



EZB, Fed – Die Reaktion auf die Turbulenzen

Nach dem gestrigen, überraschend klaren Zinsschritt um 50 Basispunkte dürfte die EZB ihren Einlagensatz in den kommenden Monaten entgegen den Markterwartungen weiter bis auf 3,5% anheben. Schließlich dürften die Marktturbulenzen schrittweise abebben, und die unterliegende Inflation bleibt im Euroraum hoch. Die US-Notenbank dürfte ihren Zinserhöhungsprozess nächste Woche ebenfalls fortsetzen und ihren Leitzins um 25 Basispunkte anheben. Wegen der Probleme der US-Regionalbanken haben wir die Prognose für den Höhepunkt ihres Leitzins allerdings von 6,0% auf 5,5% gesenkt.

Dr. Jörg Krämer
Bernd Weidensteiner

EZB liefert doch die angekündigten 50 Basispunkte

Die EZB hat sich gestern von den Marktturbulenzen nicht davon abbringen lassen, ihren Einlagensatz wie Anfang Februar angekündigt um 50 Basispunkte auf 3,0% zu erhöhen. Laut EZB-Präsidentin Lagarde gab es dafür sogar eine große Mehrheit. Auf die jüngsten Marktturbulenzen reagierte die EZB, indem sie für den Fall der Fälle rasche Liquiditätshilfen in Aussicht stellte ([Kommuniqué](#))

EZB-Zinsen dürften weiter steigen

Wie es nach der gestrigen Zinsentscheidung weitergeht, wird stark davon abhängen, ob die Marktturbulenzen abebben oder nicht. Letztlich haben die Zentralbanken und Aufsichtsbehörden entschieden reagiert. So haben die US-Behörden die Einlagen der beiden betroffenen Regionalbanken sogar über die gesetzliche Obergrenze von 250.000 Dollar hinaus garantiert und allen Banken Finanzierungslinien angeboten, wobei sie Anleihen ohne Bewertungsabschläge als Sicherheiten akzeptieren. Es ist klar, dass niemand ein zweites Lehman riskieren will, also ein ungeordnetes Ausscheiden einer Bank, was im Herbst 2008 zu einem globalen Unsicherheitsschock und einer tiefen Rezession führte.

Alles in allem erwarten wir, dass die Marktturbulenzen in den kommenden Monaten schrittweise abebben werden. Dann dürfte sich die EZB wieder mehr auf das Inflationsproblem konzentrieren, das sich seit der Februar-Sitzung eher verschärft hat:

- Die Kerninflation ist im Februar von 5,3% auf 5,6% gestiegen und hat die Erwartungen der EZB klar übertroffen. Das liegt auch daran, dass die überdurchschnittlich stark steigenden Preise für Dienstleistungen im aktualisierten Warenkorb wegen der Normalisierung der Konsumgewohnheiten nach Corona ein höheres Gewicht haben. Die Kerninflation dürfte bis zum Herbst über der Marke von 5% liegen.
- Der Lohnanstieg hat sich deutlich beschleunigt. Laut Auswertungen der EZB legen die bisher für 2023 abgeschlossenen Tarifverträge für dieses Jahr einen Anstieg der Tariflöhne um 5% nahe, wobei die tatsächlich gezahlten Löhne stärker steigen dürften (Chart 1). Die stark steigenden Löhne sprechen dafür, dass die Kerninflation 2024 nur wenig sinken und hartnäckig hoch bleiben wird.

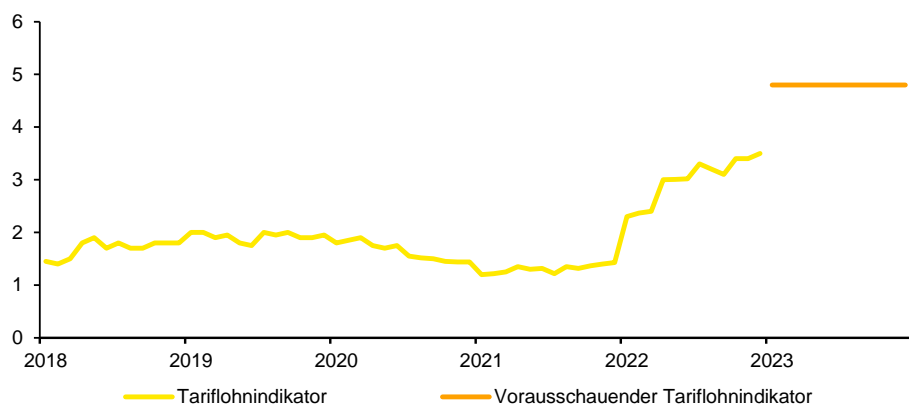
Wegen des ausgeprägten Inflationsproblems und der vermutlich wieder abklingenden Marktturbulenzen dürfte die EZB ihren Einlagensatz in den kommenden Monaten weiter bis auf 3,5% anheben, wobei wir für die kommenden beiden Sitzungen Schritte um jeweils 25 Basispunkte erwarten. Unsere Leitzinsprognose liegt also deutlich über den Terminalsätzen, die für den Rest des Jahres faktisch unveränderte EZB-Zinsen implizieren. Allerdings haben wir den erwarteten Zinsgipfel von 4,0% (unsere Prognose von vor dem Scheitern der Silicon Valley Bank) auf 3,5% gesenkt. Denn die gegenwärtigen



Marktturbulenzen könnten aus Sicht der EZB-Ratsmitglieder die Kreditvergabe der Banken dämpfen – und damit auch das Wachstum und letztlich die Inflation. Außerdem dürften die Marktturbulenzen die EZB sensibler für die Nebenwirkungen höherer Leitzinsen gemacht haben.

Chart 1 - Kräftig anziehende Löhne

EZB-Tariflohnindikator, vorausschauender Tariflohnindikator: gewichteter Durchschnitt der 2022 für 2023 geschlossenen Tarifverträge; in Prozent gegenüber Vorjahr; laut der Rede von EZB-Chefvolkswirt Lane vom 6. März in Dublin



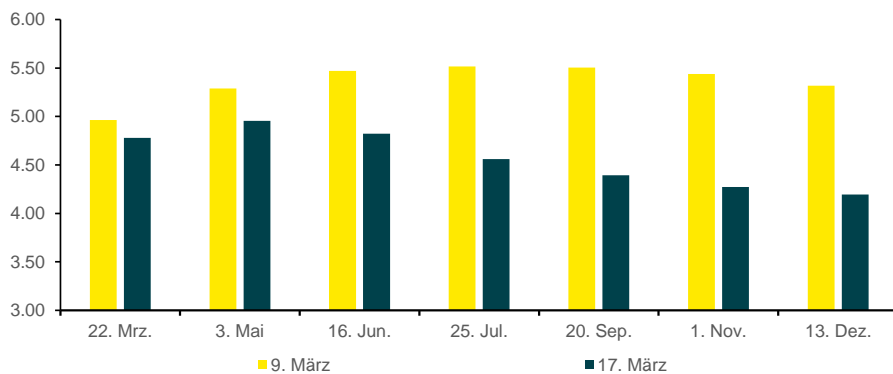
Quelle: Lane (2023), Commerzbank-Research

Fed: Erhöht sie oder hält sie still?

Die jüngsten Turbulenzen an den Finanzmärkten, die mit der Pleite zweier US-Banken begannen, haben auch den geldpolitischen Fahrplan der US-Notenbank durcheinander gebracht. War letzte Woche für die Fed-Sitzung am 21./22. März nach entsprechenden Signalen der Notenbank noch eine Erhöhung der Obergrenze für des Leitzinskorridors um 50 Basispunkte auf 5,25% eingepreist, wird der Fed jetzt kaum noch ein kleiner Schritt um 25 Basispunkte zugetraut. Ab Juni sehen die Marktteilnehmer nun sogar deutliche Zinssenkungen, die Leitzinserwartungen für das Jahresende haben sich um 150 Basispunkte reduziert; die Märkte preisen nun zudem Zinssenkungen bereits für die zweite Jahreshälfte ein (Chart 2).

Chart 2 - Der Finanzmarkt geht jetzt von baldigen Zinssenkungen der Fed aus

Impliziter Fed-Fund-Satz auf der Basis von Future-Preisen in %, Fed-Sitzungen im laufenden Jahr



Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research

Die Erwartungen, wie es mit den Zinsen weitergeht, sind mit extremer Unsicherheit behaftet und daher mit erheblicher Vorsicht zu betrachten. Sollte sich die Lage am



Finanzmarkt bis zur Sitzung nicht hinreichend beruhigen, wird die Fed wohl der kurzfristigen Stabilisierung des Marktes Priorität einräumen und die Zinserhöhung absagen.

Eigentlich wollte die Fed nicht mehr in die Verlegenheit solcher "Feuerwehraktionen" kommen. Der Plan war, etwaige sektorale Probleme im Bankensystem von der makroökonomisch gebotenen Geldpolitik zu separieren, wobei bei Bedarf gegebenenfalls mit der Bereitstellung von Liquidität ausgeholfen wird (etwa über das neu geschaffene und mit günstigen Konditionen ausgestattete "Bank Term Funding Program"). Sollte ihr das gelingen, könnte sie sich wieder dem Inflationsproblem zuwenden.

Preisdruck hat kaum nachgelassen, ...

Denn dieses Problem ist noch keineswegs gelöst. Dies zeigt am besten ein Blick auf eine Reihe der üblicherweise verwendeten Indikatoren der unterliegenden Inflation, bei denen man sich auf die Teile des Warenkorbs konzentriert, die als besonders aussagekräftig hinsichtlich des Trends gelten.[1] In der Summe deuten diese Daten nicht darauf hin, dass der unterliegende Preisdruck in den letzten zwölf Monaten erheblich nachgelassen hat (Tabelle 1).

Tabelle 1: Maßgrößen für den Inflationstrend weiterhin sehr hoch

Verbraucherpreisindex (CPI) und Deflator der Konsumausgaben (PCE), Veränderung gegen Vorjahr in %. Februar 2023: Daten für Januar falls noch nicht verfügbar

Maß für die unterliegende Inflation	Feb 22	Feb 23
Kernrate CPI	6.40	5.50
FRB Cleveland Median CPI	4.80	7.20
FRB Cleveland 16% Trimmed-Mean CPI	5.80	6.50
Atlanta Fed Sticky CPI	4.50	6.70
Kernrate PCE	5.40	4.70
Marktbasierte Kernrate PCE	5.10	4.90
FRB Dallas Trimmed-Mean PCE	3.80	4.60

Quelle: Atlanta Fed, Commerzbank-Research

... weshalb die Fed wohl um 25 Basispunkte erhöhen wird

Die Prognose der Fed-Entscheidung auf der Sitzung in der kommenden Woche ist aufgrund der volatilen Lage sehr unsicher. Relativ klar ist, dass ein großer Zinsschritt vom Tisch ist. Wir gehen allerdings davon aus, dass die Fed die Leitzinsen um 25 Basispunkte erhöht. Andernfalls würden die Märkte wohl bereits sicher davon ausgehen, dass der Zinszyklus am Ende ist und es nur noch eine Frage der Zeit ist, bis die Fed wieder senkt. Dann müsste die Fed die Marktteilnehmer erst einmal wieder davon überzeugen, dass sie die Zinsen nach einer Pause weiter anhebt, um die Inflation zu bekämpfen. Das birgt die Gefahr zusätzlicher Volatilität an den Märkten.

Was den weiteren Ausblick betrifft, so zeigen die aktuellen Turbulenzen, dass die restriktivere Geldpolitik wirkt und zu negativen Folgen in Teilen der Wirtschaft führt. Entsprechend dürfte die Fed vorsichtiger vorgehen und die Zinsen in 25-Basispunkte-Schritten auf 5,50% anheben (bisher erwarteten wir 6,00%). Im Übrigen sehen wir uns in unserer Prognose bestätigt, dass die US-Wirtschaft im zweiten Halbjahr in einer



Rezession rutscht, worauf die Fed Anfang 2024 mit ersten Zinssenkungen reagieren dürfte.

[1] So werden teilweise die volatilen Preise für Energie und Nahrungsmittel herausgerechnet (Kernrate), man konzentriert sich auf trägere Preise (Sticky Price Index), fokussiert auf den Median der Preissteigerungen der einzelnen Güter oder schließt bestimmte extreme Preisbewegungen aus (Trimmed-Mean). ([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 69 136 22322

Dr. Christoph Balz (USA, Fed)
 +49 69 136 24889

Dr. Marco Wagner (EZB, Deutschland, Italien)
 +49 69 136 84335

Bernd Weidensteiner (USA, Fed)
 +49 69 136 24527

Christoph Weil (Euroraum, Frankreich, Schweiz)
 +49 69 136 24041

Tung On Tommy Wu (China)
 +65 6311 0166

Zins und Credit Research

Christoph Rieger (Leiter)
 +49 69 136 87664

Michael Leister (Leiter Zinsen)
 +49 69 136 21264

Rainer Guntermann
 +49 69 136 87506

Hauke Siemßen
 +49 69 136 49496

Ted Packmohr
 (Leiter Cov. Bonds und Financials)
 +49 69 136 87571

Marco Stöckle
 (Leiter Credit)
 +49 69 136 82114

FX & Commodites Research

Ulrich Leuchtmann (Leiter)
 +49 69 136 23393

Antje Praefcke (FX)
 +49 69 136 43834

Elisabeth Andreae (FX)
 +49 69 136 24052

Tatha Ghose (FX)
 +44 20 7475 8399

Charlie Lay (FX)
 +65 63 110111

You-Na Park (FX)
 +49 69 136 42155

Esther Reichelt (FX)
 +49 69 136 41505

Thu-Lan Nguyen (FX, Rohstoffe)
 +49 69 136 82878

Carsten Fritsch (Rohstoffe)
 +49 69 136 21006

Barbara Lambrecht (Rohstoffe)
 +49 69 136 22295

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 (täglicher 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 69 136 22322
ralph.solveen@commerzbank.com

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 17/3/2023 07:36 MEZ fertiggestellt und am 17/3/2023 07:36 MEZ 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: Insoweit diese Ausarbeitung an US-Anleger verteilt wird, darf sie nicht an US-Privatanleger versendet werden. Die Commerz Markets LLC („CMLLC“) ist ein in den USA registrierter Broker-Händler und eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der Commerzbank AG. Für Wertpapierzwecke stellt die Commerzbank AG diese Ausarbeitung als Drittanbieter-Ausarbeitung zur Verfügung; deshalb sind die involvierten Research-Analysten gegebenenfalls nicht bei der FINRA registriert und die Ausarbeitungen unterliegen nicht den gesamten Bestimmungen der FINRA Rule 2242. Aus dieser Ausarbeitung resultierende Wertpapiertransaktionen durch US-Anleger müssen über die CMLLC abgewickelt werden. Die CMLLC ist Mitglied der FINRA und SIPC. Bank- und Swapdienstleistungen in den USA werden von der Commerzbank AG gemäß dem Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act erbracht. Die Commerzbank AG ist kein Mitglied der SIPC und 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 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.

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

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 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 2023. Alle Rechte vorbehalten. Version 22.08

Commerzbank Filiale

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