

Bereit für Neues

LB  BW

19.04.2022 Makro | Zinsen | Credits | Aktien

# Kapitalmarktkompass- Update

EZB bleibt vage

Erstellt am: 19.04.2022 10:31



# 01

## Russland- / Ukraine-Krieg: Aktuelle Entwicklungen & die Situation an den Energimärkten

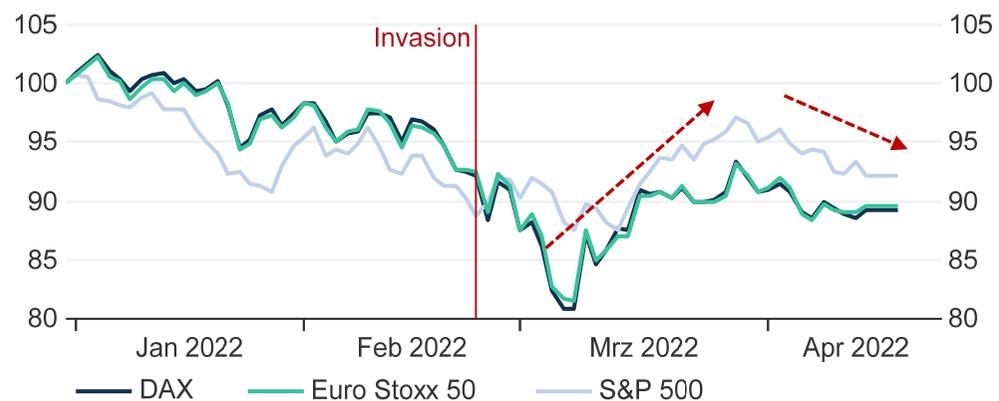
Rolf Schäffer, CIIA  
Gruppenleiter Strategy/Macro  
Tel: + 49 711 127-7 65 80  
rolf.schaeffer@LBBW.de

## Aktuelle Entwicklungen im Russland- / Ukraine-Krieg

- **Großoffensive im Osten der Ukraine hat begonnen.** Putin kündigt an, den Krieg weiterzuführen, und erklärt Verhandlungen über einen Waffenstillstand zu einer Sackgasse.
- **Massive US-Waffenlieferungen angekündigt.** Auch die EU will weitere Waffen an die Ukraine liefern. Entscheidende Schlacht könnte bevorstehen.
- **Gaslieferungen nach Deutschland laufen derzeit weiter.** Geforderte Zahlungen in Rubel nicht konform mit Sanktionen. April-Lieferungen müssen im Mai bezahlt werden!
- **Volatile Rohölpreis-Entwicklung vor dem Hintergrund neuerlicher Eskalationsgefahren.** US-Lagerbestände zuletzt gestiegen; China aktuell mit schwächerem Bedarf.
- **Finnland und Schweden diskutieren zeitnahen NATO-Beitritt** – trotz diesbezüglicher Warnungen Russlands, vom „nicht-nuklearen Status“ für die Ostsee abzurücken.
- **Baldiger Waffenstillstand u. E. unwahrscheinlich.** Russland wird versuchen, bis zum 9. Mai die Erreichung eines Minimalziels (Bsp. Eroberung der Ostukraine) präsentieren zu können.

# Angriff auf die Ukraine: Unsicherheiten nehmen erneut zu

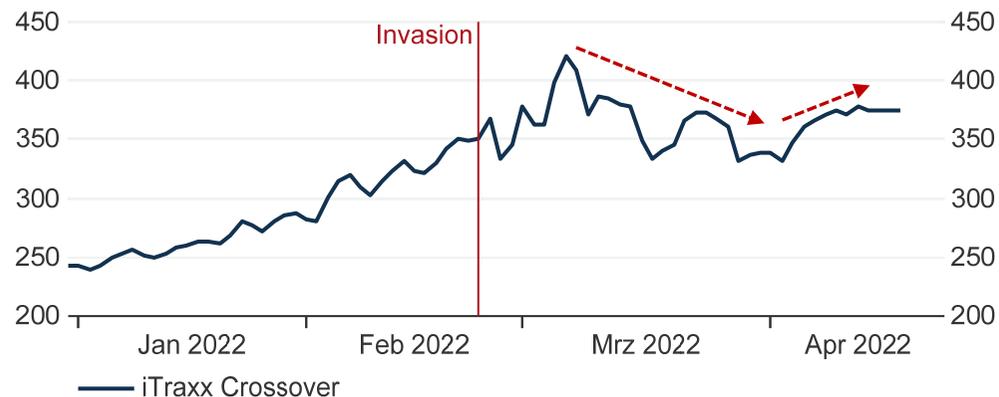
## Aktien: DAX, EuroStoxx50, S&P500



## Bunds / US-Treasuries

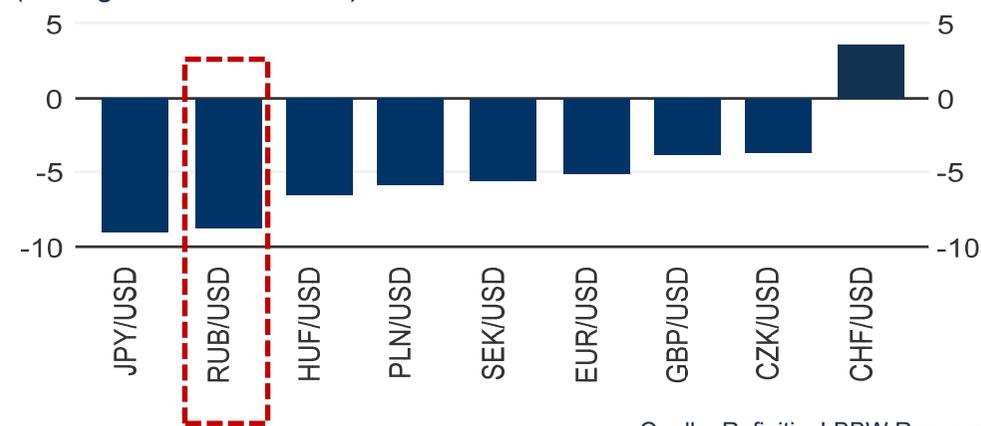


## Credits: iTraxx Crossover



## Ausgewählte Devisen zum USD

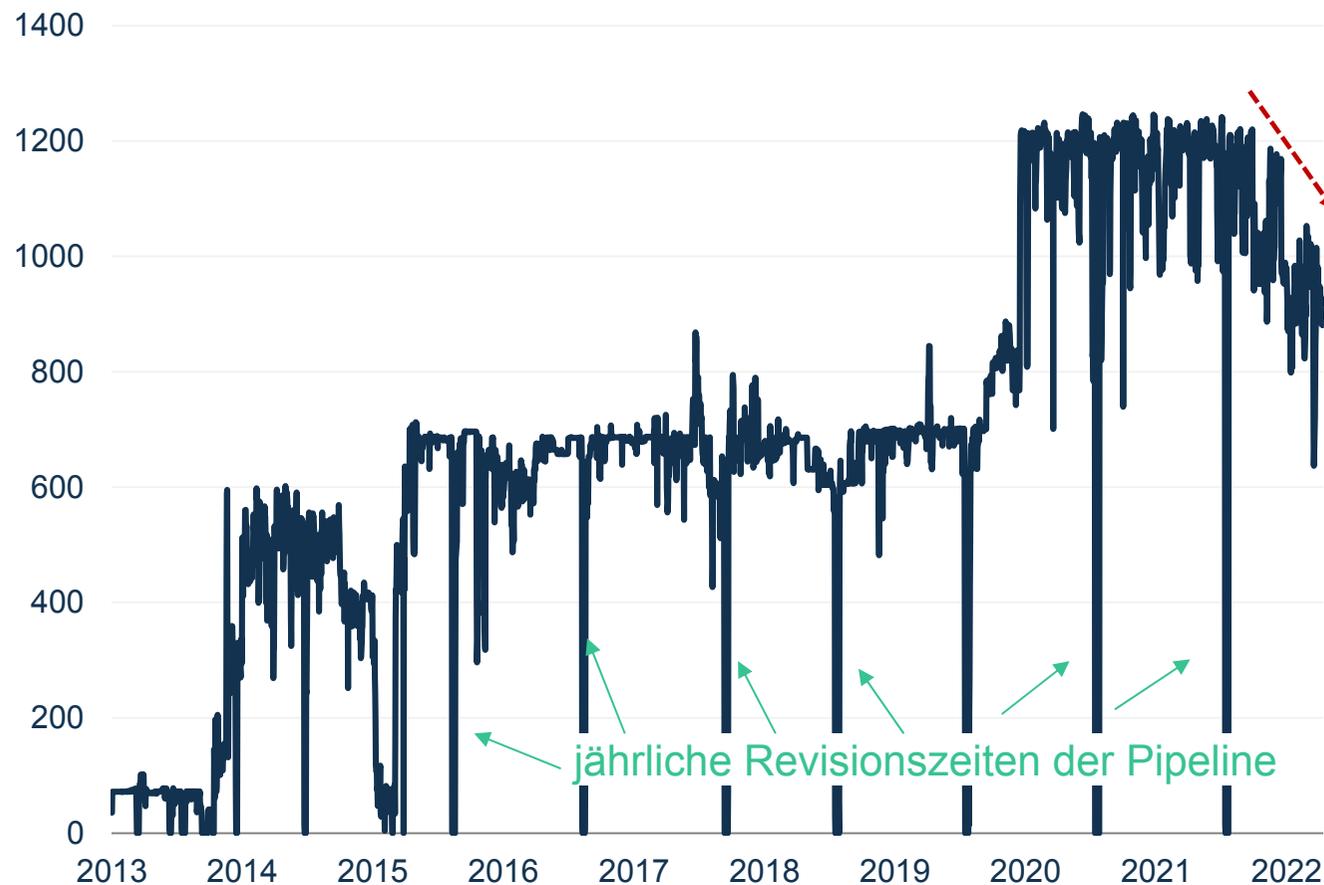
(%-chg. seit 31.12.2021)



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Stopp russischer Gaslieferungen hätte verheerende Folgen für die deutsche Wirtschaft

## NordStream – tägl. Volumen GWh/day Greifswald

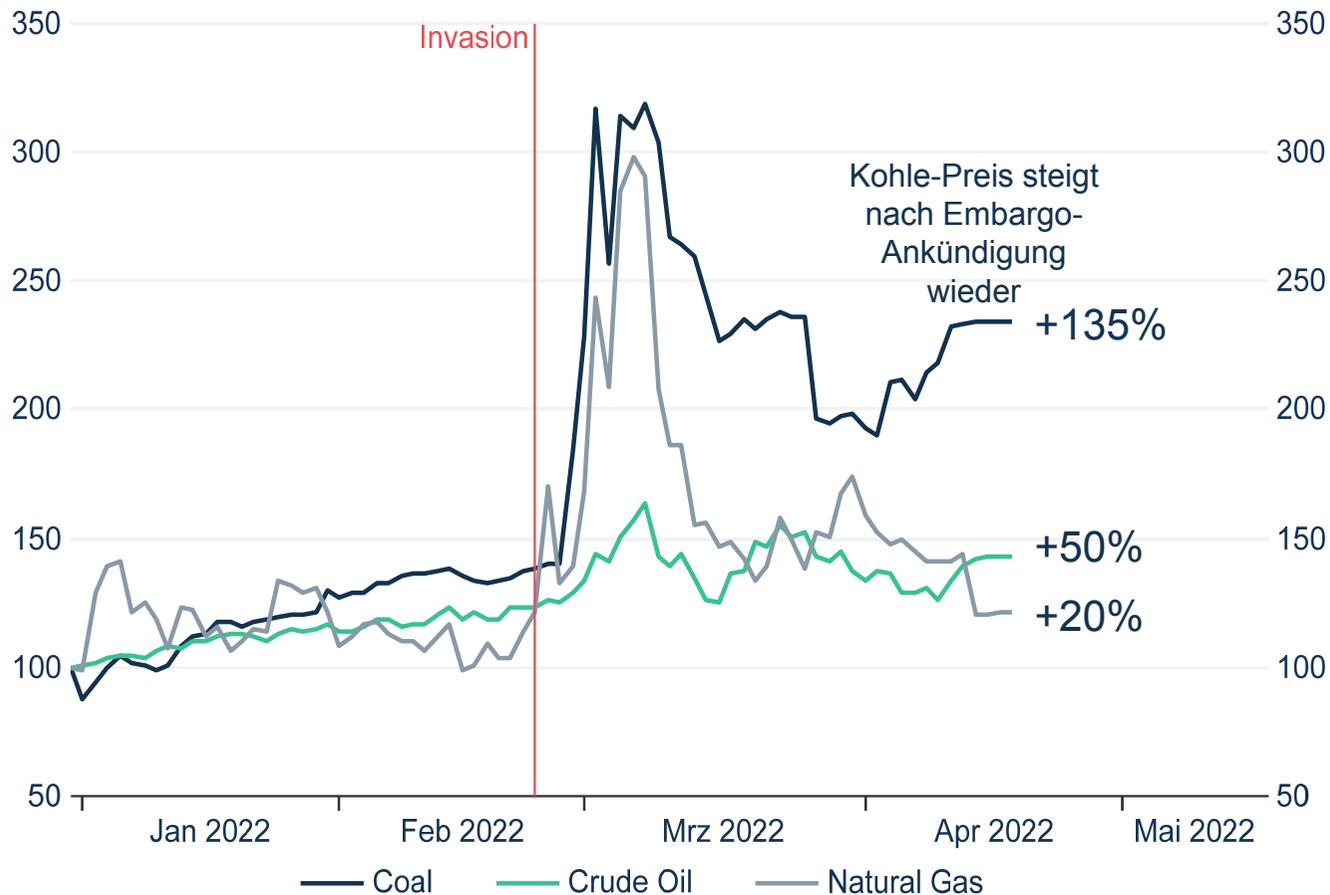


- Die aus Russland über die Nord-Stream-Pipeline nach Deutschland gelieferten Gasmengen sind seit September 2021 rückläufig. Dies erklärt die Preisschübe, die seit Mitte vergangenen Jahres beim Gaspreis in Deutschland aufgetreten sind. In den zurückliegenden Wochen war mit einem Rückgang auf 900 GWh/day eine erneute Verminderung der Liefermengen erkennbar.
- Ein Stopp russischer Gaslieferungen hätte Berechnungen der führenden Wirtschaftsforschungsinstitute zufolge für die Wirtschaft verheerende Folgen. Das deutsche BIP würde 2022 nur um 1,9% zulegen, 2023 würde es um 2,3% schrumpfen. Bei einer sofortigen Unterbrechung der russischen Gaslieferungen stünden hierzulande für beide Jahre insgesamt 220 Milliarden Euro an Wirtschaftsleistung im Feuer.

# Energiepreise als Risiko für die Konjunktur und die Inflation

## Preise für fossile Energieträger in Europa

auf 100 indexierte Entwicklung seit Jahresanfang 2022



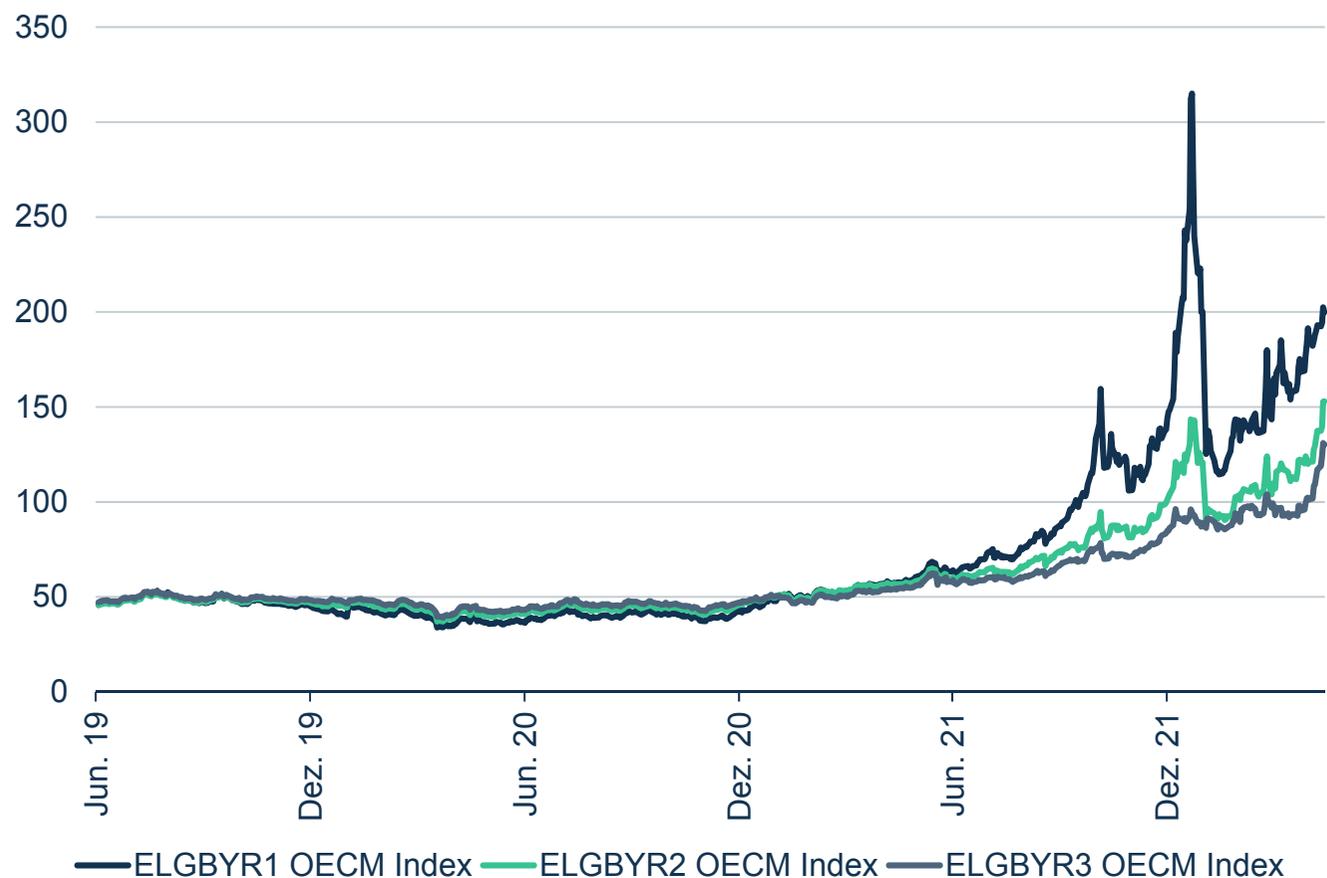
- **Gaspreise** stiegen massiv nach der Invasion. Zuletzt deutlicher Rückgang, da Gas weiter nach Mitteleuropa fließt. Russische Forderung, Gaslieferungen in Rubel zu bezahlen, und wachsender Druck auf Deutschland, einem Gasembargo zuzustimmen, hatten zwischenzeitlich wieder zu einem Anstieg geführt.
- **Rohöpreis** aktuell auf 112 USD pro Barrel Brent angestiegen. Höhere Lagerbestände in den USA und eine aufgrund von Lockdowns in China schwächere Nachfrage haben bisher keine entspannende Wirkung erzielen können. Märkte befürchten erneute Eskalation des Krieges in der Ukraine.
- **Kohlepreis** zuletzt wieder deutlich angestiegen. Hauptgrund dürfte das kürzlich verkündete Embargo ggü. Russland sein.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Strompreise: Auch längerfristige Kontrakte zeigen rasant steigende Preise

## Preisentwicklung bei den jeweiligen Forward-Kontrakten (1, 2 und 3 Jahre)

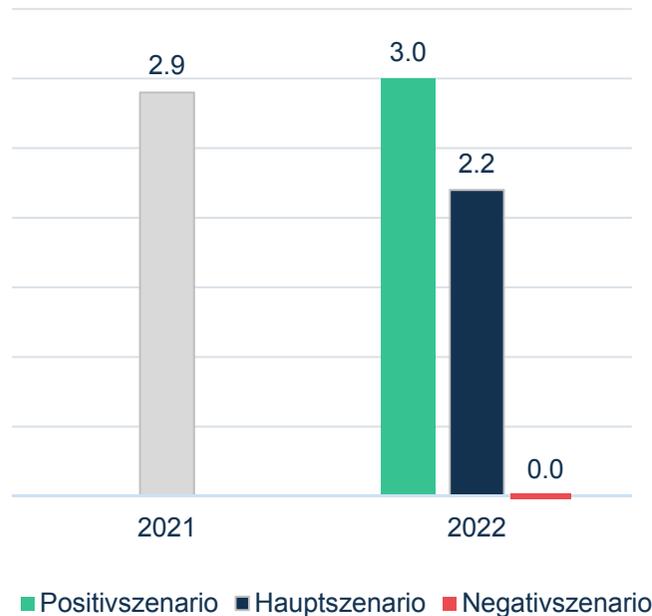
in EUR/MWh



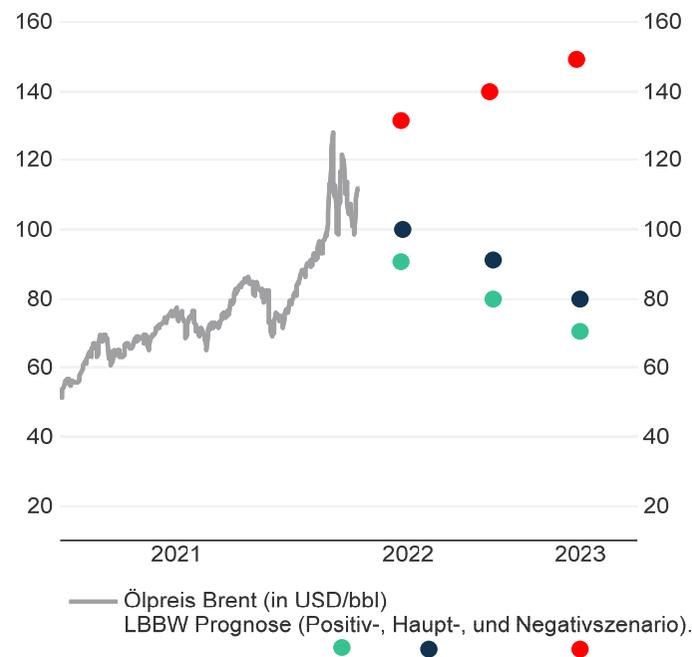
- **Strompreise in Deutschland unter Feuer!** Die gestiegenen Preise für Öl, Gas und Kohle wirken sich auch massiv auf die Strompreisentwicklung aus.
- Lag der **Strompreis für eine MWh bei rd. 50 EUR** vor der Krise, liegen die Forward-Kontrakte auf Sicht von einem Jahr, zwei und drei Jahren **mittlerweile zwischen 130 und gut 200 EUR**.
- Der Anstieg bei den Forwards mit längerer Laufzeit deutet die Markterwartung an, dass das Preisniveau für Strom in Deutschland auch längerfristig sehr deutlich über dem historischen Preisniveau bleiben wird.

# LBBW Research: Ukraine-Szenarien – Auswirkungen auf BIP, Öl und Inflation

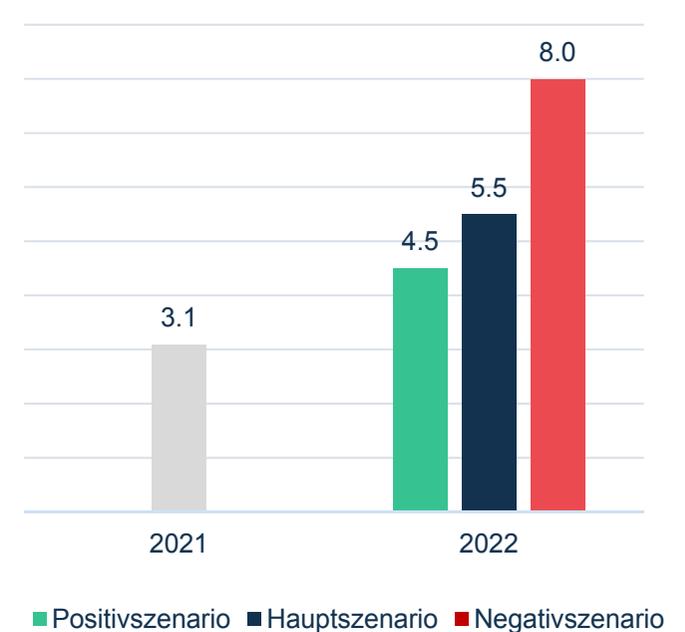
**BIP-Wachstum: DE**  
in %



**Rohölpreis: Brent**  
in %



**Inflation: DE**  
in %



**Unsere:  
Szenarien**

**Positivszenario (20%)**  
→ Baldiger Waffenstillstand

**Hauptszenario 60%:**  
→ Waffenstillstand wird  
im Jahresverlauf erreicht

**Negativszenario (20%):**  
→ Putin greift nach weiteren Zielen  
in Russlands „Nahem Ausland“

# 02

**Makro:**

## **Corona, China & Lieferketten**

Rolf Schäffer, CIIA  
Gruppenleiter Strategy/Macro  
Tel: + 49 711 127-7 65 80  
[rolf.schaeffer@LBBW.de](mailto:rolf.schaeffer@LBBW.de)

# Corona für China eine immer größere Herausforderung

## Neuinfektionszahlen in China pro Tag („bestätigte Fälle“) (Durchschnitt der zurückliegenden sieben Tage)

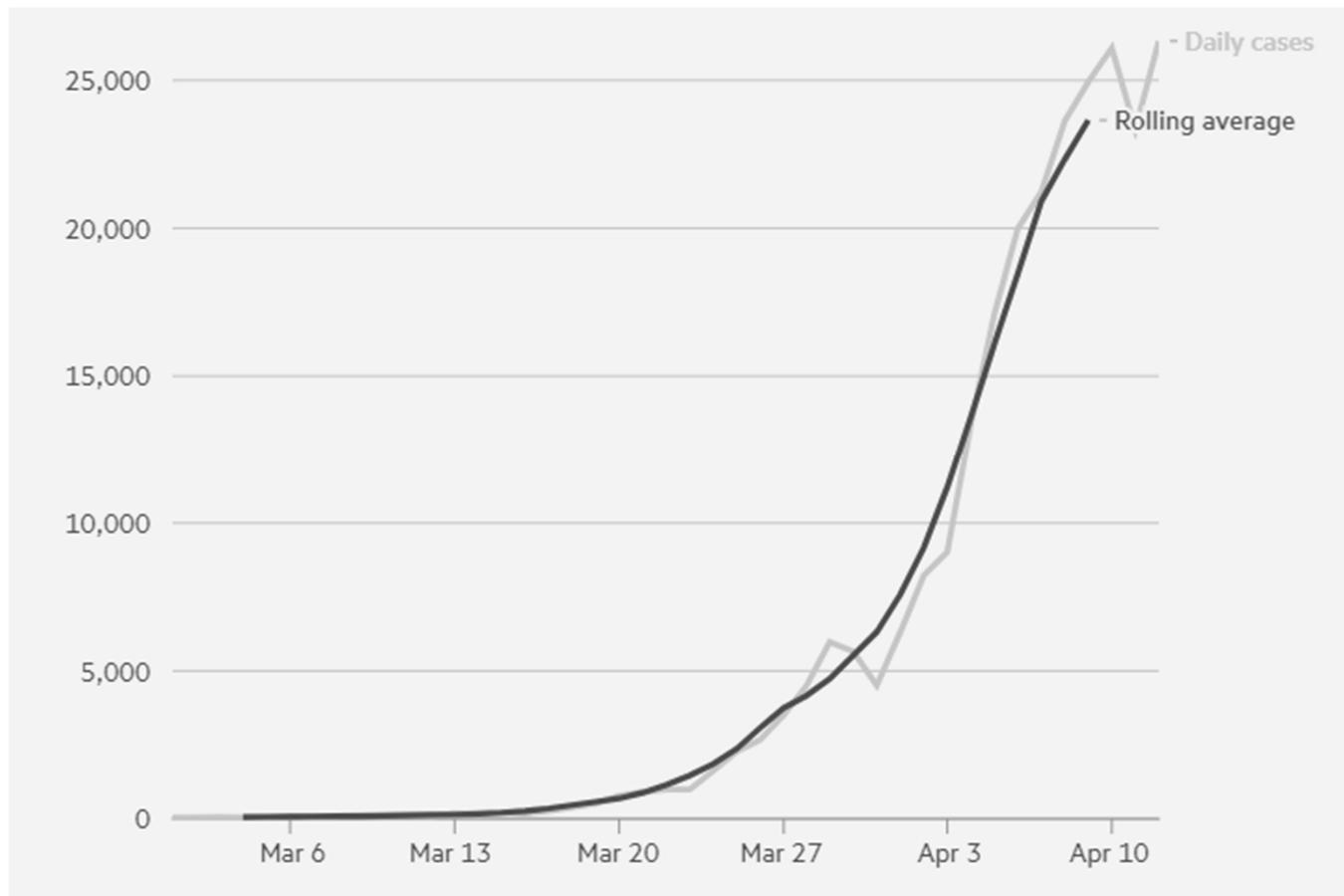


- In den vergangenen Tagen stiegen die offiziell gemeldeten Neuinfektionen in China massiv an.
- Zu beachten ist dabei, dass in China zwischen „bestätigten Fällen“ (siehe Grafik) und „asymptomatischen Fällen“ unterschieden wird.
- Definition „Asymptomatische Fälle“: In China definiert als Fälle, die positiv auf das Coronavirus getestet wurden, aber keine „relevanten klinischen Manifestationen“ aufweisen.  
→ Solange keine schwerwiegenden Symptome auftreten, gelten Infizierte als „asymptomatisch“.
- Die offiziell gemeldeten Zahlen sind häufig nur die „bestätigten Fälle“ – also mit schwereren Symptomen.

# Shanghai weiter in hartem Lockdown

## Shanghai: Tägliche Neuinfektionen

(„bestätigte Fälle“ + „asymptomatische Träger“)

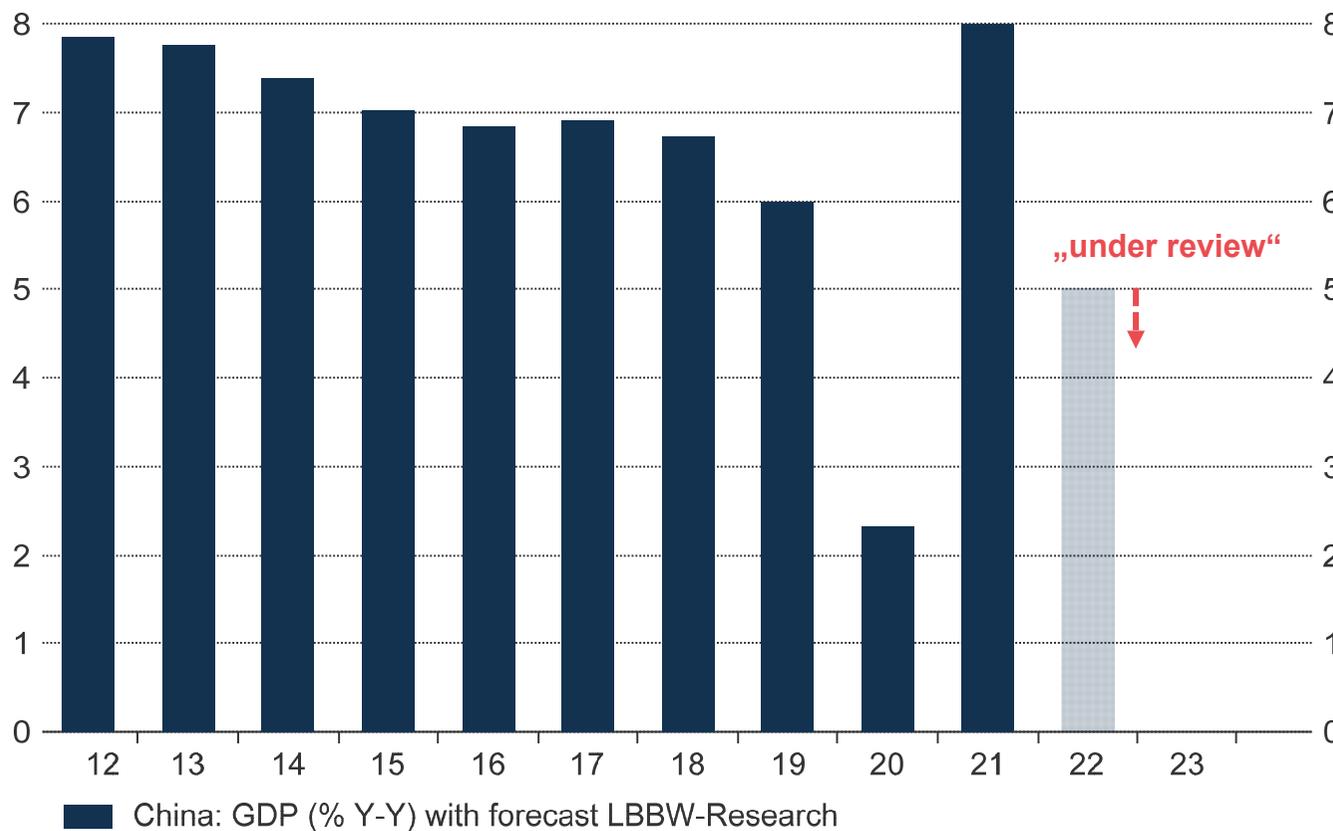


- In Shanghai alleine gab es zuletzt an einem Tag rd. 2.000 neue „bestätigte Fälle“ und 25.000 neue „asymptomatische Träger“.
- In der vergangenen Woche befanden sich 373 Mio. Menschen in China unter partiellem oder vollem Lockdown (Vorwoche: 193 Mio. Menschen).
- In Shanghai gilt seit Ende März ein weitgehender Lockdown. Die meisten der 26 Millionen Einwohner dürfen ihre Wohnungen nicht verlassen. Es gibt Klagen über schlechte medizinische Versorgung und unzureichende Nahrungsmittellieferungen.
- **China ist weiter gefangen in seiner Null-Covid-Strategie.**

# China: Unsere BIP-Prognose von 5,0% steht auf dem Prüfstand

## BIP-Wachstum China mit LBBW-Prognose

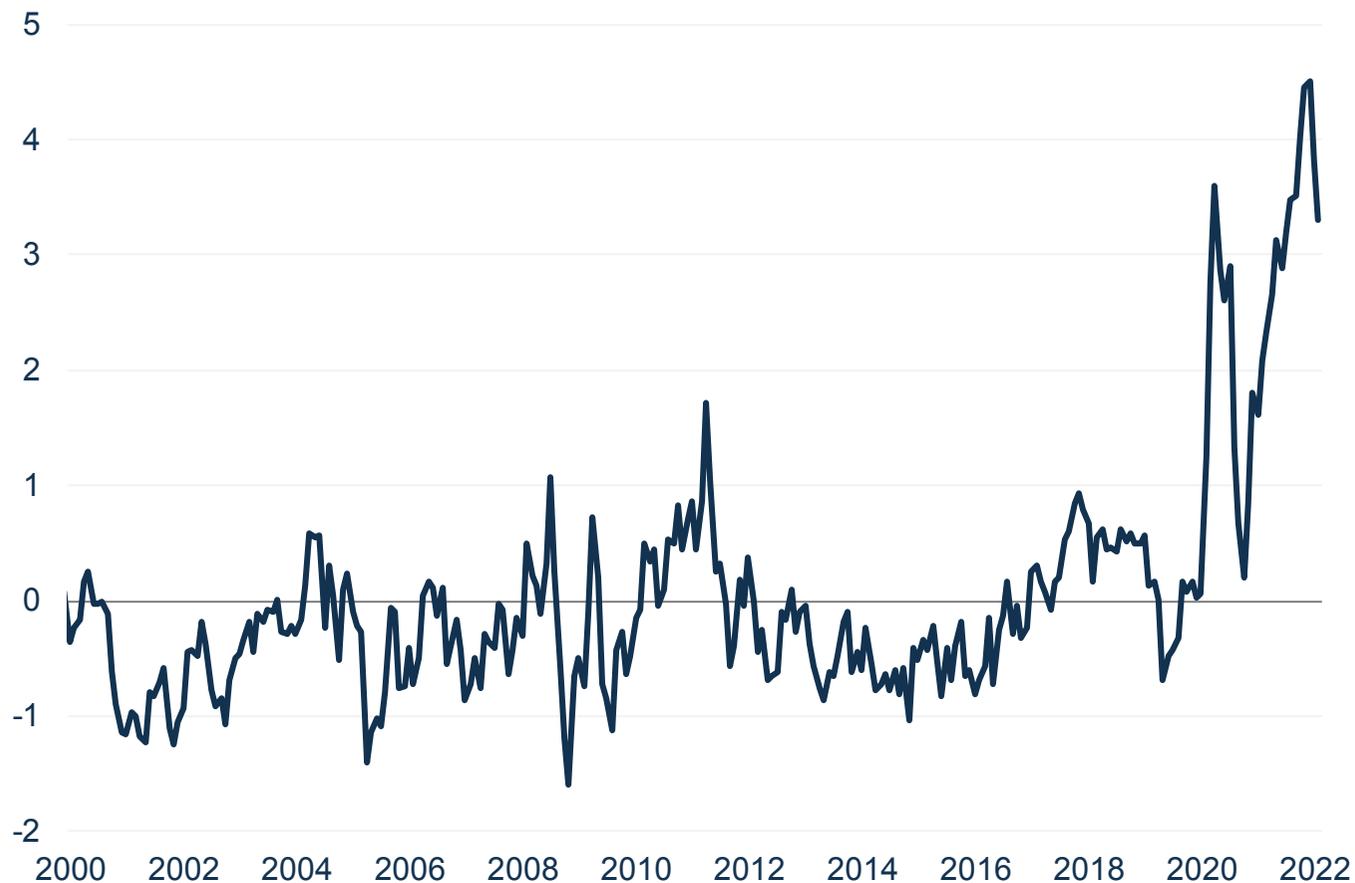
in %



- Für einen grundsätzlichen Schwenk der Strategie ist China zudem nicht gerüstet. Zu schlecht ist angesichts der extrem ansteckenden BA.2-Variante der Immunschutz, v.a. unter den Älteren.
- Sollten die Corona-Ausbrüche – insbesondere in Shanghai – nicht relativ rasch unter Kontrolle gebracht werden, würde dies das chinesische BIP-Wachstum spürbar bremsen. Die Einkaufsmangerindizes sind zuletzt unter die Marke von 50 Zählern gefallen.
- Unsere BIP-Prognose für 2022 von derzeit 5,0% steht aktuell auf dem Prüfstand.
- Mit Blick auf die Lieferketten bleibt dem Westen nur zu hoffen, dass Chinas Strategie Erfolg hat.

# Lieferketten: Leichte Verbesserungen sind zwar auszumachen, ...

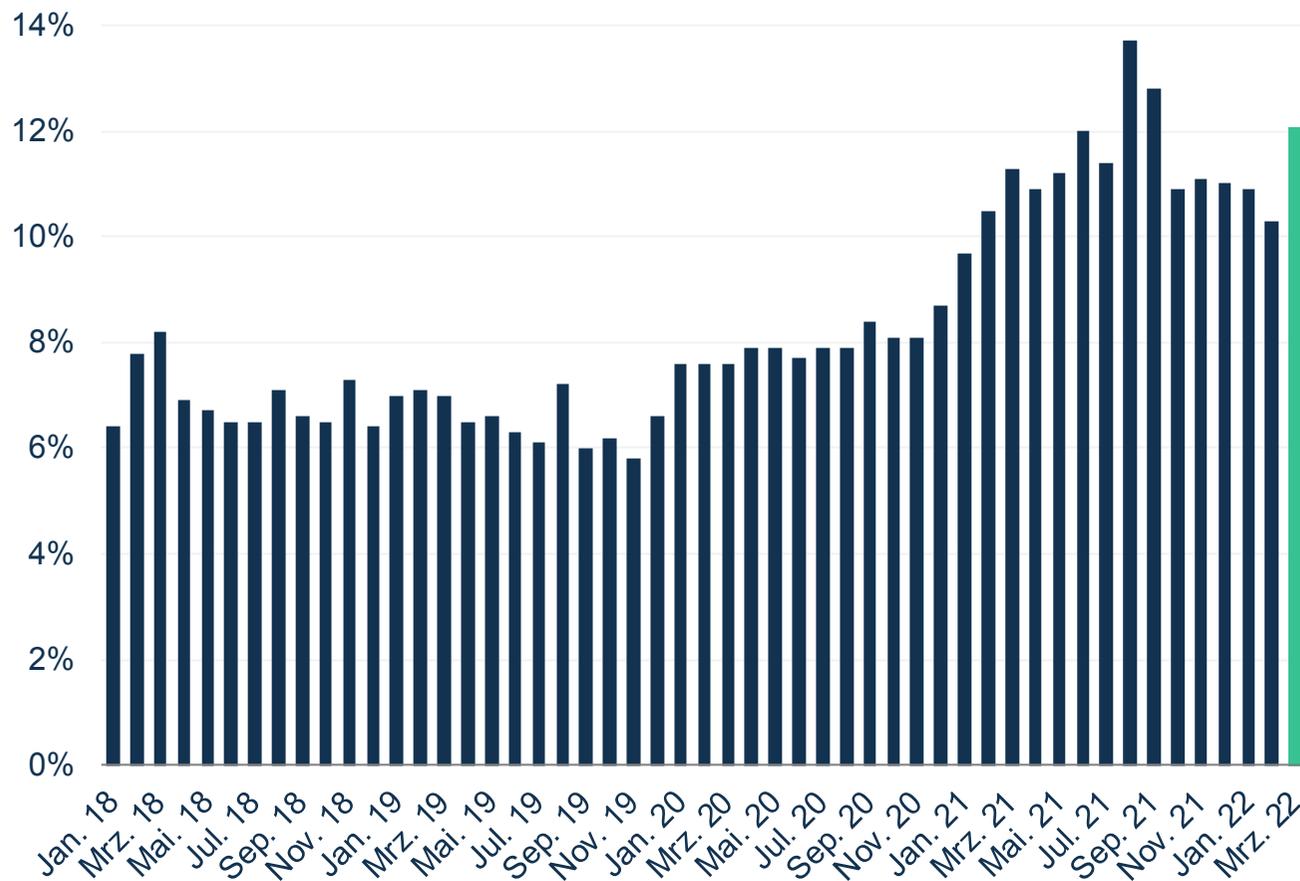
## Globaler Lieferketten-Anspannungsindex



- Ende des Jahres 2021 erreichte der globale Lieferketten-Anspannungsindex einen Höchststand (4,5).
- Seitdem fiel der Anspannungsindex. Somit ist eine leichte Verbesserung der Situation zu erkennen.
- Die **Folgen des Ukraine-Krieges** für den Anspannungsindex sind noch nicht vollständig zu sehen, da der aktuellste Wert vom 28.02. stammt.
- Der Krieg wird unvermeidlich negative Auswirkungen auf die globalen Lieferketten haben und somit auch auf den Index.

## ... die Staus bei Containerschiffen nehmen aber wieder zu

### Gütermenge auf unbewegten Containerschiffen weltweit

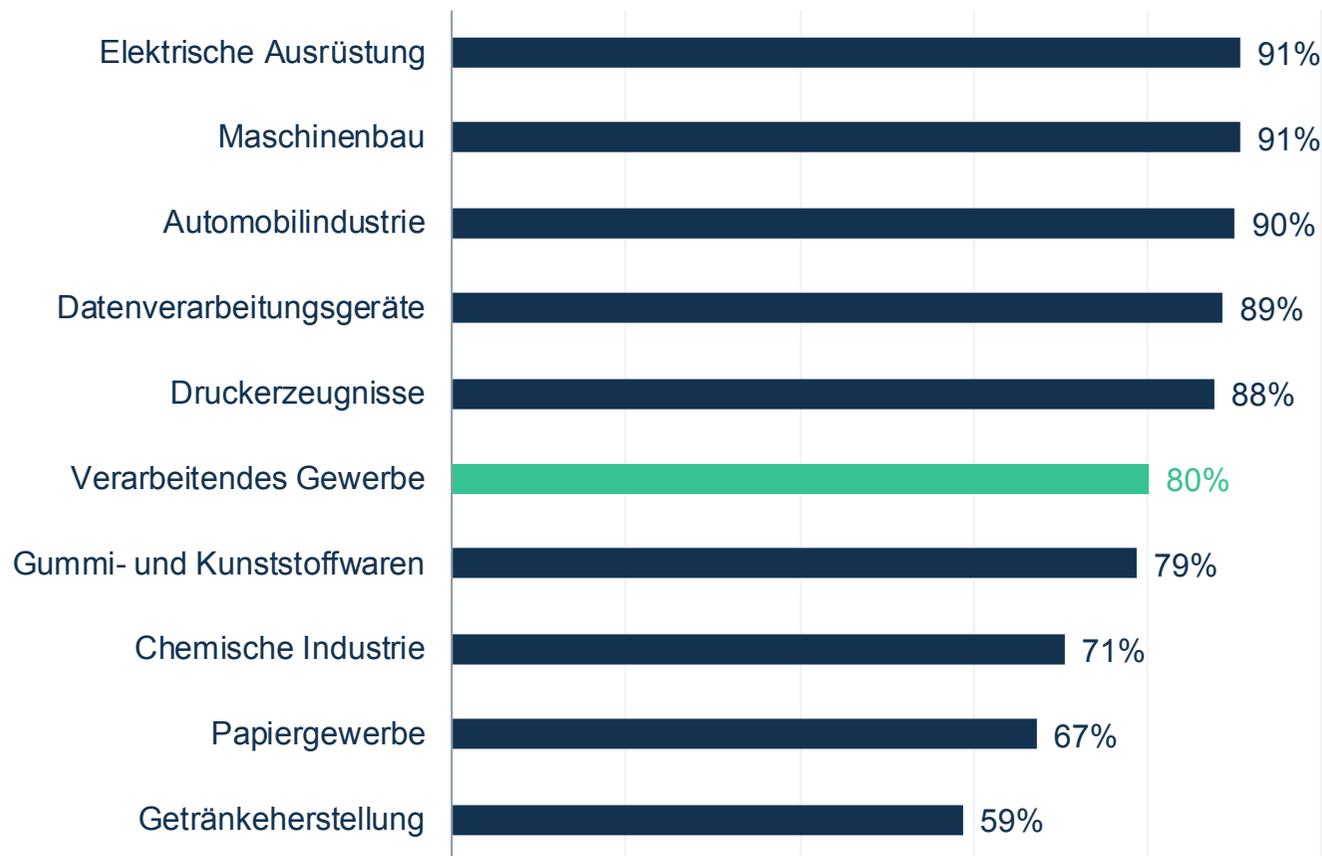


- Die Gütermenge auf unbewegten Containerschiffen weltweit betrug im März 2022 immerhin **12,1%**.
- Ein deutlicher Anstieg im Vergleich zum Februar 2022 (**10,3%**) ist unverkennbar.
- Gründe für die Zunahme der Staus: eine hohe Nachfrage und logistische Probleme, z. B. **die Schließung von Häfen in China & in der Ukraine**.

# Lieferengpässe: Acht von zehn dt. Industrieunternehmen betroffen

## Knappheit von Vorprodukten im Verarbeitenden Gewerbe

Anteil der betroffenen Industrieunternehmen in Deutschland



- Im März nahmen die Anspannungen der Lieferketten weiter zu.
- Acht von zehn Industrieunternehmen in Deutschland waren von Knappheiten bei Industrie-Vorprodukten betroffen.
- Besonders stark ist die Automobilindustrie betroffen, da ein erheblicher Anteil der von deutschen Automobilherstellern verwendeten Kabelbäume, in der Ukraine hergestellt werden.

## 03

EWU:

EZB zögerlich,  
Macron vor  
Wiederwahl

Dr. Jens-Oliver Niklasch  
Seniro Economist  
Tel: + 49 711 127-7 6371  
[jens-oliver.niklasch@LBBW.de](mailto:jens-oliver.niklasch@LBBW.de)

## Auszüge aus dem „Monetary Policy Statement“ der EZB vom 14.04.

- “... the Governing Council judged that the incoming data since its last meeting reinforce its expectation that **net asset purchases** under its asset purchase programme **should be concluded in the third quarter ...**”
- “In the current conditions of high uncertainty, the Governing Council will maintain **optionality, gradualism and flexibility** in the conduct of monetary policy.”
- “Any adjustments to the key ECB interest rates will **take place some time after the end of the Governing Council’s net purchases** under the APP and will be gradual.”
- As announced, it expects the **special conditions applicable under TLTRO III to end in June this year.**
- **Das heißt: Das Monetary Policy Statement wurde praktisch nicht verändert.**

# Markterwartungen: Inflation deutlich über 2% für 5Y5Y

## 5Y5Y Inflation-Swap Forwards

Tagesdaten

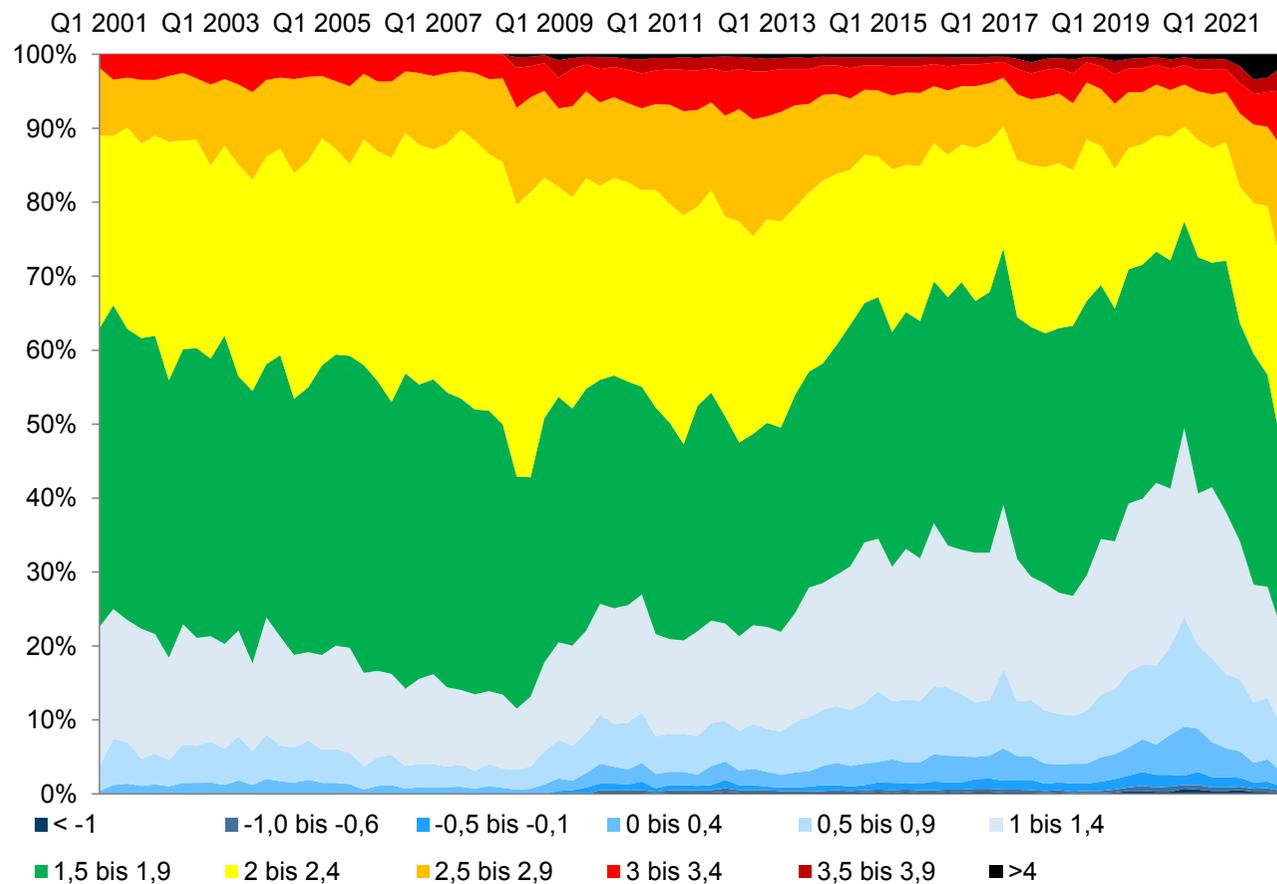


- Aus dem SPF der EZB (15.April):
- “HICP inflation expectations revised up for 2022 (von 3.0% auf 6.0%) and 2023 (von 1.8% auf 2.4%) but unchanged for 2024 at 1.9%”
- “Longer term inflation expectations revised up from 2.0% to 2.1%”

# SPF: „Inflation>1,9%“ jetzt über 50% Wahrscheinlichkeit

## SPF: Inflation in fünf Jahren

Verteilung der subjektiven Wahrscheinlichkeiten

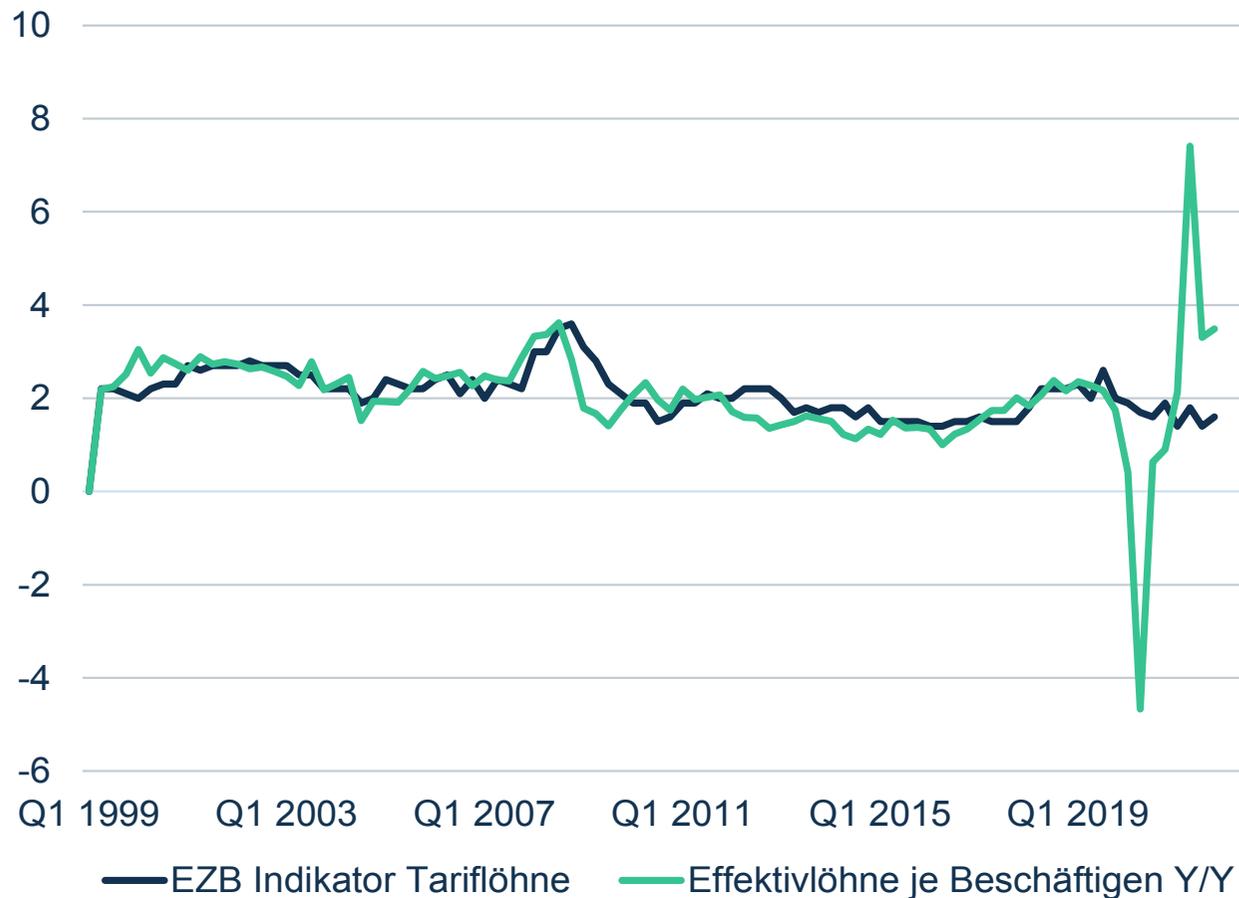


- Die EZB bekommt zunehmend Glaubwürdigkeitsprobleme mit ihrer Geldpolitik.
- Die Summe der Wahrscheinlichkeiten, welche die Inflation in fünf Jahren über 1,9% verorten, liegt **erstmalig seit Q1/2013 über 50%**.
- Damals lag der Leitzins (Hauptrefisatz) bei 0,75% und die Inflation bei 1,9% (im Quartalsdurchschnitt).
- „Problem“: Inzwischen liegt das Inflationsziel bei 2%, d.h. die Klasseneinteilung der Inflationsraten im SPF deckt sich nicht mehr mit der Strategie der EZB.

# Lohnentwicklung im Euroraum bleibt unübersichtlich

## Tariflöhne und Effektivlöhne Y/Y

Quartalswerte, aktuellster Wert Q4/2021

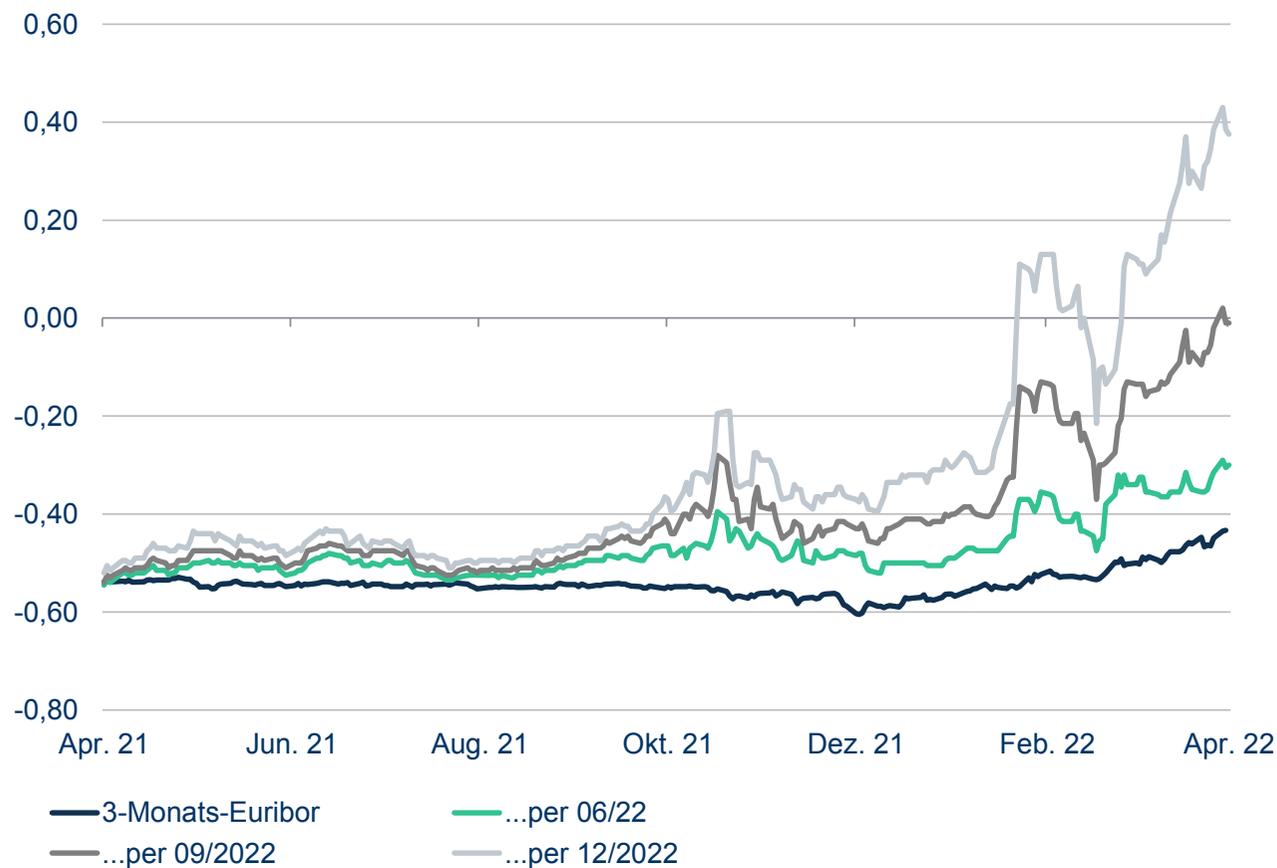


- Aufgrund von Effekten der Corona-Pandemie und einer vorübergehend kräftigen Zunahme von Kurzarbeit haben die Effektivverdienste 2020/21 stark geschwankt.
- Die Tariflöhne, die in diesem Umfeld ein besserer Indikator für den Lohndruck sein dürften, sind (Q4/2021) sehr moderat gestiegen.
- Bislang liegen kaum Anzeichen für deutlich steigende Löhne im Euroraum vor. Vielfach sind Lohnabschlüsse ein Paket aus Einmalzahlungen („Corona-Bonus“), Regelungen zu Arbeitszeit und mobiler Arbeit, Beseitigung geschlechtsbedingter Lohndiskriminierung sowie überproportionalen Anhebungen für die unteren Lohngruppen.

# Markterwartungen: Geldmarktsätze

## 3M-Euribor, abgeleitet aus den Futures

Tagesdaten



- Am Markt werden für das Jahresende inzwischen zwei bis drei EZB-Leitzinsanhebungen um jeweils 25 Basispunkte berücksichtigt.

# Frankreich: Macron oder Le Pen? Wer wird Präsident?

## Umfragen zur zweiten Runde der Wahl

in %, nur entschiedene Antworten



- Die erste Runde ging an Macron, der mit 27,8% etwas besser abgeschnitten hat als erwartet.
- Le Pen blieb mit 23,1% leicht unter den Prognosen.
- **Für die zweite Runde ist Macron zwar Favorit**, aber Le Pen hat weiterhin Chancen.
- Sollte sie gewinnen, dürfte die Reaktion an den Märkten ähnlich ausfallen wie nach dem Brexit und der Trump-Wahl. Alles weitere ist offen.

# Fazit

		<b>1</b> <b>Ukraine-Krieg:</b> Russische Großoffensive; Gaslieferungen weiter unsicher	
	<b>2</b> <b>China:</b> Corona-Lockdowns belasten Konjunktur & Lieferketten nach Europa		
		<b>3</b> <b>EZB:</b> Währungshüter scheuen Commitment	
	<b>4</b> <b>Wahl in Frankreich:</b> Macron führt in den Umfragen jetzt deutlich		

# LBBW-Prognosen

<b>Konjunktur</b>				
in %		2021	2022e	2023e
Deutschland	BIP	2,9	2,2	2,8
	Inflation	3,1	5,5	2,7
Euroraum	BIP	5,2	3,2	2,8
	Inflation	2,6	6,0	3,0
USA	BIP	5,7	3,0	2,0
	Inflation	4,7	7,0	3,3
China	BIP	8,1	5,0	4,6
	Inflation	0,9	2,8	2,3
Welt	BIP	5,8	4,0	3,6
	Inflation	3,7	5,1	3,0

<b>Zinsen</b>				
in %	aktuell	30.06.22	31.12.22	30.06.23
EZB Einlagesatz	-0,50	-0,50	-0,25	0,00
Bund 10 Jahre	0,75	0,50	0,60	0,90
Fed Funds	0,50	1,50	2,50	3,00
Treasury 10 Jahre	2,69	2,40	2,70	3,00

Quelle: LBBW Research

<b>Aktienmarkt</b>				
in Punkten	aktuell	30.06.22	31.12.22	30.06.23
DAX	14 076	14 500	14 750	15 000
Euro Stoxx 50	3 828	3 900	3 900	4 000
S&P 500	4 447	4 500	4 500	4 600
Nikkei 225	26 843	27 000	27 500	27 500

<b>Rohstoffe und Währungen</b>				
	aktuell	30.06.22	31.12.22	30.06.23
US-Dollar je Euro	1,08	1,10	1,08	1,08
Franken je Euro	1,01	1,03	1,05	1,08
Gold (USD/Feinunze)	1977	1900	1850	1800
Öl (Brent - USD/Barrel)	109	100	90	80

# Anhang: LBBW Kriegsszenarien



<b>Szenario</b>	Baldiger Waffenstillstand	Waffenstillstand wird im Jahresverlauf erreicht	Putin greift nach weiteren Zielen in Russlands „Nahem Ausland“
<b>Detail</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Deal Ost-Ukraine &amp; Krim dauerhaft zu Russland</li> <li>• Ukraine unabhängig, aber weder Teil der EU noch der NATO</li> <li>• Sanktionen werden teilweise aufgehoben</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Russland versucht die Ukraine zu erobern</li> <li>• Kriegs- und Sanktionskosten und militärische Perspektivlosigkeit erhöhen Druck</li> <li>• Gas fließt weiter nach Mitteleuropa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Putin strebt eine Neuauflage des ehemaligen russischen Reiches / der Sowjetunion an</li> <li>• Russland erobert Ukraine, beherrscht sie aber nicht vollständig (Guerilla-Krieg)</li> <li>• Sanktionen auf Dauer</li> </ul>
<b>Auswirkungen</b>	Deutschland 2022: BIP: +3%, Inflation: 4,5%	Deutschland 2022: BIP: +2,2%, Inflation: 5,5%	Deutschland 2022: BIP: 0%, Inflation: 8,0%

## Nächste Telefonkonferenzen / Webkonferenzen

### Termine:

- Dienstag, 03.05.2022, 14h
- Dienstag, 17.05.2022, 14h – KMK Update
- Dienstag, 07.06.2022, 14h
- Dienstag, 21.06.2022, 14h – KMK Update

# Disclaimer

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

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

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

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

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

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

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

# Disclaimer

## Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Hongkong:

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

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

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

## Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Korea:

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

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

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

# Disclaimer

## Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Singapur:

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

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

## Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in der Volksrepublik China:

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

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

# Disclaimer

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