



COMMERZBANK

Economic Research

Economic Briefing

USA – Alternative Arbeitsmarktindikatoren (Shutdown Update 2)

Die Schließung vieler US-Bundesbehörden geht wohl bald in die dritte Woche. Damit müssen Investoren weiterhin auf zentrale Konjunkturdaten verzichten. Wir untersuchen, welche alternativen Indikatoren die Lage am US-Arbeitsmarkt beschreiben.

US-Shutdown geht bald in die dritte Woche, ...

Seit dem 1. Oktober sind zahlreiche US-Regierungsbehörden geschlossen, da sich der Kongress bis jetzt nicht auf einen neuen Überbrückungshaushalt einigen konnte. Immerhin hat die Regierung einen Weg gefunden, den am 15. Oktober fälligen Sold für die 1,3 Millionen aktiven Angehörigen des Militärs zu bezahlen. Dazu sollen Mittel aus dem Forschungsetat des Verteidigungsministeriums verwendet werden. Der wirtschaftliche Schmerz wird allerdings steigen, je länger das Patt im Kongress anhält.

... weshalb weiter keine Wirtschaftsdaten veröffentlicht werden

Die Statistikämter sind nach wie vor geschlossen. Dies erschwert der Fed die Einschätzung der wirtschaftlichen Entwicklung im Vorfeld der Sitzung am 28./29. Oktober. Zwar hat das Bureau of Labor Statistics Mitarbeiter zurückgerufen, um die Verbraucherpreisdaten zu veröffentlichen. Dies ist für den 24. Oktober vorgesehen und damit eine Woche später als ursprünglich geplant. Andere Daten wie der werden allerdings bis auf Weiteres nicht veröffentlicht. Dies gilt auch für die Arbeitsmarktdaten, die angesichts der unsicheren Lage am Arbeitsmarkt gerade jetzt besonders wichtig wären.

Welche alternativen Arbeitsmarktdaten gibt es?

Darum suchen viele Anleger – und sicherlich auch die Fed – nun nach Alternativen zu den offiziellen Zahlen, von denen es zumindest auf den ersten Blick auch einige gibt. Allerdings lässt deren Aussagekraft häufig zu wünschen:

(1) ADP

Das Unternehmen ADP, ein Anbieter von Personalverwaltungssoftware, liefert mit anonymisierten und aggregierten Lohn- und Gehaltsdaten von mehr als 26 Millionen US-Arbeitnehmern die Grundlage für einen monatlichen Bericht, der in der Regel am Mittwoch vor dem offiziellen

13. Oktober 2025

Bernd Weidensteiner^{AC}

Dr. Christoph Balz^{AC}

Inhalt

US-Shutdown geht bald in die dritte Woche, ...	1
... weshalb weiter keine Wirtschaftsdaten veröffentlicht werden	1
Welche alternativen Arbeitsmarktdaten gibt es?	1
Alternativdaten können offizielle Zahlen nicht ersetzen	5



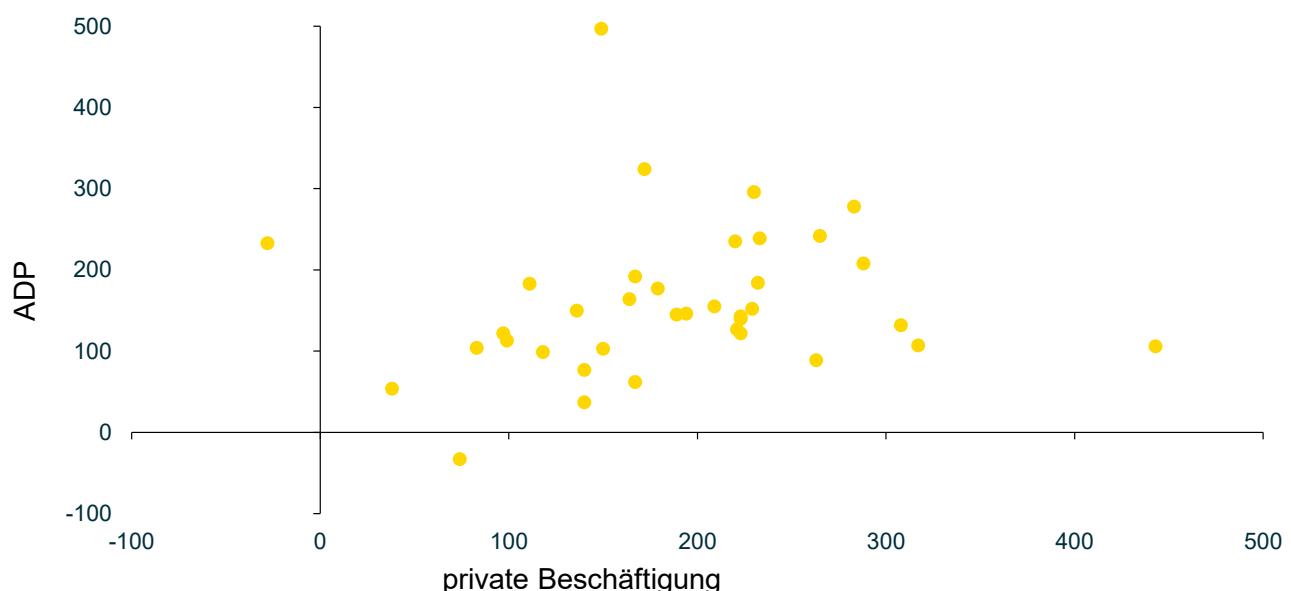
Arbeitsmarktbericht veröffentlicht wird. Für September schätzte ADP am 1. Oktober, dass die Beschäftigung im privaten Sektor um 33 Tsd zugelegt hat.

Auf den ersten Blick gibt es tatsächlich einen gewissen Zusammenhang zwischen dem monatlichen ADP-Wert und der offiziellen Veränderung der Beschäftigung im privaten Sektor. Die Korrelation seit August 2022 (damals wechselte ADP zu der heute gültigen Methodik) beträgt 0,56.

Allerdings beruht dieser Zusammenhang auf den Daten, wie sie heute nach etlichen Revisionen vorliegen. Für die Frage, was ein ADP-Wert von 33 Tsd im September für den offiziellen September-Bericht bedeutet, muss man aber die jeweiligen Erstveröffentlichungen des ADP und des Arbeitsmarktberichts vergleichen, die sogenannten "Realtime-Daten". Hier beträgt die Korrelation nur 0,13, ist also unter statistischen Gesichtspunkten nicht signifikant (Chart 1). Wir würden daher aus dem letzten ADP-Wert keine Schlüsse ziehen, welche offizielle Beschäftigungszahl die Statistiker am 3. Oktober gemeldet hätten, wenn es keinen Shutdown gegeben hätte.

Chart 1 - Kein Zusammenhang zwischen ADP und offiziellen Zahlen

ADP-Schätzung, Veränderung der privaten Beschäftigung, in Tsd. Jeweils Erstveröffentlichung, seit August 2022



Quelle: ADP, BLS, Bloomberg, Commerzbank-Research

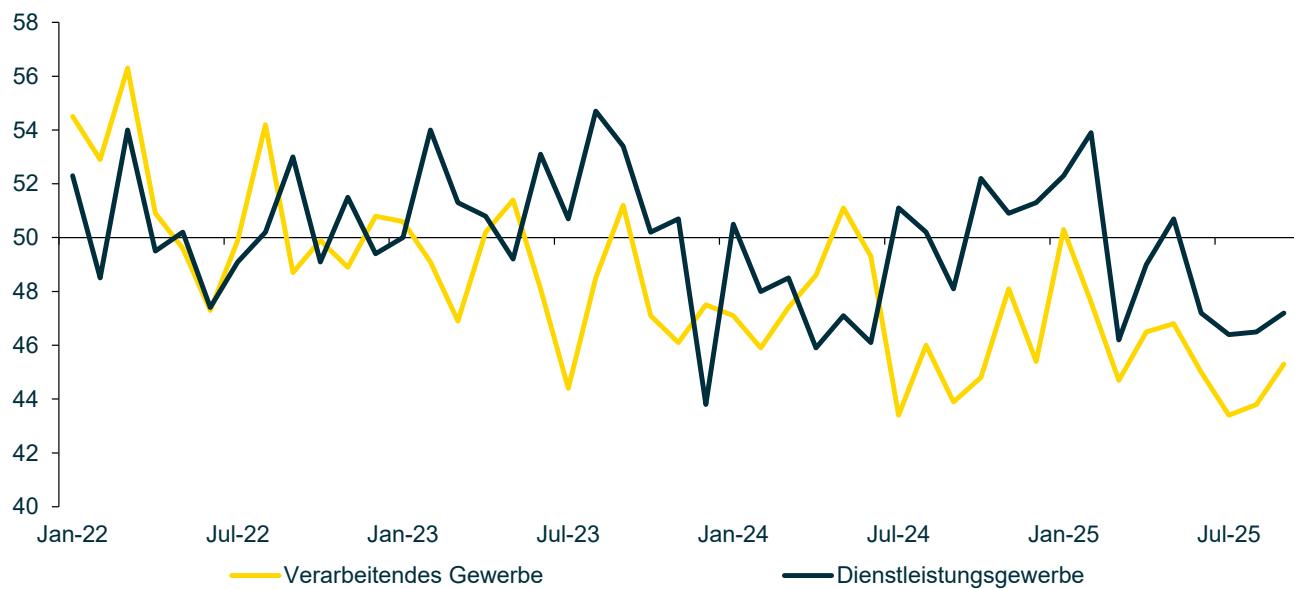
(2) ISM-Umfragen

Das Institut for Supply Management (ISM) erhebt bei seiner monatlichen Umfragen unter Einkaufsmanagern auch Daten zur Beschäftigungsentwicklung dieser Unternehmen. Dabei wird nur die Richtung abgefragt, also ob die Beschäftigung gestiegen, gefallen oder unverändert ist. Aus den Antworten wird jeweils ein Beschäftigungsindex für das verarbeitende Gewerbe und für den Dienstleistungssektor berechnet. Beide liegen seit einiger Zeit unter der neutralen Marke von 50 und signalisieren damit einen Rückgang der Beschäftigung (Chart 2).



Chart 2 - ISM-Umfragen deuten auf Abkühlung am Arbeitsmarkt

Beschäftigungsindizes der ISM-Umfragen im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungsbereich, Monatsdaten. 50: neutrale Marke



Quelle: ISM, S&P Global, Commerzbank Research

Auch hier haben wir den Gleichlauf der monatlichen Beschäftigungsveränderung im Privatsektor mit den ISM-Beschäftigungsindizes untersucht, und zwar ebenfalls mit Hilfe von Realtime-Daten. Dabei zeigt sich, dass in den letzten drei Jahren der Index für das verarbeitende Gewerbe mit einer Korrelation von 0,59 eine gewisse, statistisch signifikante Aussagekraft besitzt, der Dienstleistungsindex mit 0,11 dagegen nicht.

Die Unsicherheit ist aber selbst beim Beschäftigungs-Index des verarbeitenden Gewerbes hoch. So betrug dieser im September 45,3. Dies ist derselbe Wert wie im Dezember 2024, als ein offizielles Beschäftigungsplus von 224 Tsd gemeldet wurde (inzwischen auf 287 Tsd revidiert). Allerdings ging im Juni ein praktisch identischer Index von 45,0 mit einem Beschäftigungsplus von nur 74 Tsd einher (inzwischen revidiert auf ein Minus von 27 Tsd).

(3) Revelio

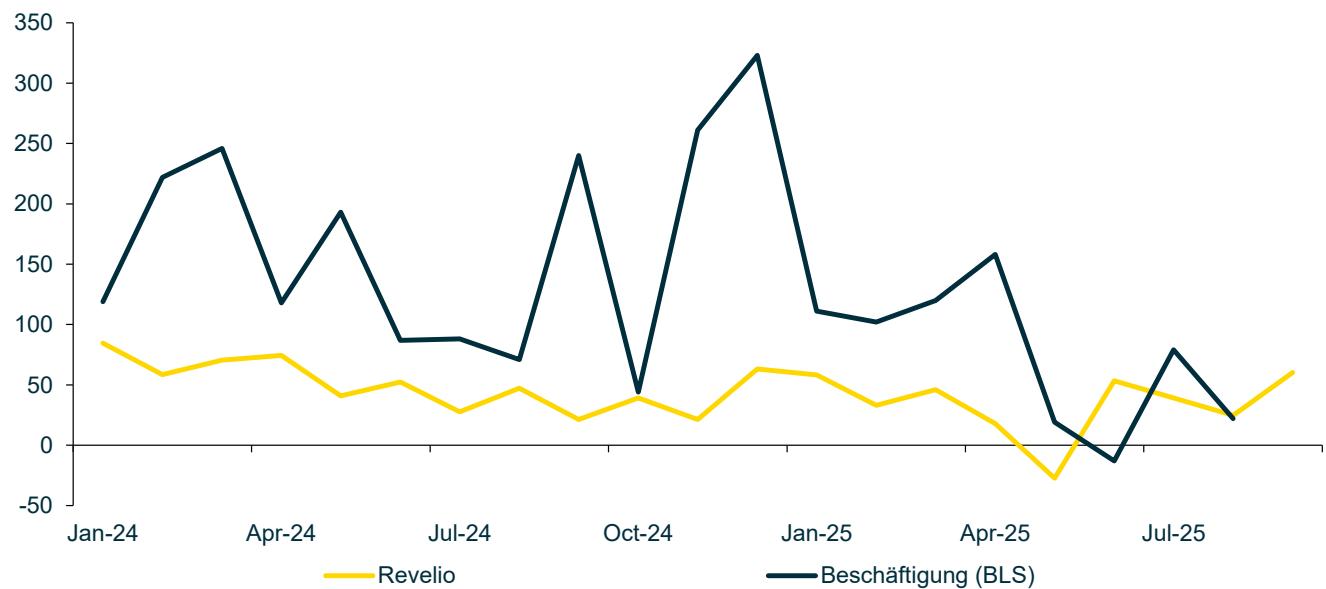
Revelio Labs – eine Firma, die Arbeitsmarktdaten analysiert – veröffentlicht monatlich einen eigenen Arbeitsmarktbericht. Dieser nutzt Daten aus Online-Berufsprofilen auf Plattformen wie LinkedIn, wodurch sich Informationen zu aktuellen und früheren Beschäftigungsverhältnissen gewinnen lassen. Revelio versucht auch, etwaige Verzögerungen zu kompensieren, die sich daraus ergeben, dass viele Online-Profile nicht zeitnah aktualisiert werden. Nach Firmenangaben umfasst der Datensatz 104 Millionen Profile, womit nahezu zwei Drittel der US-Beschäftigten abgedeckt würden.

Für September schätzt Revelio ein Beschäftigungsplus von 60 Tsd. Allerdings ist der Ansatz von Revelio recht neu. Im August lag man mit der Schätzung (50 Tsd) sehr nahe bei den offiziellen Zahlen. Mangels langer Historie von Realtime-Daten lässt sich aber schwer beurteilen, wie verlässlich dieses Modell ist. Die heute vorliegenden Revelio-Zahlen liegen fast durchweg unter den offiziellen (Chart 3). Allerdings könnten die offiziellen Zahlen die Entwicklung auch überschätzen. So haben die Statistiker Abwärtsrevisionen der Daten bis März 2025 bereits angekündigt. Andererseits zeigen die Revelio-Daten keinen Abwärtstrend. Sie deuten also nicht darauf hin, dass der Arbeitsmarkt (wie von manchem befürchtet) gerade einbricht.



Chart 3 - Online-Profile zeigen recht konstante Stellengewinne

Monatliche Veränderung der Beschäftigung auf Basis der Revelio-Daten und auf Basis der Statistik des Bureau of Labor Statistics, in Tausend.



Quelle: BLS, Revelio, Commerzbank Research

(4) Conference Board: "Arbeitsmarktdifferential"

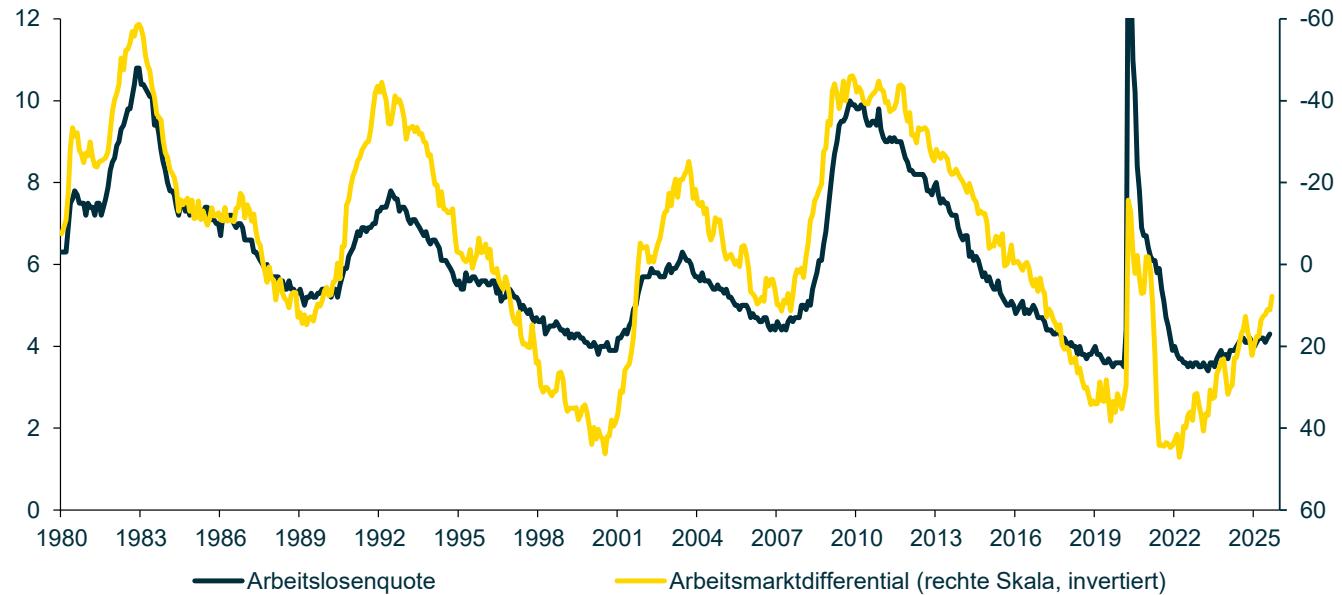
Die Analyse der aktuellen Situation am US-Arbeitsmarkt wird derzeit dadurch erschwert, dass die deutlich restriktivere Einwanderungspolitik das Angebot an Arbeitskräften merklich reduziert. Gleichzeitig scheint sich die Nachfrage nach Arbeitskräften stetig abzukühlen, wie sich an Zahlen zu offenen Stellen oder Jobwechseln ablesen lässt. Es ist jetzt offenbar ein deutlich geringerer Jobzuwachs nötig, um den Arbeitsmarkt im Gleichgewicht zu halten. In einer solchen Situation ist die Arbeitslosenquote ein besserer Maßstab für die Lage am Arbeitsmarkt.

Welche privaten Daten erlauben Rückschlüsse auf die Arbeitslosenquote? Hier kann man beispielsweise die vom Conference Board berechneten Zahlen zum Verbrauchertrauen heranziehen. Bei deren Erhebung wird auch gefragt, ob die Umfrageteilnehmer davon ausgehen, dass ausreichend Jobs vorhanden sind oder ob sie beobachten, dass neue Jobs schwer zu finden sind. Die Differenz dieser Antworten (Prozentsatz derjenigen, die meinen, dass ausreichend Jobs vorhanden sind, abzüglich des Prozentsatzes derjenigen, die glauben, dass Jobs schwer zu finden sind) weist einen recht engen Gleichlauf mit der Arbeitslosenquote auf (Chart 4). Seit einiger Zeit schätzen die Konsumenten die Lage am Arbeitsmarkt ungünstiger ein. Die Arbeitslosenquote ist bisher zwar nur leicht gestiegen, aber diese Stimmungswende könnte auf schlechtere Zeiten am Arbeitsmarkt deuten.



Chart 4 - Einschätzung der Verbraucher trübt sich ein

Anteil der Befragten, die glauben, dass es ausreichend neue Jobs gibt abzgl. des Anteils derjenigen, die meinen, dass Jobs schwer zu finden sind (Arbeitsmarktdifferential) und Arbeitslosenquote, in %



Quelle: Conference Board, BLS, Commerzbank Research

(5) Arbeitsmarktindikatoren der Chicago Fed

Die Fed von Chicago veröffentlicht auf der Basis einer Reihe privater und öffentlicher Daten eine Prognose der Arbeitslosenquote. Dabei wird eine vorläufige Schätzung etwa zwei Wochen vor dem Arbeitsmarktbericht des BLS veröffentlicht und eine endgültige Prognose wenige Tage davor. Die Arbeitsmarktindikatoren der Fed von Chicago werden auch während des Shutdown veröffentlicht, allerdings leidet darunter die Genauigkeit der Modellschätzungen etwas.

Die Prognose der Fed von Chicago für die Arbeitslosenquote im September, die aufgrund des Shutdown bisher nicht veröffentlicht wurde, ist 4,34%. Die Arbeitslosenquote hätte sich damit kaum verändert; im August lag sie bei 4,32%.

Die Chicago Fed hatte im Frühjahr bereits einen ähnlichen Versuch gestartet, der im ersten Monat einen Volltreffer lieferte, aber im zweiten Monat in die falsche Richtung zeigte, worauf das Modell zurückgezogen und überarbeitet wurde. Ob dieser neue Ansatz deutlich besser ist, lässt sich noch nicht beurteilen.

Alternativdaten können offizielle Zahlen nicht ersetzen

Die alternativen Arbeitsmarktdaten sind mangels offizieller Zahlen gegenwärtig sicherlich hilfreich. Ersetzen können sie die amtlichen Zahlen aber nicht, die eine jahrzehntelange Historie haben und methodisch sehr transparent sind, auch wenn gerade die Beschäftigungsdaten zuletzt wegen größerer Revisionen Eurore machten. Im besten Fall lässt sich durch die Analyse der alternativen Indikatoren die aktuelle Unsicherheit etwas vermindern. Tendenziell zeichnet sich eine relativ schwache Beschäftigungsdynamik ab, aber kein Einbruch am Arbeitsmarkt.



Analysts

Bernd Weidensteiner^{AC}

Senior Economist

+49 69 9353 45625

bernd.weidensteiner@commerzbank.com

Dr. Christoph Balz^{AC}

Senior Economist

+49 69 9353 45592

christoph.balz@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 13/10/2025 14:57 CEST fertiggestellt und am 13/10/2025 14:57 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.

Analyst Certification (AC): Die Verfasser, die am Anfang dieses Berichts mit AC bezeichnet werden, bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigene Einschätzung zu den betreffenden Wertpapieren und Emittenten genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Vergütung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen.

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 Sachverständnis 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 Meinungsaussagen 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 Prospektpflicht 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 einzuhören.

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 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 berechtigte 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 2025. Alle Rechte vorbehalten. Version 25.04

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 60327 Frankfurt	30 Gresham Street London, EC2P 2XY	New York, NY 10281-1050	#17-01 Guoco Midtown Singapore 189773
Tel: + 49 69 136 21200	Tel: + 44 207 623 8000	Tel: + 1 212 703 4000	Tel: +65 631 10000