



USA am Rande einer Rezession?

Der vor einer Woche veröffentlichte US-Arbeitsmarktbericht hat Ängste vor einer Rezession geschürt. Wir ordnen die Daten ein und zeigen, ob die typischen Auslöser einer Rezession gegeben sind.

Bernd Weidensteiner
Dr. Christoph Balz

Was sagen die jüngsten Arbeitsmarktdaten?

Die US-Arbeitsmarktdaten haben den Anlegern am letzten Freitag einen Schock versetzt. Die Beschäftigung verfehlte mit einem Zuwachs von 114 Tsd. die Erwartungen deutlich. Vor allem aber hat der erneute Anstieg der Arbeitslosenquote Aufsehen erregt. Diese ist auf 4,3% gestiegen und liegt damit um mehr als 0,5 Prozentpunkte über dem Tiefpunkt der letzten zwölf Monate (Titelchart), was gemäss der viel beachteten "Sahm-Regel" den Beginn einer Rezession markiert [1]. Die Sahm-Regel ist allerdings kein Naturgesetz. Wir sehen in der aktuellen Situation einige Gründe, die die Aussagekraft dieser Regel relativieren:

- In der Vergangenheit wurde die Warnschwelle üblicherweise zwei bis drei Monate nach Beginn einer Rezession ausgelöst. Sollte dieser Abstand auch dieses Mal gelten, hätte der Konjunkturzyklus im April seinen Höhepunkt erreicht. Allerdings sind die Indikatoren, an denen das National Bureau of Economic Reserch (NBER) den Beginn einer Rezession festmacht, seitdem weiter gestiegen: Die Industrieproduktion legte um 1,5% zu, der private Verbrauch um 0,6%, die Einkommen um 0,5% und die Beschäftigung um 0,3%. In einer beginnenden Rezession wären diese Indizes bereits deutlich gefallen.
- In einer Rezession steigt die Arbeitslosigkeit, weil viele Arbeitnehmer entlassen werden. Derzeit geht der Anstieg der Arbeitslosigkeit aber zu einem Gutteil darauf zurück, dass mehr Menschen Arbeit suchen, u.a. wegen der verstärkten Immigration. Der Anteil der Entlassenen an allen Arbeitslosen ist daher in den letzten Monaten kaum gestiegen, im Gegensatz zu den früheren Rezessionen (Chart 1).

Chart 1 - Noch keine Entlassungswelle am US-Arbeitsmarkt

Anteil der Entlassenen an der Zahl der Arbeitslosen in %, 3-Monatsdurchschnitte. Graue Flächen: Rezessionperioden wie vom NBER festgelegt. Schwarze Punkte: Sahm-Regel wurde ausgelöst



Quelle: BLS, St. Louis Fed, Commerzbank-Research

Die Beschäftigungsdaten für Juli waren zudem möglicherweise durch den Hurrikan "Beryl" verzerrt, der in der Erfassungswoche für den Arbeitsmarktbericht auf Land traf. [2] Für ein klareres Bild sollte daher zumindest der nächste Bericht abgewartet werden.



Ohnehin ist die Beschäftigung im Juli nicht gefallen, sondern weiter um 114 Tsd gestiegen, was mit Blick auf langfristige demographische Projektionen nicht wenig ist. Denn langfristig sind monatlich etwa 80 Tsd. bis allenfalls 100 Tsd. neue Jobs nötig, um die wachsende Bevölkerung mit Arbeitsstellen zu versorgen. In den letzten Jahren ist dieses "Tempolimit" am US-Arbeitsmarkt zwar durch die enorm hohe Einwanderung zeitweise wohl auf über 200 Tsd. Stellen pro Monat gestiegen. Monatsdaten des Grenzschutzes zeigen aber ein Nachlassen des Andrangs an, so dass ein Stellenaufbau um 100 Tsd. pro Monat mittelfristig keineswegs besorgniserregend ist.

Auf jeden Fall ist der Arbeitsmarkt kein Auslöser einer Rezession. Vielmehr zeigt er nur die Auswirkungen einer Rezession in Form einer fallenden Beschäftigung und steigender Arbeitslosigkeit. Um die Frage zu beantworten, ob die US-Wirtschaft am Rande einer Rezession steht, sehen wir uns im Folgenden die üblichen Auslöser einer Krise an.

Auslöser von Rezessionen: übliche Verdächtige...

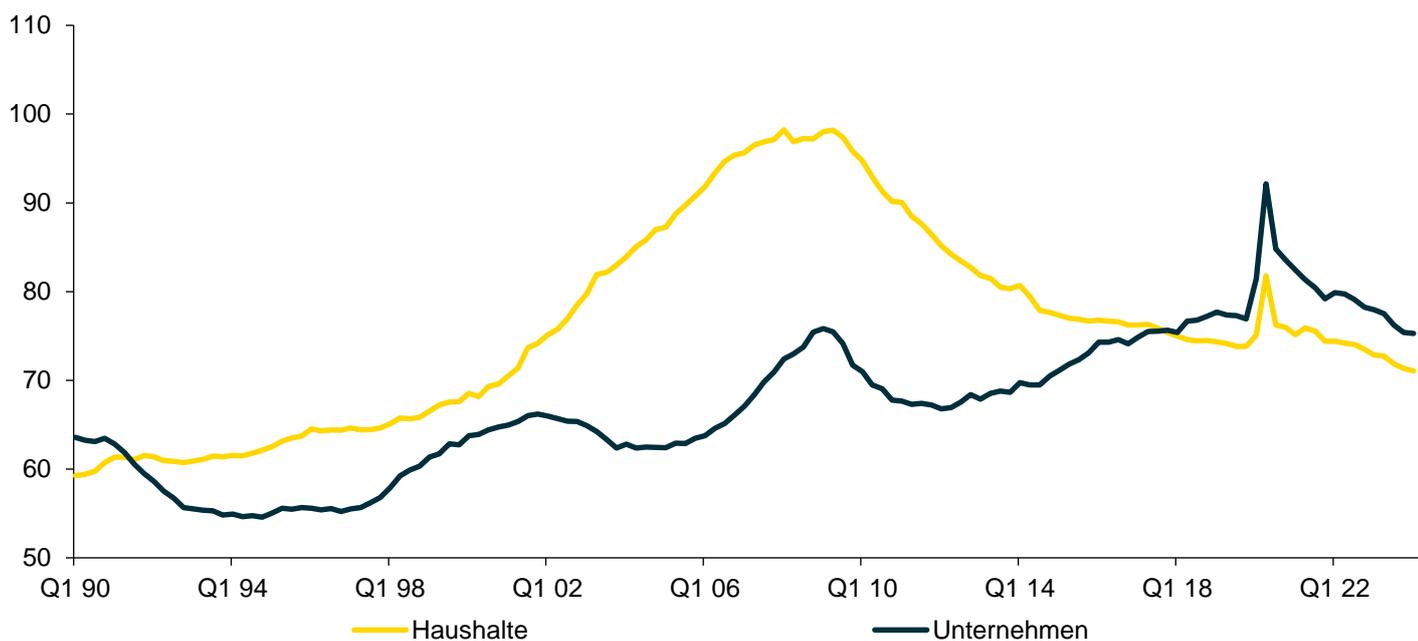
Die Krise von 1973-75 und die Doppelrezession Anfang der 1980er Jahre wurden durch einen Ölpreisschock zumindest massiv verstärkt. Auch 2008 wirkte ein drastischer Anstieg der Ölpreise krisenverschärfend. Aktuell ist von einem Energiepreisschock aber nichts zu sehen. Rohöl- und Erdgaspreise haben sich in den letzten Monate nach unten bewegt, die Ausgaben der privaten Haushalte für Energie und Benzin sind im historischen Vergleich recht niedrig.

Ein anderer Auslöser von Rezessionen sind platzende Blasen an den Vermögenmärkten, wie 2001 an den Aktienbörsen oder 2008 bei Immobilien. Trotz der jüngsten Korrektur sind die Aktienmärkte aber immer noch in der Nähe ihrer Höchststände, erst ein anhaltender drastischer Kurssturz käme als Rezessionsauslöser in Frage. Gleiches gilt für die Immobilienpreise, die aktuell mehr als 6% über dem Stand des Vorjahres liegen. Die Vermögenssituation der Haushalte ist vor diesem Hintergrund solide.

Oft mit Blasen verbunden ist eine Überschuldung der Haushalte oder Unternehmen. Hierfür geben die vorhandenen Daten aber keinen Anhaltspunkt. Die Schulden der Haushalte sind seit dem 2008 erreichten Hoch im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung (98% des BIP) stetig gefallen und stehen momentan bei 71% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) (Chart 2). Die Schulden der Unternehmen haben sich nach dem kurzfristigen Anstieg in der Coronakrise wieder verringert und liegen mit 75% des BIP in etwa auf dem Stand von vor fünf Jahren. Die insgesamt solide Situation schließt natürlich nicht aus, dass es in Teilbereichen – wie Konsumentenkrediten bei "riskanten" Schuldnern oder Teilbereichen des Anleihemarktes – Ungleichgewichte gibt. Probleme solcher Teilmärkte sind aber eher ein begrenztes Problem.

Chart 2 - US-Privatsektor hat seine Schulden unter Kontrolle

Schulden in % des Bruttoinlandsprodukts, Quartalsdaten



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



Weiterhin kommt als Auslöser einer Krise eine restriktive Fiskalpolitik infrage. Eine solche wäre angesichts der hohen Defizite der USA zwar angezeigt, in Washington gibt es aber bisher keinerlei Bereitschaft zu einer Kursänderung der Haushaltspolitik. Die Fiskalpolitik hatte in den letzten Quartalen daher keine bremsende Wirkung auf die Wirtschaft; dies dürfte sich nach Berechnungen des Hutchins Center in den kommenden Quartalen auch nicht wesentlich ändern.

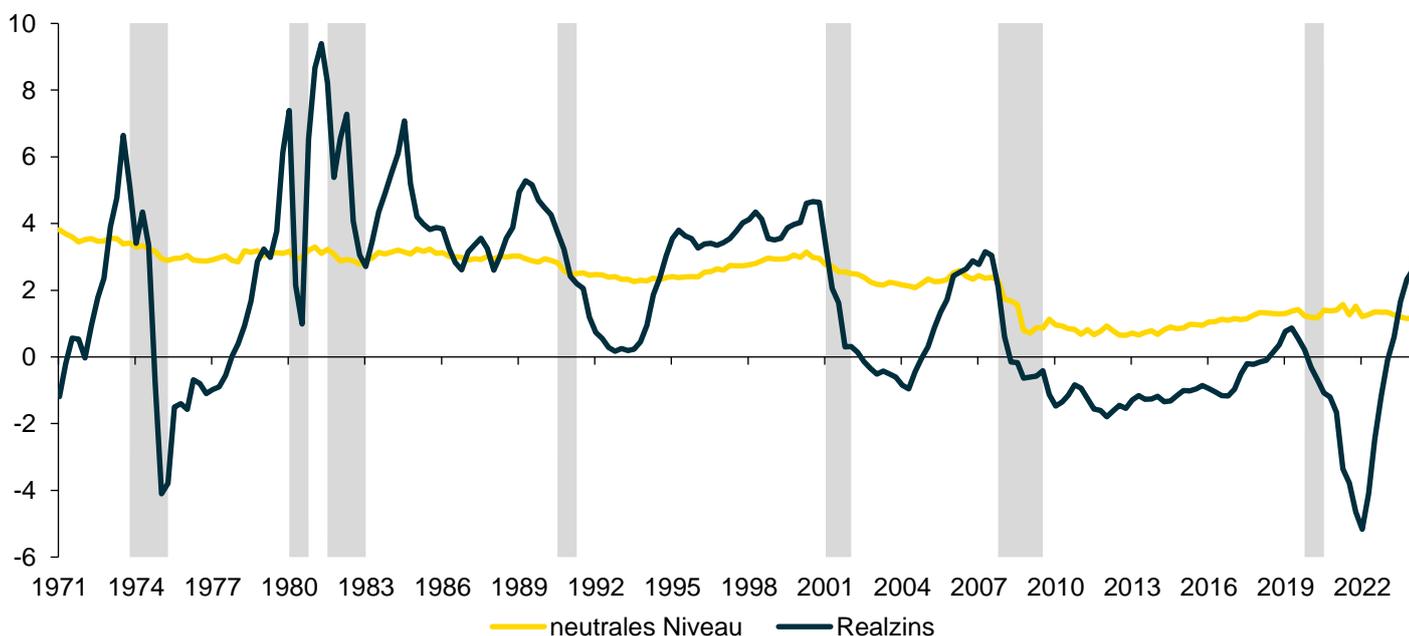
.. oder ist es doch wieder die Fed?

Typischerweise wurden US-Rezessionen durch massive Zinserhöhungen der Fed ausgelöst. Auch diesmal hat die Notenbank den Leitzins zwischen März 2022 und Juli 2023 um insgesamt 525 Basispunkte angehoben. Wie sehr die Geldpolitik die Wirtschaft dämpft, hängt dabei entscheidend vom Realzins ab. Wir messen diesen an der Differenz zwischen der Federal Funds Rate und der Kerninflationsrate auf Basis des Deflators der Konsumausgaben. Darauf bezieht sich auch das Inflationsziel der Fed von 2%. Dieser Realzins ist in den letzten zwei Jahren massiv gestiegen (Chart 3). Restriktiv ist die Geldpolitik dann, wenn der Realzins über seinem neutralen Niveau liegt, also dem Zins, bei dem die Geldpolitik die Wirtschaft weder anschiebt noch bremst. Allerdings ist dies ein theoretischer Wert und nicht direkt zu beobachten, er muss daher geschätzt werden. Diese Schätzungen unterscheiden sich stark und variieren auch im Zeitverlauf. Wir benutzen daher den Median verschiedener Schätzer, die auch von der Fed verwendet werden. [3]

Letztlich liegt der Realzins heute mit 2,9% (5,5% Federal Funds Rate minus 2,6% Inflation) über dem so ermittelten neutralen Niveau von 1,2%. Dies könnte ausreichen, um eine Rezession auszulösen. Allerdings führten ähnliche Entwicklungen 1984 und 1995 nicht zu einer Rezession.

Chart 3 - Realzins deutlich gestiegen

Realzins: Zielsatz für Fed Funds Rate minus Inflationsrate gemäß Core-PCE-Deflator, in %. Neutrales Niveau: Median aus vier Schätzungen (LW one-sided, LW two-sided, HLW, LM). Rezessionen schattiert



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

Finanzierungsbedingungen nicht so schlecht

Aus der Geldpolitik alleine lässt sich somit kein eindeutiger Schluss ziehen, ob eine Rezession droht oder nicht. Wichtig sind auch die langfristigen Renditen, die Aktienkurse, der Außenwert des Dollar und andere Vermögenspreise. Basierend auf solchen Größen hat die Fed auf Basis ihres Makromodells einen breiteren Indikator (**Financial Conditions Impulse on Growth, FCI-G**) konstruiert, der den Wachstumsimpuls abbildet, der aus dem Leitzins und den Finanzierungsbedingungen resultiert. [4]

Danach haben die Finanzierungsbedingungen in den letzten anderthalb Jahren tatsächlich das Wachstum des Bruttoinlandsproduktes deutlich belastet. Dieser negative Impuls hat aber bereits erheblich nachgelassen. Dass trotzdem noch eine Rezession folgt, wäre untypisch (Chart 4).



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 9/8/2024 07:17 CEST fertiggestellt und am 9/8/2024 07:17 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 O4/1313 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