



Economic Insight

25. Januar 2018

Japan ist auf dem richtigen Weg

Japan steht vielerorts immer noch im Ruf, keine Antwort auf die durch die „verlorene Dekade“ der 1990er aufgeworfenen Probleme zu finden. Vorwürfe einer ineffektiven Politik konzentrieren sich – wie wir meinen ungebührlich stark – auf das Unvermögen, die Inflation nach oben zu treiben. Tatsächlich hat es aber erhebliche Fortschritte gegeben. Für eine Wirtschaft, die derart starkem demographischen Gegenwind ausgesetzt ist, kann Japan sehr ordentliche Wachstumsraten aufweisen. Wir sehen Japan auf dem richtigen Weg.

Längste Wachstumsphase seit 2000

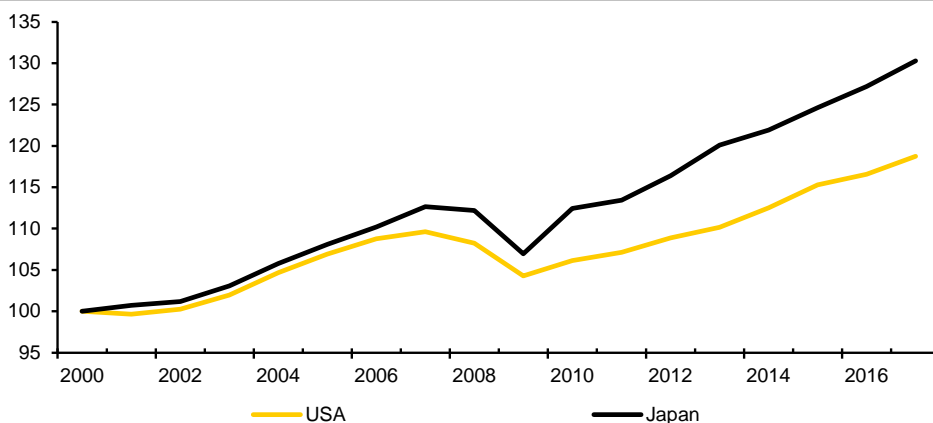
Während Japan vielfach noch als ökonomischer Problemfall wahrgenommen wird, mehren sich die Erfolgsmeldungen aus Fernost: Im Schlussquartal 2017 dürfte die japanische Wirtschaft das achte Vierteljahr in Folge expandiert haben. Dies wäre die längste Wachstumsphase seit 1999/2001. Dabei wird die japanische Wirtschaft regelmäßig unterschätzt: Denn das im internationalen Vergleich relativ geringe Wachstum des realen Bruttoinlandsproduktes liegt zu einem Gutteil an der schrumpfenden Bevölkerung. Pro Kopf gerechnet – was den Wohlstand des Einzelnen besser widerspiegelt – legt die japanische Wirtschaft seit einigen Jahren stärker zu als die US-Wirtschaft (Grafik 1). Zwar fällt die Inflation weiterhin sehr niedrig aus, doch legt das nominale Bruttoinlandsprodukt nach Jahren der Stagnation endlich zu. Wie sind diese Erfolge zustande gekommen?

Abe und das Glück des richtigen Zeitpunkts

Premierminister Abe heftet sich Fortschritte gern an das eigene Revers. Allerdings kam er Ende 2012 zu einem günstigen Zeitpunkt ins Amt. Die Erholung von der langwierigen Krise der 1990er Jahre¹ war kurz nach der Jahrtausendwende in Gang gekommen, die schwere globale Wirtschaftskrise der Jahre 2008/09 war nur ein vorübergehender Rückschlag. Zudem hatte die Wirtschaft die Folgen des verheerenden Tsunamis von 2011 und der damit verbundene Abschaltung aller Kernkraftwerke halbwegs bewältigt und befand sich wieder auf Wachstumskurs. Die Arbeitslosenquote war von 5,5% im Sommer 2009 auf 4,3% Ende 2012 gefallen (Grafik 2, Seite 2).

GRAFIK 1: Japan wächst schneller – pro Kopf gerechnet

reales Bruttoinlandsprodukt je Person im erwerbsfähigen Alter (15-64), Index 2000 =100



Quellen: IWF, UNO, Commerzbank Research

¹ Ende 1989 war die Blase am Aktienmarkt geplatzt, ebenso die am Immobilienmarkt. Die japanische Wirtschaft musste durch eine lange Bereinigungskrise gehen, in der die Unternehmen ihre hohen Schulden abbauten. Die 1990er Jahre gelten als „verlorenes Jahrzehnt“; der damit verbundene Schock war umso größer, da er der Euphorie der 1980er – als Japan sogar der US-Wirtschaft überlegen schien – auf dem Fuße folgte.

Bitte beachten Sie die rechtlichen Hinweise auf den Seiten 7 und 8.

research.commerzbank.com / Bloomberg: CBKR

Autoren

Bernd Weidensteiner

+49 69 136 24527

bernd.weidensteiner@commerzbank.com

Dr. Christoph Balz

+49 69 136 24889

christoph.balz@commerzbank.com

Chefvolkswirt

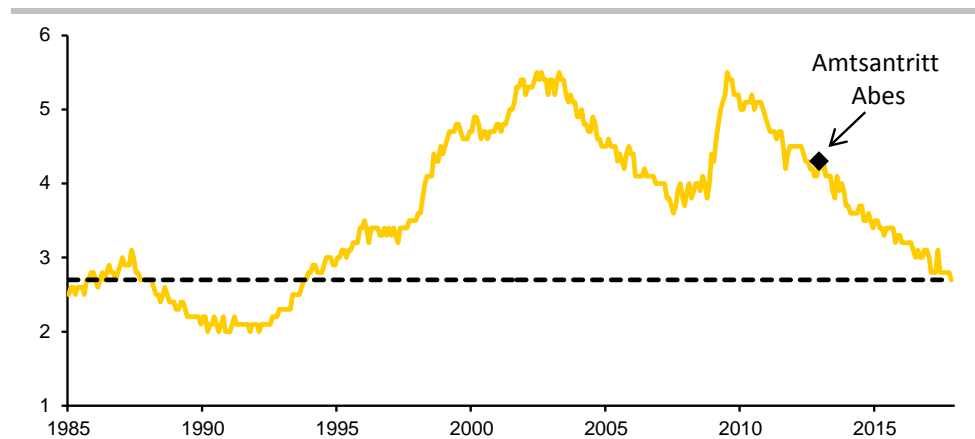
Dr. Jörg Krämer

+49 69 136 23650

joerg.kraemer@commerzbank.com

GRAFIK 2: Politik und Arbeitsmarkt – Timing ist alles

Arbeitslosenquote in %, Monatsdaten. Gestrichelte Linie: Dezember 2017.



Quellen: Global Insight, Commerzbank Research

Die von Abe ins Werk gesetzte Neuausrichtung der Wirtschaftspolitik konnte daher den Rückenwind einer ohnehin im Gang befindlichen Konjunkturerholung nutzen, was ihre Erfolgchance zweifellos erhöhte. „Abenomics“ setzte auf die drei „Pfeile“ aggressive Geldpolitik, fiskalischer Stimulus, und Strukturreformen.

Der erste „Pfeil“: Monetäre Lockerung

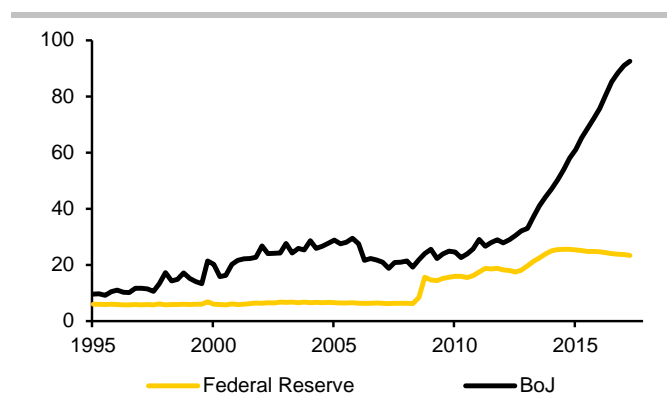
Abenomics stützt sich vor allem auf die Geldpolitik. So ist ein Kurswechsel der Geldpolitik rascher umsetzbar als einer bei der Fiskalpolitik, deren Spielraum durch die hohen Staatsschulden ohnehin begrenzt ist.

Der von der Abe-Regierung im März 2013 ins Amt gebrachte neue Gouverneur der Bank von Japan (BoJ), Haruhiko Kuroda, setzte die gewünschte äußerst expansive Geldpolitik unverzüglich um. Die BoJ verkündete im April 2013 eine Politik der „Quantitativen und Qualitativen Lockerung“ (QQE) mit dem expliziten Versprechen, solange Gas zu geben, bis die Inflation auf das 2%-Ziel steigt. In den zehn Jahren zuvor lag die Inflationsrate bei nahe null.

Die BoJ kaufte massiv Anleihen. Zwischenzeitlich hatte sie ein jährliches Kaufziel von 80 Billionen Yen (dies entspricht etwa 15% des BIP und ist ein mehr als doppelt so hohes Tempo wie das der Fed zu Hochzeiten von QE2). Die Bilanzsumme der BoJ nähert sich mittlerweile der Marke von 100% der Wirtschaftsleistung (Grafik 3). Ende 2017 befanden sich fast 45% der ausstehenden japanischen Staatsanleihen (JGB) in den Händen der Notenbank. Allmählich geraten die Grenzen von QQE in den Blick: Der Staatsanleihenmarkt droht auszutrocknen. Die BoJ ist daher auf die Strategie der „Kontrolle der Zinskurve“ übergegangen. Damit soll die Rendite zehnjähriger JGBs bei 0% gehalten werden.

GRAFIK 3: Geldpolitik wurde extrem expansiv...

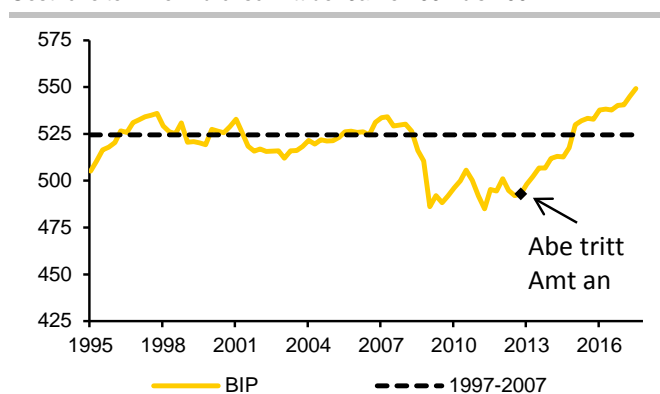
Bilanzsummen der Notenbanken, in % des BIP, Quartalsdaten.



Quellen: Global Insight, Commerzbank Research

GRAFIK 4: ... und die Schocktherapie schlug an

Nominales Bruttoinlandsprodukt in Billionen Yen, Quartalsdaten. Gestrichelte Linie: Durchschnitt der Jahre 1997 bis 2007.



Quellen: Global Insight, Commerzbank Research

Dies ermöglichte es der BoJ, die Anleihekäufe im Jahr 2017 allmählich zurückzufahren. Ergänzend verspricht die BoJ, solange expansiv zu bleiben, bis die Kerninflation „stabil“ über 2% liegt.

Fast alle Wissenschaftler sind sich darin einig, dass Geldpolitik langfristig lediglich auf nominale Größen wirkt. Daher liegt als Erfolgsmaßstab für die Politik der BoJ das nominale Bruttoinlandsprodukt nahe. Dies umso mehr, als die Krise Japans mit einer 20jährigen Stagnation des nominalen BIP einherging. Für ein Industrieland ist dies eine beispiellose Entwicklung.

Geldpolitische Schocktherapie hat Erfolg...

Die Stimulierung der nominalen Nachfrage gelang, mit Amtsantritt Abes ist das nominale BIP endlich wieder auf einen Wachstumspfad eingeschwenkt (Grafik 4, Seite 2). Premier Abe hat das Ziel ausgegeben, das nominale BIP bis zum Haushaltsjahr 2020 auf 600 Billionen Yen anzuheben (das wäre rund 15% über dem Durchschnitt der Jahre 1997 bis 2007). Dieses Ziel dürfte wohl verfehlt werden. Wichtiger als die genaue Zielerreichung ist aber der Umstand, dass das nominale BIP endlich wieder wächst.

Die Rückkehr der nominalen Wirtschaftsleistung auf einen stabilen Wachstumspfad ist auch vor dem Hintergrund der hohen Staatschulden der wichtigste Erfolg von Abenomics. Die öffentlichen Schulden sind dramatisch gestiegen, zwischen 2000 und 2012 um rund 100% des BIP auf einen Wert von 230% des BIP. Ein stagnierendes BIP setzt ein großes Fragezeichen hinter die langfristige Tragfähigkeit der Schuldenlast. Schließlich ist das nominale BIP die Steuerbasis des Staates – und der Nenner der Staatsschuldenquote.

Der wieder wachsende Nenner hat zur Stabilisierung der japanischen Staatsschuldenquote maßgeblich beigetragen. Seit 2013 beträgt sie etwa 230% des BIP (Grafik 5).²

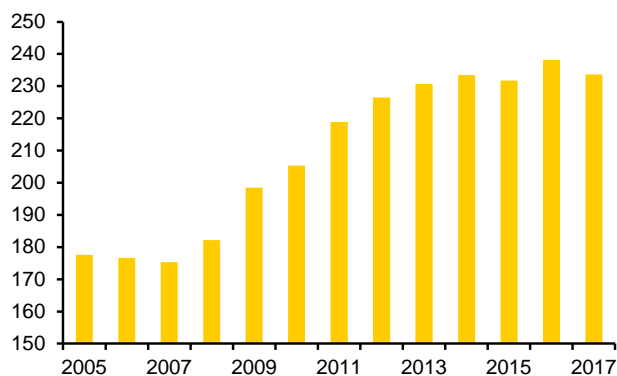
... nur nicht bei der Inflation

Trotz aller Fortschritte bleibt ein Ziel – für viele sogar das Ziel – außer Reichweite: Die Inflation bleibt stur unter dem 2%-Ziel der Bank von Japan. Das Abrutschen der unterliegenden Inflationsrate nach der Krise von 2008/09 konnte allerdings umgedreht werden (Grafik 6). Wäre dies nicht gelungen, hätten sich Deflationserwartungen verfestigen können, was die gesamten bis dahin erzielten Erfolge der Wirtschaftspolitik gefährdet hätte. Die Notenbank kann sich diesen Erfolg auf die Fahnen schreiben und als Bestätigung ihrer aggressiven Politik werten. Dennoch bleibt der Befund, dass es seit 20 Jahren nicht gelingt, eine nachhaltig positive Teuerungsrate zu erzeugen. Lediglich die beiden Mehrwertsteuererhöhungen von 1997 und 2014 lösten kurze Phasen mit einer Kerninflation von rund 2% aus.

Laut den jüngsten Daten befindet sich die Inflationsrate bei rund 1%. Die üblichen Argumente für mittelfristig höhere Teuerungsraten gelten auch für Japan: Mit einer Arbeitslosenquote von unter 3% ist die Wirtschaft vollbeschäftigt.

GRAFIK 5: Staatsschuldenquote stabilisiert sich

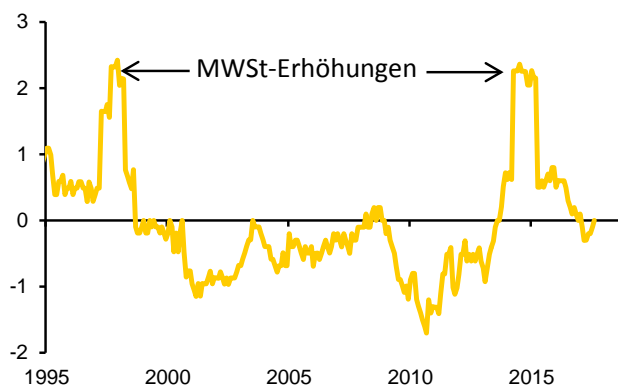
Verschuldung der öffentlichen Haushalte, in % des BIP, Jahresdurchschnitte (2017: Daten für Q1 bis Q3)..



Quellen: BoJ, MoF, Global Insight, Commerzbank Research

GRAFIK 6: Inflationsziel außer Reichweite

Verbraucherpreisindex (ohne Nahrung und Energie), Veränderung gg. Vorjahr in %, Monatsdaten.



Quellen: Global Insight, Commerzbank Research

² Die Berechnung stützt sich auf die japanischen „Flow of Funds“. Die von der OECD errechnete Schuldenquote fällt aufgrund etwas anderer Abgrenzungen moderat niedriger aus.

Aufgrund der seit einigen Quartalen zu beobachteten relativ hohen Wachstumsraten dürfte die Wirtschaft bald auf Kapazitätsgrenzen am Arbeitsmarkt stoßen, was zu höheren Lohnzuwächsen führen sollte. Die Regierung appelliert ohnehin seit geraumer Zeit an die Wirtschaft, ihren Belegschaften höhere Löhne zu zahlen. Wie in anderen Ländern ist bisher aber nur wenig Bewegung bei den Löhnen zu sehen, was in Japan wohl zusätzlich durch die seit langem niedrigen Inflationserwartungen erschwert wird.

Der zweite „Pfeil“: Fiskalpolitik

Der Beitrag der Fiskalpolitik zum Erfolg von Abenomics ist dagegen zwiespältig zu beurteilen. Zwar wurden anfangs Ausgabenprogramme aufgelegt, um das Wachstum zu stimulieren. Allerdings war die Fiskalpolitik in den letzten Jahren per Saldo eher restriktiv. Zur Bekämpfung der chronisch hohen Staatsdefizite – und nicht zuletzt auf Betreiben des um die langfristige Tragfähigkeit der Schuldenlast besorgten Finanzministeriums – erhöhte die Regierung im April 2014 die Mehrwertsteuer von 5% auf 8%. Dies führte Mitte 2014 zu einem Einbruch der Wirtschaftsleistung; die geplante nächste Anhebung des Mehrwertsteuersatzes wurde nach dieser ernüchternden Erfahrung verschoben und ist jetzt für 2019 vorgesehen. In den letzten vier Jahren hat sich das Defizit nicht mehr wesentlich verändert (Grafik 7).

Die mühsame Verringerung des Defizits hat immerhin die Zunahme der Staatsschulden vermindert und damit einen Beitrag zur Stabilisierung der Schuldenquote geleistet. Der immer wieder auch als Regierungsziel vorgebrachte Ausgleich des Defizits ist aber noch in weiter Ferne.

Die Fiskalpolitik kann das Wachstum ohnehin nur vorübergehend stimulieren – und selbst dieses Ziel konnte der zweite Pfeil von Abenomics aufgrund des geringen fiskalischen Spielraums nicht treffen. Der entscheidende Beitrag für ein langfristig höheres Wachstum muss von politischer Seite daher von Strukturreformen kommen.

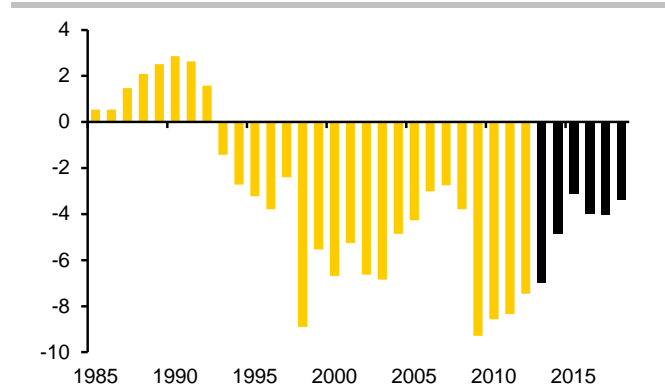
Der dritte „Pfeil“: Strukturreformen

Strukturreformen müssen Japan ermöglichen, mit der langfristig wohl gravierendsten Herausforderung umzugehen, der Schrumpfung der Bevölkerung: Um das Jahr 1990 ließ der bisherige Rückenwind durch eine günstige Demographie nach; bis dahin war die Bevölkerung im Erwerbsalter (worumter die UNO die Personen im Alter von 15 bis 64 Jahren versteht) noch mit fast 1% pro Jahr gewachsen. Wenige Jahre später schlug der demographische Rückenwind in einen Gegenwind um. Zuletzt schrumpfte die Bevölkerung der 15- bis 64jährigen um fast 1% pro Jahr. Seit 1995 ist diese Bevölkerungsgruppe um 11 Millionen Personen gefallen, ein Rückgang von nahezu 13% (Grafik 8).

Alle Projektionen sind sich einig, dass sich dieser Bevölkerungsrückgang fortsetzen wird, zumal Japan außerordentlich zurückhaltend hinsichtlich von Zuwanderung ist. Aufgrund des rückläufigen Erwerbsspersonenzpotenzials ist das japanische Potenzialwachstum niedrig und liegt bei plausiblen Annahmen zur Produktivitätsentwicklung unter 1%.

GRAFIK 7: Mühsame Haushaltskonsolidierung

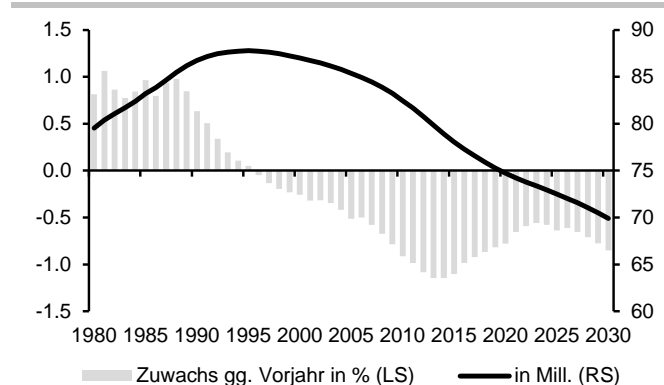
Staatliches Defizit ohne Zinszahlungen (Primärdefizit), in % des BIP. Schwarze Balken: Abe-Regierung. Jahresdaten



Quellen: Global Insight, Commerzbank Research

GRAFIK 8: Demographischer Gegenwind...

Bevölkerung im Alter von 15-64 Jahren in Millionen und Zuwachs gg. Vorjahr in %. Ab 2017 Projektionen der UN (mittlere Variante)..



Quellen: UN, Commerzbank Research

Die japanische Wirtschaft hat in den letzten zwanzig Jahren, unterstützt durch die Regierung, bereits auf die Demographie reagiert: Zahlreiche arbeitsintensive Produktionszweige wurden ins Ausland verlagert, vor allem in die asiatischen Nachbarländer. Um der Wirtschaft die notwendigen Arbeitskräfte trotz einer insgesamt schrumpfenden Bevölkerung zur Verfügung zu stellen, wird seit einiger Zeit versucht, die Partizipation zu erhöhen – also einen größeren Anteil an der rückläufigen Bevölkerung in den Arbeitsmarkt zu bringen. Bei der Partizipationsquote der Frauen ist seit 2012 ein beschleunigter Anstieg festzustellen (Grafik 9). Die Regierung Abe versuchte, diesen Trend durch die Investition in Kinderbetreuung zu verstärken – offenbar mit einigem Erfolg.

In anderen Bereichen gibt es auch Fortschritte. Einige Märkte, die man zuvor mit allen Mitteln gegen den ausländischen Wettbewerb abgeschirmt hatte, wurden langsam liberalisiert. Trotz dieser Erfolge sind die Strukturreformen aber das Stiefkind der Abe-Regierung geblieben.

Abenomics war erfolgreicher als erwartet

Kritiker sehen die nach wie vor zu niedrige Inflation als Beleg für ein Scheitern von Abenomics. Unserer Meinung nach sollte die japanische Wirtschaft aber nicht ausschließlich durch die Brille des (bislang verfehlten) Inflationsziels betrachtet werden. Dies verdeckt die zweifellos erzielten Erfolge der Wirtschafts- und Geldpolitik. Anders ausgedrückt: Japan „braucht“ nicht unbedingt eine höhere Inflationsrate, um auf dem eingeschlagenen Weg weiter voran zu kommen. Die oft beschworene Gefahr für die Glaubwürdigkeit der BoJ relativiert sich somit auch, zumal die Bank immerhin das Abgleiten in ein deflationäres Umfeld verhindert hat.

Der Aktienmarkt stellt Abenomics immerhin ein gutes Zeugnis aus: Er ist auf den höchsten Stand seit Anfang der 1990er Jahre gestiegen (Grafik 10).

Risiken: Bomben, Mauern und China

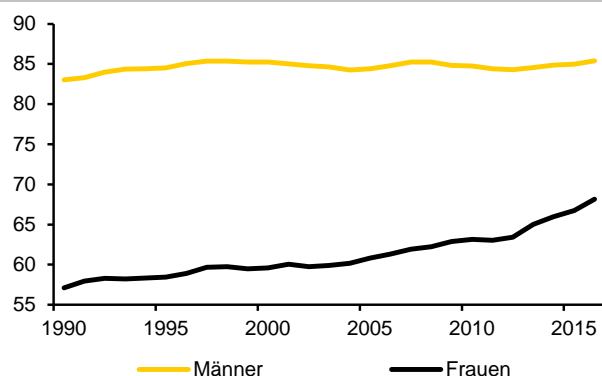
Insgesamt scheint Japan somit auf dem richtigen Weg. Es zeichnet sich ab, dass die japanische Wirtschaft mittelfristig weiterhin ein mäßiges, pro Kopf gerechnet allerdings recht ordentliches Wachstum aufweisen dürfte bei einer positiven Inflation, die aber wohl kaum das 2%-Ziel der Notenbank erreicht. Das spräche eigentlich gegen eine Politikänderung der BoJ. Da der Notenbank aber langsam die Anleihen ausgehen werden, die sie kaufen kann, dürfte sie längerfristig doch einen vorsichtigen Kurswechsel einleiten – was mit geringeren Käufen und einem höheren Zinsziel für die Staatsanleihen einhergehen dürfte. Das wird aber kaum vor 2019 der Fall sein. Und sollte die Regierung tatsächlich die für nächstes Jahr geplante Mehrwertsteueranhebung durchführen, könnte sich die Bank auch noch etwas länger Zeit lassen, um die bremsenden Wirkungen der Steuer abzufedern.

Größere Risiken drohen eher von außen:

- Japan hat eine unruhige Nachbarschaft. Dies gilt vor allem für Nord-Korea, das aufgrund seiner Rüstungspolitik in einem Dauerkonflikt mit den USA – immer noch der Schutzmacht Japans – steht. Eine Eskalation dieses Konflikts könnte die Stabilität der Region und die Handelsverflechtungen in Ostasien bedrohen.

GRAFIK 9: ... und Erfolge bei Strukturänderungen

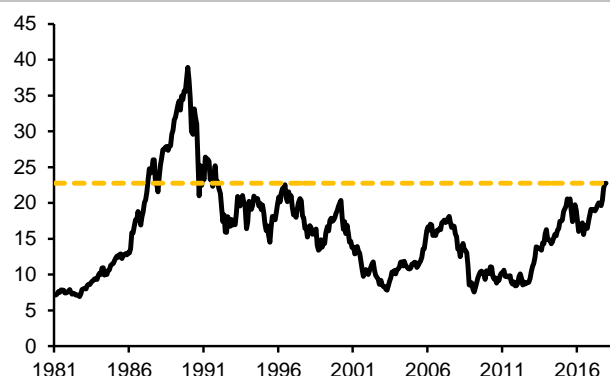
Partizipationsquoten (Anteil der 15-64jährigen Beschäftigten und Arbeitslosen an der Bevölkerung in dieser Altersgruppe), in %.



Quellen: OECD, Commerzbank Research

GRAFIK 10: Aktienmarkt gibt Abe gutes Zeugnis

Nikkei-225 in Tausend Yen, Monatsdurchschnitte. Gestrichelte Linie: Dezember 2017.



Quellen: Global Insight, Commerzbank Research

- China ist ein enorm wichtiger Markt für Japan und Ziel umfangreicher japanischer Direktinvestitionen. Eine Abkühlung oder gar Krise der chinesischen Wirtschaft würde damit auch Japan direkt treffen. Die wieder größere Dynamik in China hat diese Ängste zumindest für den Moment gedämpft.
- Schließlich ist der globale Trend in Richtung Protektionismus eine Gefahr für die Exportwirtschaft des Landes. Japan versucht zwar, das Transpazifische Abkommen nach der Absage der USA am Leben zu halten und hat daher mit den anderen zehn Verhandlungspartnern (u.a. Australien und Kanada) entsprechende Vereinbarungen getroffen. Ohne den wichtigsten Partner USA ist dies zwar nur ein unzureichender Ersatz, die japanische Regierung hat aber die Hoffnung noch nicht endgültig aufgegeben, auch die USA an Bord zu holen.

Langfristig besteht ein Unsicherheitsfaktor sicherlich auch in den Folgen einer Geldpolitik, für die es bisher kein Beispiel gibt. Abgesehen von den Anleihenkäufen in ungekannten Größenordnungen hat die Notenbank beispielsweise auch in großem Stil Aktienfonds erworben, womit sie nun bei vielen Unternehmen indirekt zu den größten Anteilseignern gehört.

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 25.01.2018 07:53 CET fertiggestellt und am 25.01.2018 07:54 CET verbreitet wurde.

Für die Erstellung dieser Ausarbeitung sind die Abteilung Research im Bereich Firmenkunden der Commerzbank AG, Frankfurt am Main, bzw. etwaig in der Ausarbeitung genannte Filialen der Commerzbank verantwortlich. Die Commerzbank AG ist bei der CFTC vorläufig als Swapändler registriert.

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 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.

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. Derivatetransaktionen mit US-Personen sind nach den Bestimmungen des Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act durchzuführen.

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 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 oder akkreditierten 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 erörterten Informationen den unabhängigen Rat ihrer eigenen professionellen Berater einzuholen.

Hongkong: Dieses Dokument wird in Hongkong von der Commerzbank AG, Filiale Hongkong, zur Verfügung gestellt und darf dort nur von „professionellen Anlegern“ im Sinne der Securities and Futures Ordinance (Cap.571) von Hongkong und etwaigen hierin getroffenen Regelungen sowie von Personen, deren gewöhnliche Geschäftstätigkeit im Kauf oder Verkauf von Aktien oder Schuldverschreibungen besteht, entgegengenommen werden.

Japan: Diese Informationen und ihre Verteilung stellen keine „Aufforderung“ gemäß dem Financial Instrument Exchange Act (FIEA) 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. Nicht alle Finanz- oder anderen Instrumente, auf die in diesen Informationen Bezug genommen wird, sind in Japan verfügbar. 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 2018. Alle Rechte vorbehalten. Version 9.27

Commerzbank Firmenkunden

Frankfurt	London	New York	Singapore	Hong Kong
Commerzbank AG	Commerzbank AG	Commerz Markets LLC	Commerzbank AG	Commerzbank AG
DLZ - Gebäude 2, Händlerhaus Mainzer Landstraße 153 60327 Frankfurt	PO BOX 52715 30 Gresham Street London, EC2P 2XY	225 Liberty Street, 32nd floor, New York, NY 10281-1050	71, Robinson Road, #12-01 Singapore 068895	15th Floor, Lee Garden One 33 Hysan Avenue, Causeway Bay Hong Kong
Tel: + 49 69 136 21200	Tel: + 44 207 623 8000	Tel: + 1 212 703 4000	Tel: +65 631 10000	Tel: +852 3988 0988