



Was kann 2025 schiefgehen?

Vor vier Wochen haben wir unseren Ausblick auf 2025 veröffentlicht. Heute analysieren wir, ob es auch anders kommen könnte. Es geht darum, ob die Fed wegen einer zollbedingt höheren Inflation die Zinsen erhöht, der Euroraum in die Rezession rutscht und wieder Deflationsängste aufkommen oder die hohen Staatsschulden in Ländern wie Frankreich eine Krise auslösen.

Dr. Jörg Krämer^{AC}

Dr. Ralph Solveen^{AC}

Fed auf einem schmalen Grat

Für die US-Notenbank dürfte das kommende Jahr nicht einfach werden. Denn die Inflation wird wohl auch im kommenden Jahr über ihrem Ziel von 2% liegen. So ist die Wirtschaft weiter hoch ausgelastet, was für weiter recht kräftig steigende Löhne spricht, die die Unternehmen wohl weitgehend an ihre Kunden weitergeben werden. Hinzu kommt die sich abzeichnende Wirtschaftspolitik der neuen Trump-Administration. Die geplanten deutlich höheren Zölle und die expansivere Finanzpolitik würden den Inflationsdruck voraussichtlich merklich verstärken.

Bei der Reaktion auf den Anstieg der Inflation wird sich die Fed auf einem schmalen Grat bewegen. Erhöht sie die Zinsen spürbar, würde dies die Finanzmärkte stark belasten. Schließlich hat die Aussicht auf niedrigere Zinsen die sehr positive Entwicklung der Aktienmärkte in den vergangenen Monaten zumindest mit angeschoben, und derzeit ist an den Terminmärkten keine Zinserhöhung eingepreist. Andererseits könnte auch ein Stillhalten der Fed trotz anziehender Inflation an den Finanzmärkten für Unruhe sorgen und die Inflationserwartungen steigen lassen, insbesondere wenn der Verdacht bestünde, dass die Fed politischem Druck nachgeben würde. Dies würde voraussichtlich insbesondere am Rentenmarkt tiefe Spuren hinterlassen.

Wir gehen davon aus, dass die Fed diese Gratwanderung erfolgreich absolvieren wird. Gegen Zinserhöhungen spricht, dass sich die Fed damit in einen offenen Konflikt mit der Regierung begeben würde. Die dann zu erwartenden Angriffe aus dem Weißen Haus würden wahrscheinlich manchen Investor daran zweifeln lassen, dass die Fed ihre Unabhängigkeit auf Dauer behaupten könnte. Darum gehen wir davon aus, dass sie auf die höhere Inflation nicht mit Zinserhöhungen reagieren wird.

Allerdings dürfte sie den Zinssenkungszyklus bereits bei einem Leitzins von 4% beenden und darauf hinweisen, dass sich der Zins damit immer noch auf einem eher restriktiven Niveau befindet. Die Anleger dürften ihr das abnehmen und ihre langfristigen Inflationserwartungen nicht nach oben revidieren. Schließlich genießt die Fed an den Märkten großes Vertrauen. So blieben die Inflationserwartungen der Anleger selbst dann gut verankert, als die Notenbank auf den Inflationsschock 2022 zunächst zögerlich reagierte.

Rezession im Euroraum?

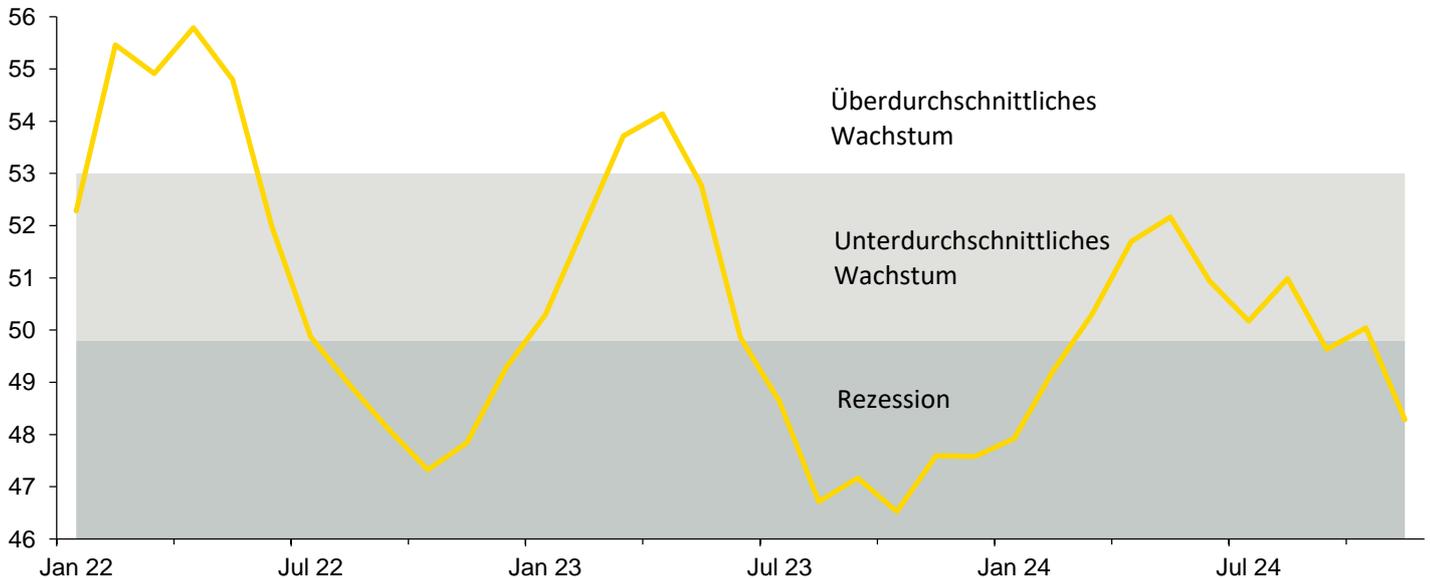
Während die US-Wirtschaft weiter recht kräftig wächst und damit Inflationsgefahren heraufbeschwört, ist im Euroraum von der allgemein erwarteten Belebung noch nichts zu sehen. Vielmehr ist der Einkaufsmanagerindex für die Industrie und das Dienstleistungsgewerbe im November erneut gefallen und befindet sich nun auf einem Niveau, bei dem sich die Euroraum-Wirtschaft in früheren Zyklen zumeist in einer Rezession befand (Chart 1). Darum ist nicht auszuschließen, dass die Euroraum-Wirtschaft vor einer Belebung erst noch in eine Rezession abrutscht. Denn potenzielle Belastungsfaktoren gibt es genug: Die schwache Nachfrage aus China, drohende Zölle der USA auf Einfuhren aus Europa und die in einigen Euro-Ländern wie Frankreich und Italien dringend gebotene Konsolidierung der Staatsfinanzen.

Allerdings dürfte der größte Belastungsfaktor der vergangenen beiden Jahren mehr und mehr an Bedeutung verlieren: die massiven Zinserhöhungen der EZB zwischen Sommer 2022 und Herbst 2023. Inzwischen dürfte sich die Wirtschaft weitgehend daran gewöhnt haben, dass Fremdkapital wieder einen deutlich höheren Preis hat. Die bei den höheren Zinsen nicht mehr rentablen Projekte dürften weitgehend eingestellt worden sein, sodass dieser Anpassungsprozess das Wachstum nicht mehr bremst. Vielmehr dürften sich im Verlauf des kommenden Jahres mehr und mehr die seit dem Sommer erfolgten Zinssenkungen der EZB und vieler anderer Notenbanken positiv bemerkbar machen und eine – wenn auch schwache – Belebung der Konjunktur anschieben (Prognose Euroraum 2025: 0,9%).



Chart 1 - Euroraum-Einkaufsmanagerindex im Rezessions-Bereich

Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungsbereich, saisonbereinigte Monatswerte



Quelle: S&P Global, Commerzbank-Research

Euroraum: Kehren Deflationsängste zurück?

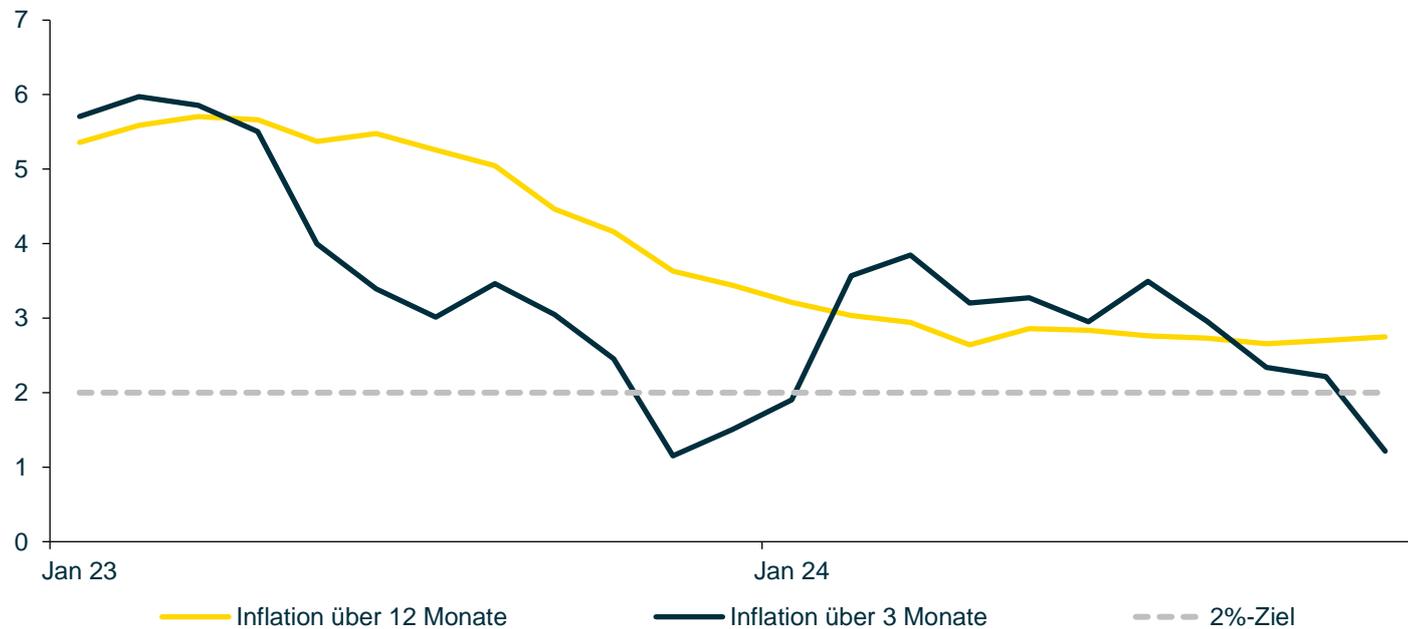
Auf den ersten Blick ist das Inflationsproblem im Euroraum noch nicht gelöst. Schließlich lag die Kerninflation (ohne Energie, Nahrungs- und Genussmittel) zuletzt mit 2,7% noch immer merklich über dem 2%-Ziel der EZB. Wenn trotzdem einzelne EZB-Ratsmitglieder bereits vor einem Unterschneiden der Inflation warnen, dann haben sie die kürzerfristige Inflationsdynamik im Blick. Tatsächlich sind die Kern-Verbraucherpreise in den letzten drei Monaten auf Jahresrate hochgerechnet nur noch um 1,2% gestiegen (Chart 2). Setzt sich dieser Trend fort, würde die Kerninflation im Laufe des kommenden Jahres deutlich unter die 2%-Marke fallen. Dann kämen Warnungen vor einem möglichen Abgleiten in die Deflation auf - gepaart mit Forderungen, den Leitzins deutlich unter das neutrale Niveau von 2% zu senken und die Wiederaufnahme von Nettoanleihekäufen in Betracht zu ziehen. Das würde die Anleiherenditen merklich drücken.

Wir erwarten, dass die Kerninflation in den kommenden Quartalen Richtung 2% sinken dürfte (Prognose 2025: 2,3% nach 2,9% im Jahr 2024), auch wenn wir längerfristig wegen struktureller Faktoren wie der De-Globalisierung weiter Inflationsrisiken sehen. Der prognostizierte Rückgang der Inflation im kommenden Jahr liegt in erster Linie am schwachen Wirtschaftswachstum, das die Preissetzungsmacht der Unternehmen begrenzt. Außerdem schlägt der Fall der Ölpreise auf die Kerninflation durch - etwa über Transportdienstleistungen. Gegen eine Kerninflation deutlich unter 2% spricht jedoch das nach wie vor starke Wachstum der Löhne. So legten die Tariflöhne im Euroraum im Durchschnitt der ersten drei Quartalen diesen Jahres um 4,6% zu, was in der längeren Sicht nicht mit einem Inflationsziel von 2% vereinbar ist.



Chart 2 - Euroraum: Unterliegende Inflation zuletzt unter 2%

Verbraucherpreisindex für den Euroraum, ohne Energie, Nahrungs- und Genussmittel, Veränderungen gegenüber 12 und 3 Monaten, in % p.a.



Quelle: EZB, Commerzbank-Research

Marktturbulenzen wegen hoher Staatsschulden?

Während ein Teil der Anleger über eine zu niedrige Inflation besorgt ist, hört man auch immer wieder Sorgen über eine zu hohe Staatsverschuldung. So steuert die US-Bundesregierung in diesem Jahr auf ein Haushaltsdefizit von mehr als 6% des Bruttoinlandsprodukts zu, obwohl die Arbeitslosenquote sehr niedrig ist. Die Bundesschuld liegt fast bei 100% des Bruttoinlandsprodukts – ähnlich hoch wie am Ende des Zweiten Weltkriegs (Chart 3). Auch im Euroraum steigen die Staatsschulden. In Frankreich liegen sie bereits bei mehr als 110% des Bruttoinlandsprodukts, wobei die Mehrheit von Links- und Rechtsparteien in der Nationalversammlung es unwahrscheinlich macht, dass das viel zu hohe Haushaltsdefizit von 6% des Bruttoinlandsprodukts (2024) im kommenden Jahr nennenswert sinkt. Vor diesem Hintergrund sind Sorgen um die Staatsverschuldung in den westlichen Ländern verständlich, zumal sich nicht exakt berechnen lässt, wo die Tragfähigkeit von Staatsschulden endet. Ein sinkender Risikoappetit der Anleger kann bereits ausreichen, heftige Reaktionen an den Staatsanleihemärkten auszulösen.

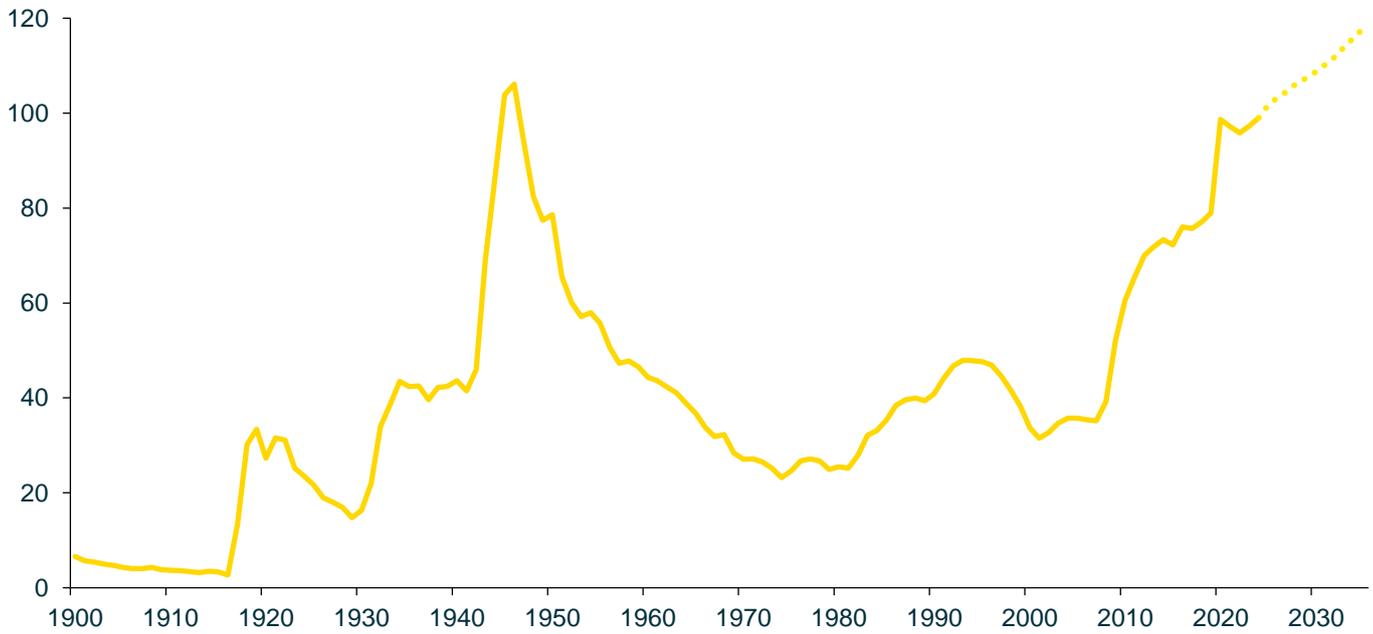
Aber die USA profitieren nach wie vor von ihrem Status als Weltleitwährung. Alternativen zum Dollar sind nicht in Sicht. So ist die chinesische Währung nicht frei umtauschbar, und der Euro leidet unter dem Konstruktionsproblem einer fehlenden politischen Union. Insofern ist das Risiko gering, dass es in den USA 2025 wie in Großbritannien 2022 ("Liz Truss Moment") zu Turbulenzen an den Märkten für Staatsanleihen kommt. Die Furcht davor dürfte im übrigen Donald Trump davon abhalten, die Unabhängigkeit der US-Notenbank gesetzlich zu beenden.

Mit Blick auf den Euroraum betonen wir seit vielen Jahren, dass die Ursachen der Staatsschuldenkrise, nämlich die fehlende Haushaltsdisziplin, nicht gelöst sind. Die Vorgänge in Frankreich bestätigen diese These. Allerdings sagen wir auch seit langem, dass wir nicht mit einer neuen Staatsschuldenkrise rechnen. Denn die EZB hat seit Draghis berühmter Rede im Sommer 2012 ein tiefgestaffeltes Verteidigungssystem aufgebaut. Dazu gehören zwei potentielle Anleihekaufprogramme (Outright Monetary Transactions von 2012, Transmission Protection Instrument von 2022) sowie der hohe Bestand bereits gekaufter Staatsanleihen, den die EZB in Form eines strukturellen Anleiheportfolios dauerhaft größtenteils fortführen möchte.



Chart 3 - US-Staatsschulden ähnlich hoch wie am Ende des Zweiten Weltkriegs

Von der Öffentlichkeit gehaltene Schulden der US-Bundesregierung in % des BIP, Haushaltsjahre. Ab 2025 Prognose des Rechnungshofs (CBO)



Quelle: CBO, Commerzbank-Research



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^{AC}
Chefvolkswirt
+49 69 136 23650
joerg.kraemer@commerzbank.com

Dr. Ralph Solveen^{AC}
Stellv. Leiter Economic Research
+49 69 9353 45622
ralph.solveen@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 13/12/2024 07:19 MEZ fertiggestellt und am 13/12/2024 07:19 MEZ 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.

Analyst Certification (AC): Die Verfasser, der am Anfang dieses Berichts mit AC bezeichnet wird, 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-Swap-Händler 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: Dieses Dokument ist grundsätzlich nicht zur Verteilung an Retail-Kunden bestimmt. 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 Article 2(31) des FIEA und Article 23 der Cabinet Ordinance Regarding Definition of Article 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 24.05

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