



Wie weit springt die Fed?

Die US-Notenbank wird nächste Woche die Leitzinsen voraussichtlich zum ersten Mal wieder senken. In welchem Tempo und Ausmaß die Zinsen danach weiter sinken werden, hängt von den Daten ab. Sollten sich die Rezessionsrisiken weiter erhöhen, sind auch große Zinsschritte möglich. Für den Rentenmarkt erwarten wir von der Zinssenkung allerdings kaum Impulse, am Aktienmarkt kommt es darauf an, ob es zu einer Rezession kommt oder nicht.

Bernd Weidensteiner

Dr. Christoph Balz

"Daten erfordern Handeln"

Gouverneur Waller vertrat bei einer jüngst gehaltenen Rede die Ansicht, dass für die Fed nach den letzten Daten die Zeit zum Handeln gekommen ist:

- Die Inflationsrate ist, gemessen am Deflator der Konsumausgaben ohne Nahrung und Energie, seit ihrem Hoch Anfang 2022 um 3 Prozentpunkte auf zuletzt 2,6% gefallen. In den kommenden Monaten dürfte sie weiter sinken. Schließlich hat sich auch der für die Dienstleistungspreise maßgebliche Lohnanstieg merklich verlangsamt. Im Frühjahr 2025 dürfte die Kerninflation nur noch wenig über dem Fed-Ziel von 2% liegen.
- Gleichzeitig zeigt der Arbeitsmarkt zunehmend Anzeichen der Schwäche. So ist die Zahl der Beschäftigten in den drei Monaten bis August nur noch um durchschnittlich 116 Tsd gestiegen, während die Zuwächse zu Beginn des Jahres noch mehr als 200 Tsd betragen hatten. Die Arbeitslosenquote ist von 3,4% im April 2023 auf zuletzt bei 4,2% gestiegen.

Aus Sicht der Fed hat sich daher die Einschätzung der Risiken für die beiden Teile ihres Mandats – Preisstabilität und ein maximaler Beschäftigungsstand – deutlich verschoben: Sie sieht jetzt höhere Risiken für den Beschäftigungsteil ihres Mandats, nachdem lange Zeit die hohe Inflation im Zentrum ihres Interesses gestanden hatte. Die US-Notenbank versteht Geldpolitik als Risikomanagement, daher konzentriert sie sich in der Regel auf den Teil ihres Mandats, der in der jeweiligen Situation stärker gefährdet ist. Fed-Chef Powell machte diese Prioritätenverschiebung deutlich, indem er betonte, keine weitere Abschwächung am Arbeitsmarkt mehr anzustreben.

Taylor-Rule stützt Zinssenkungen

Dass die Zeit reif ist für niedrigere Zinsen, zeigt auch eine einfache geldpolitische Regel. Nach der Taylor-Regel sollte der nominale kurzfristige Zinssatz (Fed Funds Rate) dem gleichgewichtigen Nominalzins (der Summe aus dem gleichgewichtigen Realzins, der die Wirtschaft weder stimuliert noch dämpft, und dem Inflationsziel) entsprechen, wobei ein Aufschlag (*Abschlag*) vorgenommen wird, falls

- die Inflationsrate über (*unter*) dem Ziel von 2,0% notiert
- die Arbeitslosenquote unter (*über*) ihrem Vollbeschäftigungsniveau notiert. [1]

Selbst wenn man für den gleichgewichtigen Realzins einen relativ hohen Wert von 2% ansetzt (viele Ökonomen und auch die Fed sehen ihn eher bei 1%) und damit 4% für den nominalen Gleichgewichtszins, so ergibt sich derzeit ein Taylor-Zins von nur **5,1%**:

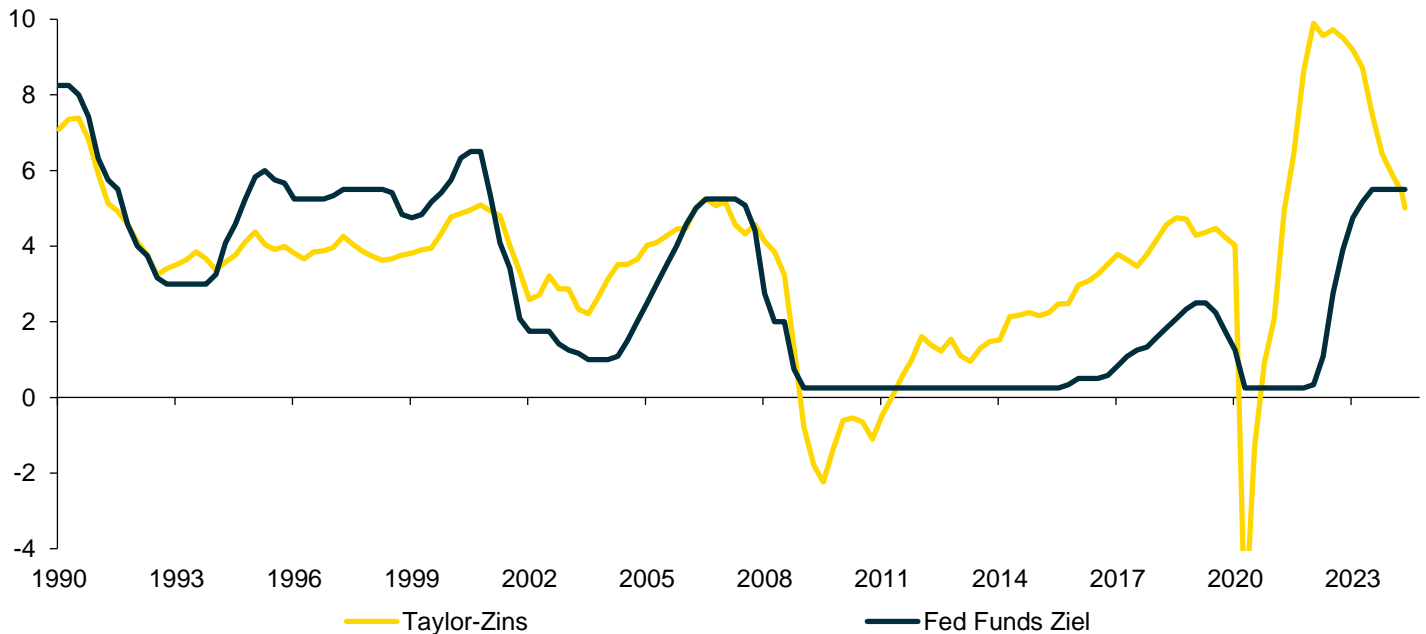
- Gleichgewichtszins von **4%**
- plus ein Aufschlag für die zu hohe Inflationsrate, um diese wieder zu senken: $(2,6\% - 2,0\%) \cdot 1,5 = \mathbf{0,9\%}$
- plus ein Aufschlag, da die Arbeitslosenquote von 4,2% niedriger ist als das (vom Rechnungshof CBO geschätzte) Vollbeschäftigungsniveau von 4,4%: $4,4\% - 4,2\% = \mathbf{0,2\%}$.

Sicherlich sind die Ergebnisse der Taylor-Regel nicht auf die Goldwaage zu legen. Aber die gesunkene Inflation und der Anstieg der Arbeitslosenquote haben den mit der Regel berechneten "Taylor-Zins" deutlich fallen lassen. Mit 5,1% liegt er im Gegensatz zu den Vorjahren jetzt etwas unterhalb des aktuellen Leitzinskorridors von 5,25% bis 5,50% (Chart 1).



Chart 1 - Leitzins mittlerweile leicht unter Taylor-Regel

Fed Funds Zielsatz (Obergrenze) und Taylor-Zins, in %



Quelle: Fed, BLS, S&P Global, Commerzbank-Research

25 Basispunkte – oder doch 50?

Kommende Woche wird es für die Fed in erster Linie darauf ankommen, den Zinssenkungsprozess einzuleiten. Dazu reicht ein Schritt von 25 Basispunkten aus, mit dem wir auch rechnen. Wir sehen uns in dieser Erwartung auch durch die höher als erwartet ausgefallenen Inflationsdaten für August bestätigt. Dagegen könnte eine Senkung um 50 Basispunkte für viele Investoren ein Beleg dafür sein, dass sich die Fed wirklich Sorgen um die Wirtschaft macht und möglicherweise zu lange mit der Zinswende abgewartet hat; einen solchen Eindruck dürfte die Fed wohl kaum erwecken wollen. Schließlich glaubt die Fed nicht, dass sich die US-Wirtschaft bereits in einer Rezession befindet oder sich diese zubewegt (ein weiteres Zitat aus der jüngsten Rede von Gouverneur Waller). Am Ausgangspunkt der Zinssenkungen will die Fed offenbar flexibel bleiben. Ein großer Zinsschritt läuft die Gefahr, der Fed Flexibilität zu nehmen. Denn Erwartungen eines aggressiven Zinssenkungsprozesses würden sich dann wohl verfestigen.

... und wie geht's dann weiter?

Die Fed hält das Inflationsproblem für im Wesentlichen gelöst, sodass sie sich mit ihrer Geldpolitik darauf konzentrieren dürfte, die gestiegenen Risiken für das Wirtschaftswachstum in Schach zu halten. Daher wird die Fed eine ganze Reihe von Leitzinssenkungen durchführen, zumal die Inflation bis zum Frühjahr 2025 wohl noch etwas nachgeben wird. Die Fed wird ihre Leitzinsen Zinssenkungen wohl um mindestens 150 Basispunkte senken, das Tief wäre dann im Frühjahr nächsten Jahres bei 4,00% erreicht.

Ausmaß und Tempo der weiteren Zinsschritte hängen allerdings von den in den nächsten Monaten veröffentlichten ökonomischen Daten ab. Bisher sind die Daten konsistent mit unserer Prognose, dass sich zwar das Wachstum im Verlauf von 2024 abschwächen wird, eine Rezession aber vermieden wird. Dafür spricht auch, dass die Banken-Umfrage der Fed zu den Kreditvergabebedingungen und verschiedene, die Lage an den Kapitalmärkten zusammenfassende Gesamtindikatoren, anzeigen, dass sich die Finanzierungsbedingungen 2024 eher verbessert haben. Die Wirtschaft dürfte dann allmählich wieder an Schwung gewinnen; in der zweiten Jahreshälfte 2025 erwarten wir dann einen allmählich wieder größeren Preisdruck. Wir geben diesem Szenario eine Wahrscheinlichkeit von zwei Dritteln.

Risikoszenario: Rezession

Allerdings haben die Risiken für dieses Szenario in den letzten Monaten zugenommen. Dies liegt nicht zuletzt daran, dass der Wohnungsbau, der zu Jahresanfang noch positive Wachstumsbeiträge geliefert hatte, im Sommer erneut eingebrochen ist. Die Frage ist auch, wie lange die US-Konsumenten ihr recht hohes Verbrauchstempo durchhalten können. Die Sparquote ist deutlich gefallen und liegt aktuell nur noch bei knapp 3% und damit deutlich unter den gut 6% von vor der Coronakrise.



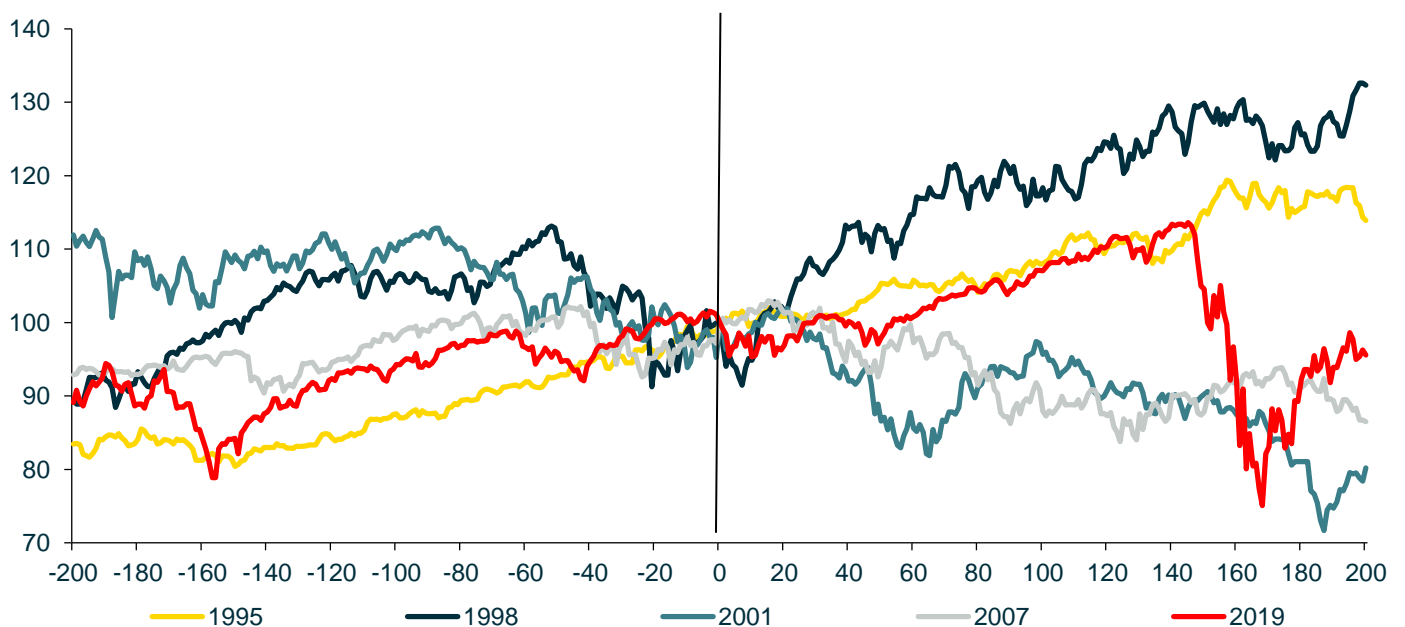
Sollte sich die Konjunktur stärker abschwächen als erwartet, wird die Fed auch stärker reagieren. Fed-Chef Powell hat bereits erklärt, man werde "alles tun, was wir können", um den Arbeitsmarkt zu stützen. Die Notenbank verfüge über "reichlich Spielraum, um auf etwaige Risiken zu reagieren". Dann ist eine Serie großer Zinsschritte wahrscheinlich und die Leitzinsen würden deutlich unter den 4% unseres Hauptszenarios fallen. Wir sehen für dieses Szenario eine Wahrscheinlichkeit von einem Drittel.

Rezessionsfrage für Aktienmarkt entscheidend

Ob es zu einer Rezession kommt, ist vor allem für den Aktienmarkt entscheidend. Denn in der Vergangenheit hat die Zinswende der Fed den US-Aktien nur dann neuen Schwung verliehen, wenn eine Rezession ausblieb. Dies zeigt der Blick auf den S&P 500-Index in den 200 Handelstagen vor und nach der jeweils ersten Zinssenkung (Chart 2). So stabilisierte die Fed mit ihren Zinssenkungen 1995, 1998 und 2019 die Konjunktur, und die Aktienkurse stiegen kräftig (wobei die 2019er Kurs-Rallye später durch die Pandemie beendet wurde). Dagegen stürzten die Kurse in den Jahren 2001 und 2007 nach den ersten Zinssenkungen ab, weil die Wirtschaft in eine Rezession rutschte, welche deutlich fallende Unternehmensgewinne zur Folge hatte.

Chart 2 - Aktienmarkt hängt von Rezession ab

S&P 500-Index, Tageswerte, zum Zeitpunkt der ersten Zinssenkung (t = 0) jeweils auf 100 gesetzt



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Noch niedrigere Treasury-Renditen?

Ist von der Zinswende der Fed nun ein weiterer Impuls in Richtung noch niedrigerer Renditen zu erwarten? Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen ist von 5% im Oktober 2023 bereits auf etwa 3,6% gesunken. Dies ähnelt der Entwicklung vor früheren Zinssenkungen, als die Renditen bereits im Vorfeld des ersten Schrittes stark gesunken sind, weil der Markt jeweils die Zinswende antizipierte. Als die Fed dann "lieferte", war dagegen kein klarer Rendite-Trend mehr zu beobachten (Chart 3).

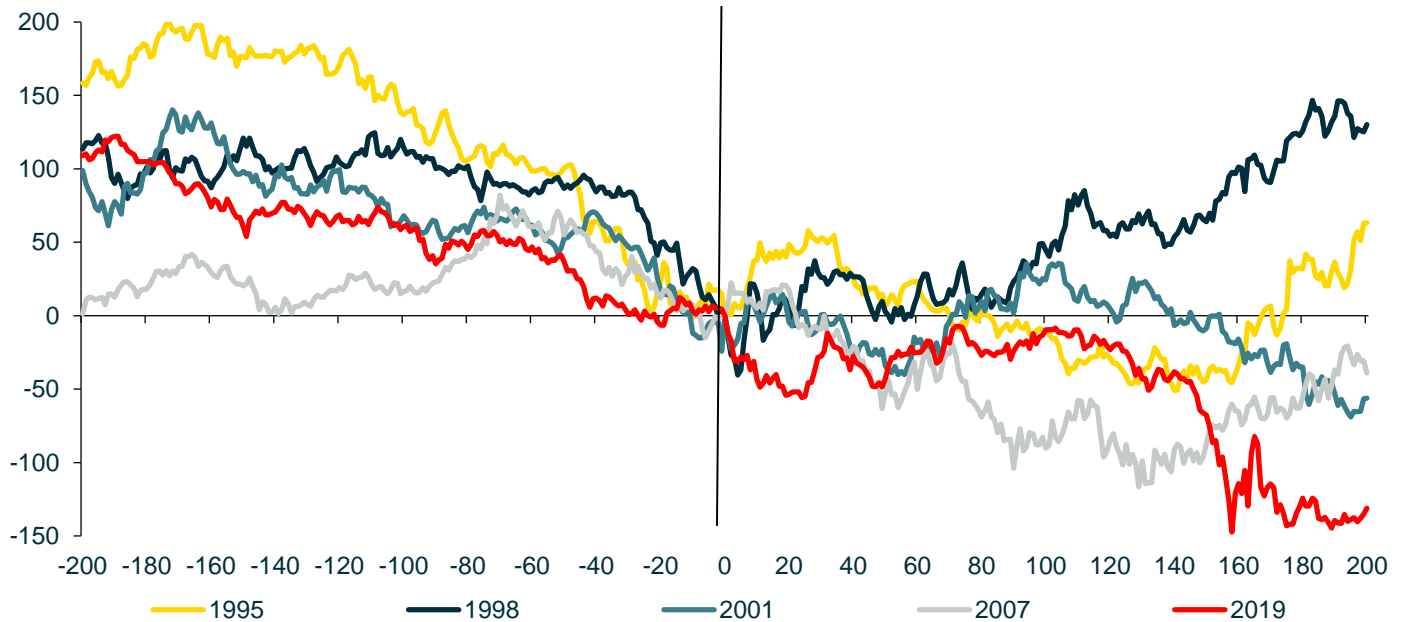
Als 1995 und 1998 eine Rezession vermieden wurde, stiegen die Renditen sogar. Am ehesten sanken die Renditen noch in der Finanzkrise 2007 sowie in dem Spezialfall der Pandemie, die im Frühjahr 2020 etwa 150 Handelstage nach der ersten Zinssenkung auftrat und doch noch eine Rezession auslöste.

Da wir davon ausgehen, dass die US-Wirtschaft nicht in eine Rezession abgleitet und daher die Inflation über dem Ziel der Fed bleiben dürfte, sehen wir nur sehr begrenztes Potenzial für noch niedrigere langfristige US-Renditen.



Chart 3 - Kapitalmarktzins fällt vor allem im Vorfeld der ersten Zinssenkung

Rendite zehnjähriger Treasuries, Tageswerte, Veränderung gegenüber dem Zeitpunkt der ersten Zinssenkung (t = 0) in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

[1] Wir verwenden für den Taylor-Zins die Variante, in der der kurzfristige Nominalzins im Quartal t gesetzt wird gemäß der Formel $i_t = r^* + p^* + 1,5 \cdot (p_t - p^*) + (u^* - u_t)$

mit

r^* = gleichgewichtiger Realzins, Annahme 2%

p^* = Inflationsziel von 2%; damit ist $r^* + p^*$ der gleichgewichtige Nominalzins

p_t = Inflationsrate im Quartal t gemessen am PCE-Deflator ohne Energie und Nahrungsmittel

u^* = natürliche Arbeitslosenquote (Schätzung des Rechnungshofs CBO)

u_t = Arbeitslosenquote im Quartal t

Es gibt weitere Varianten der Taylor-Regel, in denen beispielsweise statt der aktuellen Inflationsrate die Inflationserwartungen verwendet werden. Weil allgemein ein weiterer Rückgang der Inflation erwartet wird, würde dies hier zu einem noch niedrigeren Taylor-Zins führen, also an der Aussage nichts ändern. Ähnlich könnte man statt der Auslastung des Arbeitsmarktes die am Verhältnis von Bruttoinlandsprodukt zu seinem Potenzialwert gemessene Outputlücke verwenden. Auch dies würde am Ergebnis nichts ändern. Wir bevorzugen die obige Variante aus didaktischen Gründen, weil sie sich die beiden Mandate der Fed einbezieht, nämlich stabile Preise und Vollbeschäftigung.

[\(zurück zum Text\)](#)



Research-Kontakte (E-Mail: vorname.nachname@commerzbank.com)

Dr. Jörg Krämer
Chefvolkswirt
+49 69 136 23650

Economic Research

Dr. Jörg Krämer (Leiter)
 +49 69 136 23650

Dr. Ralph Solveen (stv. Leiter, Deutschland)
 +49 69 9353 45622

Dr. Christoph Balz (USA, Fed)
 +49 69 9353 45592

Dr. Vincent Stamer (Euroraum, Welthandel)
 +49 69 9353 45800

Dr. Marco Wagner (EZB, Deutschland, Italien)
 +49 69 9353 45623

Bernd Weidensteiner (USA, Fed)
 +49 69 9353 45625

Tung On Tommy Wu (China)
 +65 6311 0166

Zins und Credit Research

Christoph Rieger (Leiter)
 +49 69 9353 45600

Michael Leister (Leiter Zinsen)
 +49 69 9353 45610

Rainer Guntermann
 +49 69 9353 45629

Hauke Siemßen
 +49 69 9353 45619

Ted Packmohr
 (Leiter Cov. Bonds und Financials)
 +49 69 9353 45635

Marco Stöckle
 (Leiter Credit)
 +49 69 9353 45620

FX & Commodites Research

Ulrich Leuchtmann (Leiter)
 +49 69 9353 45700

Antje Praefcke (FX)
 +49 69 9353 45615

Tatha Ghose (FX)
 +44 20 7475 8399

Charlie Lay (FX)
 +65 63 110111

Michael Pfister (FX)
 +49 69 9353 45614

Volkmar Baur (FX)
 +49 69 9353 26854

Thu-Lan Nguyen (FX, Rohstoffe)
 +49 69 9353 45617

Carsten Fritsch (Rohstoffe)
 +49 69 9353 45647

Barbara Lambrecht (Rohstoffe)
 +49 69 9353 45611

Tung On Tommy Wu (China)
 +65 63110166

Weitere Publikationen (in Auszügen)

Economic Research: Economic Briefing (zeitnahe Kommentierung wichtiger Indikatoren und Ereignisse)
 Economic Insight (Umfassende Analyse ausgewählter Themen)
 Konjunktur und Finanzmärkte (Chart-Buch, das monatlich unser weltwirtschaftliches Bild darstellt)

Commodity Research: Rohstoffe Aktuell (Kommentar und Nachrichten zu Rohstoffmärkten, zweimal pro Woche)
 Rohstoffe kompakt (umfassende Analyse und Prognosen zu Rohstoffmärkten)

Zins und Credit Research: Ahead of the Curve (Flaggschiffpublikation mit Analysen und Strategien für die globalen Rentenmärkte)
 European Sunrise (tägliches Marktkommentar für die Europäischen Rentenmärkte)
 Covered Bond Weekly (wöchentliche Übersicht und Analysen für die Covered Bond-Märkte)
 Rates Radar (ad-hoc Specials und Handelsideen für die Rentenmärkte)

FX Strategy: Tagesinfo Devisen (Tageskommentar und -ausblick für die Devisenmärkte)
 FX Hotspot (zeitnahe Kommentierung wichtiger Ereignisse für den Devisenmarkt)

Für den Bezug der aufgeführten Publikationen wenden Sie sich bitte an Ihren Kundenbetreuer.



Analysten

Dr. Jörg Krämer

Chefvolkswirt
+49 69 136 23650
joerg.kraemer@commerzbank.com

Dr. Ralph Solveen

Stellv. Leiter Economic Research
+49 69 9353 45622
ralph.solveen@commerzbank.com

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 13/9/2024 07:30 CEST fertiggestellt und am 13/9/2024 07:30 CEST verbreitet wurde.

Für die Erstellung und Veröffentlichung dieser Ausarbeitung sind die Abteilung Group Research (GM-R) im Unternehmensbereich Group Management der Commerzbank AG, Frankfurt am Main, bzw. etwaig in der Ausarbeitung genannte Filialen der Commerzbank außerhalb der USA verantwortlich.

Die Verfasser bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigene Einschätzung zu den betreffenden Wertpapieren und Emittenten genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Dotierung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen wird.

Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden. Wenn nicht anders angegeben, beziehen sich die Kurse der in diesem Dokument erwähnten Wertpapiere auf den Schlusskurs oder Spread des letzten Handelstages, die Schwankungen unterliegen können.

Mögliche Interessenkonflikte

Offenlegung möglicher Interessenkonflikte der Commerzbank AG, ihrer Tochtergesellschaften, verbundenen Unternehmen („Commerzbank“) und Mitarbeitern in Bezug auf die Emittenten oder Finanzinstrumente; die in diesem Dokument analysiert werden, zum Ende des dem Veröffentlichungszeitpunkt diesem Dokument vorangegangenen Monats*:

Für Angaben zu den in Kompendien genannten Unternehmen bzw. den von den Analysten der Commerzbank analysierten Unternehmen folgen Sie bitte diesem Link: <https://commerzbank.bluematrix.com/sellside/Disclosures.action>*

*Die Aktualisierung dieser Informationen kann bis zu 10 Tage nach Monatsende erfordern.

Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und ist für Empfänger bestimmt, die wie professionelle Kunden gemäß der MiFID II ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand haben, um kapitalmarktbezogene Information zu verstehen. Es berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers und es stellt keine Anlageberatung dar. Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder irgendeiner anderen Handlung beabsichtigt und dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages. Anleger sollten sich unabhängig und professionell beraten lassen und ihre eigenen Schlüsse im Hinblick auf die Eignung der Transaktion einschließlich ihrer wirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit und Risiken sowie ihrer Auswirkungen auf rechtliche und regulatorische Aspekte sowie Bonität, Rechnungslegung und steuerliche Aspekte ziehen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind öffentliche Daten und stammen aus Quellen, die von der Commerzbank als zuverlässig und korrekt erachtet werden. Die Commerzbank übernimmt keine Garantie oder Gewährleistung im Hinblick auf Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck. Die Commerzbank hat keine unabhängige Überprüfung oder Due Diligence öffentlich verfügbarer Informationen im Hinblick auf einen unverbundenen Referenzwert oder -index durchgeführt. Alle Meinungsäußerungen oder Einschätzungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinungen der Commerzbank wider. Die Commerzbank ist nicht dazu verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

Um potenziellen Interessenkonflikten vorzubeugen, arbeitet die Research-Abteilung der Commerzbank unabhängig von anderen Geschäftseinheiten der Bank. Dies wird durch physische und administrative Informationsbarrieren und getrennte Berichtslinien sowie durch schriftliche interne Richtlinien und Verfahren erreicht.

Diese Ausarbeitung kann Handelsideen enthalten, im Rahmen derer die Commerzbank mit Kunden oder anderen Geschäftspartnern in solchen Finanzinstrumenten handeln darf. Die hier genannten Kurse (mit Ausnahme der als historisch gekennzeichneten) sind nur Indikationen und stellen keine festen Notierungen in Bezug auf Volumen oder Kurs dar. Die in der Vergangenheit gezeigte Kursentwicklung von Finanzinstrumenten erlaubt keine verlässliche Aussage über deren zukünftigen Verlauf. Eine Gewähr für den zukünftigen Kurs, Wert oder Ertrag eines in diesem Dokument genannten Finanzinstruments oder dessen Emittenten kann daher nicht übernommen werden. Es besteht die Möglichkeit, dass Prognosen oder Kursziele für die in diesem Dokument genannten Unternehmen bzw. Wertpapiere aufgrund verschiedener Risikofaktoren nicht erreicht werden. Hierzu zählen in unbegrenztem Maße



Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Unternehmensentscheidungen, Nichtverfügbarkeit vollständiger und akkurater Informationen und/oder die Tatsache, dass sich die von der Commerzbank oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen.

Die Commerzbank und/oder ihre verbundenen Unternehmen dürfen als Market Maker in den(m) Instrument(en) oder den entsprechenden Derivaten handeln, die in unseren Research-Studien genannt sind. Mitarbeiter der Commerzbank oder ihrer verbundenen Unternehmen dürfen unseren Kunden und Geschäftseinheiten gegenüber mündlich oder schriftlich Kommentare abgeben, die von den in dieser Studie geäußerten Meinungen abweichen. Die Commerzbank darf Investmentbanking-Dienstleistungen für in dieser Studie genannte Emittenten ausführen oder anbieten.

Weder die Commerzbank noch ihre Geschäftsleitungsorgane, leitenden Angestellten oder Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, die ggf. aus der Verwendung dieses Dokuments, seines Inhalts oder in sonstiger Weise entstehen.

Die Aufnahme von Hyperlinks zu den Websites von Organisationen, die in diesem Dokument erwähnt werden, impliziert keineswegs eine Zustimmung, Empfehlung oder Billigung der Informationen der Websites bzw. der von dort aus zugänglichen Informationen durch die Commerzbank. Die Commerzbank übernimmt keine Verantwortung für den Inhalt dieser Websites oder von dort aus zugängliche Informationen oder für eventuelle Folgen aus der Verwendung dieser Inhalte oder Informationen.

Dieses Dokument ist nur zur Verwendung durch den Empfänger bestimmt. Es darf weder in Auszügen noch als Ganzes ohne vorherige schriftliche Genehmigung der Commerzbank auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt, verbreitet, veröffentlicht oder an andere Personen weitergegeben werden. Die Art und Weise, wie dieses Produkt vertrieben wird, kann in bestimmten Ländern, einschließlich der USA, weiteren gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sind verpflichtet, sich diesbezüglich zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten.

Mit Annahme dieses Dokuments stimmt der Empfänger der Verbindlichkeit der vorstehenden Bestimmungen zu.

Zusätzliche Informationen für Kunden in folgenden Ländern:

Deutschland: Die Commerzbank AG ist im Handelsregister beim Amtsgericht Frankfurt unter der Nummer HRB 32000 eingetragen. Die Commerzbank AG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn, Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main und der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland.

Großbritannien: Dieses Dokument ist nicht zur Verteilung an Retail-Kunden bestimmt und wurde von der Commerzbank AG, Filiale London, herausgegeben oder für eine Herausgabe in Großbritannien genehmigt; diese Filiale ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority. Einzelheiten zum Umfang unserer Regulierung durch die Prudential Regulation Authority sind auf Anfrage bei uns erhältlich.

USA: Diese Ausarbeitung wurde von der Commerzbank AG erstellt, einem Unternehmen, das in Deutschland und dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) zum Wertpapierhandel zugelassen ist. Die Commerzbank AG ist kein in den USA registrierter Broker-Händler und unterliegt daher nicht den US-Vorschriften für die Erstellung von Research und den damit verbundenen Vorschriften für Research-Analysten. Dieses Dokument ist nicht zur Weitergabe an Privatkunden bestimmt. Jegliche Verteilung dieser Ausarbeitung an US-Investoren ist für institutionelle Großanleger mit Hauptsitz in USA unter Berufung auf Befreiung von der Registrierung gemäß Rule 15a-6(a)(2) des U.S. Securities Exchange Act von 1934 in der jeweils gültigen Fassung (der „Exchange Act“) bestimmt. Jeder U.S.-Empfänger dieses Research-Berichts, der auf der Grundlage der in diesem Research-Bericht enthaltenen Informationen Transaktionen zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder damit verbundenen Finanzinstrumenten durchführen möchte, darf dies nur über einen bei der Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) registrierten Broker-Händler tun. Commerz Markets LLC (CMLLC) ist ein in den USA registrierter Broker-Händler und eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der Commerzbank AG. Die Commerzbank AG ist ein bei der Commodity Futures Trading Commission (CFTC) registrierter Derivate-Swaphändler gemäß dem Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. US-Personen und damit verbundene Dodd-Frank-relevante Anleger, die auf der Grundlage der in diesem Research-Bericht enthaltenen Informationen Transaktionen mit nicht auf Wertpapieren basierenden Swaps durchführen möchten, dürfen dies nur über einen bei der CFTC registrierten Swap-Händler tun.

Kanada: Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Prospekt, Anzeige, öffentliche Emission oder Angebot bzw. Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der beschriebenen Wertpapiere in Kanada oder einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium beabsichtigt. Angebote oder Verkäufe der beschriebenen Wertpapiere erfolgen in Kanada ausschließlich im Rahmen einer Ausnahme von der Prospektspflicht und nur über einen nach den geltenden Wertpapiergesetzen ordnungsgemäß registrierten Händler oder alternativ im Rahmen einer Ausnahme von der Registrierungspflicht für Händler in der kanadischen Provinz bzw. dem kanadischen Territorium, in dem das Angebot abgegeben bzw. der Verkauf durchgeführt wird. Die Inhalte dieses Dokuments sind keinesfalls als Anlageberatung in einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium zu betrachten und nicht auf die Bedürfnisse des Empfängers zugeschnitten. In Kanada sind die Inhalte dieses Dokuments ausschließlich für Permitted Clients (gemäß National Instrument 31-103) bestimmt, mit denen die Commerzbank AG und/oder die Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler Geschäfte treibt. Die Inhalte dieses Dokuments dürfen sich nicht auf Wertpapiere eines Emittenten beziehen, der nach den Gesetzen Kanadas oder einer kanadischen Provinz bzw. eines kanadischen Territoriums gegründet wurde, da die Commerzbank AG und die Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler gemäß National Instrument 31-103 tätig sind. Keine Wertpapieraufsicht oder ähnliche Aufsichtsbehörde in Kanada hat dieses Material, die Inhalte dieses Dokuments oder die beschriebenen Wertpapiere geprüft oder genehmigt; gegenteilige Behauptungen zu erheben, ist strafbar.

Europäischer Wirtschaftsraum: Soweit das vorliegende Dokument durch eine außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraumes ansässige Rechtsperson erstellt wurde, erfolgte eine Neuausgabe für die Verbreitung im Europäischen Wirtschaftsraum durch die Commerzbank AG, Filiale London. Die Commerzbank AG, Filiale London, ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority.



Schweiz: Weder diese Research-Studie noch die hierin enthaltenen Informationen sind als persönliche Empfehlungen für Transaktionen in Finanzinstrumenten im Sinne des Finanzdienstleistungsgesetzes zu betrachten.

Singapur: Dieses Dokument wird in Singapur von der Commerzbank AG, Filiale Singapur, zur Verfügung gestellt. Es darf dort nur von institutionellen Investoren, akkreditierten Investoren oder sachkundigen Investoren, jeweils laut Definition in Section 4A des Securities and Futures Act, Chapter 289, von Singapur („SFA“) gemäß Section 274 bzw. Section 275 des SFA, entgegengenommen werden. Dieses Dokument stellt keine Beratung in bilanziellen, rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, finanziellen oder anderen Fragen und/oder Empfehlungen für den Empfänger dieser Ausarbeitung dar. Darüber hinaus stellen die hierin enthaltenen Mitteilungen/Informationen keine „Finanzberatungs-Dienstleistung“ im Sinne des Financial Advisers Act, Chapter 110, von Singapur („FAA“) dar; deshalb gelten die gegenüber einem Kunden gegebenenfalls zu beachtenden aufsichtsrechtlichen Anforderungen und geschuldeten Pflichten nach oder in Verbindung mit dem FAA nicht in Verbindung mit dieser Ausarbeitung für den Empfänger. Den Empfängern wird empfohlen, zu den hierin enthaltenen Informationen den unabhängigen Rat ihrer eigenen professionellen Berater einzuholen.

Japan: Diese Informationen und ihre Verteilung stellen keine „Aufforderung“ gemäß dem Financial Instrument Exchange Act (FIEA) von Japan dar und sind nicht als solche auszulegen. Diese Informationen dürfen von internationalen Filialen der Commerzbank außerhalb Japans ausschließlich an „professionelle Anleger“ gemäß Section 2(31) des FIEA und Section 23 der Cabinet Ordinance Regarding Definition of Section 2 of the FIEA verteilt werden. Die Commerzbank AG, Tokyo Branch, war nicht an der Erstellung dieser Informationen beteiligt. In dieser Ausarbeitung erwähnte Instrumente können nicht von der Filiale eingeführt werden. Anfragen bezüglich der Verfügbarkeit dieser Instrumente richten Sie bitte an den Bereich Firmenkunden der Commerzbank AG.

Australien: Die Commerzbank AG hat keine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen. Dieses Dokument wird in Australien an Großkunden unter einer Ausnahmeregelung zur australischen Finanzdienstleistungslizenz von der Commerzbank gemäß Class Order 04/1313 verteilt. Die Commerzbank AG wird durch die BaFin nach deutschem Recht geregelt, das vom australischen Recht abweicht.

Volksrepublik China (VRC): Dieses Dokument wird von der Commerzbank AG zur Verfügung gestellt und ist ausschließlich für berechnete Institute bestimmt. Niemand sonst darf sich auf Informationen verlassen, die in diesem Dokument enthalten sind. Die in diesem Dokument enthaltenen Produkte und Dienstleistungen gelten nur für Institute in der VRC, für die die Bereitstellung dieser Produkte und Dienstleistungen nach den Gesetzen und Vorschriften der VRC zulässig ist. Für jede Person, die dieses Dokument erhält, dürfen die Informationen in diesem Dokument weder als Marketing oder Werbung des Geschäfts noch als buchhalterische, rechtliche, regulatorische, steuerliche, finanzielle oder andere Beratung und/oder Anlageberatung an den Empfänger dieses Dokuments angesehen werden und dem Empfänger wird geraten, sich von seinen eigenen professionellen Beratern über die hierin enthaltenen Informationen unabhängig zu beraten und sich bei der Durchführung von betreffenden Transaktionen an die Gesetze und Vorschriften der VRC zu halten.

© Commerzbank AG 2024. Alle Rechte vorbehalten. Version 24.04

Commerzbank Filiale

Frankfurt	London	New York	Singapore
Commerzbank AG	Commerzbank AG	Commerz Markets LLC	Commerzbank AG
DLZ - Gebäude 2, Händlerhaus	PO BOX 52715	225 Liberty Street, 32nd floor,	128 Beach Road
Mainzer Landstraße 153	30 Gresham Street	New York,	#17-01 Guoco Midtown
60327 Frankfurt	London, EC2P 2XY	NY 10281-1050	Singapore 189773
Tel: + 49 69 136 21200	Tel: + 44 207 623 8000	Tel: + 1 212 703 4000	Tel: +65 631 10000