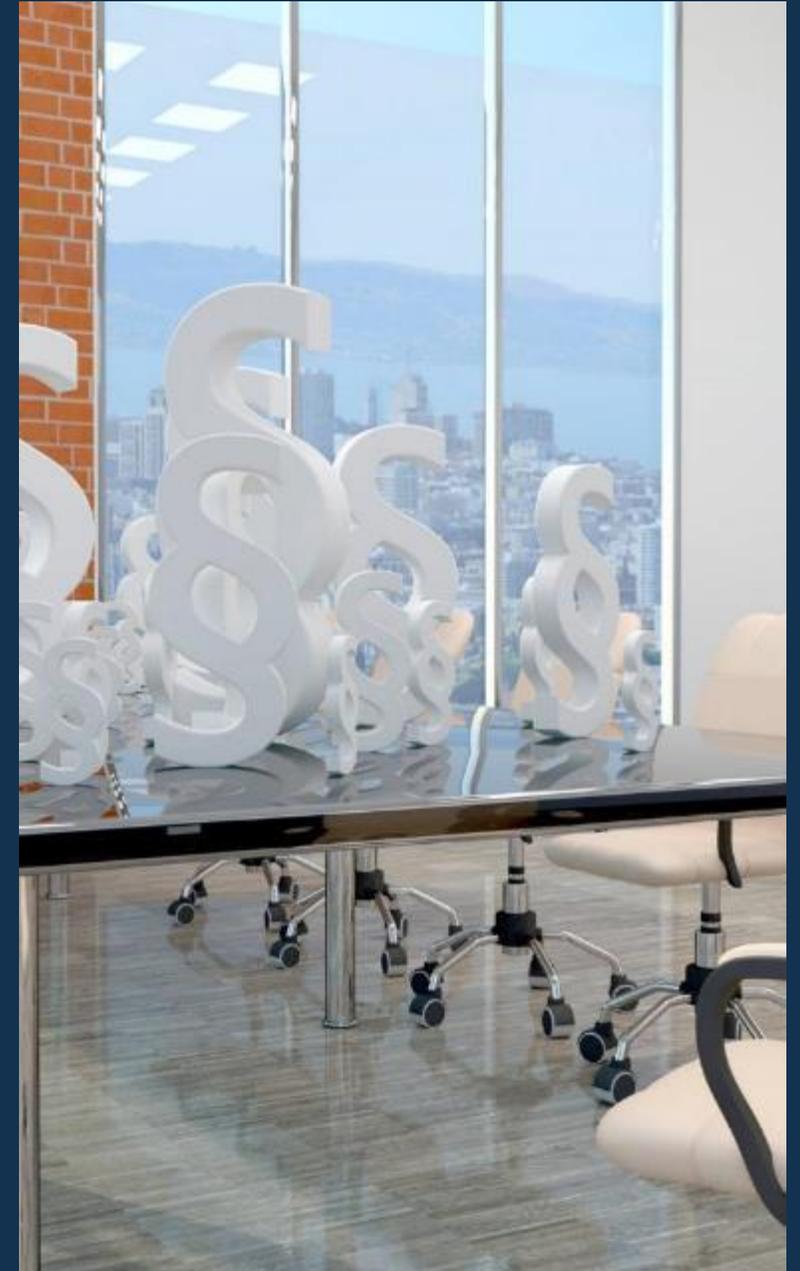
Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

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).

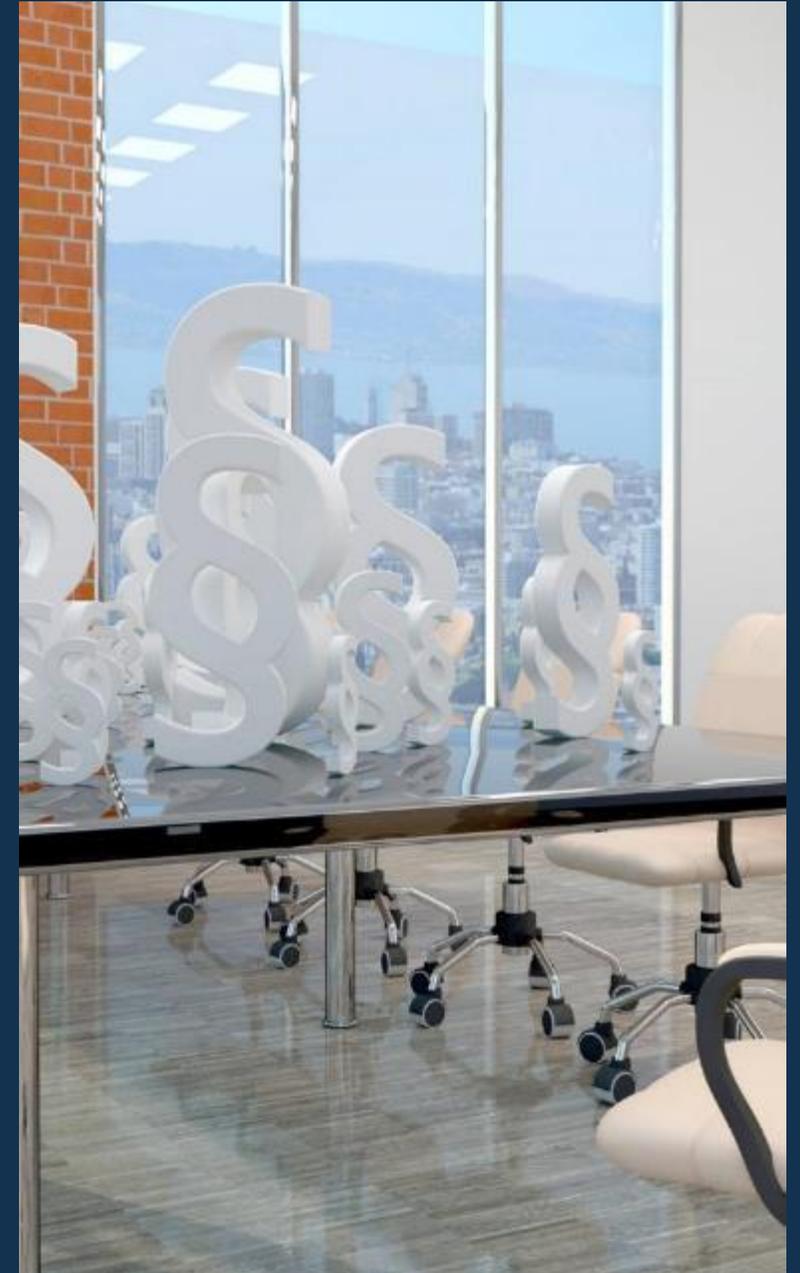
Die Landesbank Baden-Württemberg besitzt keine Zulassung für die Ausübung regulierter Tätigkeiten in Hongkong.

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:

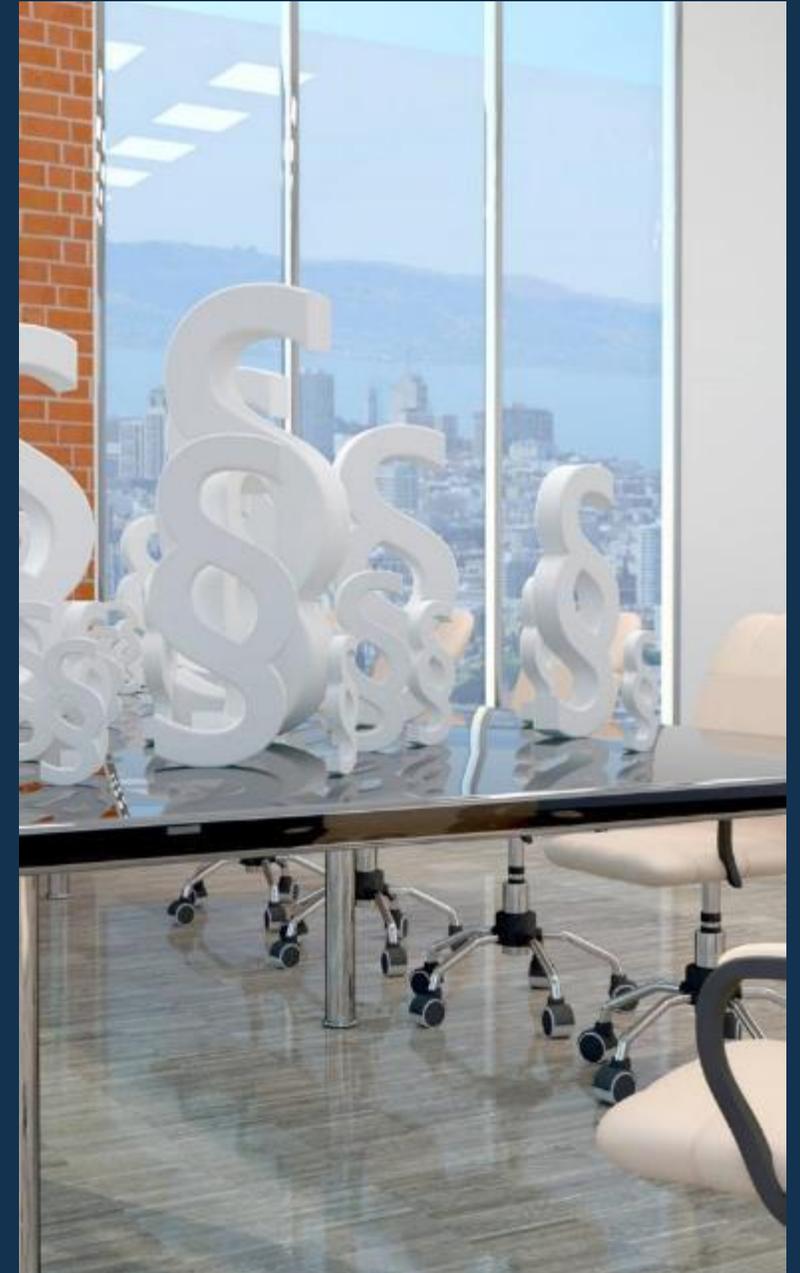
Dieser von der LBBW erstellte Bericht ist für die allgemeine Verbreitung bestimmt. Die spezifischen Anlageziele, die finanzielle Situation oder die individuellen Bedürfnisse bestimmter Personen werden hierin nicht berücksichtigt. Sie sollten Ihre spezifischen Anlageziele, finanzielle Situation oder individuellen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

