



Fed – Mission erfüllt?

Die Fed wird auf der Sitzung nächste Woche stillhalten und den Leitzinskorridor bei 5,25%-5,50% belassen. Denn Inflation und Wachstum befinden sich auf den von der Fed gewünschten Pfaden, weshalb weitere Zinserhöhungen unnötig sind. Vielmehr dürften in nicht allzu ferner Zukunft Zinssenkungen auf die Tagesordnung kommen.

| Bernd Weidensteiner

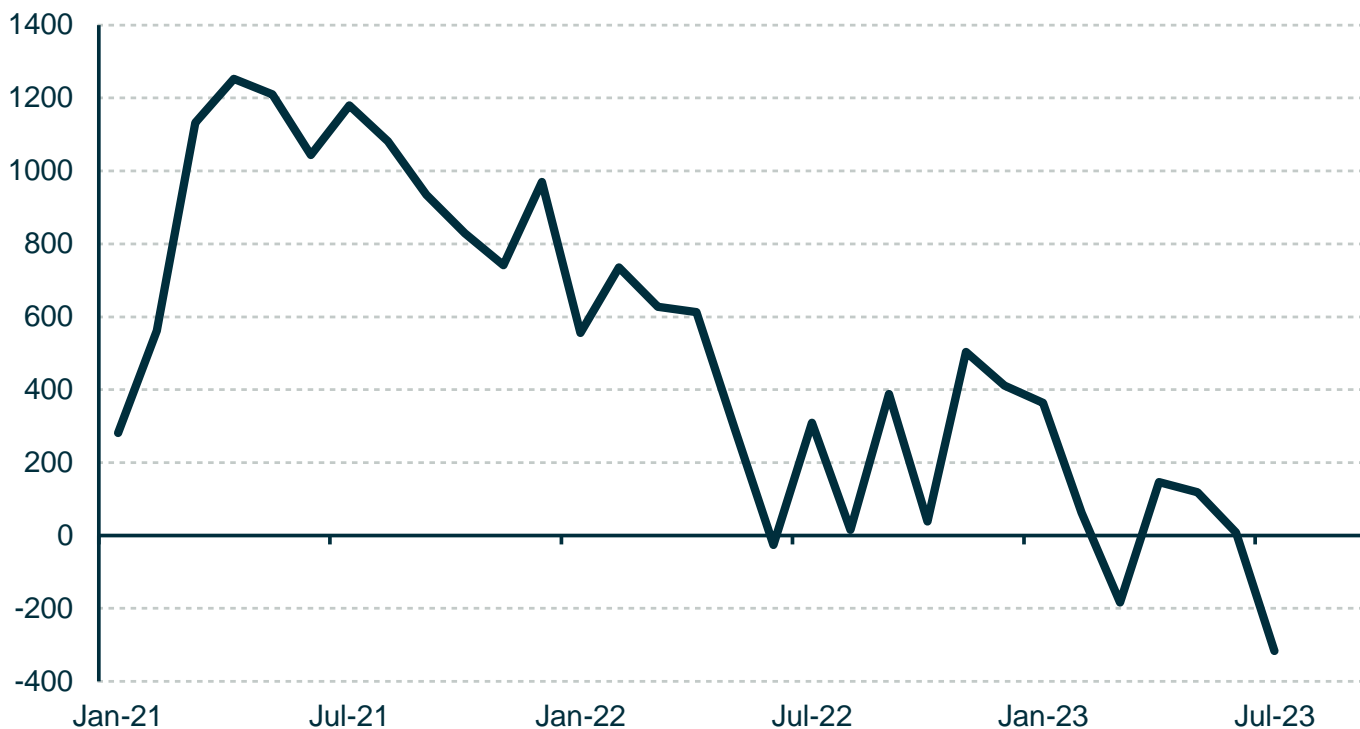
Nicht nur Pause, sondern Ende der Zinsanhebungen

Die Fed hat die Normalisierung ihrer Geldpolitik mit einer ersten Zinserhöhung im März 2022 sehr spät eingeleitet und musste daher ihre Leitzinsen geradezu mit roher Gewalt hochreißen (siehe Titelchart). Nach Zinserhöhungen von insgesamt 525 Basispunkten ist der Leitzins mittlerweile in etwa dort, wo er nach Ansicht der Fed-Oberen hingehört. Es geht jetzt nur noch um das Finetuning. Mit einer Pause auf der Juni-Sitzung und einer Erhöhung um 25 Basispunkte auf der letzten Sitzung im Juli hat die Fed das Tempo bereits deutlich reduziert. Die Marktteilnehmer (und auch wir) gehen davon aus, dass die US-Notenbank in der kommende Woche anstehenden Sitzung erneut aussetzt und den Leitzinskorridor bei 5,25%-5,50% belässt. Dafür sprechen auch die letzten Daten:

- Der **Arbeitsmarkt** hat sich merklich abgekühlt. Der Beschäftigungszuwachs lag in den drei Monaten bis August nur noch bei 150 Tsd. [1] Anfang 2022 wurden monatlich noch mehr als 500 Tsd neue Jobs geschaffen. Dabei unterzeichnen diese Zahlen sogar noch die Abkühlung am Arbeitsmarkt. Denn gleichzeitig ist die Zahl der offenen Stellen deutlich zurückgegangen. Im Juli, den letzten verfügbaren Daten, waren noch 8,8 Millionen Jobs unbesetzt. Dies liegt merklich unter dem im März 2022 erreichten Hoch von 12 Millionen. Damit ist die Summe aus Beschäftigung und offenen Stellen, die die Nachfrage nach Arbeitskräften zeigt, zwischen Mai und Juli pro Monat um 300 Tsd gefallen (Chart 1). Dies schlägt sich auch in einer Abschwächung des Lohnzuwachses nieder.

Chart 1 - Nachfrage nach Arbeitskräften fällt

Arbeitskräftenachfrage (Beschäftigung zzgl. offene Stellen), durchschnittliche 3-Monatsveränderung in Tsd.



Quelle: BLS, S&P Global, Commerzbank Research

- Der **Inflationsdruck** nimmt weiter ab. Die Inflationsrate auf Basis des Verbraucherpreisindex ohne Nahrung und Energie ist im August weiter auf 4,3% gefallen. Bei kürzerfristiger Betrachtung sieht es noch besser aus: In den vergangenen drei Monaten legte



der Kernindex auf Jahresrate hochgerechnet nur noch um 2,4% zu. Die Gesamtinflationsrate ist im August zwar gestiegen, was aber alleine auf höhere Benzinpreisen zurückzuführen ist und deshalb nicht von dem Nachlassen des unterliegenden Preisauftriebs ablenken sollte.

Sollte es hier zu keiner kurzfristigen Trendwende kommen – und davon gehen wir nicht aus –, dürfte es auch in den kommenden Sitzungen keine weiteren Zinsanhebungen geben. Denn es gäbe für die Fed keinen Grund mehr, die Zinsen nach der wahrscheinlichen Pause nächste Woche weiter anzuheben.

Bislang erstaunlich schmerzlose Disinflation

Vielmehr könnte der Fed anders als in den meisten früheren Zyklen nach einer Phase sehr hoher Inflation durchaus eine "weiche Landung" der US-Wirtschaft gelingen, also eine Rückkehr der Inflation in den Zielbereich, ohne dass die Wirtschaft in eine Rezession abrutscht. Viele Beobachter, darunter besonders prominent der ehemalige US-Finanzminister Larry Summers, hielten dies eigentlich nicht für möglich. Dabei stand ihnen unverkennbar die Erfahrung mit den beiden Inflationswellen der 1970er und frühen 1980er Jahren vor Augen. Diese konnten nur um den Preis einer drastischen Erhöhung der Arbeitslosenquote gebrochen werden.

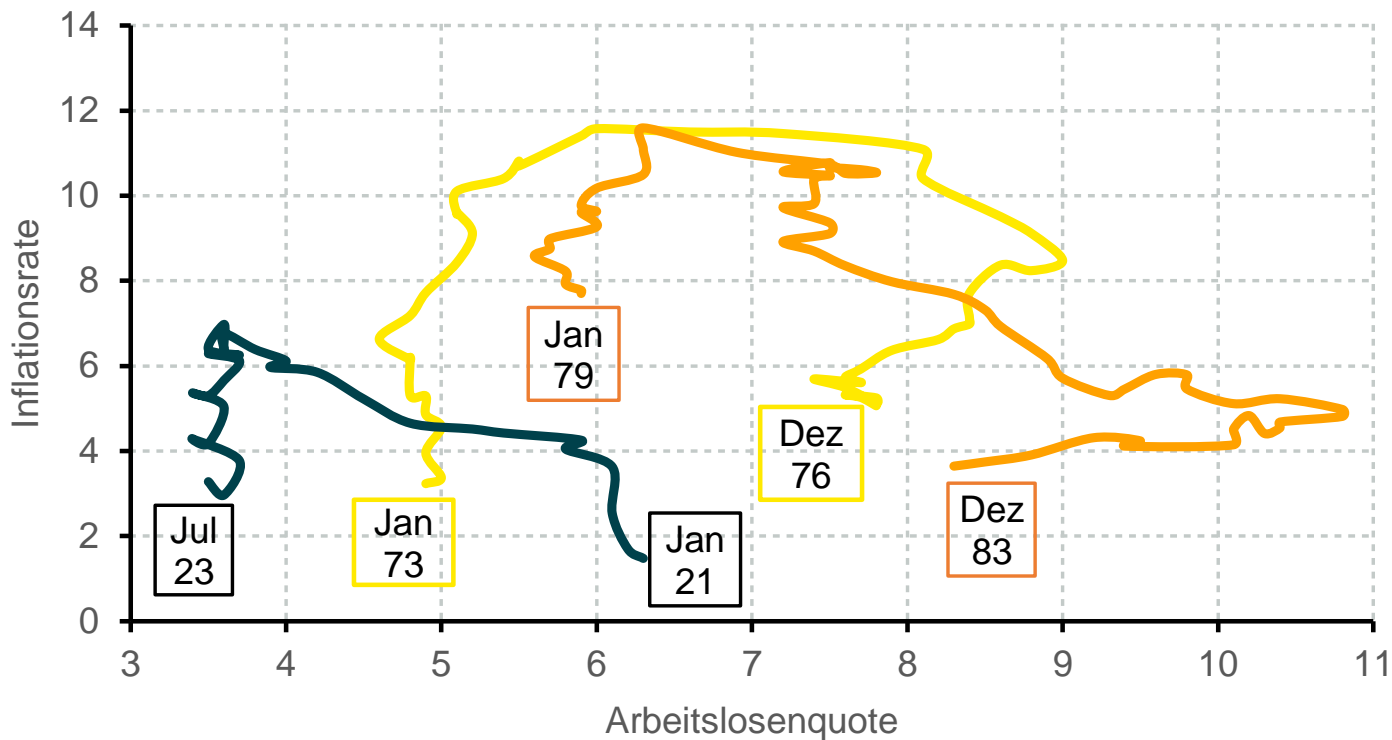
Der Kontrast mit der augenblicklichen Lage lässt sich gut anhand der Entwicklung von Inflation und Arbeitslosenquote in diesen Hochinflationsphasen illustrieren:

- Zwischen Anfang 1973 und Ende 1974 stieg die Inflation (gemessen anhand des von der Fed bevorzugten Deflators der Konsumausgaben) von 3% auf über 11%. Bis Ende 1976 konnte die Inflation wieder auf 5% gedrückt werden, die Arbeitslosenquote stieg aber deutlich auf 9%, die Wirtschaft rutschte in eine schwere Rezession. Im Chart 2 ist dies eine Bewegung im Uhrzeigersinn auf der gelben Linie.
- Ähnlich war es nach 1979: Die Inflation stieg, ausgehend von einem ohnehin hohen Niveau, noch einmal deutlich. Die geldpolitische Reaktion der Fed verursachte eine weitere tiefe Rezession, mit einer Arbeitslosenquote von fast 11% im Hoch.
- Die Entwicklung nach 2021 lief dagegen genau anders herum. Die Bewegung auf der schwarzen Linie zwischen Anfang 2021 und Juli 2023 verlief *gegen* den Uhrzeigersinn. Ab Mitte 2022 fiel die Inflationsrate deutlich von etwa 7% auf gut 3%, wobei die Arbeitslosenquote unter geringfügigen Schwankungen unter 4% verharrte. Die Inflation ging also zurück, ohne dass hierfür (bisher?) die Arbeitslosenquote merklich steigen musste.



Chart 2 - Disinflation: Dieses Mal ohne große Schmerzen

Inflationsrate auf Basis des Deflators der Konsumausgaben und Arbeitslosenquote, Monatsdaten in %.



Quelle: BEA, BLS, S&P Global, Commerzbank Research

Ein wichtiger Grund für die überraschende Entwicklung im aktuellen Zyklus sind vermutlich die erheblichen Unterschiede bei den Inflationserwartungen. Diese bleiben in den letzten Jahren, gemessen an Umfragen bei den Verbrauchern, bei Prognostikern oder auf Basis der Markterwartungen, relativ stabil. Man traute der Fed offenbar zu, die Inflation in absehbarer Zeit wieder unter Kontrolle zu bringen. Deshalb haben die Unternehmen ihre Preise weniger erhöht und die Arbeitnehmer geringere Lohnzuwächse gefordert, als wenn sie eine dauerhaft sehr hohe Inflation befürchtet hätten. Wegen dieser stabilen Inflationserwartungen musste die Fed nicht auf einen geldpolitischen "Overkill" zurückgreifen, um die Inflation zu brechen. Dies lässt sich auch als Rendite auf die über Jahre aufgebaute Glaubwürdigkeit der Fed interpretieren, die offensichtlich auch nicht durch die Überdosierung expansiver Maßnahmen in der Pandemie und das zu späte Einleiten der Zinseerhöhungen nachhaltig erschüttert wurde.

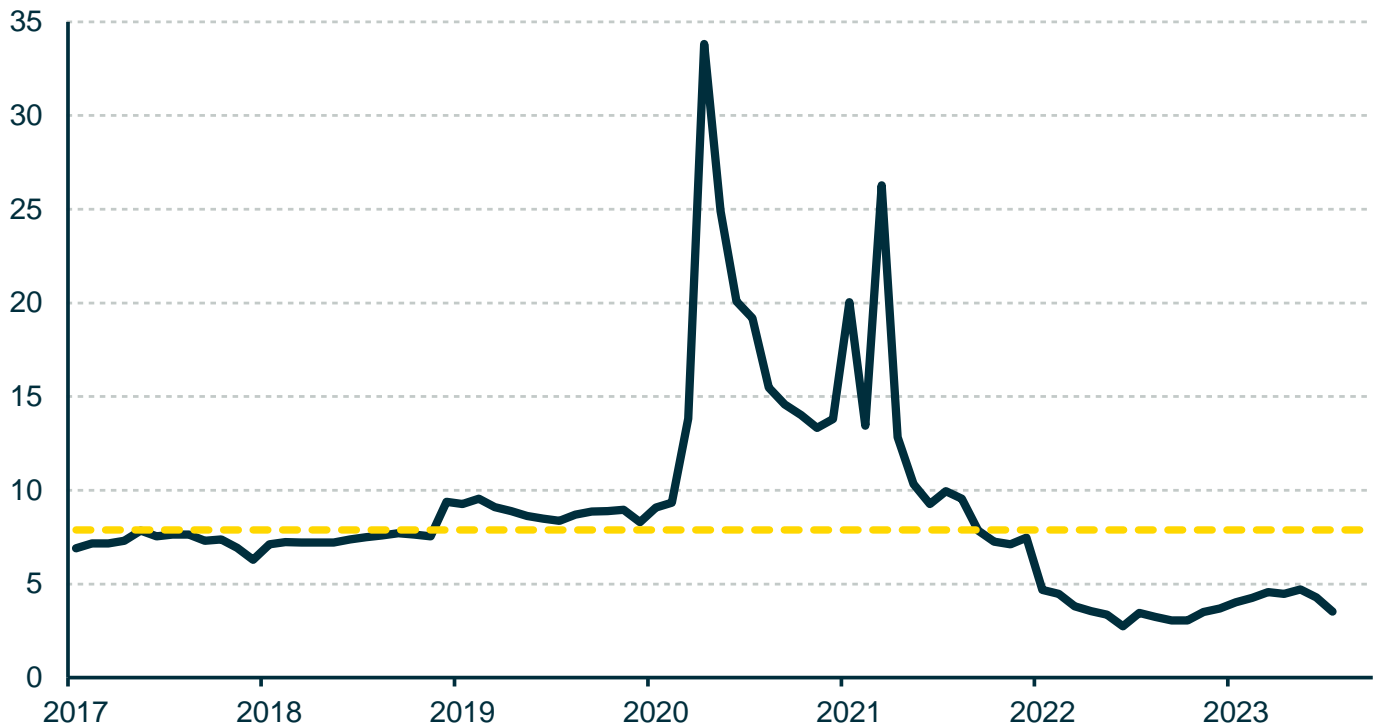
Tatsächlich erfolgreiche Inflationsbekämpfung ohne Rezession?

Allerdings sollte man sich davor hüten, verfrüht "Mission erfüllt" auszurufen [2]. Es gibt einige Warnzeichen, dass der Wirtschaft mittelfristig schwierigere Zeiten bevorstehen. Dies gilt nicht zuletzt für den bisher so starken privaten Verbrauch, der in den letzten Jahren eine wichtige Stütze der Wirtschaft war. Allerdings scheinen die Amerikaner derzeit etwas über ihre Verhältnisse zu leben: Die überhöhten Ersparnisse der Corona-Zeit dürften zum Teil aufgebraucht sein, und die Sparquote lag mit nur noch 3,5% deutlich unter dem Vorkrisenniveau (Chart 3). Auch wenn die Daten zur Ersparnis häufig spürbar revidiert werden, machen sie es wahrscheinlich, dass die Amerikaner schon bald wieder mehr sparen werden, zumal die Lohnzuwächse nicht mehr ganz so üppig ausfallen wie zuvor. Damit dürfte der Schub vom Konsum nachlassen.



Chart 3 - US-Haushalte sparen nicht mehr viel

Ersparnis der privaten Haushalte in % des verfügbaren Einkommens, Monatsdaten. Gestrichelte Linie: Durchschnitt 2017-19



Quelle: BEA, S&P Global, Commerzbank Research

Auch der Staat wird den Gürtel in den kommenden Quartalen wohl etwas enger schnallen müssen. Das Defizit der Bundesregierung dürfte im Haushaltsjahr 2023 (Oktober 2022 bis September 2023) auf 1,7 Billionen Dollar steigen (6,5% des BIP) und damit merklich über dem Fehlbetrag des letzten Jahres (5,5% des BIP) liegen. Für eine vollbeschäftigte Wirtschaft ist dies ein ungewöhnlich hohes Defizit. Zunehmend schlagen auch die steigenden Zinsausgaben zu Buche. Der Konsolidierungsdruck auf das Budget steigt damit, es ist 2024 nicht mit einer weiteren Defizitausweitung zu rechnen. Damit ist mit einem gewissen fiskalischen Gegenwind für die Wirtschaft zu rechnen.

Schließlich wird wohl auch der Investitionsschub nachlassen, der durch die hohen Subventionen, beispielsweise im Halbleitersbereich, ausgelöst wurde und besonders den Industriebau angeschoben hat. Gleichzeitig dürften die noch einmal gestiegenen Hypothekenzinsen verhindern, dass sich der Wohnungsbau, der sich zuletzt stabilisiert hat, zum Wachstumstreiber wird.

Zinssenkungen erst ab Mitte 2024

Spätestens zur Jahrewende dürfte sich deshalb das Wachstum spürbar verlangsamen, was für eine geldpolitische Kehrtwende spräche. Zunächst dürfte dem noch eine zu hohe Inflationsrate im Wege stehen. Zwar könnte die Fed schon reagieren, wenn die Prognosen einen weiteren Rückgang der Inflation und eine mögliche Rezession anzeigen. Allerdings hat die Notenbank gerade mit den Inflationsprognosen in den letzten Jahren schlechte Erfahrungen gemacht, da die Modelle den massiven Anstieg der Inflation nicht rechtzeitig angezeigt haben. Vor diesem Hintergrund dürfte die Fed ihre Geldpolitik notgedrungen an den Ist-Zahlen ausrichten. Dies spricht dafür, dass die Fed zumindest im ersten Halbjahr 2024 ihre Leitzinsen nicht senkt. Für die zweite Jahreshälfte rechnen wir allerdings mit einer Verringerung des Leitzinses um insgesamt 100 Basispunkte.

[1] Von Monat zu Monat können Beschäftigungsdaten stark schwanken, beispielsweise aufgrund von Witterungseinflüssen. Es bietet sich daher die Betrachtung eines mehrmonatigen Durchschnitts an. ([zurück zum Text](#))

[2] Im Mai 2003, sechs Wochen nach Beginn des Irak-Krieges, verkündete Präsident George W. Bush an Bord eines Flugzeugträgers, dass die Mission erfüllt sei ("Mission Accomplished"). Die letzten Kampftruppen der USA konnten aber erst Ende 2011 abgezogen werden. ([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 69 136 22322

Dr. Christoph Balz (USA, Fed)
+49 69 136 24889

Dr. Marco Wagner (EZB, Deutschland, Italien)
+49 69 136 84335

Bernd Weidensteiner (USA, Fed)
+49 69 136 24527

Christoph Weil (Euroraum, Frankreich,
Schweiz)
+49 69 136 24041

Tung On Tommy Wu (China)
+65 6311 0166

Zins und Credit Research

Christoph Rieger (Leiter)
+49 69 136 87664

Michael Leister (Leiter Zinsen)
+49 69 136 21264

Rainer Guntermann
+49 69 136 87506

Hauke Siemßen
+49 69 136 49496

Ted Packmohr
(Leiter Cov. Bonds und Financials)
+49 69 136 87571

Marco Stöckle
(Leiter Credit)
+49 69 136 82114

FX & Commodites Research

Ulrich Leuchtmann (Leiter)
+49 69 136 23393

Antje Praefcke (FX)
+49 69 136 43834

Elisabeth Andreae (FX)
+49 69 136 24052

Tatha Ghose (FX)
+44 20 7475 8399

Charlie Lay (FX)
+65 63 110111

You-Na Park (FX)
+49 69 136 42155

Esther Reichelt (FX)
+49 69 136 41505

Thu-Lan Nguyen (FX, Rohstoffe)
+49 69 136 82878

Carsten Fritsch (Rohstoffe)
+49 69 136 21006

Barbara Lambrecht (Rohstoffe)
+49 69 136 22295

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 15/9/2023 07:10 CEST fertiggestellt und am 15/9/2023 07:10 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: Insoweit diese Ausarbeitung an US-Anleger verteilt wird, darf sie nicht an US-Privatanleger versendet werden. Die Commerz Markets LLC („CMLLC“) ist ein in den USA registrierter Broker-Händler und eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der Commerzbank AG. Für Wertpapierzwecke stellt die Commerzbank AG diese Ausarbeitung als Drittanbieter-Ausarbeitung zur Verfügung; deshalb sind die involvierten Research-Analysten gegebenenfalls nicht bei der FINRA registriert und die Ausarbeitungen unterliegen nicht den gesamten Bestimmungen der FINRA Rule 2242. Aus dieser Ausarbeitung resultierende Wertpapiertransaktionen durch US-Anleger müssen über die CMLLC abgewickelt werden. Die CMLLC ist Mitglied der FINRA und SIPC. Bank- und Swapdienstleistungen in den USA werden von der Commerzbank AG gemäß dem Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act erbracht. Die Commerzbank AG ist kein Mitglied der SIPC und ist bei der CFTC vorläufig als Swaphändler registriert.

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 Institute bestimmt, die Finanztransaktionen durchführen dürfen. Niemand sonst darf sich auf Informationen verlassen, die in diesem Dokument enthalten sind. Derivatetransaktionen von VRC-Personen dürfen nur von VRC-Finanzinstituten eingegangen werden, denen Derivategeschäfte in der VRC gestattet sind und die alle notwendigen aufsichtsrechtlichen Genehmigungen in der VRC eingeholt haben.

© Commerzbank AG 2023. Alle Rechte vorbehalten. Version 23.04

Commerzbank Filiale

Frankfurt

Commerzbank AG
DLZ - Gebäude 2,
Händlerhaus
Mainzer Landstraße 153
60327 Frankfurt
Tel: + 49 69 136 21200

London

Commerzbank AG
PO BOX 52715
30 Gresham Street
London, EC2P 2XY
Tel: + 44 207 623 8000

New York

Commerz Markets LLC
225 Liberty Street, 32nd
floor,
New York,
NY 10281-1050
Tel: + 1 212 703 4000

Singapore

Commerzbank AG
71, Robinson Road,
#12-01
Singapore 068895
Tel: +65 631 10000