

## Öl, Gold und LCLo(SP)R

Ich bin jedes Mal erstaunt, wenn mich ein Kunde fragt, ob ich mir Sorgen über die aktuelle Höhe der Reserven im US-Bankensystem mache. Die Suche des Marktes nach der Höhe der Reserven, bei der das System "zusammenbricht", deutet darauf hin, dass der Markt eine Wiederholung der Repo-Pleite von 2019 befürchtet. Solche Befürchtungen sind unangebracht. Es ist klar, dass auf den Finanzierungsmärkten Risiken lauern, aber sie haben nichts mit dem Abbau von Reserven durch QT zu tun (wie beim Trocknen von Farbe). Sie haben vielmehr mit dem Abbau von Reserven durch geopolitische Faktoren zu tun (Russland reagiert auf Preisobergrenzen).

Der grundlegende Unterschied zwischen der QT in den Jahren 2018-2019 und der heutigen QT besteht darin, dass die erste Episode der QT stattfand, als die Salden der RRP-Fazilität bei Null lagen. Das US-Finanzsystem verfügte über keinen Cent an Überschussreserven, abgesehen von dem, was die Banken über ihr niedrigstes komfortables Niveau an Reserven (LCLoR) hinaus hatten. Die Nachfrage nach Repo-Finanzierung war immens, und die marginalen Repo-Kreditgeber waren Banken mit überschüssigen Reserven, die sie verleihen konnten... bis ihnen die Reserven zum Verleihen ausgingen.

Als die Reserven zur Neige gingen, schnellten die O/N-Repo-Sätze in die Höhe, und die Musik blieb stehen, bis die Fed begann, erneut Reserven zu drucken und sie über eine neue O/N-Repo-Fazilität (den SRF) zu verteilen. Die Wahrscheinlichkeit, dass heute dasselbe passiert, ist gering. Sich darüber Gedanken zu machen, wie nah die Banken an ihrem LCLoR sind, ist aus drei Gründen sinnlos.

Erstens ist die Nachfrage nach Repo-Finanzierungen heute schwach, ganz im Gegensatz zu 2018 und 2019, als die Nachfrage jeden Tag neue Höchststände erreichte. Auch die Nachfrage nach Dollar-Finanzierungen auf dem Devisenswapmarkt ist schwach, da die Käufer von währungsgesicherten Staatsanleihen ihre Positionen jetzt zurückfahren und die wirtschaftliche Unsicherheit und die höheren Nominalzinsen eine Welle des Schuldenabbaus auslösen.

Zweitens handelt es sich bei den Guthaben in der O/N-RRP-Fazilität der New Yorker Fed um Reserven, die das Finanzsystem im Laufe des Tages nicht nachgefragt hat. Mit anderen Worten, die Guthaben in der o/n RRP-Fazilität stellen Bargeld dar, das das System nicht benötigt. Heute beläuft sich dieser Betrag auf über 2 Billionen Dollar. Das sind 2 Billionen Dollar, die große US-Banken am Ende eines jeden Tages aus ihren Bilanzen streichen und die ausländische Banken und Händler nicht zur Finanzierung ihrer Kreditbücher, Lagerbestände oder des Market-Making erwerben. Das sind 2 Billionen Dollar an Reserven, die dem Markt aus den Ohren kommen. Im Klartext: Die 2 Billionen Dollar in der o/n RRP-Fazilität sind das "Bargeld unter der Matratze" des Systems.

Drittens, wenn wir aus irgendeinem Grund immer noch in einer Situation der LCLoR-Fehlkalibrierung landen, hat das System zwei Liquiditätspools, die es anzapfen kann: die 2 Billionen Dollar unter der Matratze (siehe oben) oder

den SRF. Die *Daseinsberechtigung* der Finanzierungsmärkte besteht darin, überschüssige Liquidität zu mobilisieren; heute warten 2 Billionen Dollar darauf, über die Finanzierungsmärkte mobilisiert zu werden...

**BETEILIGER**

**Zoltan Pozsar**

212 538 3779

[zoltan.pozsar@credit-suisse.com](mailto:zoltan.pozsar@credit-suisse.com)

**Wichtige Informationen**

**DIES IST KEINE RECHERCHE. BITTE LESEN SIE DIE WICHTIGEN INFORMATIONEN UND WENDEN SIE SICH AN IHREN KREDIT**

SUISSE-VERTRETER FÜR WEITERE DETAILS. Dieser Bericht gibt die Meinung der Abteilung Anlagestrategie der Credit Suisse wieder und wurde nicht in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Bestimmungen zur Förderung der Unabhängigkeit der Anlageforschung erstellt. Er ist kein Produkt der Research-Abteilung der Credit Suisse und die Meinung der Abteilung Anlagestrategie kann wesentlich von der Meinung der Research-Abteilung der Credit Suisse und anderer Abteilungen der Credit Suisse abweichen, auch wenn er sich auf veröffentlichte Research-Empfehlungen bezieht. Die Credit Suisse verfügt über eine Reihe von Richtlinien zur Förderung der Unabhängigkeit der Research-Abteilungen der Credit Suisse von der Abteilung Anlagestrategie und anderen Abteilungen der Credit Suisse sowie zur Handhabung von Interessenkonflikten, einschliesslich Richtlinien für den Handel im Vorfeld der Verbreitung von Finanzanalysen. Diese Richtlinien gelten nicht für die in diesem Bericht enthaltenen Ansichten der Anlagestrategen.

...also keine Angst vor einer Wiederholung von 2019. Um es zu betonen:

LCLoR ist heute ein Ablenkungsmanöver. Der LCLoR war beim letzten Mal von Bedeutung, weil wir keine Überschussreserven in der RRP-Fazilität und keinen SRF hatten. Als JPMorgan keine Überschussreserven (Reserven > LCLoR) mehr hatte, um Kredite zu vergeben, kam der Interbankenmarkt zum Erliegen, weil auch andere Banken keine Überschussreserven mehr hatten, um Kredite zu vergeben. Wenn den Banken heute die überschüssigen Reserven für die Kreditvergabe ausgehen, können sie auf zwei Alternativen zurückgreifen (die o/n RRP-Fazilität und den SRF), so dass das System sehr gut abgesichert ist: sowohl nach unten (viel Bargeld zum Auffüllen) als auch nach oben (viel Bargeld zum Abrufen) - machen Sie sich also aus Sicht der QT keine Sorgen um den LCLoR. Aber machen Sie sich Gedanken darüber aus einer...

...geopolitische Perspektive.

Die Jahresendgeschäfte haben ihren üblichen Rhythmus. Die Bilanzen werden optimiert, und dies führt zu Marktstörungen, entweder weil der Markt nicht vorbereitet ist, die Reserven knapp werden oder die Sicherheiten knapp werden. Im Laufe der Zeit entwickelt der Markt ein Muskelgedächtnis für den Umgang mit Jahresendschwankungen, und sofern es keine neuen Engpässe (G-SIB, SA-CCR, SCB) und keine Marktvolatilität in die falsche Richtung gibt, sollten Jahresendschwankungen nichts Ungewöhnliches sein. In der jüngsten Vergangenheit war der Aktienmarkt ein ausschlaggebender Faktor für die Volatilität der Jahresendfinanzierung (siehe [hier](#)). Die grundlegende Dynamik, die dabei zum Tragen kommt, ist folgende: Starke Anstiege am Aktienmarkt entziehen den Banken Liquidität und zwingen sie, sich zu refinanzieren, während ein Ausverkauf das Gegenteil bewirkt. In der Vergangenheit war es für die Dynamik der Finanzierungsmärkte um den Jahreswechsel herum nur von untergeordneter Bedeutung, ob es am Aktienmarkt zu Verkäufen oder Erholungen kam. Heute wirkt sich die Stimmung am Aktienmarkt positiv auf die Finanzierungssituation aus. Andererseits könnte die Dynamik der Rohstoffmärkte die Dinge in diesem Jahr komplizierter machen...

Bei den Rohstoffen gibt es Gründe, sich über Öl und Gold Sorgen zu machen. Anstatt sich um den LCLoR zu sorgen, sollten wir uns um den "LCLoSPR" sorgen...

Der Ölmarkt ist angespannt. Die Nachfrage nach Öl übersteigt das Angebot aus den Ölfeldern. Ohne die Freigabe von Ölreserven aus dem SPR und den OECD-Lagerbeständen sowie die Sperrungen in China während des ganzen Jahres wären die Ölpreise in diesem Jahr höher gehandelt worden.

Überschussreserven in den HQLA-Portfolios großer Banken (Reserven > LCLoR) sind wie überschüssige Produktionskapazitäten bei großen Ölproduzenten. Ähnlich wie JPMorgan im Jahr 2019 keine Überschussreserven mehr hat, verfügt Saudi-Arabien heute nur noch über geringe freie Kapazitäten.

Der SPR ist wie die vorhandene RRP-Anlage. Sie kann angezapft werden, wenn die Ölvorräte knapp sind. Aber der SPR ist endlich, und die jüngsten Freigaben haben die Reserven auf ein Niveau gesenkt, das wir seit den 1980er Jahren nicht mehr erreicht haben. Die 400 Millionen Barrel, die noch vorhanden sind, sind nicht viel: Sie könnten die Preise ein Jahr lang stützen, wenn wir 1 Million Barrel pro Tag (mbpd) freisetzen, ein halbes Jahr, wenn wir 2 mbpd freisetzen,

und etwa vier Monate, wenn wir 3 mbpd freisetzen.

Diese Veröffentlichungen sind vor dem Hintergrund zu sehen, dass die OPEC+ vor kurzem beschlossen hat, die Produktion um 2 mbpd zu kürzen, und dass einigen Schätzungen zufolge die Umleitung des russischen Rohöls von Europa nach Asien bisher zu einem Verlust von 0,5 mbpd Produktionsverluste, und es besteht das Risiko, dass die Produktionsverluste auf 1,5 mbpd, sobald die Preisobergrenze für russisches Rohöl auf dem Seeweg heute in Kraft tritt.

Nach dem Ende der SPR-Freigabe, den Produktionskürzungen der OPEC+, der Umleitung und den Preisobergrenzen (ganz zu schweigen von der Gefahr, dass China aufgrund von Protesten wieder öffnet), stellt sich für die USA die Frage, was mit den SPR zu tun ist. Mehr freigeben? Wieder auffüllen?

Die Freigabe von mehr Öl hat ihre Grenzen: Das Angebot reicht bei 3 mbpd nur für etwa vier Monate, aber angesichts des Mangels an freien Kapazitäten in Saudi-Arabien und den Vereinigten Arabischen Emiraten, des Rückgangs der Schieferölproduktion in den USA, der Produktionskürzungen der OPEC+, eines Produktionsausfalls aufgrund der Umleitung russischer Öllieferungen und des Risikos einer höheren Nachfrage in China müssen künftige SPR-Freigaben groß sein, um Wirkung zu zeigen.

Im schlimmsten Fall sind die SPR also im Frühjahr (im nächsten April) leer, und dann befindet sich der Ölmarkt in der gleichen Lage wie der Repo-Markt im Jahr 2019: Null Guthaben in der RRP-Fazität, die angezapft werden kann. Und im Gegensatz zu den Reserven, die die Fed leicht drücken kann, *kann man kein Öl zum Heizen oder Weizen zum Essen drücken*" (siehe [hier](#)). Man kann zwar neue Bohrlöcher erschließen, aber das braucht Zeit, und bis die neue Produktion anläuft, werden die Ölpreise in die Höhe schnellen.

Die Wiederauffüllung der SPR könnte zu einer anderen Dynamik führen.

Präsident Biden merkte an, dass er beabsichtigt, den SPR wieder aufzufüllen, wenn die Ölpreise wieder auf 75 Dollar pro Barrel. Dieser Plan lässt sich nur schwer mit dem Preisziel der OPEC+ in der Nähe von 100 Dollar pro Barrel. Ja, wir steuern auf eine Rezession zu, aber anders als 2008 oder zu Zeiten von Paul Volcker brechen die Ölpreise nicht ein, da die Produktionskapazitäten in letzter Zeit nicht gestiegen sind (Schiefer ist fantastisch, aber die Produktion wächst nicht; Schiefer war ein Zuckerhoch, und wir kommen von dem Hoch herunter, verlangsamen uns am Rande), so dass es schwer sein wird, auf 75 \$ pro Barrel zu kommen. Wie werden die USA also den SPR wieder auffüllen?

Könnte ein Preis für russisches Öl ein Teil der Strategie sein? Bedenken Sie Folgendes...

Erstens wird russisches Rohöl bereits mit einem starken Abschlag von 30 Dollar gegenüber Brent verkauft. Es ist allgemein bekannt, dass China und Indien die größten Abnehmer von russischem Rohöl sind. Beide Länder haben sowohl staatliche als auch private Tankerflotten, die der Staat versichern kann. Im Falle Indiens ist allgemein bekannt, dass die indischen Raffinerien einen Teil des importierten Öls zu Diesel für den Reexport verarbeiten. Der Kauf von russischem Rohöl zu einem Preis von 60 Dollar pro Barrel (pb) und der Verkauf von Diesel zu 140 Dollar pro Barrel ergibt einen schönen Crack-Spread, das Äquivalent eines Spreads von 100 Basispunkten auf dem Erdölmarkt im Land der OIS-OIS-Cross-Currency-Bases. Indien und China fungieren somit als Rohstoffhändler nach Maß (anstelle von Glencore oder Trafigura), wobei erstere mit Öl und letztere mit Flüssiggas handeln und die Rohstoffe im Umlauf halten.

Zweitens hat sich das Risiko von Sanktionen für den Kauf von russischem Öl für einige Länder sicherlich stark verändert: *"Die Vereinigten Staaten sind damit einverstanden, dass Indien weiterhin so viel russisches Öl kauft, wie es will, auch zu Preisen, die über einer von der G7 festgelegten Preisobergrenze liegen, wenn es sich von westlichen Versicherungs-, Finanz- und Seeverkehrsdienstleistungen fernhält, die an die Obergrenze gebunden sind"*, sagte Finanzministerin Janet Yellen letzte Woche (siehe [hier](#)). Vorbei sind die Zeiten, in denen der stellvertretende nationale Sicherheitsberater der USA Indien und andere Länder vor Sanktionen warnte, wenn sie russisches Rohöl kauften. Der Sinneswandel könnte ein Hintertürchen sein, um den SPR wieder aufzufüllen, und angesichts des Abschlags von 30 Dollar gegenüber Brent, den Indien für russisches Öl zahlt, würde dies unter dem Ziel von Präsident Biden von 75 Dollar liegen. In einer damit zusammenhängenden Meldung - [Indische Raffinerien werden vorsichtig, wenn es um den Kauf von russischem Öl geht, da EU-Sanktionen drohen](#) - sieht es so aus, als ob das Crack Spread Harvesting (Öl importieren, Diesel exportieren) bald ein Ende haben wird, aber wenn wir dann "glücklich" sind, dass Indien importiert, werden die Exporte einem anderen Ziel dienen.

Drittens wissen wir jetzt, dass die Preisobergrenze bei 60 \$ pb liegt, dem gleichen Preis, zu dem Russland Öl an Indien und China verkauft. Aber es gibt einen Unterschied zwischen einem harten Schnäppchen und einem

administrierten Preis. Europa braucht Öl zu gedeckelten Preisen, aber Präsident Putin ist aus Prinzip nicht daran interessiert, zu gedeckten Preisen zu verkaufen.

In der Vergangenheit sagte er, dass er das nicht tun würde.

Andererseits müssen die USA den SPR irgendwann wieder auffüllen, weil sie sonst möglicherweise nicht in der Lage sind, die inländischen Ölpreise zu kontrollieren, falls das Öl in geopolitische Verwicklungen gerät. Wenn zu diesem Zweck russisches Öl aus Indien reexportiert wird, wird Präsident Putin das wahrscheinlich auch nicht aus Prinzip gut finden. Russisches Öl soll nicht in riesigen, unterirdischen Salzkavernen an der US-Golfküste altern, und wenn doch, dann wird es nur in Gold und nicht in Dollar oder Rupien bezahlt.

Das ist Unsinn, sagen Sie. Nein, ist es nicht. Sehen Sie sich die bisherigen Gegenmaßnahmen an: Wenn Sie in die Ukraine einmarschieren, friere ich Ihre Devisenreserven ein; wenn Sie meine Devisenreserven einfrieren, müssen Sie für Ihr Gas in Rubel bezahlen; wenn der Westen meinen Ural boykottiert, liefere ich ihn nach Osten...

...der Westen den Preis des Urals deckelt, sollen sie doch, aber ich werde sie mit Gold bezahlen lassen. Und wenn einige Länder Ural in den Westen reexportieren, werde ich sie auch mit Gold bezahlen lassen.

Um es mit den Worten von Pippa Malmgren zu sagen: Der Dritte Weltkrieg hat bereits begonnen, nur ist er ein heißer Krieg an kalten Orten (im Weltraum, Cyberspace, unter Wasser und in Spitzbergen) und ein kalter Krieg an heißen Orten (Militarisierung von Inseln im Pazifik und Minen in Afrika).

Bei heißen Kriegen an kalten Orten geht es auch um Machtkorridore, die bestimmen, wer Spitzentechnologien nutzen darf (die Technologieblockade der USA gegen China), wer wie viel für Rohstoffe bezahlt wird (die Preisobergrenze der G7 für russisches Öl) und wie der Rohstoffhandel abgewickelt wird (Moskaus Forderung, in Gold bezahlt zu werden, als Analogie zu Moskaus diesjähriger Forderung, für Gas in Rubel bezahlt zu werden).

Im Krieg geht es nicht um gentlemanhaftes Verhalten...

Die Obergrenze von 60 Dollar pro Barrel für russisches Öl entspricht dem Preis für ein Gramm Gold (zu aktuellen Marktpreisen). Stellen wir uns dies als eine Bindung vor. Die G7, angeführt von den USA, koppelt den US-Dollar effektiv an den Ural zum Preis von 60 Dollar pro Barrel. Im Gegenzug bindet Russland den Ural zum gleichen Preis an das Gold (ein Gramm Gold für ein Barrel Ural).

Der US-Dollar wird gegenüber russischem Öl effektiv "aufgewertet": "ein Barrel für weniger". Die westliche Seite ist auf der Suche nach einem Schnäppchen und zwingt dem "+" in OPEC+ effektiv einen Preis auf. Aber wenn der Westen ein Schnäppchen machen will, kann Russland ein Angebot machen, das der Westen nicht ablehnen kann: "ein Gramm für mehr". Wenn Russland der Preisbindung von 60 Dollar entgegenwirkt, indem es zwei Barrel Öl zum Preis von 60 Dollar für ein Gramm Gold anbietet, verdoppelt sich der Goldpreis.

Russland würde zwar nicht mehr Öl produzieren, aber dafür sorgen, dass die Nachfrage so groß ist, dass die Produktion nicht eingestellt werden muss. Und es würde auch dafür sorgen, dass mehr Öl über Indien nach Europa als in die USA fließt. Und am wichtigsten ist, dass Gold von

Ein Anstieg von 1.800 \$ auf fast 3.600 \$ würde den Wert der russischen Goldreserven und die Goldproduktion im Inland und in einer Reihe von Ländern in Afrika erhöhen. Verrückt? Ja. Unwahrscheinlich? Nein. Dies war ein Jahr der undenkbarsten Makroszenarien und der Rückkehr der Staatskunst als dominierende Kraft bei geld- und finanzpolitischen Entscheidungen.

Ich werde oft nach der nächsten LDI-Pleite gefragt.

Diese Fragen gehen am Kern der Sache vorbei. Die Lehre aus dem Mini-Budget und dem darauf folgenden Ausverkauf von Gulden ist, dass Staaten manchmal unverantwortliche Dinge tun oder Dinge, die verantwortungsvoll erscheinen, aber nach hinten losgehen können. Die Entscheidung Russlands, Gold an Öl zu koppeln, könnte Gold als Zahlungsmittel zurückbringen und seinen inneren Wert stark erhöhen. Banken, die auf dem Papiergoldmarkt tätig sind, würden mit Liquiditätsengpässen konfrontiert werden, da alle Banken, die im Rohstoffbereich tätig sind, dazu neigen, Long-Positionen in OTC-Derivaten zu halten, die mit Futures abgesichert sind (eine asymmetrische

Liquiditätsposition). Dies ist ein Risiko, über das wir nicht genug nachdenken, und ein Risiko, das den kommenden Jahreswechsel erschweren könnte, da ein starker Anstieg des Goldpreises eine unerwartete Mobilisierung von Reserven (aus der O/N RRP-Fazilität für Banken) und eine Ausweitung der Bilanzen (SLR) und der risikogewichteten Aktiva erzwingen könnte. Das ist das Letzte, was wir um das Jahresende herum brauchen.

Basel III sollte die Banken davon abhalten, Dinge zu tun, die ihnen schaden könnten, aber wie das Mini-Budget gezeigt hat und Russlands Reaktion auf die Obergrenze zeigen könnte, schützt Basel III nicht davor, dass Staaten Dinge tun, die den Banken schaden könnten.

So wie der deutsche Industrielle, der ein Leben lang ein erfolgreiches Unternehmen aufgebaut hat und nur eine Sache an den deutschen Staat ausgelagert hat - die Energiesicherheit -, so haben die Banken ihre Papiergoldbücher in der Annahme verwaltet, dass die Staaten dafür sorgen würden, dass Gold nicht als Abrechnungsmedium zurückkommt.

### Zusätzliche wichtige Informationen

Dieses Material wurde von den Mitarbeitern der Abteilung Investment Strategy der Credit Suisse erstellt, die in diesem Material als "Contributors" bezeichnet werden, und nicht von der Research-Abteilung der Credit Suisse. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen lediglich als allgemeiner Marktkommentar und stellen keine persönliche Beratung, Rechts- oder Steuerberatung oder sonstige regulierte Finanzberatung oder -dienstleistung dar. Sie dienen lediglich dazu, Beobachtungen und Ansichten der Abteilung Anlagestrategie wiederzugeben, die sich von den Beobachtungen und Ansichten der Analysten der Research-Abteilung der Credit Suisse, anderer Abteilungen der Credit Suisse oder den firmeneigenen Positionen der Credit Suisse unterscheiden bzw. diesen widersprechen können. Die hierin geäußerten Beobachtungen und Ansichten können von der Abteilung Anlagestrategie jederzeit und ohne Vorankündigung geändert werden. Die Credit Suisse übernimmt keine Haftung für Verluste, die sich aus der Verwendung oder dem Vertrauen auf dieses Material ergeben. Dieses Material ist nicht zur Weitergabe an Privatkunden bestimmt und richtet sich ausschliesslich an die institutionellen Kunden der Credit Suisse.

WICHTIGE INFORMATIONEN über Unternehmen, die in den Forschungsberichten der Credit Suisse Global Markets Division erwähnt werden, finden Sie unter <http://www.credit-suisse.com/researchdisclosures>. Wenn Sie ein Exemplar der neuesten Credit Suisse-Studie über ein genanntes Unternehmen erhalten möchten, wenden Sie sich bitte an Ihren Vertriebsmitarbeiter oder besuchen Sie <http://www.credit-suisse.com/researchandanalytics>.

Dieses Material erhebt nicht den Anspruch, alle Informationen zu enthalten, die eine interessierte Partei wünschen könnte, und bietet in der Tat nur einen begrenzten Einblick in einen bestimmten Markt. Es handelt sich nicht um Investment-Research oder um eine Research-Empfehlung für regulatorische Zwecke, da es sich nicht um substanzielles Research oder Analysen handelt. Dieses Material wird ausschliesslich zu Informationszwecken bereitgestellt und stellt keine Aufforderung oder ein Angebot zur Zeichnung oder zum Kauf der genannten Produkte oder Dienstleistungen dar.

Die zur Verfügung gestellten Informationen sind nicht dazu bestimmt, eine ausreichende Grundlage für eine Anlageentscheidung zu bilden und stellen keine persönliche Empfehlung oder Anlageberatung dar. Sie stammen aus oder basieren auf Quellen, die der Händler oder das Verkaufspersonal für zuverlässig hält. Der Händler oder das Verkaufspersonal und die Credit Suisse übernehmen jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen und haften nicht für Verluste oder Schäden, die sich aus der Verwendung oder dem Vertrauen auf diese Informationen ergeben.

Unterliegt die Verbreitung dieses Materials den Vorschriften der U.S. Commodity Futures Trading Commission ("CFTC"), so handelt es sich lediglich um eine "Aufforderung" zum Abschluss von Derivatgeschäften im Sinne der CFTC-Regeln 1.71 und 23.605, die im Rahmen des U.S. Commodity Exchange Act (die "CFTC-Regeln") erlassen wurden, sofern diese anwendbar sind, nicht aber um ein verbindliches Angebot zum Kauf/Verkauf von Finanzinstrumenten. Die Ansichten des Autors können von denen anderer Mitarbeiter der Credit Suisse Group (einschliesslich Credit Suisse Research) abweichen.

Die Credit Suisse handelt ausschliesslich als marktübliche Vertragspartei und nicht als Finanzberater (oder in einer anderen beratenden Funktion, einschliesslich Steuer-, Rechts- oder Buchhaltungsberatung) oder in einer treuhänderischen Funktion. Die bereitgestellten Informationen stellen weder eine Beratung noch eine Empfehlung zum Abschluss einer Transaktion dar. Bevor Sie eine Transaktion abschließen, sollten Sie sich vergewissern, dass Sie die potenziellen Risiken und Vorteile vollständig verstehen und unabhängig entscheiden, ob die Transaktion angesichts Ihrer Ziele, Erfahrungen, finanziellen und operativen Ressourcen und anderer relevanter Umstände für Sie geeignet ist. Sie sollten die von Ihnen als notwendig erachteten Berater (insbesondere Steuer-, Rechts- und Wirtschaftsprüfer) hinzuziehen.

Credit Suisse Securities (Europe) Limited ("CSSEL") und Credit Suisse International ("CSI") sind von der Prudential Regulation Authority zugelassen und werden von der Financial Conduct Authority ("FCA") und der Prudential Regulation Authority nach britischem Recht reguliert, das sich von australischem Recht unterscheidet. CSSEL und CSI verfügen nicht über eine australische Finanzdienstleistungslizenz ("AFSL") und sind gemäß dem Corporations Act (Cth) 2001 ("Corporations Act") in Bezug auf Finanzdienstleistungen, die für australische Großkunden (im Sinne von Abschnitt 761G des Corporations Act) erbracht werden (im Folgenden als "Finanzdienstleistungen" bezeichnet), von der Verpflichtung zum Besitz einer AFSL befreit. Diese Unterlagen sind nicht zur Weitergabe an Privatkunden bestimmt und richten sich ausschliesslich an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien der Credit Suisse gemäss der Definition der FCA sowie an Grosskunden gemäss der Definition von Section 761G des Corporations Act. Die Credit Suisse (Hong Kong) Limited ("CSHK") ist von der Securities and Futures Commission of Hong Kong nach den Gesetzen von Hongkong, die sich von den australischen Gesetzen unterscheiden, zugelassen und wird von ihr reguliert. Die CSHK verfügt über keine AFSL und ist von der Verpflichtung zum Besitz einer AFSL gemäß dem Corporations Act in Bezug auf die Erbringung von Finanzdienstleistungen befreit. Credit Suisse Equities (Australia) Limited (ABN 35 068 232 708) ("CSEAL") ist Inhaber einer AFSL in Australien (AFSL 237237). In Australien darf dieses Material nur an Großanleger gemäß der Definition im Corporations Act verteilt werden. CSEAL ist kein zugelassenes Einlageninstitut und die hier beschriebenen Produkte stellen keine Einlagen oder sonstigen Verbindlichkeiten der Credit Suisse AG, Sydney Branch, dar. Die Credit Suisse AG, Sydney Branch, übernimmt keine Garantie für eine bestimmte Rendite oder Performance der beschriebenen Produkte.

Dieses Material wird in der Europäischen Union von der Credit Suisse Bank (Europe), S.A. vertrieben, die der Comision Nacional del Mercado de Valores untersteht.

Wenn dieses Material in den USA herausgegeben und verteilt wird, geschieht dies durch die Credit Suisse Securities (USA) LLC ("CSSU"), einem Mitglied der NYSE, FINRA, SIPC und der NFA, und die CSSU übernimmt die Verantwortung für den Inhalt. Kunden sollten sich an den Vertrieb wenden und Transaktionen über eine Tochtergesellschaft der Credit Suisse in ihrem Heimatland abwickeln, sofern das geltende Recht nichts anderes zulässt. Investmentbanking-Dienstleistungen in den Vereinigten Staaten werden von der Credit Suisse Securities (USA) LLC, einer Tochtergesellschaft der Credit Suisse Group, erbracht. Die CSSU wird von der United States Securities and Exchange Commission nach US-amerikanischen Gesetzen reguliert, die sich von den australischen Gesetzen unterscheiden. CSSU verfügt nicht über eine AFSL und ist von der Verpflichtung zur Erbringung von Finanzdienstleistungen gemäß dem Corporations Act befreit. Die Credit Suisse Asset Management LLC (CSAM) ist von der Securities and Exchange Commission nach US-amerikanischem Recht zugelassen, das sich von dem australischen Recht unterscheidet. Die CSAM verfügt nicht über eine AFSL und ist von der Pflicht zum Besitz einer AFSL gemäß dem Corporations Act in Bezug auf die Erbringung von Finanzdienstleistungen befreit.

Wenn dieses Material in Japan herausgegeben und verteilt wird, wird es in Japan von Credit Suisse Securities (Japan) Limited, Financial Instruments Firm, Director-General of Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No. 66, einem Mitglied der Japan Securities Dealers Association, The Financial Futures Association of Japan, Japan Investment Advisers Association, Type II Financial Instruments Firms Association herausgegeben und verteilt. Dieser Bericht wurde zur Verteilung an die Kunden der Credit Suisse, einschliesslich institutioneller Anleger, in Japan erstellt und herausgegeben.

Dieser Bericht darf ohne schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weder ganz noch auszugsweise vervielfältigt werden. Alle in diesem Dokument verwendeten Marken, Dienstleistungsmarken und Logos sind Marken oder eingetragene Marken oder Dienstleistungsmarken der Credit Suisse oder ihrer Informationsanbieter. Das gesamte in diesem Dokument enthaltene Material unterliegt, sofern nicht ausdrücklich anders angegeben, dem Urheberrecht der Credit Suisse oder ihrer Informationsanbieter. Copyright © 2022 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.