



Bereit für Neues

LBBW

21.09.2021 Makro | Zinsen | Credits | Aktien

# LBBW Kapitalmarktkompass-Update

Wachstumseinbruch oder Inflationsgefahr

Erstellt am: 21.09.2021 10:21

21.09.2021 LBBW Kapitalmarktkompass-Update

## Drei zentrale Fragen für unser Kapitalmarktkompass-Update



**1) Mit dritter  
Impfung gegen  
vierte/fünfte Welle?**



**2) Wie lange trägt  
der Aufschwung  
noch?**

**Lieferketten, China-  
Risiken...**



**3) Droht ein  
dauerhafter  
Inflationsanstieg?**

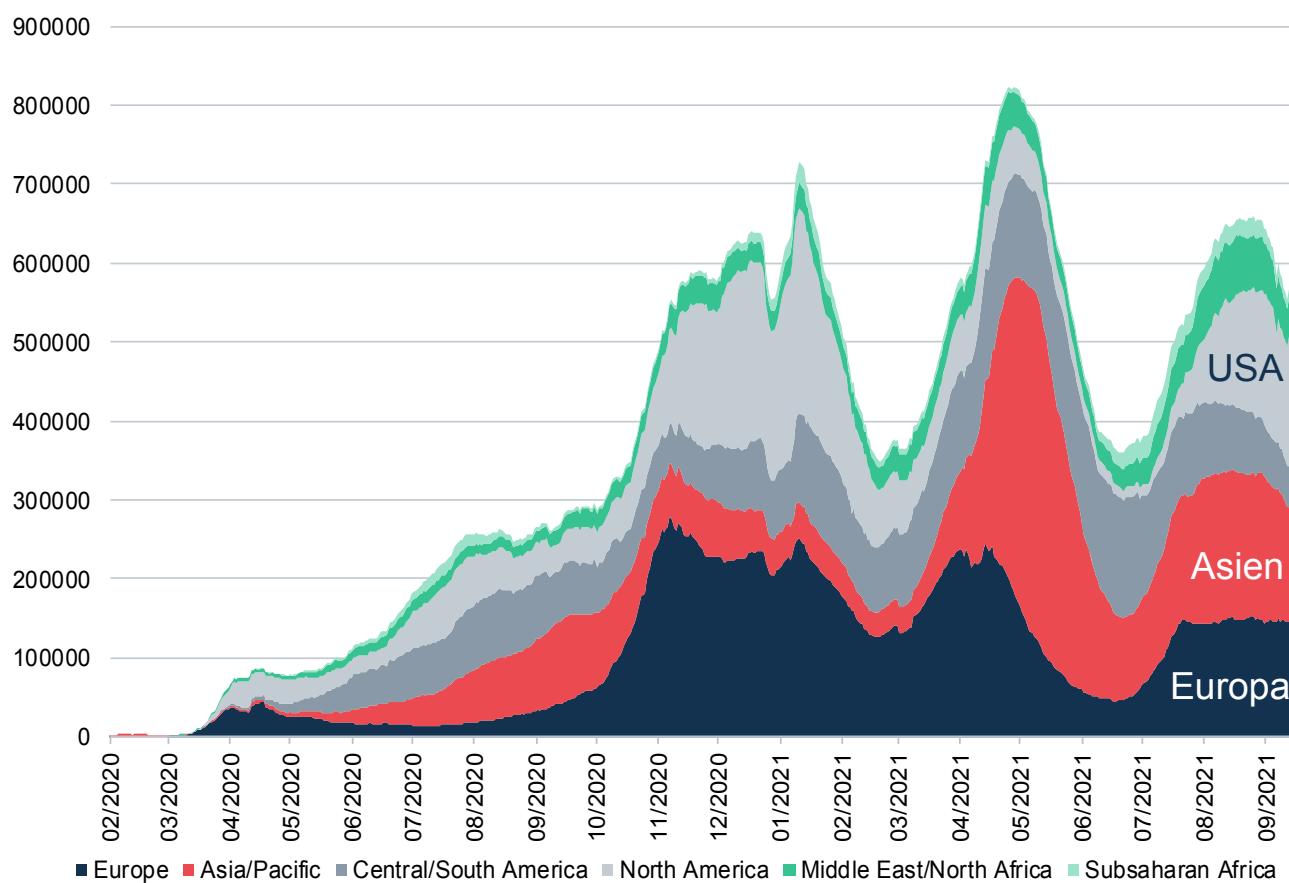
# 01

**Corona-Update:  
Entwicklung der Inzidenzen  
sehr heterogen.  
Impfschutz lässt nach einigen  
Monaten nach.**

Rolf Schäffer, CIIA  
Gruppenleiter Strategy/Macro  
Tel: +49 711 127-76580  
rolf.schaeffer@LBBW.de

# Anteil der USA an den globalen Neuinfektionen steigt

## Neuinfektionen nach Regionen auf Basis des 7-Tage-Mittelwerts

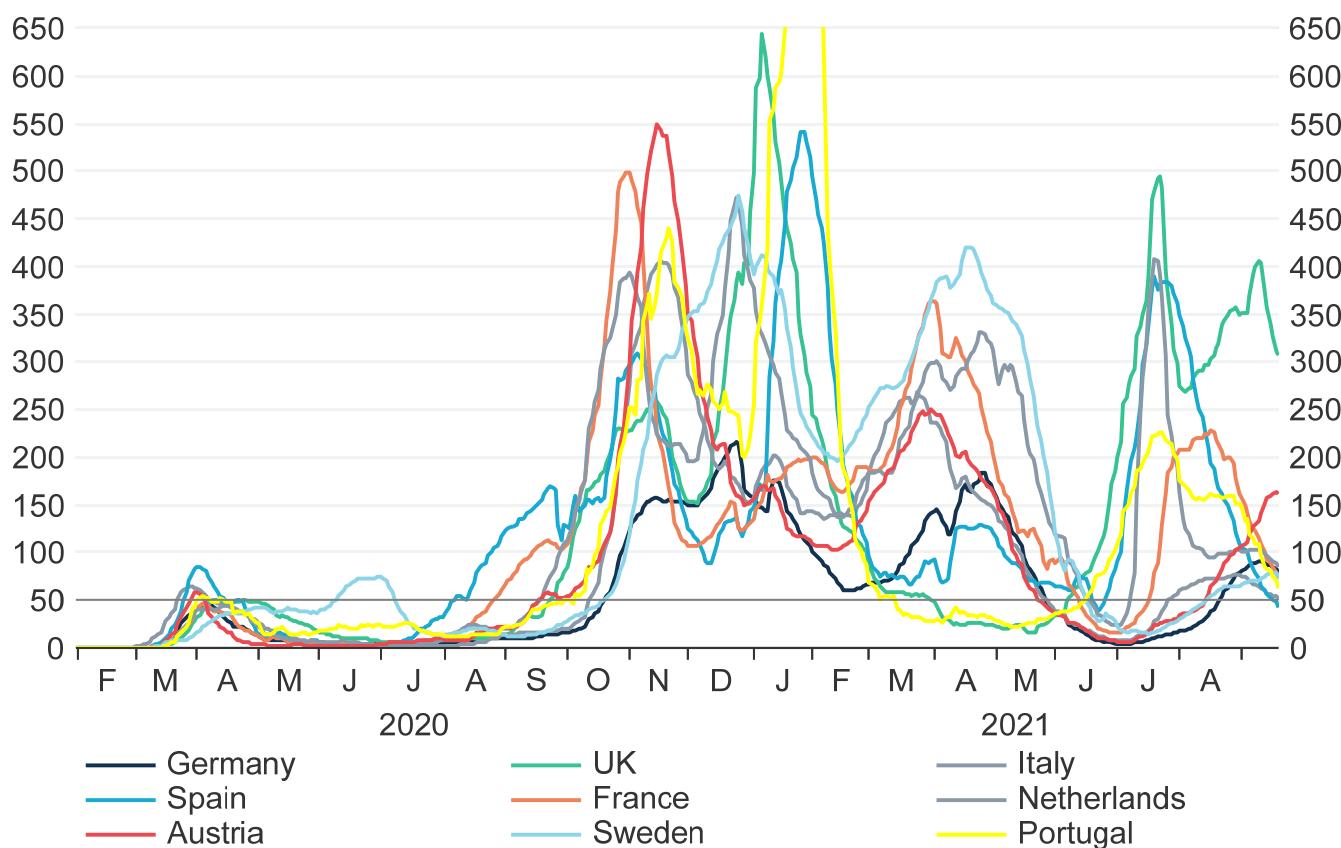


- Die vierte Welle verliert weltweit betrachtet an Dynamik.
- Der Rückgang der globalen Neuinfektionszahlen ist jedoch hauptsächlich auf den rückläufigen Trend in Asien zurückzuführen.
- In Europa ist der Trend seit Mitte Juli seitwärts, in den USA aufwärts gerichtet.

# Europa: Heterogene Entwicklung

## Neuinfektionszahlen pro 100 Tsd. Einwohner

Summe der jeweils zurückliegenden sieben Tage



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

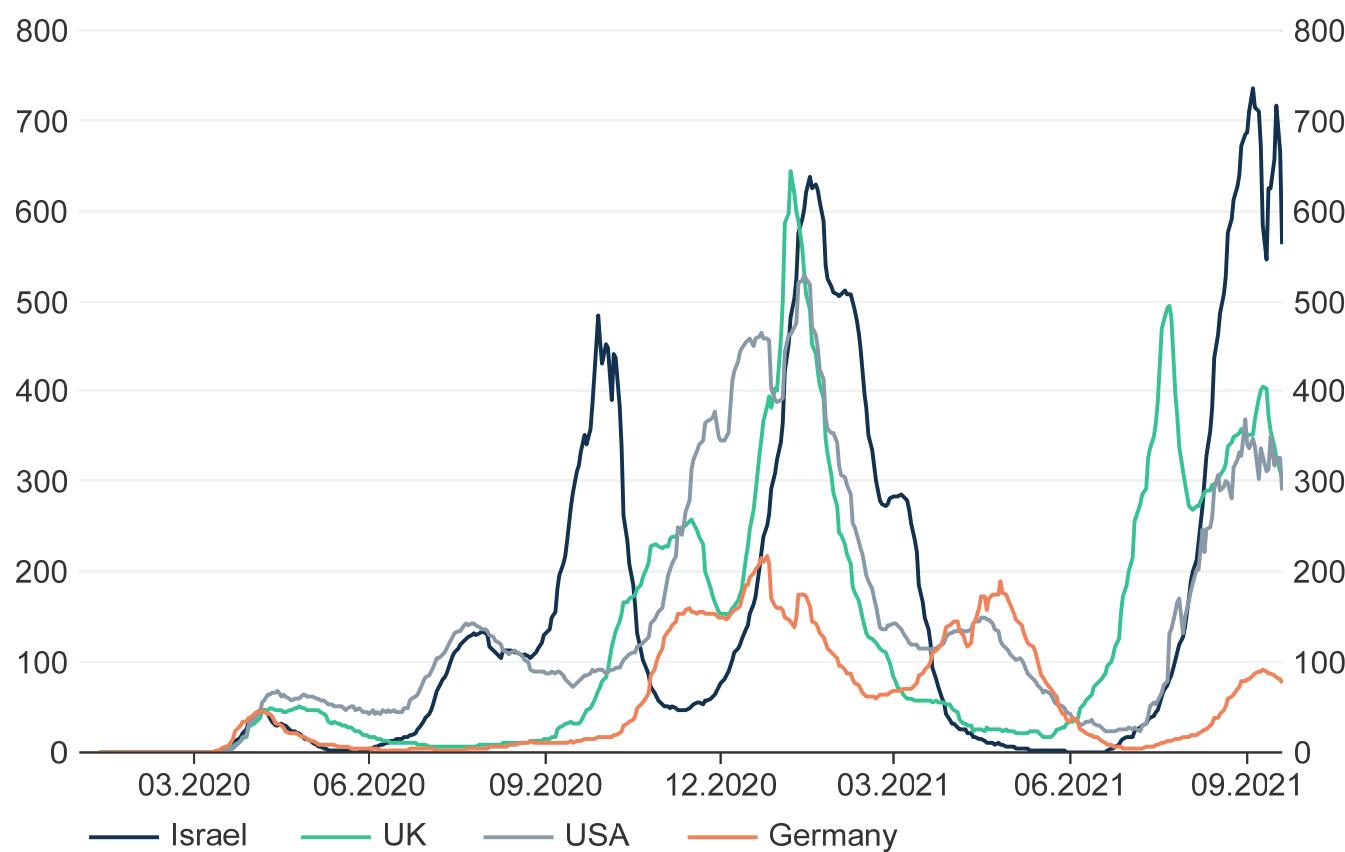
21.09.2021 • LBBW Kapitalmarktkompass-Update

- Delta-Variante und Lockerungsschritte haben im Sommer die Inzidenzen in vielen europäischen Staaten steigen lassen. In einigen Ländern wurden Lockerungsmaßnahmen wieder zurückgenommen, ohne neuerliche Restriktionen scheint sich die Inzidenz wieder stabilisiert zu haben.
- Die Entwicklung der Inzidenzen ist inzwischen sehr heterogen, teilweise steigend, teilweise sinkend, teilweise seitwärts. Die Stabilisierung in vielen Staaten ist u.E. ein gutes Zeichen. Das uneinheitliche Bild macht derweil eine Einschätzung der weiteren Entwicklung schwierig.
- Mit Blick auf die kälteren Jahreszeiten halten wir nach wie vor ein ansteigendes Infektionsgeschehen für wahrscheinlich. Entsprechend sind neuerliche Kontaktbeschränkungen einzukalkulieren.

# Infektionsanstieg in Israel zieht Booster-Impfungen nach sich

## Sieben-Tage-Inzidenz

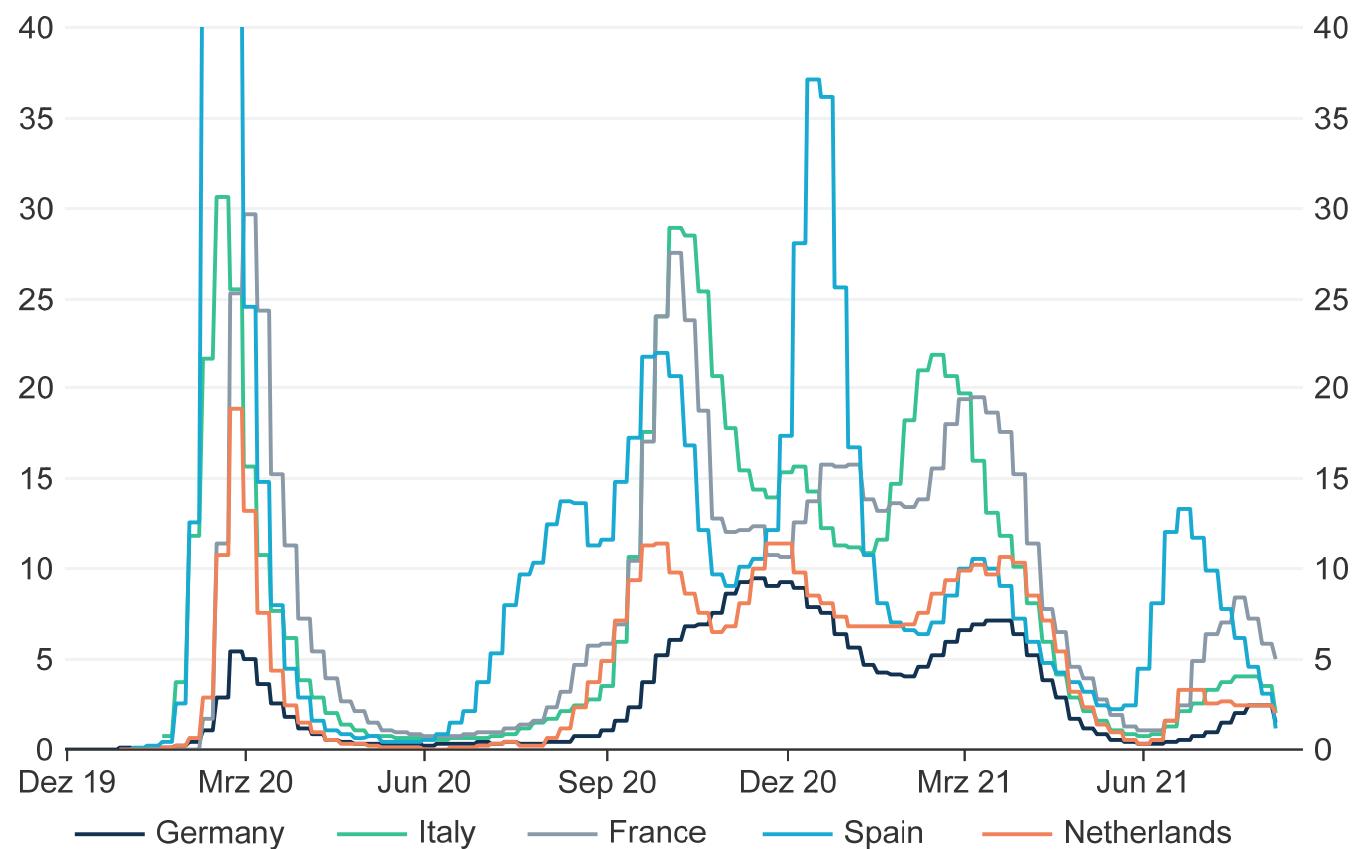
(Neuinfektionen pro 100.000 Einwohner)



- Während sich in vielen Staaten zwar ein gewisser Infektionsanstieg vollzog, der sich nachfolgend aber abschwächte oder umkehrte, zeigt in Israel die Kurve weiter steil nach oben.

# Mit dem Virus leben: Europa bislang in der Spur

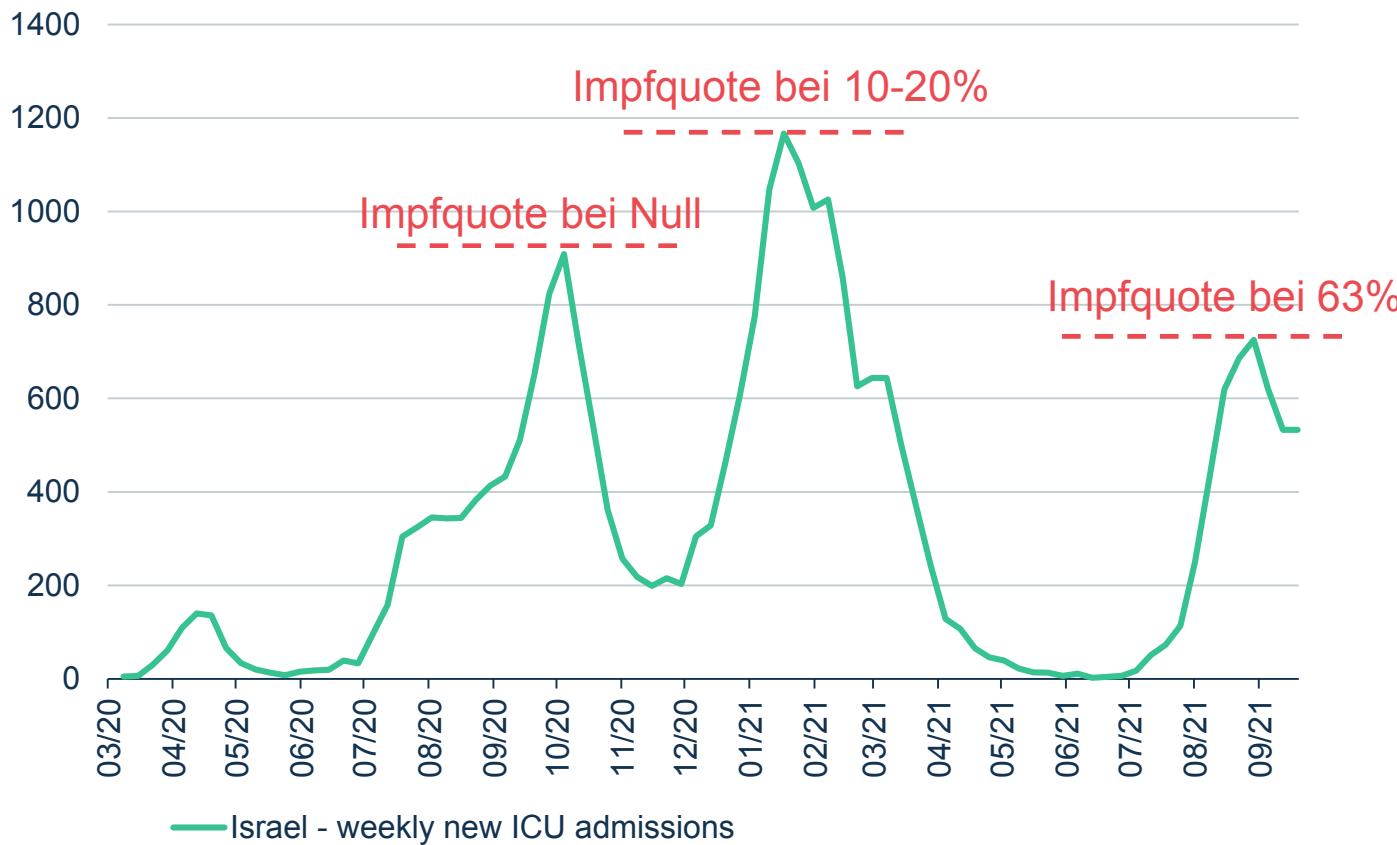
## Wöchentliche Krankenhausaufnahmen wegen Covid-Erkrankung (pro 100 Tsd. Einwohner)



- Die Krankenhausaufnahmen wegen einer Corona-Infektion sind in den vergangenen Wochen in allen hier betrachteten Ländern wieder spürbar gesunken.
- Eine Überlastung der Gesundheitssysteme ist in Europa derzeit nicht erkennbar.
- Im Gegensatz dazu sind die Krankenhauskapazitäten mit Covid-Patienten in Israel und den USA wieder spürbar stärker belegt.

# Israel: Impfschutz lässt nach einigen Monaten spürbar nach

## COVID-19-Neuaufnahmen auf Intensivstationen



- Noch beunruhigender als der Anstieg der Neuinfektionen war in den vergangenen Wochen der Anstieg der Neuaufnahmen auf Intensivstation. Die jüngsten Daten deuten nun auf eine leichte Entspannung hin.
- Es mehren sich die Studien zur Frage, wie anhaltend der Impfschutz ist. Offenbar ist ein Abstand zwischen erster und zweiter Impfung von mindestens sechs Wochen vorteilhaft. In Israel betrug der Abstand zumeist nur drei Wochen.
- Daten des Gesundheitsministeriums legen dar, dass der Schutz durch eine Impfung gegen eine Erkrankung bis August auf 39% gefallen ist und für jene Geimpfte, die die Zweitimpfung im bereits im Januar erhielten, gar auf nur noch 16%. Die Evaluierung der Daten steht aber noch aus.
- Israel bietet den Geimpften eine dritte Impfdosis an.

# 02

## China-Risiken belasten die Märkte – Vorzeichen eines Credit Crunch?

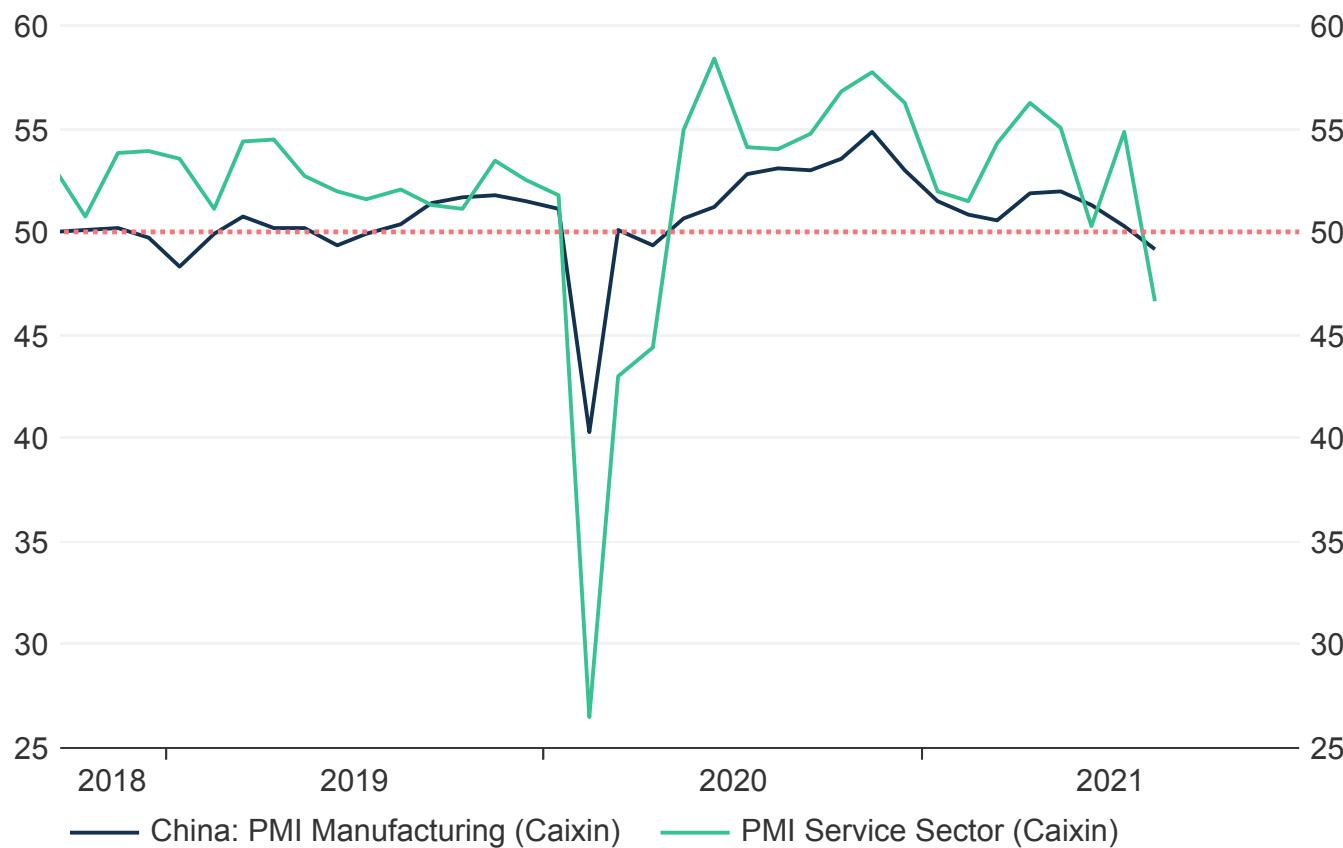
Matthias Krieger  
Senior Economist  
Tel: + 49 711 127-7 30 36  
[matthias.krieger@LBBW.de](mailto:matthias.krieger@LBBW.de)

Rolf Schäffer, CIIA  
Gruppenleiter Strategy/Macro  
Tel: +49 711 127-76580  
[rolf.schaeffer@LBBW.de](mailto:rolf.schaeffer@LBBW.de)

# China: PMIs signalisieren konjunkturelle Abschwächung

## Einkaufsmanagerindizes: Manufacturing und Services

Monatswerte, Diffusionsindizes



- Caixin-PMIs messen die Stimmung privater Unternehmen in China.
- Beide PMIs mit 49,2 bzw. 46,7 Zählern nun unter 50 Punkten.
- **Aufschwung in China verliert derzeit deutlich an Dynamik.**
- Gründe:
  - Maßnahmen zur Eindämmung der Delta-Variante
  - Verschuldungsprobleme bei großen Land- und Immobilienentwicklern
  - Zulieferengpässe
  - Regulierungsoffensive der Regierung
- Wir sehen uns bestätigt, dass das chinesische BIP-Wachstum 2022 auf unter 6 % fallen wird (2021: 7,5%).

# China: Aktienmarkt zeigt schon länger relative Schwäche

## CSI 300 (Shanghai/Shenzhen) versus DAX 30

(indexiert auf 100)

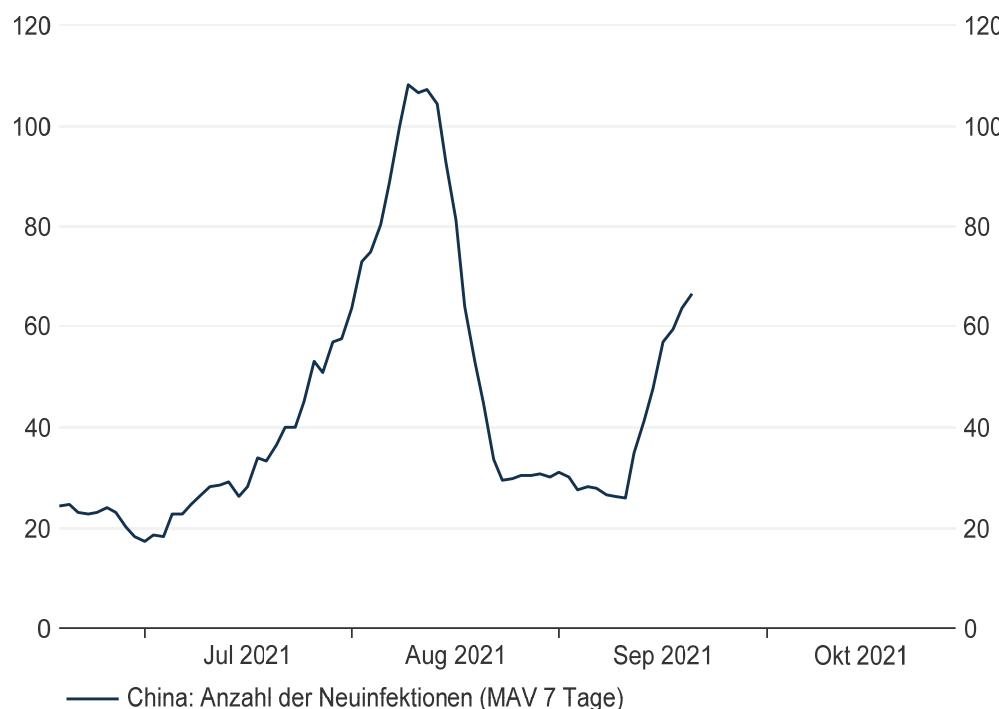


- Extreme „Zero-Covid-Strategy“ hat immer wieder Lockdowns ganzer Städte (und Häfen) zur Folge, was den Aufschwung bremst.
- Frühes Herunterfahren staatlich administrierter Investitionen.
- Gefahr durch überschuldete Unternehmen (z.B. „Evergrande“ & „Hualong“) lastet auf Wirtschaft, Börsen und Währung.
- Regulierungsoffensive der Regierung verunsichert Investoren.

# China: Geringe Corona-Neuinfektionen und hoher Anteil Geimpfter

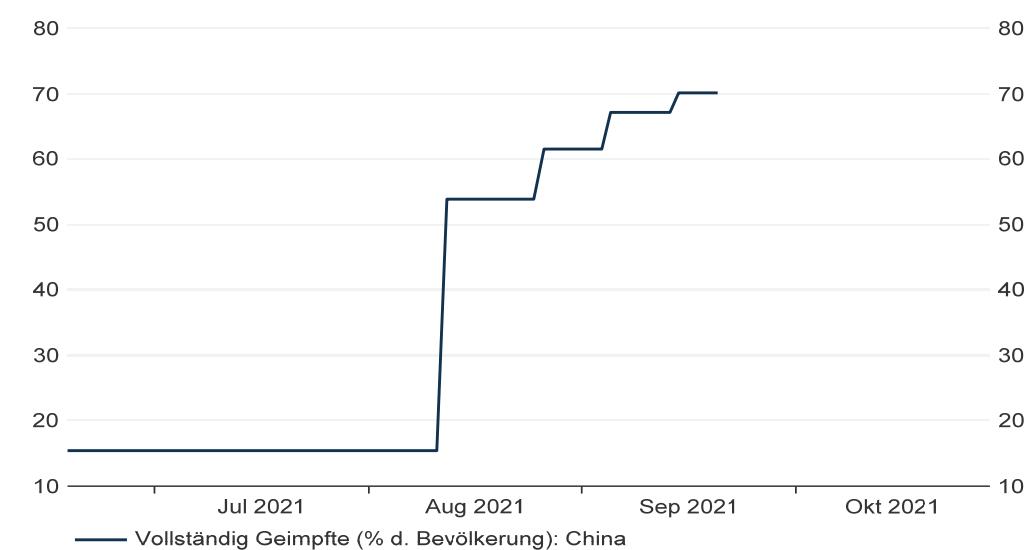
## SARS-CoV-2: Neuinfektionen

MAV 7 Tage



## Anteil Geimpfte

Vollständige Impfung (% der Bevölkerung)



All Time Past Day Past Week Past Month

Confirmed Cases  
107.324

Deaths  
4.848



VACCINE TRACKER  
[Learn more about vaccines >](#)

Doses Administered  
2,129,833,000

People Fully Vaccinated  
969,720,000

% of Population Fully Vaccinated  
69.38%

Quelle: Refinitiv, Johns-Hopkins-University, LBBW Research

21.09.2021 • LBBW Kapitalmarktkompass-Update

# Aber: Zweifel an Chinas Impfstoffen



**„...Länder, die vor allem chinesische Vakzine einsetzen, kämpfen mit neuen Corona-Wellen. Das wirft Fragen auf über die Wirksamkeit...“**

**(NZZ Online, 12.07.21)**

**„ ... Der Leiter des chinesischen Zentrums für Krankheitskontrolle und -prävention, Gao Fu, hat ... eine niedrige Wirksamkeit der Corona-Impfstoffe des Landes eingestanden. Chinesische Impfstoffe "haben keine sehr hohe Schutzrate", sagte Gao ...“**

**(Tagesschau Online, 12.04.2021)**

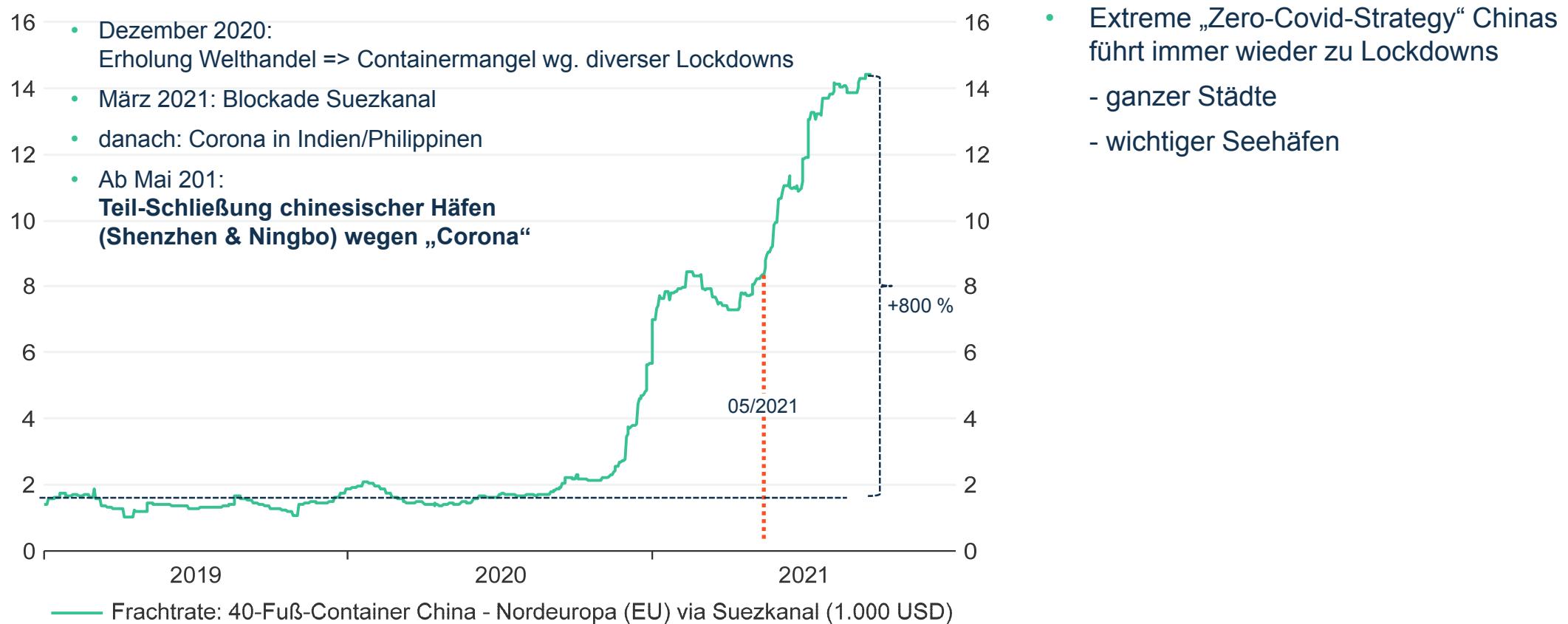


**„ ... attestierte der WHO-Beraterstab für Impfstoffe eine Wirksamkeit von 79 für Sinopharm und 51 Prozent für Sinovac. Die Vakzine von Sinopharm liegen damit leicht über der Wirksamkeit von AstraZeneca (76 Prozent).“**

**De Facto dürfte die Wirksamkeit chinesischer Impfstoffe aber niedriger liegen!**

# „Zero-Covid-Strategie“ Chinas streut Sand ins Getriebe

## Frachtkosten Seeweg von China nach (Mittel-) Europa in 1.000 USD für einen 40-Fuß-Container

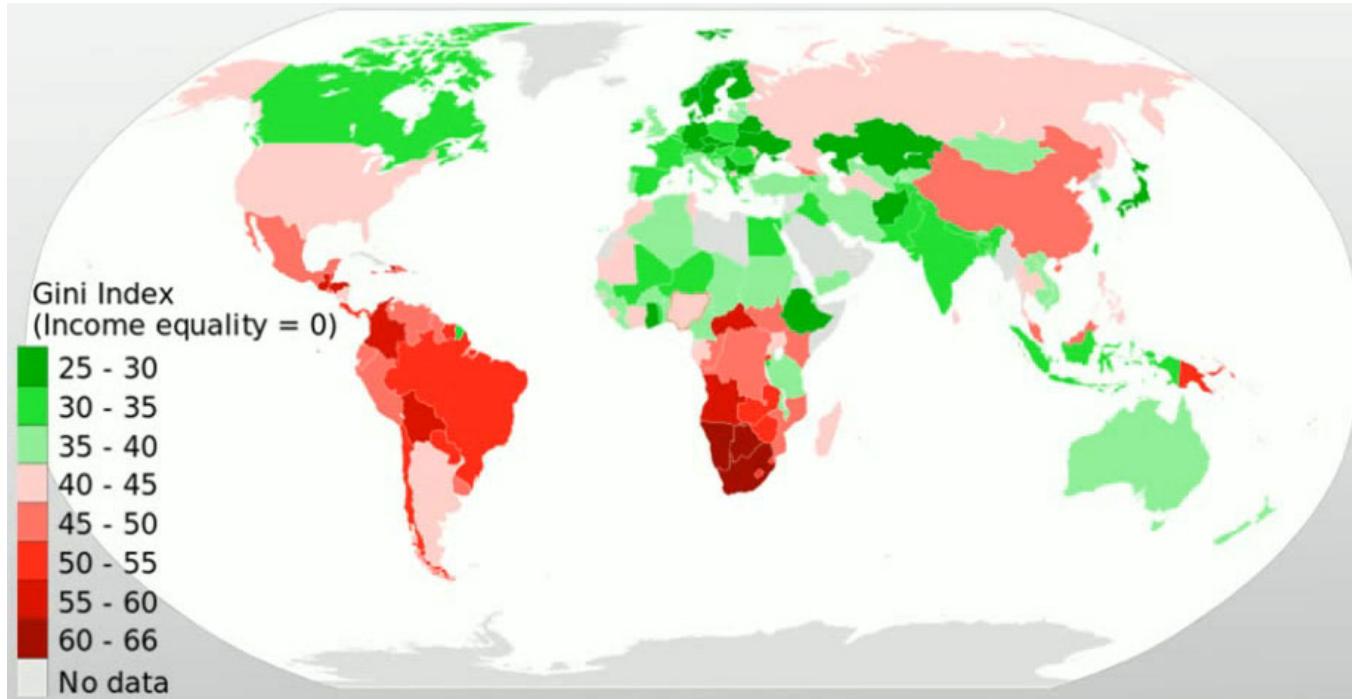


Quelle: <https://www.isl.org/de/containerindex/mai-2021>; <https://www.rwi-essen.de/containerindex>, Refinitiv, LBBW Research

# Chinas Regulierungsoffensive: Der Hintergrund

## Gini-Koeffizienten

von „0“ = absolute Gleichheit bis „100“ = absolute Ungleichheit



- Die soziale Ungleichheit in China ist stärker ausgeprägt als selbst in den „erzkapitalistischen“ USA.
- Dies untergräbt immer mehr die Glaubwürdigkeit der Kommunistischen Partei Chinas.
- Xi Jinping steuert im Sinne des Machterhalts der KP nun gegen.

# China: Neue Regulierungen

## Maßnahmen

DATUM	UNTERNEHMEN	BÖRSEN-NOTIERUNG	REGULIERUNG ODER MASSNAHME
26.7.2021	Essenslieferdienste	k.A.	Richtlinien zum Schutz der Rechte und Interessen von Lieferboten erlassen.
24.7.2021	Oriental Education; Gaotu; TAL Ed	HKSE, NYSE	Ankündigung einer Reihe von Maßnahmen: keine neuen Lizenzen für private Nachhilfezentren; Umwandlung bestehender Zentren in gemeinnützige Einrichtungen; Verbot von Börsengängen; Verbot von Ferienkursen und Nachhilfeunterricht für Vorschulkinder; Überwachung und Regulierung der Preise durch das Bildungsministerium; Verbot von Werbung für Nachhilfezentren in Mainstream-Medien.
16.7.2021	Didi	NYSE	Cybersicherheitsuntersuchung im Didi-Hauptquartier in Beijing.
10.7.2021	Alle Unternehmen	k.A.	Entwurf einer neuen Vorschrift verabschiedet, die eine Cybersicherheitsüberprüfung für alle Unternehmen verpflichtend macht, die einen Börsengang im Ausland planen und Daten von mehr als einer Million Nutzer gesammelt haben.
9.7.2021	Didi	NYSE	25 von Didi betriebene Apps wegen schwerwiegender Verstöße bei der Sammlung und Nutzung personenbezogener Informationen aus App Stores entfernt.
13.6.2021	Private Nachhilfeunternehmen	k.A.	Gründung einer neuen Regierungsbehörde, die private Nachhilfeunternehmen regulieren soll.
10.6.2021	Alle Unternehmen	k.A.	Datensicherheitsgesetz verabschiedet.
11.12.2020	Alle Unternehmen	k.A.	Politbüro-Versammlung fordert strengere Antimonopol-Regulierung und Unterbindung einer ungeregelten Expansion von Kapital.
10.11.2020	Alle Plattform-Unternehmen	k.A.	Entwurf von Antimonopol-Regeln verabschiedet, die monopolistisches Verhalten von Internetfirmen verhindern sollen.
3.11.2020	Ant Group	HKSE, SSE	Börsengang durch die SSE gestoppt.

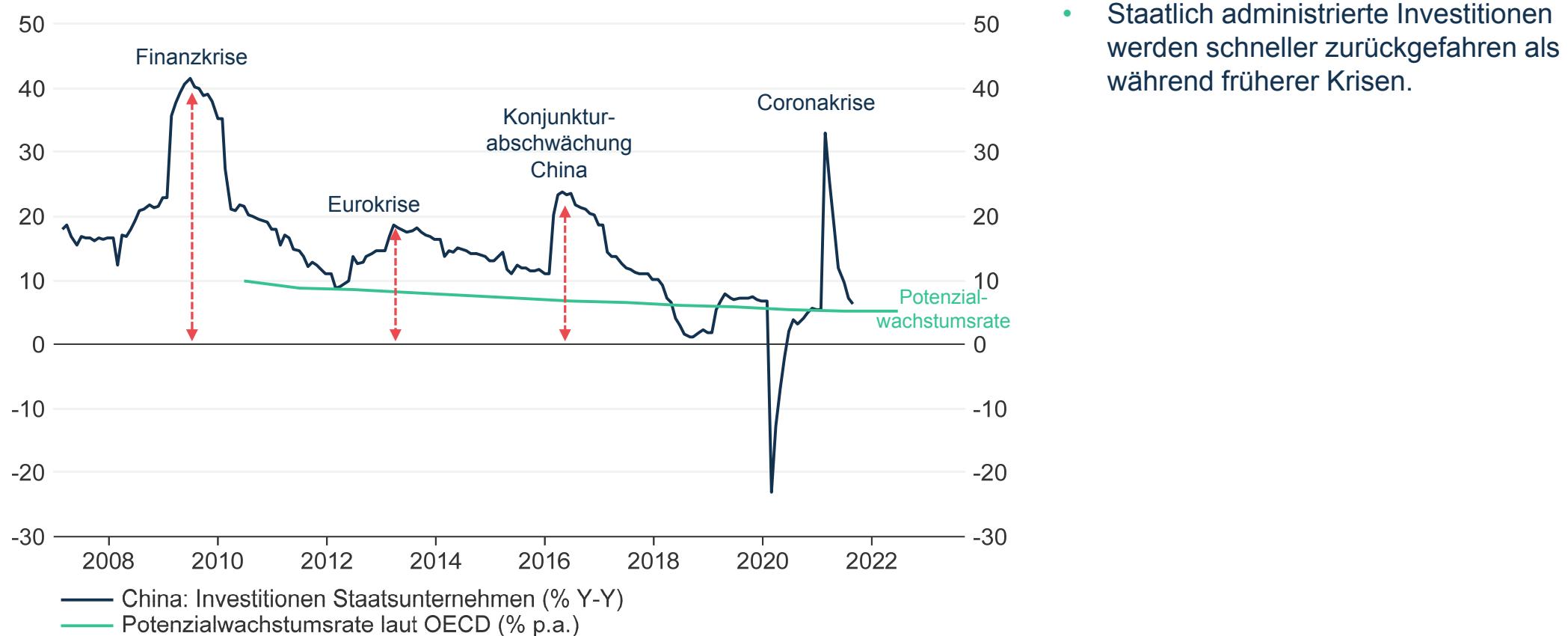
Quelle: MERICS 08/2021, LBBW Research

21.09.2021 • LBBW Kapitalmarktkompass-Update

- Chinas Regierung versucht, vom Wirtschaftswachstum als einziger Quelle ihrer Legitimität abzurücken und konzentriert sich auf die Beseitigung der Ursachen für die Unzufriedenheit in der Gesellschaft.
- Darüber hinaus will sie ihre Kontrolle über die Privatwirtschaft festigen um sicherzustellen, dass diese der Agenda der Partei zuarbeitet.
- Die neue staatliche Steuerung untergräbt aber das bisherige Erfolgsmodell und gefährdet auf längere Sicht die Effizienz des Unternehmenssektors.
- **Fazit:** China Potenzialwachstum (derzeit 6 % p.a.) wird weiter fallen.
- HKSE = Hong Kong Stock Exchange  
NYSE = New York Stock Exchange  
SSE = Shanghai Stock Exchange

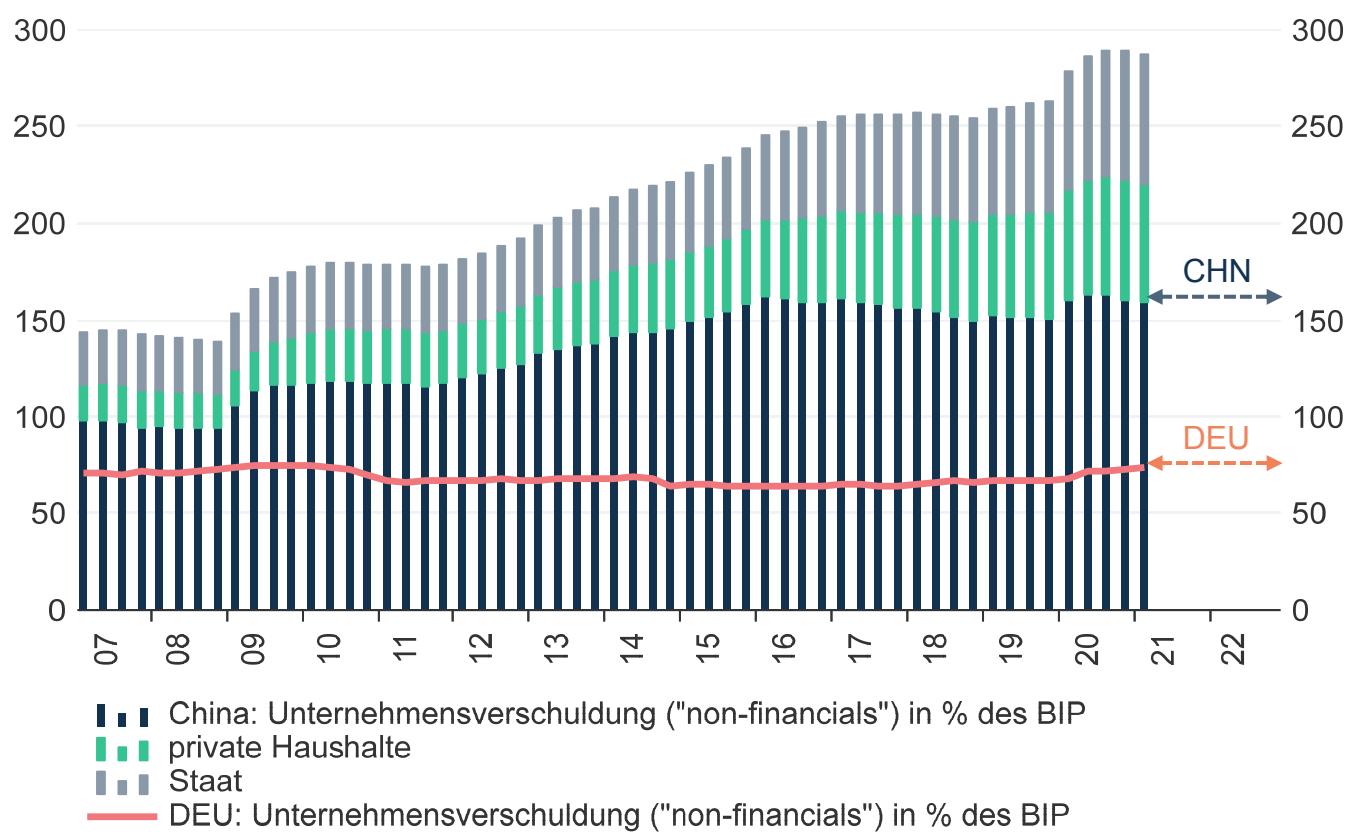
# Investitionen der Staatsunternehmen normalisieren sich

## Investitionen Staatsunternehmen und Potenzialwachstumsrate (in % Y-Y)



# Hoch verschuldeter Unternehmenssektor

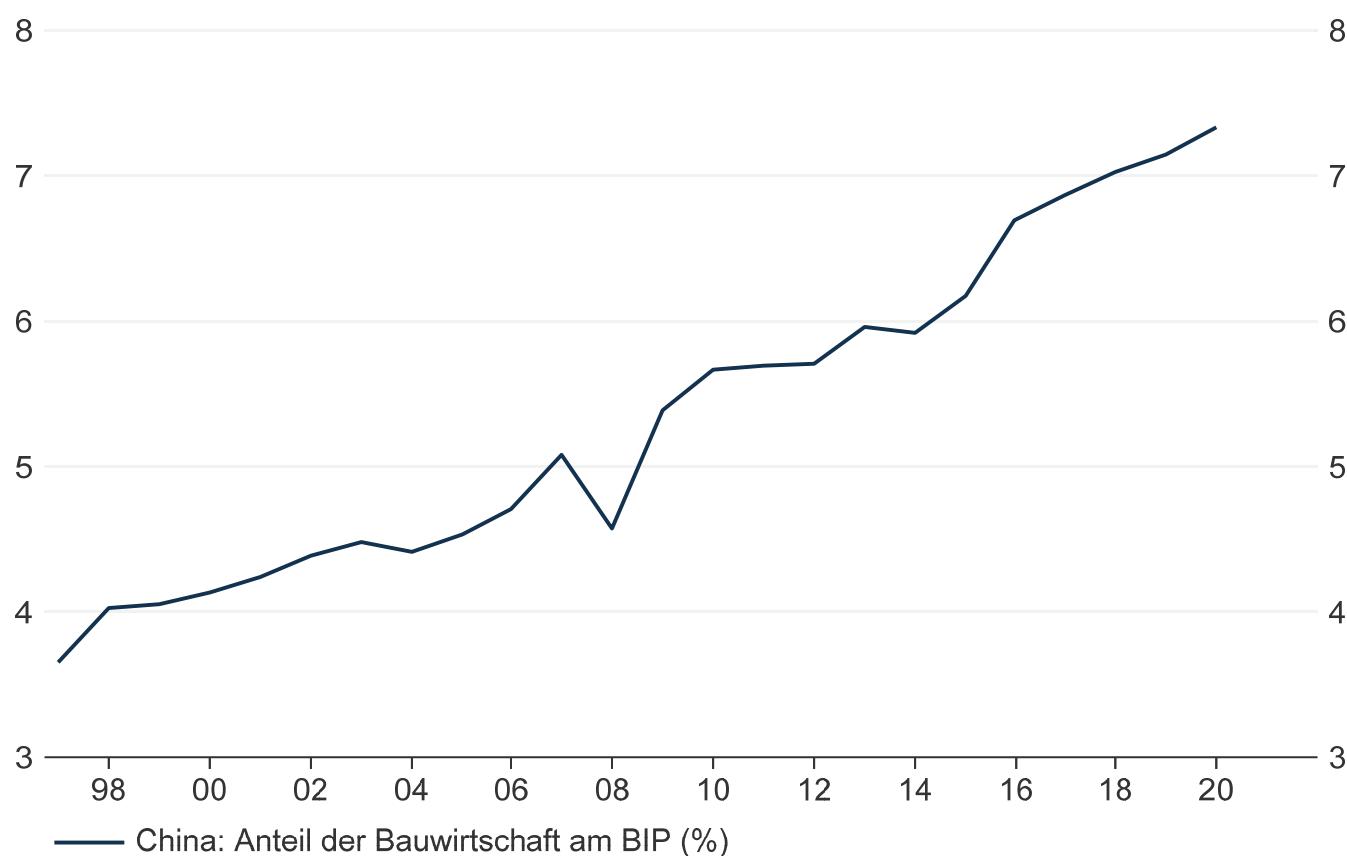
## Verschuldung nach Sektoren (in % des BIP)



- Denn die exorbitante Verschuldung vor allem der Staatsunternehmen begrenzt inzwischen den Spielraum der Regierung, diese weiterhin zur Konjunkturstützung heranzuziehen.
- Es ist zwar im Sinne der Regierung, nun Anreize zu setzen, die Verschuldung zu reduzieren.
- Aufgrund des hohen generellen Verschuldungsniveaus im U-Sektor wäre ein **drastischer Anstieg der Risikoprämien oder gar ein Credit Crunch** aufgrund einer sprunghaft zunehmenden Risikoaversion im Finanzierungssektor aber **Gift für sehr viele (Staats-) Unternehmen und die Konjunktur im Allgemeinen**.

# Bauwirtschaft von großer wirtschaftlicher Bedeutung

## Beitrag der Bauwirtschaft zum BIP (in %-Punkten p.a.)



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

21.09.2021 • LBBW Kapitalmarktkompass-Update

- Bausektor immer wieder zur Konjunkturstützung benutzt - Bau trägt heute ca. **7 % zum BIP** bei, etwa doppelt so viel wie in anderen Industriestaaten.
- Mit allen Querverbindungen in den Industrie- und Dienstleistungsbereich (Materialien, Landentwicklung, Finanzierung usw.) wird der vom Bau generierte Beitrag im weiteren Sinne gar auf **über 25 % des BIP** geschätzt.
- Ein „Dominoeffekt“ durch Evergrande wäre ein kaum kalkulierbares Risiko in einer ohnehin labilen Gesamtsituation.
- Zudem besteht ein Großteil des privaten Vermögens aus Immobilien, die u.a. als Altersversorgung dienen.  
=> Gefahr sozialer Unruhen
- **Ein unkontrollierter Default Evergrandes wäre nicht im Sinne der Regierung – ein staatlich kontrollierter als „Exempel“ u.U. schon eher.**

# Chinesischer High Yield-Markt unter Druck

## Total Return chinesischer High Yield-Unternehmen (USD denomierte HY-Bonds; emittiert von chinesischen Unternehmen)



Quelle: Bloomberg, LBBW Research

21.09.2021 • LBBW Kapitalmarktkompass-Update

- Mittlerweile zeigen sich deutliche Bremsspuren am chinesischen High Yield-Markt.
- Der Total Return ist bisher schon ähnlich stark eingebrochen, wie direkt nach Ausbruch der Corona-Krise.
- **Sind das die Vorzeichen eines Credit Crunch?**
- Bloomberg-Kommentare:
  - **"Faced with uncertainty over how far Xi is willing to go with his market-roiling campaigns to achieve "common prosperity" and rein in overindebted companies, many investors are choosing to sell first and ask questions later".**
  - "The price action across several asset classes in Asia today is horrendous due to rising fears over Evergrande and a few other issues, but **it could be an overreaction** due to all of the market closures."

# 03

**Makro:**

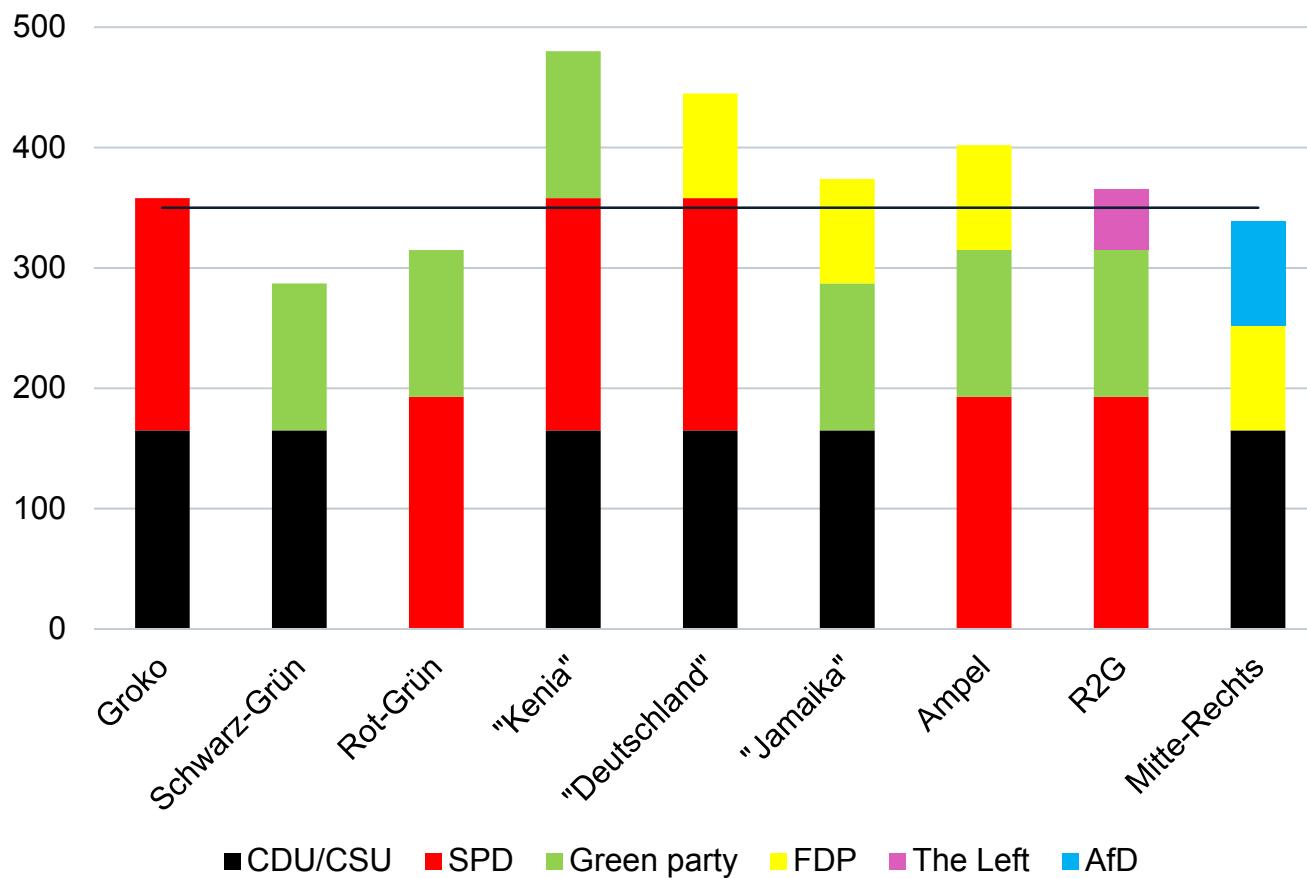
**Aussagen der EZB  
zu Inflation werden  
vorsichtiger**

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

# Exkurs Bundestagswahl: Fast alles ist möglich

## Mögliche Koalitionen

Annahme: Neuer Bundestag hat 700 Sitze, Septemberumfragen



Quellen: Wahlrecht.de, LBBW Research

21.09.2021 • LBBW Kapitalmarktkompass-Update

- „**Groko**“ könnte reichen. Eher unwahrscheinlich. Nach Erfahrungen von 2017, nicht unmöglich.
- „**Deutschland**“: Eine „Deutschland“-Koalition (Union / SPD / FDP) dürfte u.E. an der SPD-Basis scheitern.
- „**Jamaika**“: Wäre ein Balanceakt, da immer einer der drei Beteiligten bei den Themen Klima (Markt oder Staat?), Steuern (rauf oder runter?) und Wirtschaft bremst.
- „**Ampel**“: In einigen Bundesländern erprobt. Würde funktionieren, wenn die FDP für Zustimmung bspw. zum Mindestlohn Forderungen nach Senkung des Soli durchsetzt.
- „**R2G**“: Aus der Sicht der Märkte wäre dies ein „Politikunfall“. Nicht nur wegen der Außenpolitik der Linkspartei; aber durchaus möglich. Kursrückgänge am Aktienmarkt und ein Anstieg der Bund-Renditen wären u.E. zu erwarten.

# EZB-Vertreter äußern sich vorsichtiger zur Inflation

Inflationsprojektion der EZB  
vom September:

Für 2022 und 2023 wird ein  
Rückgang auf 1,7% und 1,5%  
erwartet.

2,2%  
(2021)



Inflation in der EWU  
könnte laut EZB-Vize de  
Guindos höher ausfallen  
als derzeit prognostiziert.  
Dies gelte für den Fall,  
dass Lieferkettenprobleme  
anhielten.

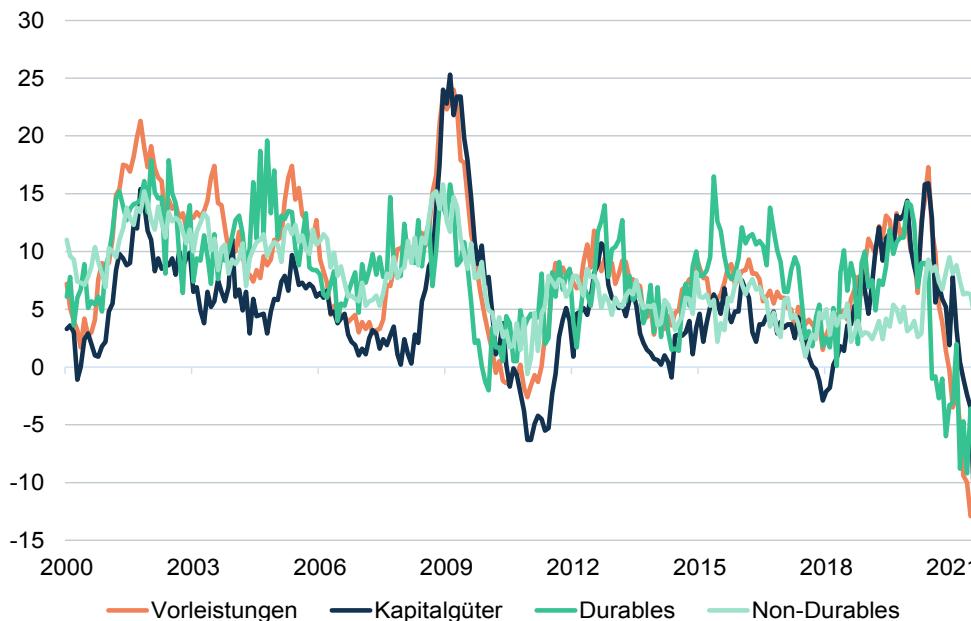


Kazaks: „Wenn Covid  
nicht negativ überrascht,  
gibt es Luft nach oben.“

Makhlouf: „Some of us do  
believe that at the moment  
the forecast of reaching  
inflation of 1.5% in 2023 is  
too low.“

# Lieferengpässe: Die Lagerbestände sind auf historischen Tiefs

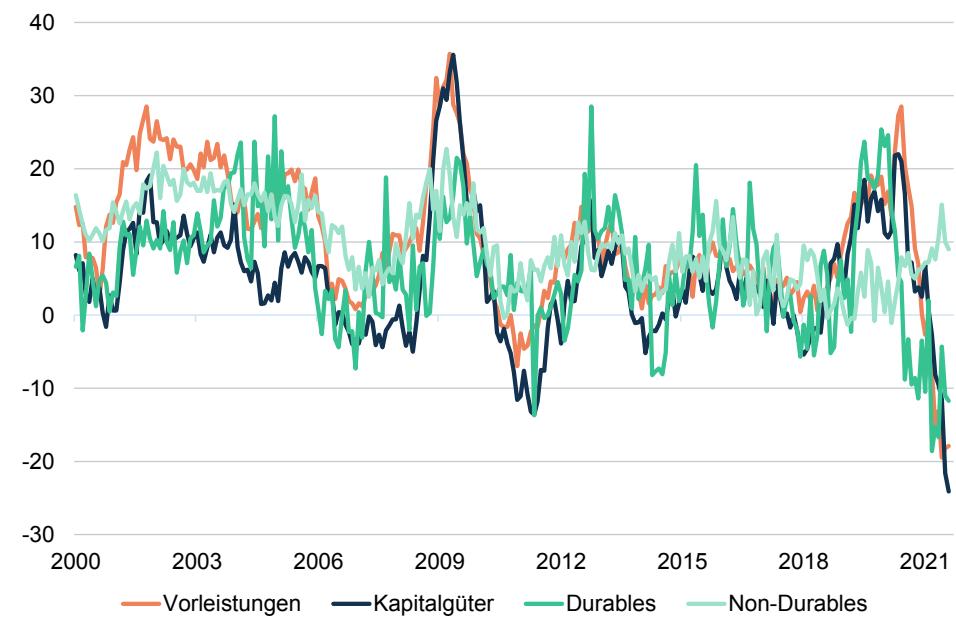
„Stocks of finished goods“ Euroraum  
Monatswerte, saisonbereinigt



## Euroraum

- Nur bei „Non-durable Consumer Goods“ ausreichend Bestände.
- V.a. Kapitalgüter und Vorleistungen historisch tief.

„Stocks of finished goods“ Deutschland  
Monatswerte



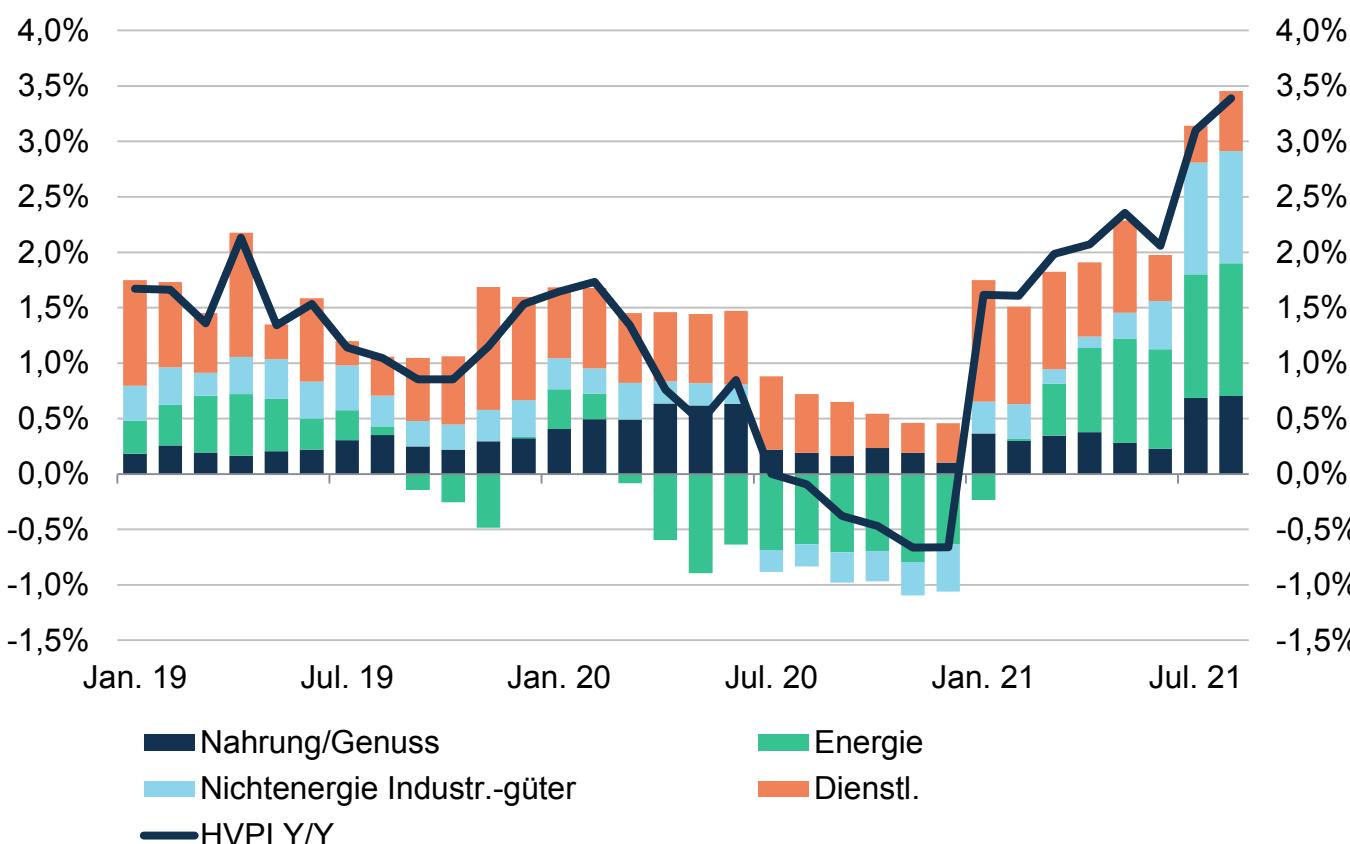
## Deutschland

- Consumer non-durables noch gute Bestände.
- Vor allem bei Kapitalgütern Tiefststände, aber auch Vorleistungen bereiten weiter Sorge.

# Derzeit Inflation in allen Gütergruppen

## Deutscher HVPI Y/Y und Beiträge

(Monatsdaten, nicht saisonbereinigt)

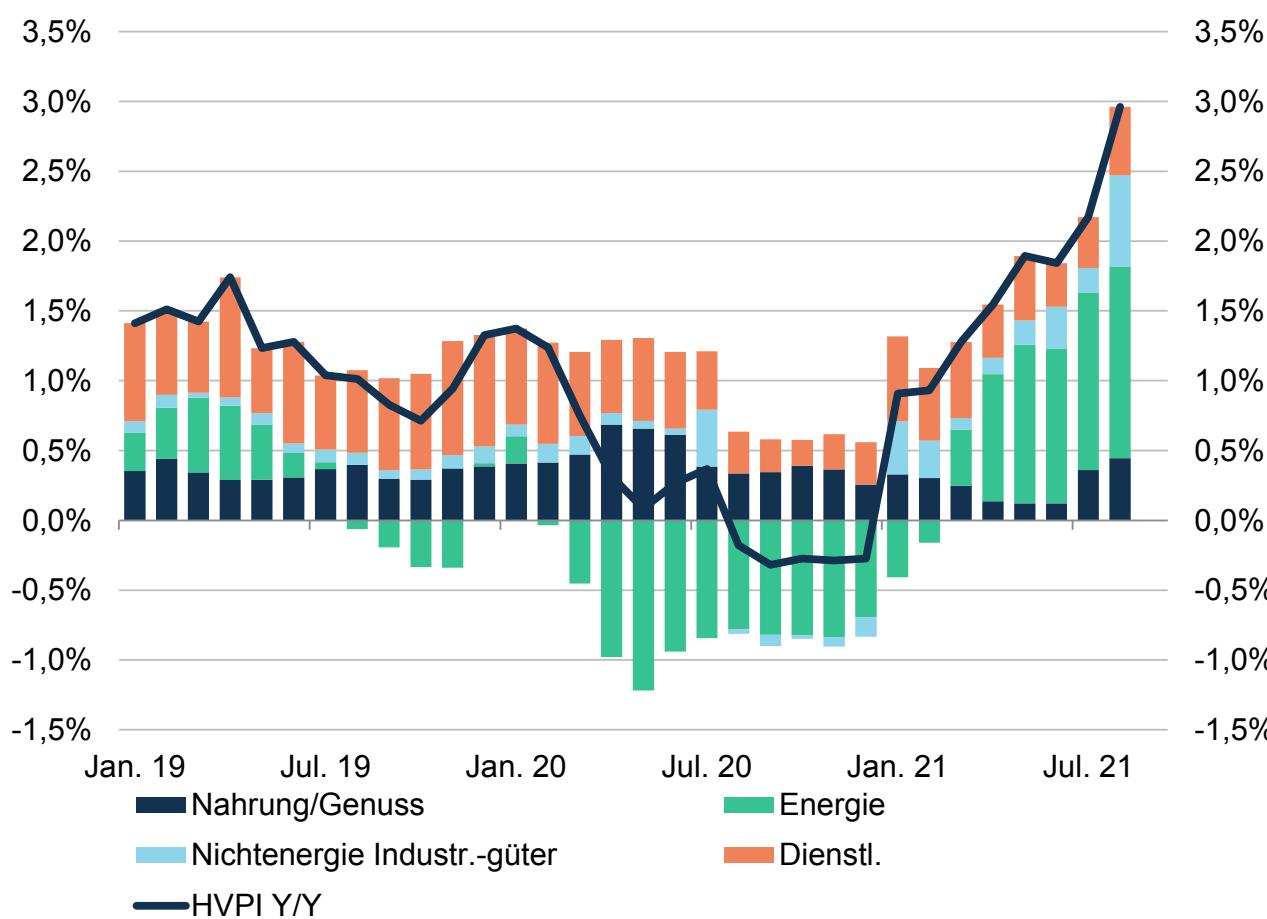


- Beitrag zur Inflation in Deutschland kommt inzwischen aus allen Gütergruppen.
- Dies liegt teils an den Effekten der Steuerpolitik, teils an Basiseffekten, aber vielleicht auch schon an Knappheiten („Lieferengpässe“).

# EWU: Inflation „energielastig“

## HVPI Y/Y und Beiträge

(Monatsdaten, nicht saisonbereinigt)



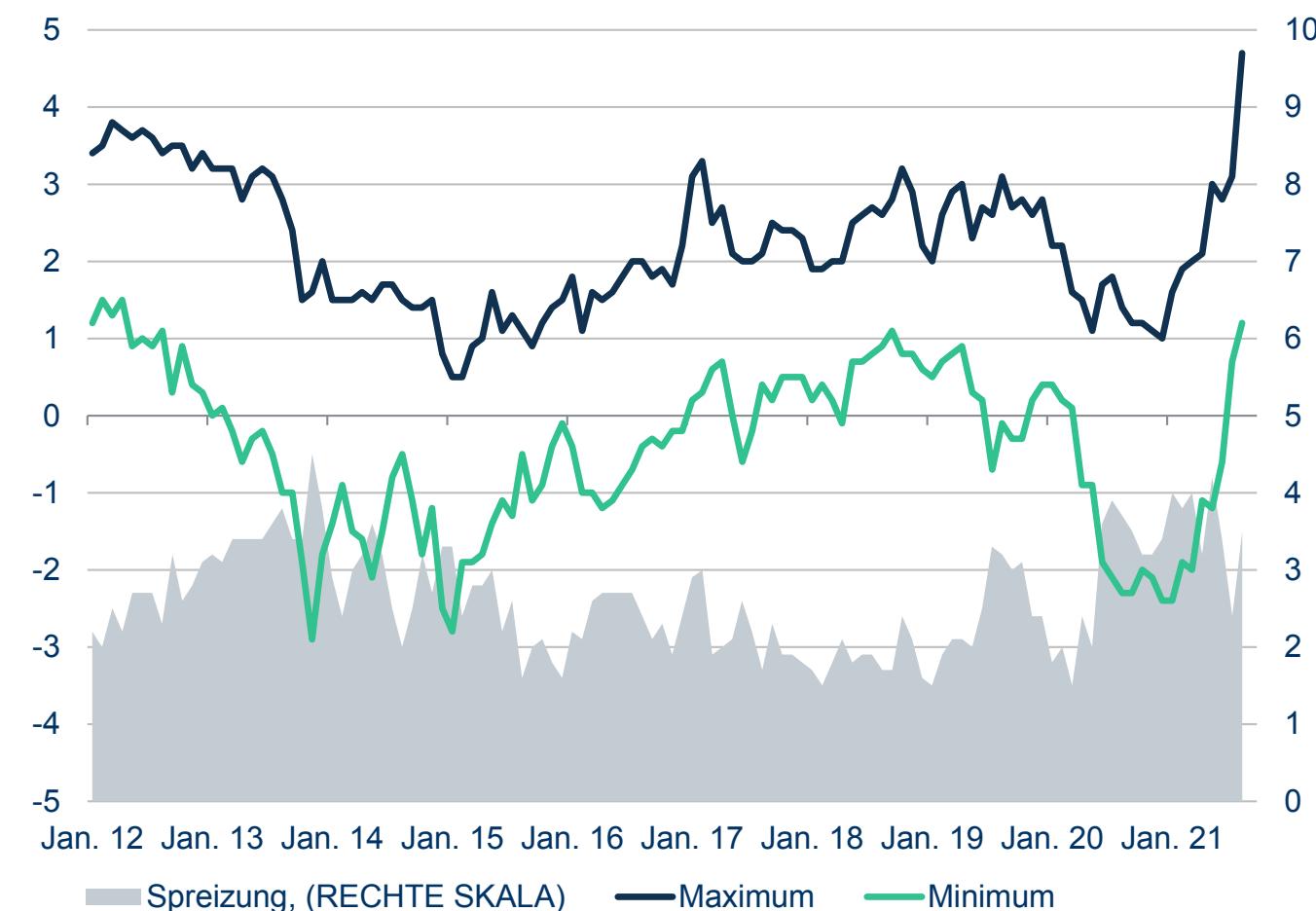
- Im Euroraum sieht es ähnlich aus wie in Deutschland. Vor allem Energiepreise treiben die Inflation.
- Der „Steuereffekt“ wirkt zudem auf EWU-Ebene nur „verdünnt“.

quelle: Refinitiv, LBBW Research

# EWU: Weiter Abstand zwischen den Inflationsraten

## Inflationsraten der zehn größten EWU-Staaten

(in %, Monatswerte)



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

21.09.2021 • LBBW Kapitalmarktkompass-Update

- Beachtlich ist die große Spreizung der Inflationsrate im Euroraum (rd. vier Prozentpunkte zwischen den Inflationsraten der zehn größten Mitgliedstaaten).
- Die Staaten mit der niedrigsten Inflation (im August waren das Portugal und Griechenland) liegen derzeit bei knapp über 1%.

# Inflationserwartungen deutlich gestiegen

## 5Y5Y Inflation Swap Forwards

(in %, Tagesdaten)

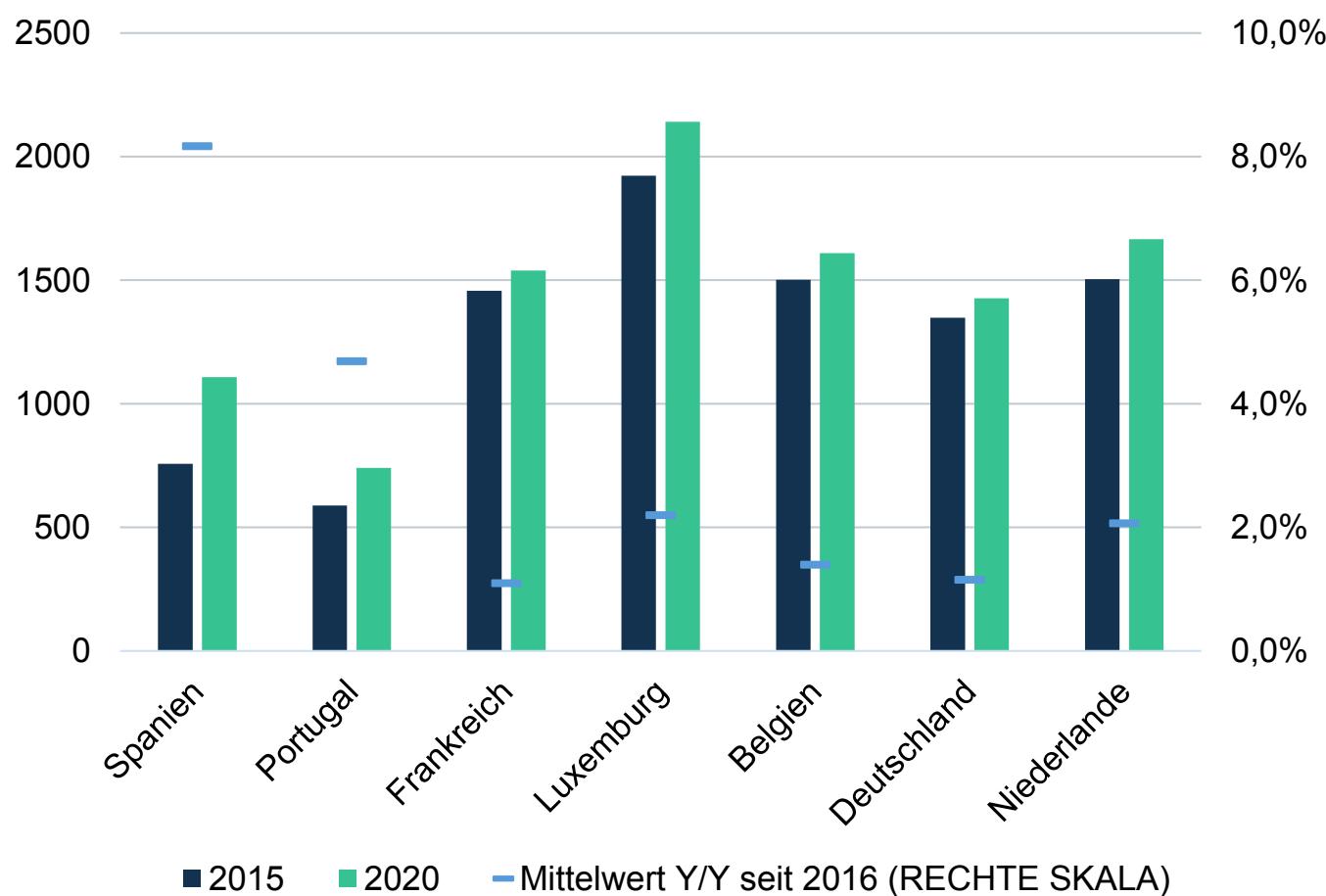


- Beachtlich ist der Anstieg der Inflationserwartungen (5Y5Y Inflation Swap Fwds).
- Dies dürfte aber vorrangig mit der Ölpreisentwicklung u.ä. zu tun haben als z.B. mit der Strategierevision der EZB.

# Mindestlöhne als Inflationstreiber?

## Mindestlöhne

(Pro Monat in Euro, Jahreswerte)



- Die Lohnentwicklung im Euroraum ist ähnlich wie in Deutschland: Stabilitätsorientiert.
- Denkbar wäre indes, ob über höhere Mindestlöhne der Lohnkostendruck und damit die Inflation steigen könnte.
- In Spanien z.B. wurde der Mindestlohn um 22,3% angehoben. (Hinweis: In 2019 lag die spanische Inflation bei 0,8%).
- Allerdings ist eher die Inflationsrate das Maß für die Anpassung des Mindestlohns als umgekehrt.
- Lohnseitig wohl kein dauerhaft stärkerer Inflationsdruck.

# Fazit



- Lieferengpässe lösen sich nur langsam.
- Fortgesetzte, aber schwächere Konjunkturerholung.
- Inflationsraten dürften 2022 sinken.



- Impfschutz lässt nach.
- Unsicherheit über weitere Entwicklung.



- Risiko Nr. 1: Inflation ist Nadel an der Blase!
- Risiko Nr. 2: Wachstumseinbruch China.

# Marktprognosen

Konjunktur		2020	2021e	2022e
in %				
Deutschland	BIP	-4,9	3,2	5,5
	Inflation	0,5	3,0	2,1
Euroland	BIP	-6,5	4,5	4,8
	Inflation	0,3	2,2	1,6
USA	BIP	-3,4	6,0	4,5
	Inflation	1,2	4,4	3,0
China	BIP	2,3	7,5	5,9
	Inflation	2,5	3,2	2,8
Welt	BIP	-3,5	5,8	4,7
	Inflation	3,2	3,7	3,1

Zinsen				
in %	aktuell	31.12.21	30.06.22	31.12.22
EZB Einlagesatz	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Bund 10 Jahre	-0,28	-0,15	0,00	0,00
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25
Treasury 10 Jahre	1,37	1,60	1,90	1,90

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Aktienmarkt				
in Punkten	aktuell	31.12.21	30.06.22	31.12.22
DAX	15 490	16 000	16 500	16 500
Euro Stoxx 50	4 131	4 100	4 200	4 200
Dow Jones	34 585	35 000	36 000	36 000
Nikkei 225	30 500	29 500	30 000	30 000

Rohstoffe und Währungen				
	aktuell	31.12.21	30.06.22	31.12.22
US-Dollar je Euro	1,17	1,18	1,15	1,15
Franken je Euro	1,09	1,12	1,14	1,15
Gold (USD/Feinunze)	1754	1800	1850	1900
Öl (Brent - USD/Barrel)	76	70	70	75

## Nächste Telefonkonferenzen / Webkonferenzen

### Termine:

- Dienstag, 05.10.2021, 14h
- Dienstag, 19.10.2021, 14h – KMK Update
- Dienstag, 02.11.2021, 14h
- Dienstag, 16.11.2021, 14h – KMK Update
- Dienstag, 07.12.2021, 14h

# 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 Anlagentmöglichkeiten 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 Vertriebshändler 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.