



## US-Wirtschaft – Schlagloch oder Talfahrt?

In den USA haben zuletzt viele Konjunkturindikatoren enttäuscht. Vor allem einige Stimmungsindikatoren sind in den Keller gerutscht. Ein Einbruch der Konjunktur ist aber unwahrscheinlich. Denn die Finanzierungsbedingungen haben sich für die meisten Sektoren zuletzt wieder verbessert, und die starke Einwanderung hilft bei der Abkühlung des Arbeitsmarktes und stützt den privaten Verbrauch. Trotzdem dürfte die Wirtschaft vorerst nur moderat expandieren, worauf die Fed gegen Ende des Jahres mit Zinssenkungen reagieren wird.

| Bernd Weidensteiner

| Dr. Christoph Balz

### Anzeichen einer merklichen Abkühlung, ...

Die US-Wirtschaft zeigt Anzeichen einer deutlichen Abkühlung. Besonders augenfällig waren die von ISM erhobenen Einkaufsmanagerindizes. Der Index für die Industrie fiel im Juni zum dritten Mal hintereinander und liegt mit 48,5 unter der neutralen Schwelle von 50. Der Dienstleistungsindex rutschte im Juni sogar um 5 Punkte auf 48,8 ab, ein Vierjahrestief (Titelchart). Auch harte Zahlen, besonders aus dem Wohnungsbau, neigen gegenwärtig zur Schwäche. Droht der amerikanischen Wirtschaft damit ein böses Erwachen?

### ... die aber auch gewünscht ist

Diese Interpretation erscheint uns voreilig. Denn letztlich kann die Abschwächung der wirtschaftlichen Dynamik kaum überraschen. Schließlich zielten die Zinserhöhungen der Fed genau darauf ab, die Wirtschaft abzukühlen und dadurch die Inflation wieder unter Kontrolle zu bekommen. Gleichzeitig nehmen die Impulse von der Finanzpolitik eher ab, auch wenn von einer Konsolidierung der Staatsfinanzen keine Rede sein kann. Auch als Reaktion hierauf ist bei einigen Bereichen der Investitionen zuletzt eine deutliche Abkühlung zu beobachten. Dies gilt insbesondere für den Wohnungsbau, der von den anhaltend hohen Hypothekenzinsen gebremst wird, und den Wirtschaftsbau. Hier ist der von den diversen staatlichen Subventionen angefachte Boom beim Neubau von Fabriken (u.a. für Chips) ausgelaufen.

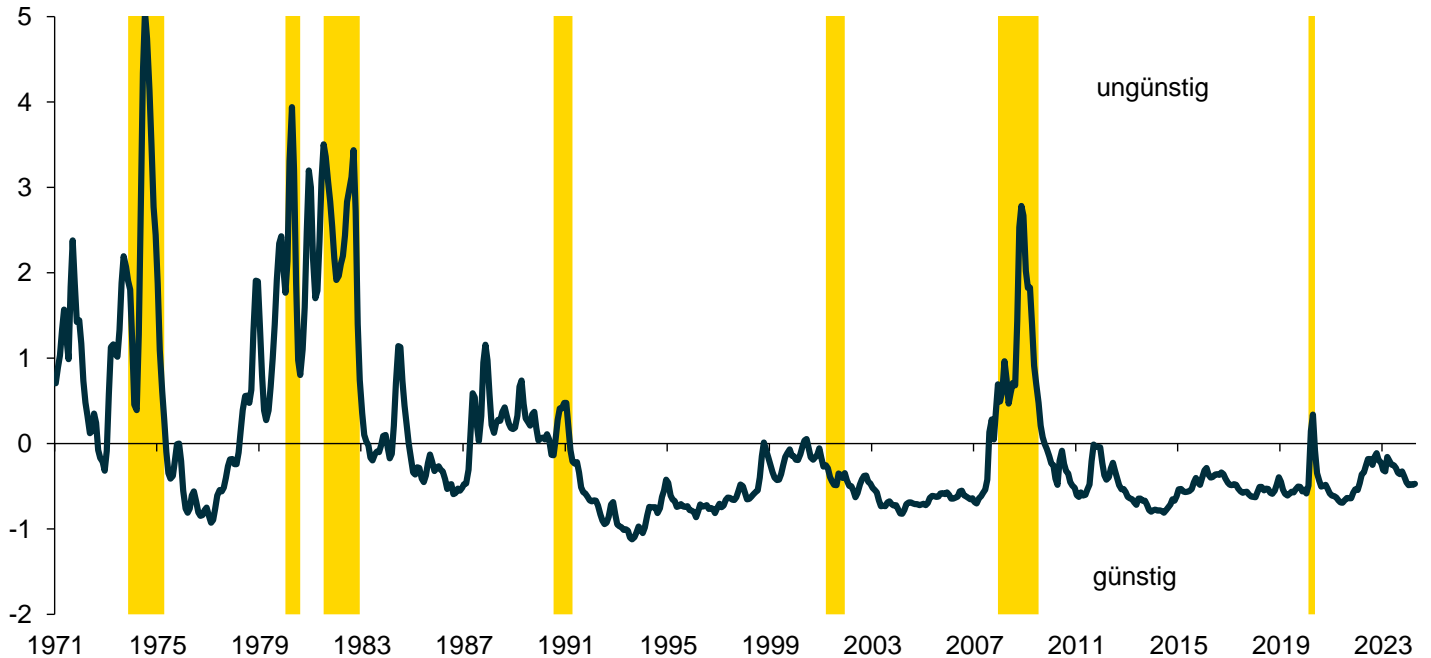
### Finanzierungsbedingungen zuletzt wieder besser ...

Dagegen sind aber die Ausrüstungsinvestitionen und die Investitionen in intellektuelles Eigentum wie Software sehr robust. Hierbei könnte der Megatrend Künstliche Intelligenz eine positive Rolle spielen. Hinzu kommt, dass sich die Finanzierungsbedingungen – trotz der relativ hohen Leitzinsen – im Laufe des letzten Jahres sogar eher verbessert haben. Dies zeigt auch der weit gefasste nationale Index der Finanzierungsbedingungen der Chicago Fed, der etwa 100 Indikatoren wie Risikoaufschläge, Kreditbedingungen der Banken, Marktvolatilität, Aktienmarktentwicklung zusammenfasst (Chart 1). Nach ihm sollten die Unternehmen weiterhin keine Probleme bei der Kapitalbeschaffung haben. Dies dürfte dazu beigetragen haben, dass sich für das zweite Quartal Wachstumsraten von 9% bei den Ausrüstungen und 5% bei intellektuellem Eigentum (jeweils Jahresrate gegen Vorquartal) abzeichnen.



### Chart 1 - Finanzierungsbedingungen sind günstig

Index der Chicago Fed zu den landesweiten Finanzierungsbedingungen. Rezessionen gemäß NBER gelb unterlegt



Quelle: Chicago Fed, Bloomberg, Commerzbank-Research

### ... und Arbeitsmarkt normalisiert sich ohne Einbruch der Beschäftigung, ...

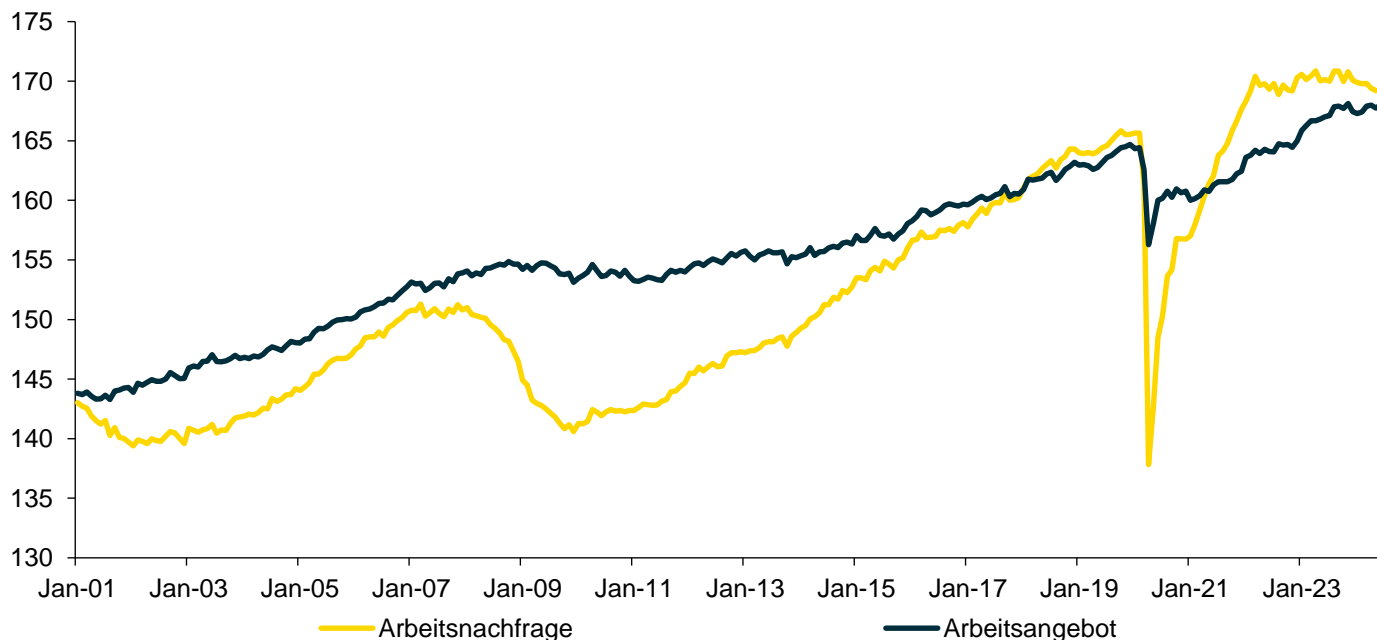
Auch am Arbeitsmarkt gibt es Signale für eine Abschwächung. So ist die gesamte Nachfrage nach Arbeitskräften, also die Zahl der Beschäftigten plus die Anzahl der offenen Stellen, zuletzt gefallen (Chart 2). Anders als in früheren Schwächephasen, die häufig in Rezessionen mündeten, geht dies aber nicht mit einer Verringerung der Beschäftigung einher, die die verfügbaren Einkommen beeinträchtigen würde. Vielmehr wurden auch im zweiten Quartal pro Monat 176 Tsd neue Stellen geschaffen. Dies ist zwar weniger als im letzten Jahr mit etwa 251 Tsd, aber immer noch ein solider Zuwachs, der die verfügbaren Einkommen anschiebt. Angesichts von immer noch 8,1 Mio unbesetzten Stellen dürfte es auf absehbare Zeit auch kaum zu einem Rückgang der Beschäftigung kommen.

Anders als nach früheren Perioden mit einer Überhitzung des Arbeitsmarktes dürfte diese Verlangsamung des Beschäftigungsaufbaus ausreichen, um die Lage am Arbeitsmarkt zu normalisieren. Denn seit einiger Zeit nimmt das Arbeitsangebot wegen der enorm hohen Zuwanderung kräftig zu, wodurch sich die Lücke am Arbeitsmarkt zwischen Nachfrage und Angebot mehr und mehr schließt. So ist seit Dezember 2019 die Zahl zugewanderter Arbeitspersonen in den USA um 4,1 Millionen gewachsen, gegenüber lediglich 900 Tsd. inländischen. Der gesamte Beschäftigungszuwachs wurde von eingewanderten Arbeitskräften getragen.[1]



**Chart 2 - Arbeitsmarkt: Angebot und Nachfrage kommen wieder ins Gleichgewicht**

Nachfrage: Beschäftigung (gemäß Haushaltsumfrage) zzgl. offener Stellen. Angebot: Dem Arbeitsmarkt zur Verfügung stehende Personen. Monatsdaten in Mill.



Quelle: BLS, Global Insight, Commerzbank Research

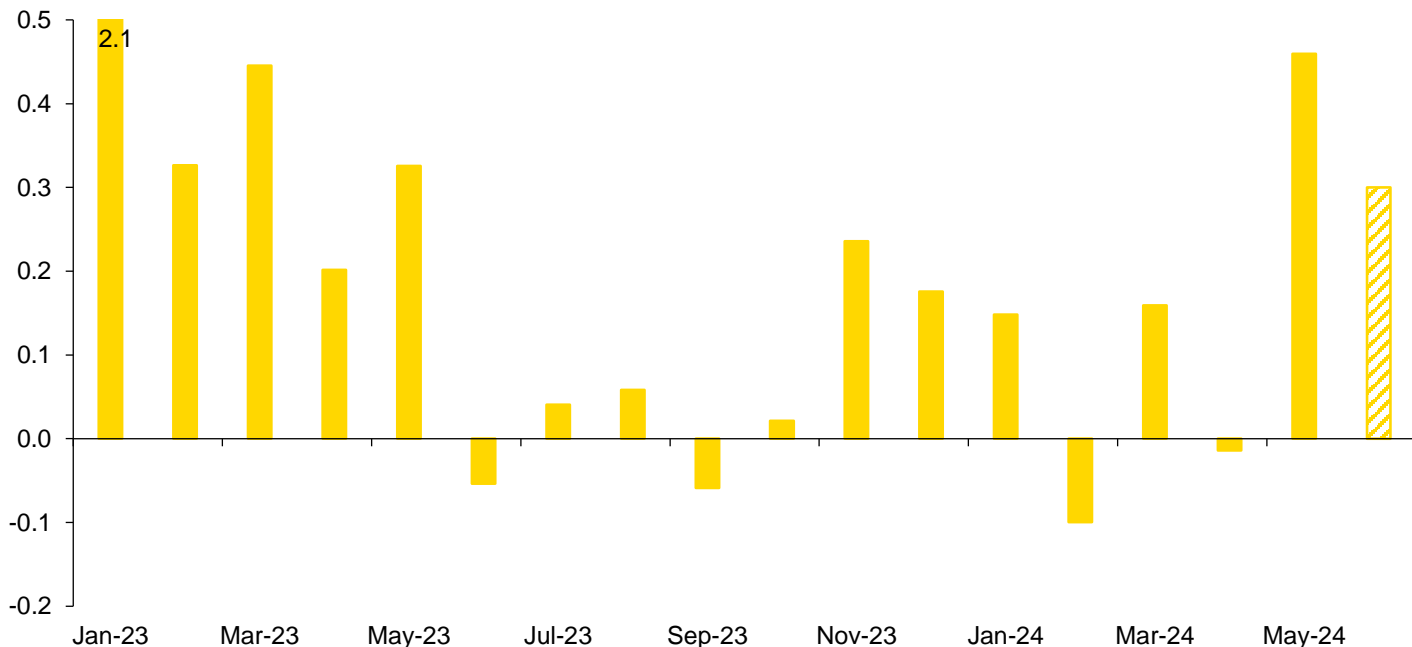
**... was den privaten Verbrauch stützt**

Die schwächere Zunahme der Beschäftigung und der Löhne dämpft das Einkommenswachstum, weshalb der private Konsum in diesem Jahr an Schwung verloren hat. Ein Rückgang ist aber kaum zu erwarten, auch weil die inzwischen langsamere Gangart bei der Inflation die realen verfügbaren Einkommen stützt. Diese haben im Mai immerhin um 0,5% gegenüber Vormonat zugelegt, und auch für den Juni zeichnet sich ein solides Plus von 0,3% ab. Gleichzeitig profitieren die Verbraucher von den massiv gestiegenen Vermögen. Diese lagen im ersten Quartal 2024 immerhin 9% höher als ein Jahr zuvor.



**Chart 3 - Einkommenswachstum nicht mehr so stürmisch, aber immer noch solide**

reale verfügbare Einkommen, Veränderung gegen Vormonat in %. Januar 2023 abgeschnitten, Juni 2024 Prognose



Quelle: S&P Global, Commerzbank-Research

Entsprechend zeigen auch zeitnah verfügbare Indikatoren keine Schwäche des privaten Verbrauchs. Vielmehr ist beispielsweise die Zahl der Reisenden an Flughäfen bis zuletzt kräftig gestiegen. Am letzten Sonntag zählte die Sicherheitsbehörde erstmals mehr als drei Millionen Passagiere an einem Tag. Der Wochendurchschnitt lag etwa 8% höher als vor einem Jahr, obwohl Flugreisen sicherlich zu den Dingen gehören, auf die Verbraucher zuerst verzichten würden.

**Unsicherheitsfaktor Trump**

Ein Unsicherheitsfaktor bleibt die Politik. Für die Präsidentschaftswahl im November ist momentan Donald Trump der Favorit – aufgrund der schwachen Auftritte Präsident Bidens zuletzt sogar mit wachsendem Vorsprung. Sollte ein Präsident Trump die radikaleren seiner Ideen in die Tat umsetzen können, beispielsweise allgemeine und massive Zollerhöhungen, drohen erhebliche Konsequenzen für die Wirtschaft. Nicht zuletzt würde die Inflation dann wieder anspringen, was die Hoffnungen auf Zinssenkungen durch die Fed beenden könnte. Sollte es Trump auf einen Konflikt mit der Fed ankommen lassen, wären erhebliche Verwerfungen an den Märkten wahrscheinlich. Ohne solche extreme Szenarien dürfte die Auswirkung eines Machtwechsels in wirtschaftlicher Hinsicht allerdings überschaubar bleiben.

**US-Wirtschaft: Langsamer, aber nicht zu langsam**

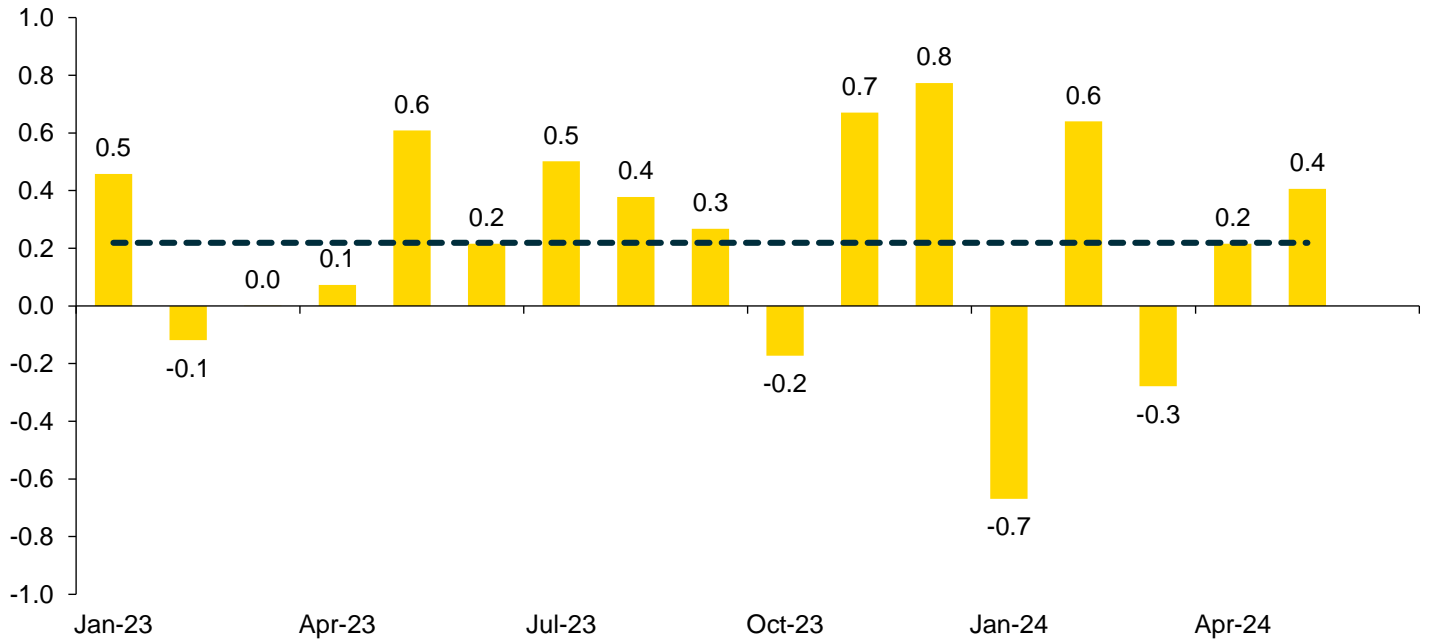
Die Wachstumsdynamik der amerikanischen Wirtschaft hat sich zweifellos abgeschwächt und das BIP dürfte im 2. Quartal wohl schwächer wachsen als 2%, nach lediglich 1,4% im 1. Quartal. Immerhin hat sich die Wirtschaft im Verlauf des 2. Quartals stabilisiert, das von S&P errechnete monatliche BIP legte im Mai wieder um 0,4% gegenüber dem Vormonat zu, nach +0,2% in April und -0,3% im März (Chart 4). Bisher sackt die Wirtschaft also nicht nach unten durch. Und bei der Bewertung dieser Zahlen ist zu berücksichtigen, dass das Potenzialwachstum der USA allenfalls 2% beträgt, der Zuwachs im ersten Halbjahr 2024 hiervon also nicht weit entfernt ist.

Wir hatten für dieses Jahr schon länger ein relativ schwaches Wachstum mit Verlaufsraten von durchschnittlich 1,7% erwartet. Auch für 2025 erwarten wir keine Beschleunigung, sehen aber eben auch keine Anzeichen für einen Einbruch.



**Chart 4 - Wachstum hat sich wieder gefangen**

Monatliches BIP, real, Veränderung gg. Vormonat in %. Gestrichelte Linie: 2-Jahresdurchschnitt



Quelle: S&P Global, Commerzbank Research

**... und bringt die Fed bald Schaum auf die Landebahn?**

Weitere Unterstützung für die US-Wirtschaft ist ohnehin nicht fern, denn die Notenbank bewegt sich bereits in Richtung Zinssenkungen. Gemäß ihrem Risikomanagement-Ansatz wägt sie bei ihren Politikentscheidungen ab, wie stark die beiden Ziele Vollbeschäftigung und Preisstabilität gefährdet sind und konzentriert sich dabei auf das größte Risiko. Im letzten Jahr war das eindeutig die Inflation, inzwischen sind die Risiken aber ausgeglichener. Dies eröffnet einen Spielraum für niedrigere Zinsen, wobei wir den ersten Schritt im Dezember erwarten. Sollten die Konjunkturdaten weiter nach unten überraschen und die Inflation weiter nachlassen, ist auch eine frühere Zinswende möglich.

[1] Die extrem hohe Einwanderung der letzten Zeit hat die "Break-Even-Rate" (also den maximal möglichen Jobzuwachs, ohne dass die Arbeitslosenquote fällt) nach Schätzungen der Fed von San Francisco und des CBO kurzfristig auf über 200 Tsd. nach oben getrieben. Langfristig, also etwa ab Ende 2025, dürfte sich das gleichgewichtige Jobwachstum wieder auf 70 - 90 Tsd. pro Monat einpendeln ([zurück zum Text](#)).



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

**Dr. Jörg Krämer**  
**Chefvolkswirt**  
**+49 69 136 23650**

### Economic Research

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

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

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

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

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

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

Tung On Tommy Wu (China)  
 +65 6311 0166

### Zins und Credit Research

Christoph Rieger (Leiter)  
 +49 69 9353 45600

Michael Leister (Leiter Zinsen)  
 +49 69 9353 45610

Rainer Guntermann  
 +49 69 9353 45629

Hauke Siemßen  
 +49 69 9353 45619

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

Marco Stöckle  
 (Leiter Credit)  
 +49 69 9353 45620

### FX & Commodites Research

Ulrich Leuchtmann (Leiter)  
 +49 69 9353 45700

Antje Praefcke (FX)  
 +49 69 9353 45615

Tatha Ghose (FX)  
 +44 20 7475 8399

Charlie Lay (FX)  
 +65 63 110111

Michael Pfister (FX)  
 +49 69 9353 45614

Volkmar Baur (FX)  
 +49 69 9353 26854

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

Carsten Fritsch (Rohstoffe)  
 +49 69 9353 45647

Barbara Lambrecht (Rohstoffe)  
 +49 69 9353 45611

Tung On Tommy Wu (China)  
 +65 63110166

## Weitere Publikationen (in Auszügen)

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

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

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

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

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



## Analysten

**Dr. Jörg Krämer**

Chefvolkswirt

+49 69 136 23650

joerg.kraemer@commerzbank.com

**Dr. Ralph Solveen**

Stellv. Leiter Economic Research

+49 69 9353 45622

ralph.solveen@commerzbank.com

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 12/7/2024 07:11 CEST fertiggestellt und am 12/7/2024 07:11 CEST verbreitet wurde.

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

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

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

**Mögliche Interessenkonflikte**

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

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

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

**Disclaimer**

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

#### **Zusätzliche Informationen für Kunden in folgenden Ländern:**

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

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

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

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

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





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

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

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

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

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

© Commerzbank AG 2024. Alle Rechte vorbehalten. Version 24.04

#### Commerzbank Filiale

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