

Economic Insight

2. Dezember 2016

Für eine Geldpolitik der umfassenden Stabilisierung

Die EZB orientiert sich an kurzfristigen Inflationszielen und übersieht das vordringliche Problem, nämlich das Verhindern neuer Blasen an den Häuser- und Finanzmärkten. Die EZB benötigt eine neue geldpolitische Strategie, die nicht nur für langfristige Preisstabilität, sondern auch für Finanzstabilität sorgt. Sie braucht eine Strategie der umfassenden Stabilisierung.

Das Platzen spekulativer Blasen an den Immobilien- und Finanzmärkten ist die wirtschaftliche Geißel unserer Zeit. Sie hat viele Menschen in den USA und in Spanien um ihr Heim gebracht, sie hat Banken destabilisiert und die tiefste Rezession der Nachkriegszeit verursacht. Allein im Euroraum haben seit dem Ausbruch der Finanzkrise rund acht Millionen Menschen ihren Arbeitsplatz verloren. Bis weit in bürgerliche Kreise misstrauen viele Menschen der Marktwirtschaft. Populisten am rechten und linken Rand haben in den westlichen Ländern Zulauf. Die westlichen Demokratien befinden sich in der Krise. Es darf zu keiner neuen Finanzblase kommen.

Finanzblasen viel gefährlicher als niedrige Inflation

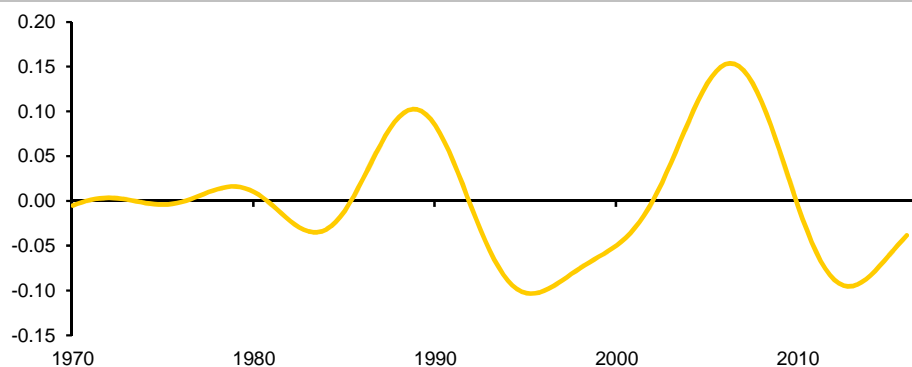
Aber die Geldpolitiker der Europäischen Zentralbank (EZB) fühlen sich nicht zuständig. EZB-Präsident Mario Draghi verweist auf die Bankenaufsichter. Diese sollen mögliche Blasen an den Immobilienmärkten etwa dadurch verhindern, dass sie Banken mehr Eigenkapital vorschreiben, wenn diese über einen längeren Zeitraum sehr viele Hypothekenkredite vergeben. Aber solche aufsichtsrechtlichen Maßnahmen reichen nicht aus, wenn die Geldpolitik zu locker ist und die Menschen zum Schuldenmachen verführt. Drücken Wassermassen lange genug auf einen Damm, ist es mit Sandsäcken nicht getan. Das Wasser sucht sich seinen Weg. Die EZB verschließt die Augen vor den Risiken.

EZB braucht eine neue geldpolitische Strategie

Die Zentralbank sorgt sich stattdessen vor allem darum, dass die Inflation unter den von ihr angestrebten knapp zwei Prozent liegt. Deshalb hat sie mehr als 1000 Milliarden Euro Überschussliquidität ins Bankensystem gepumpt. Die faktisch auf kurzfristige Inflationsziele ausgerichtete geldpolitische Strategie verhindert, dass sich die EZB um das vordringliche Problem kümmert, nämlich das Verhindern neuer Blasen an den Häuser- und Finanzmärkten. Es ist offensichtlich: Die EZB braucht eine neue geldpolitische Strategie, die nicht nur für langfristige Preisstabilität, sondern auch für Finanzstabilität sorgt. Sie braucht eine Strategie der umfassenden Stabilisierung.

GRAFIK 1: Der US-Finanzzyklus schwankt seit Mitte der 80er stärker

Finanzzyklus ermittelt als Durchschnitt der langfristigen Zyklen des realen Kreditvolumens, des Quotienten aus Kreditvolumen und BIP und der realen Immobilienpreise in den USA



Quelle: Commerzbank Research, BIZ

Bitte beachten Sie die rechtlichen Hinweise auf Seite 5 und 6.

research.commerzbank.com / Bloomberg: CBKR / Research APP verfügbar

Autor:

Dr. Jörg Krämer

Chefvolkswirt

+49 69 136 23650

joerg.kraemer@commerzbank.com

Ein wichtiges Element einer solchen geldpolitischen Strategie ist der sogenannte Finanzzyklus. So wie der Konjunkturzyklus das Schwanken der wirtschaftlichen Aktivität beschreibt, steht der Finanzzyklus für das Auf und Ab an den Finanz- und Immobilienmärkten. Typisch ist im Finanzzyklus eine lange Phase steigender Vermögenspreise. Sie verführt Menschen dazu, auf Pump Häuser oder Aktien zu kaufen. Sind die Preise zu stark gestiegen, brechen sie abrupt ein. Das destabilisiert häufig das Banken- und Finanzsystem und es kommt zu einer ungewöhnlich schweren Rezession – wie im Jahr 2009 nach dem Platzen der US-Immobilienblase und der Pleite von Lehman Brothers.

Volkswirte der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in Basel – der Zentralbank der Zentralbanken – messen den Finanzzyklus vor allem mit Hilfe von Häuserpreisen sowie Bankkrediten an Unternehmen und Privatleute (siehe auch Kasten am Ende des Dokuments). Die so berechneten Finanzzyklen sind sehr lang, in den USA dauern sie durchschnittlich 16 Jahre (Grafik 1 auf Titelseite). Dabei schwankt der Finanzzyklus seit Mitte der 80er Jahre deutlich stärker. Das lag an der gelockerten Regulierung der Finanzmärkte, riskanteren Geschäftsmodellen der Banken sowie an der US-Geldpolitik. Schließlich hat die US-Notenbank seit Alan Greenspans Amtsübernahme Übertreibungen dadurch Vorschub geleistet, dass sie Kurseinbrüche stets durch Zinssenkungen abfederte und danach die Zinsen nur zögerlich anhob.

Den Finanzzyklus in die geldpolitische Strategie integrieren

Aber zurück nach Europa: Eine geldpolitische Strategie der umfassenden Stabilisierung bedeutet, den Finanzzyklus neben dem Konjunkturzyklus nicht nur fallweise – etwa wenn es kritisch wird – zu berücksichtigen, sondern dauerhaft und zu jedem Zeitpunkt. Wenn die Notenbank erst dann mit höheren Leitzinsen reagiert, wenn es bereits zu Übertreibungen im Finanzzyklus, also zu Blasen gekommen ist, ist es zu spät. Das Anpiecksen von Finanzblasen reicht nicht. Schließlich bauen sich die Finanzrisiken und damit die Risiken einer anschließenden schweren Rezession über viele Jahre auf. Um die wirtschaftlichen Schäden zu vermeiden oder zumindest zu senken, sollte die EZB ihre Zinspolitik systematischer einsetzen. Sie sollte alles tun, um die Ausschläge im Finanzzyklus zu dämpfen, sie sollte umfassend stabilisieren. Sie muss den Fuß bereits dann vom Gas nehmen, wenn die Vermögenspreise nach einem Einbruch wieder zu steigen beginnen, der Finanzzyklus also wieder aufwärts gerichtet ist.

Berechnungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich zeigen, dass eine geldpolitische Strategie der umfassenden Stabilisierung beträchtliche wirtschaftliche Vorteile bringt. So könnte das US-Bruttoinlandsprodukt diesen Schätzungen zufolge heute um zwölf Prozent höher liegen, hätte die US-Notenbank bereits 2003 begonnen, ihren Leitzins wegen der steigenden Häuserpreise stärker zu erhöhen. Sie hätte den Anstieg der Immobilienpreise und der Hypothekenschulden gedämpft, so dass es 2009 zu einer nicht so tiefen Rezession gekommen wäre, die das Wachstum auch in den Folgejahren dämpfte.

Gegen die Einführung einer geldpolitischen Strategie der umfassenden Stabilisierung würden manche sicher einwenden, dass die EU-Länder dann das Mandat der EZB ändern müssten. Schließlich verpflichtet der EU-Vertrag die EZB ausschließlich zur Preisstabilität und nicht auch zur Finanzstabilität. Aber Finanzstabilität trägt langfristig zu stabilen Verbraucherpreisen bei. Schließlich verstetigt ein schwankungsarmer Finanzzyklus die Konjunktur und damit die Inflation. Ohne das Entstehen und Platzen der Schuldenblase im Jahr 2007 wäre die Wirtschaft im Euroraum 2009 nicht so eingebrochen und die Inflation heute nicht so niedrig.

Das Inflationsziel langfristiger interpretieren

Eine geldpolitische Strategie der umfassenden Stabilisierung verlangt lediglich, dass die EZB ihr Inflationsziel anders interpretiert. Derzeit sorgt sie sich darum, dass die Inflationsrate im Euroraum unter der angestrebten Marke von knapp zwei Prozent liegt. Die EZB sieht das Risiko, dass sich der Rückgang der Inflation verfestigt und es zu einer wirtschaftlich fatalen Deflation kommt. Bei einer solchen dramatisierenden Interpretation bleibt ihr natürlich nichts anderes übrig, als sich auf das vermeintlich größte Risiko zu konzentrieren, nämlich eine mögliche Deflation. Aber damit schaltet sie faktisch den Einfluss des Finanzzyklus auf ihre Geldpolitik ab und leistet dem Entstehen neuer Blasen Vorschub. Um dagegen den Finanzzyklus zu jeder Zeit zu berücksichtigen, muss sie sich zu einer entspannteren Interpretation ihres Inflationsziels durchringen. Sie sollte tolerieren, dass die Inflation phasenweise deutlicher von zwei Prozent abweicht. Niedrige oder sogar leicht negative Inflationsraten schaden ohnehin nicht dem

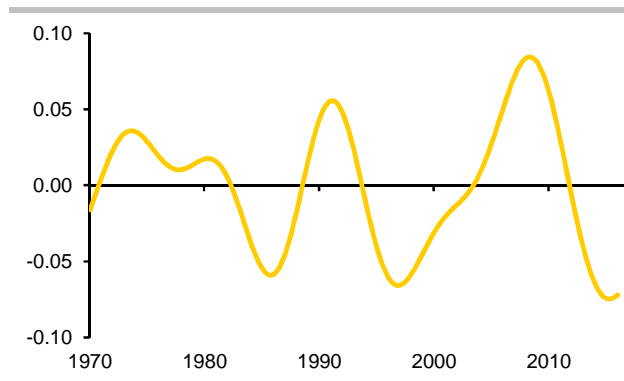
Wirtschaftswachstum. Das gilt sowohl für die Zeit des Goldstandards als auch für die zurückliegenden zwanzig Jahre. Die stets als Gegenbeispiel angeführte Deflation im Amerika der 30er Jahre ist eine Ausnahme, weil die Verbraucherpreise damals nicht moderat, sondern massiv sanken, was aber nicht Ursache sondern Folge zahlreicher Bankenpleiten war, die die US-Notenbank damals tatenlos geschehen ließ.

Wenn die EZB zu einer Strategie der umfassenden Stabilisierung wechselte, würde sie die gegenwärtige Negativzinspolitik vermutlich nicht beibehalten können. Schließlich zeigen unsere Berechnungen, dass der Finanzzyklus im Euroraum bereits wieder nach oben weist (Grafik 2). Das liegt vor allem an den Häuserpreisen, die nicht mehr auf breiter Front fallen, sondern in Deutschland, Spanien, Holland und Portugal sogar wieder nennenswert zulegen (Grafik 3). Außerdem zeichnet sich bei der Kreditvergabe an Unternehmen und Privatpersonen eine Wende nach oben ab. All das legt eine nicht mehr ganz so expansive Geldpolitik nahe – und damit leicht positive Leitzinsen.

Aber würde die EZB ihre Leitzinsen mit Blick auf die Finanzstabilität erhöhen, kämen die Staatsanleihen der hochverschuldeten Peripherieländer sicher massiv unter Druck. Schließlich sind die Ursachen der Staatsschuldenkrise in der Breite noch nicht gelöst. Wenn die Finanzminister das Sicherheitsnetz des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) nicht vergrößern – wovon auszugehen ist – wäre die EZB bei einem Wechsel ihrer geldpolitischen Strategie wohl leider gezwungen, das unbeschränkte Anleihekaufprogramm von Herbst 2012 (OMT) beizubehalten. Aber diesen Preis sollte sie zahlen. Schließlich hätte sie endlich eine geldpolitische Strategie, die den wahren Risiken unserer Zeit Rechnung trägt, nämlich dem Entstehen und Platzen desaströser Blasen an den Finanz- und Häusermärkten. Sie könnte das Auf und Ab im Finanzzyklus dämpfen und so die Konjunktur und die Inflation verstetigen. Das hilft, das Vertrauen der Menschen in die Geldpolitik und unsere freiheitliche Wirtschaftsordnung wieder aufzubauen. Genau darauf kommt es in Zeiten des grassierenden Populismus an.

GRAFIK 2: Der Finanzzyklus im Euroraum hat nach oben gedreht

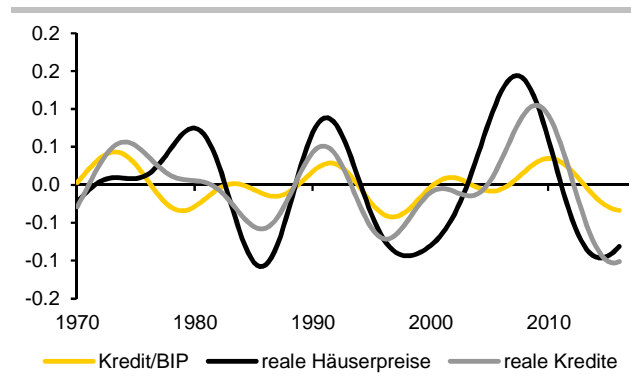
Finanzzyklus ermittelt als Durchschnitt der langfristigen Zyklen des realen Kreditvolumens, des Quotienten aus Kreditvolumen und BIP und der realen Immobilienpreise im Euroraum



Quelle: Commerzbank Research, BIZ

GRAFIK 3: Euroraum: Der Immobilienbaisse ist vorbei

Langfristige Zyklen des realen Kreditvolumens, des Quotienten aus Kreditvolumen und BIP und der realen Immobilienpreise im Euroraum



Quelle: Commerzbank Research, BIZ

Der Finanzzyklus der BIZ

Wir haben den Finanzzyklus im Euroraum empirisch geschätzt. Im Allgemeinen bezeichnet ein Finanzzyklus *gemeinsame* Schwankungen vielfältiger Finanzvariablen, also zum Beispiel von Kreditvolumina, Immobilienpreisen oder Aktienkursen.

Bei unserer Schätzung folgen wir den Forschungsergebnissen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), die sich in den letzten Jahren unter dem Eindruck der Finanzkrise intensiv mit der empirischen Messung von Finanzzyklen beschäftigt hat.^[1]

^[1] BIZ 84. Jahresbericht, S.74ff.

Die realen Kredite, das Verhältnis Kreditvolumen/BIP und die Immobilienpreise sind die kleinstmögliche Auswahl an Variablen, um den Finanzzyklus adäquat zu beschreiben. Technisch gesehen filtert die BIZ mit Hilfe eines sogenannten Bandbreitenfilters nach Christiano und Fitzgerald aus den drei Datenreihen Zyklen von 8 bis 30 Jahre heraus und ermittelt dann den Finanzzyklus durch Bildung eines einfachen Durchschnitts.^[2]

Die BIZ hat den Finanzzyklus unter anderem für die USA, Japan, Großbritannien und Deutschland geschätzt, nicht aber für den Euroraum. Wir haben die Schätzung der BIZ für die USA zunächst nachvollzogen und dann die Methodik auf den Euroraum übertragen. Dabei besteht das größte Problem darin, dass für den Währungsraum keine langfristigen Datenreihen für Kredite und Immobilienpreise zur Verfügung stehen. Mangels Alternative haben wir für die Zeiträume, für die keine originären Euroraum-Daten verfügbar waren, Euro-Daten durch Aggregation von Länder-Daten aus Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien, den Niederlanden, Österreich und Portugal ermittelt. Wir haben weitgehend auf Zeitreihen zurückgegriffen, die die BIZ veröffentlicht.

Dr. Michael Schubert, +49 69 136 23700

^[2] M. Drehmann, C. Borio und K. Tsatsaronis, „Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!“, BIS Working Papers, Nr. 380, Juni 2012.

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 02.12.2016 07:57 CET fertiggestellt und am 02.12.2016 07:58 CET verbreitet wurde.

Für die Erstellung dieser Ausarbeitung sind der Bereich Corporates & Markets der Commerzbank AG, Frankfurt am Main, bzw. etwaig in der Ausarbeitung genannte Filialen der Commerzbank verantwortlich. Corporates & Markets ist der Investmentbereich der Commerzbank, in dem die Research-, Anleihe-, Aktien-, Zinsprodukt- und Devisenaktivitäten zusammengefasst sind.

Sofern diese Ausarbeitung eine Analyse eines oder mehrerer Beteiligungspapiere enthält, sei darauf hingewiesen, dass die Verfasser bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigenen Einschätzungen 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. Der (bzw. die) in dieser Ausarbeitung genannte(n) Analyst(en) ist (sind) nicht bei der FINRA als Research-Analysten registriert/qualifiziert. Solche Research-Analysten sind möglicherweise keine assoziierten Personen der Commerz Markets LLC und unterliegen daher möglicherweise nicht den Einschränkungen der FINRA Rule 2241 in Bezug auf die Kommunikation mit einem betroffenen Unternehmen, öffentliche Auftritte und den Handel mit Wertpapieren im Bestand eines Analysten.

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: <http://research.commerzbank.com/web/commerzbank-research-portal/public-page/disclosures>*

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

Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers. 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 unverbindlichen 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.

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 wurde von der Commerzbank AG, Filiale London, herausgegeben oder für eine Herausgabe in Großbritannien genehmigt. Die Commerzbank AG, Filiale London, ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und von der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt nur in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority. Einzelheiten über den Umfang der Genehmigung und der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority erhalten Sie auf Anfrage. Diese Ausarbeitung richtet sich ausschließlich an „Eligible Counterparties“ und „Professional Clients“. Sie richtet sich nicht an „Retail Clients“. Ausschließlich „Eligible Counterparties“ und „Professional Clients“ ist es gestattet, die Informationen in dieser Ausarbeitung zu lesen oder sich auf diese zu beziehen. Commerzbank AG, Filiale London bietet nicht Handel, Beratung oder andere Anlagendienstleistungen für „Retail Clients“ an.

USA: Die Commerz Markets LLC („Commerz Markets“) hat die Verantwortung für die Verteilung dieses Dokuments in den USA unter Einhaltung der gültigen Bestimmungen übernommen. Wertpapiertransaktionen durch US-Bürger müssen über die Commerz Markets, Swaptransaktionen über die Commerzbank AG abgewickelt werden. Nach geltendem US-amerikanischen Recht können Informationen, die Commerz Markets-Kunden betreffen, an andere Unternehmen innerhalb des Commerzbank-Konzerns weitergegeben werden. Sofern dieses Dokument zur Verteilung in den USA freigegeben wurde, ist es ausschließlich nur an "US Institutional Investors" und "Major Institutional Investors" gerichtet, wie in Rule 15a-6 unter dem Securities Exchange Act von 1934 beschrieben. Commerz Markets ist Mitglied der FINRA und SIPC. Die Commerzbank AG 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 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 Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler Geschäfte treibt. Soweit die Inhalte dieses Dokuments sich auf Wertpapiere eines Emittenten beziehen, der nach den Gesetzen Kanadas oder einer kanadischen Provinz bzw. eines kanadischen Territoriums gegründet wurde, dürfen Geschäfte in solchen Wertpapieren nicht durch Commerz Markets LLC getätigt werden. 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 Wirtschafts-raumes ansässige Rechtsperson erstellt wurde, erfolgte eine Neuausgabe für die Verbreitung im Europäischen Wirtschaftsraum durch die Commerzbank AG, Filiale London.

Singapur: Dieses Dokument wird in Singapur von der Commerzbank AG, Filiale Singapur, zur Verfügung gestellt. Es darf dort nur von institutionellen Investoren laut Definition in Section 4A des Securities and Futures Act, Chapter 289, von Singapur („SFA“) gemäß Section 274 des SFA entgegengenommen werden.

Hongkong: Dieses Dokument wird in Hongkong von der Commerzbank AG, Filiale Hongkong, zur Verfügung gestellt und darf dort nur von „professionellen Anlegern“ im Sinne von Schedule 1 der Securities and Futures Ordinance (Cap.571) von Hongkong und etwaigen hierin getroffenen Regelungen entgegengenommen werden.

Japan: Dieses Dokument und seine Verteilung stellen keine „Aufforderung“ gemäß dem Financial Instrument Exchange Act (FIEA) dar und sind nicht als solche auszulegen. Dieses Dokument darf in Japan ausschließlich an „professionelle Anleger“ gemäß Section 2(31) des FIEA und Section 23 der Cabinet Ordinance Regarding Definition of Section 2 of the FIEA durch die Commerzbank AG, Tokyo Branch, verteilt werden. Die Commerzbank AG, Tokyo Branch, war jedoch nicht an der Erstellung dieses Dokuments beteiligt. Nicht alle Finanz- oder anderen Instrumente, auf die in diesem Dokument Bezug genommen wird, sind in Japan verfügbar. Anfragen bezüglich der Verfügbarkeit dieser Instrumente richten Sie bitte an die Abteilung Corporates & Markets der Commerzbank AG oder an die Commerzbank AG, Tokyo Branch. [Commerzbank AG, Tokyo Branch] Eingetragenes Finanzinstitut: Director of Kanto Local Finance Bureau (Tokin) Nr. 641 / Mitgliedsverband: Japanese Bankers Association.

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.

© Commerzbank AG 2016. Alle Rechte vorbehalten. Version 9.25

Commerzbank Corporates & Markets

Frankfurt

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

London

Commerzbank AG, London Branch
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

Hong Kong

Commerzbank AG
15th Floor, Lee Garden One
33 Hysan Avenue, Causeway Bay
Hong Kong
Tel: +852 3988 0988