

# Woche im Fokus

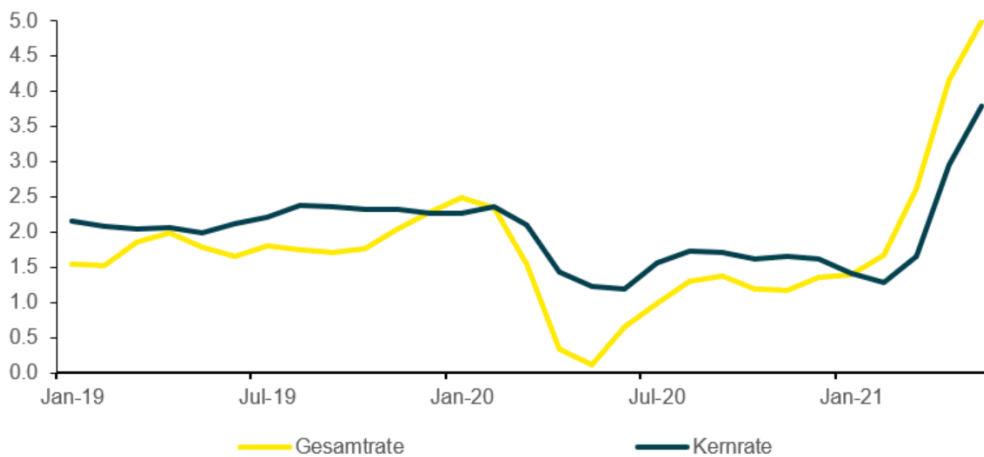
11. Juni 2021

## Fed-Sitzung – Trippelschritte zum Exit

Wegen der zunehmenden Inflationsrisiken dürfte die US-Notenbank auf ihrer Sitzung nächste Woche beginnen, über den Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik zu diskutieren. Wir zeigen, welche Kriterien über den Fahrplan zum Exit entscheiden. **Seite 2**

### Löst der Inflationsschub eine geldpolitische Wende aus?

US-Verbraucherpreise, insgesamt und ohne Energie und Nahrungsmittel, Veränderung gegen Vorjahr in %



Quellen: BLS, Global Insight, Commerzbank-Research

### Ausblick auf die Woche vom 14. bis 18. Juni 2021

**Konjunkturdaten:** Nach den zwischenzeitlich kräftigen Umsatzsteigerungen im US-Einzelhandel erwarten wir im Mai eine Korrektur. **Seite 7**

**Anleihenmärkte:** Bundrenditen dürften vor der Fed-Sitzung nächste Woche wieder nach oben tendieren. **Seite 9**

**Devisenmärkte:** Wie reagiert die Fed auf stark steigende Preise, aber eher enttäuschende Arbeitsmarktdaten? Die Antwort hierauf könnte den US-Dollar kommende Woche spürbar bewegen. **Seite 10**

**Aktienmärkte:** Das positive Umfeld für Börsengänge in Deutschland könnte sich bald eintrüben. **Seite 11**

**Rohstoffmärkte:** Die Rohstoffpreise dürften dank der regen Konjunktur ihr hohes Niveau verteidigen, wenn die US-Notenbank weiterhin sehr vorsichtig agiert. **Seite 12**

Chefvolkswirt:

**Dr. Jörg Krämer**  
+49 69 136 23650  
joerg.kraemer@commerzbank.com

Editor:

**Dr. Ralph Solveen**  
+49 69 136 22322  
ralph.solveen@commerzbank.com

## Fed-Sitzung – Trippelschritte zum Exit

**Bernd Weidensteiner**

Tel: +49 69 136 24527

**Dr. Christoph Balz**

Tel: +49 69 136 24889

**Auch wegen der zuletzt überraschend starken Inflation dürfte die amerikanische Notenbank auf ihrer Sitzung nächste Woche beginnen, über den Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik zu diskutieren. Wir zeigen, welche Kriterien über den Fahrplan zum Exit entscheiden. Wir erwarten weiterhin, dass die Fed im Herbst beschließt, die Anleihenkäufe allmählich zurückzuführen.**

### Inflationsrate auf 5%, ...

Wie gestern gemeldet ist die Inflationsrate in den USA im Mai weiter auf 5,0% gestiegen (siehe Titelgrafik). Zwar ist dies teilweise auf die immer sehr volatilen Energiepreise zurückzuführen, und das von der Fed favorisierte Inflationsmaß (der Deflator des privaten Verbrauchs) dürfte auch noch etwas niedriger liegen. Aber auch dieses betrug bereits im April mehr als 3% und dürfte im Mai noch einmal merklich zugelegt haben.

### ... und die Fed denkt über den Exit nach

Wohl als Reaktion hierauf haben sich in den letzten Wochen verschiedene Vertreter der Fed – darunter einige Mitglieder des zentralen Federal Reserve Board – offen für eine Diskussion über das Kaufprogramm gezeigt, in dessen Rahmen die US-Notenbank immer noch Wertpapiere für 120 Mrd Dollar pro Monat kauft. Ein damit wohl näherrückender Kurswechsel der Fed ist für die Märkte immer eine kritische Angelegenheit. So ließen im Mai 2013 erste konkrete Äußerungen des damaligen Fed-Chefs Bernanke zum "Tapering" – also einer Verringerung der Anleihekäufe von damals 85 Mrd Dollar pro Monat – die Kurse an den Rentenmärkten so einbrechen, dass die Fed erst Ende 2013 eine Einschränkung der Käufe beschloss.

### Fokus auf den Arbeitsmarkt

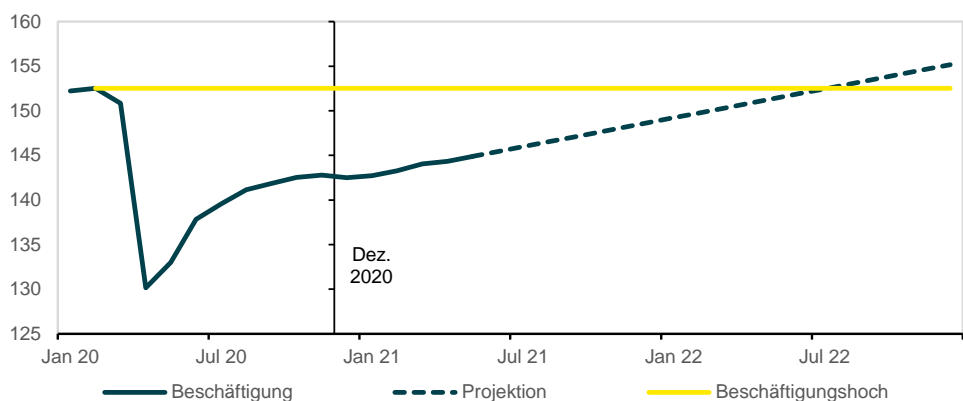
Dieses Mal will man es besser machen. Die Fed hat zugesichert, die Anleihekäufe erst dann zu verringern, wenn es "substanzielle Fortschritte" in Richtung ihrer Ziele gebe. Somit werden die ökonomischen Daten den Zeitpunkt für den Beginn des Tapering bestimmen. Die Fed hat bereits angekündigt, die notwendigen Fortschritte relativ zur Lage im Dezember 2020 bewerten zu wollen, wobei die Arbeitsmarktentwicklung im Fokus stehen wird.

### Beschäftigung zwar noch unter Vorkrisenniveau,...

Seit Dezember hat die US-Beschäftigung um knapp 2,4 Millionen zugelegt. Damit fehlen immer noch 7,6 Millionen Jobs verglichen mit der Situation vor der Krise (Februar 2020). Bei einem Stellenaufbau im selben Tempo wie in den letzten drei Monaten würde es noch bis zum Sommer nächsten Jahres dauern bis die in der Krise verloren gegangenen Stellen wieder zurückgewonnen wären (Grafik 1).

### Grafik 1: Wann sieht die Fed "substanzielle" Fortschritte?

Beschäftigung außerhalb der Landwirtschaft in Millionen. Projektion unter den Annahme fortgesetzten Zuwachses wie in den letzten 3 Monaten.



Quelle: Global Insight, Commerzbank-Research

Alleine mit Blick auf die Beschäftigungsentwicklung würde die Fed die Rückführung der Anleihekäufe wohl erst im nächsten Jahr in Angriff nehmen. Dies gilt nicht zuletzt, da sie einer möglichst hohen Beschäftigung und einer damit verbundenen Integration möglichst vieler

gesellschaftlicher Gruppen in den Arbeitsmarkt ein deutlich höheres Gewicht einräumt als dies vor acht Jahren der Fall war.

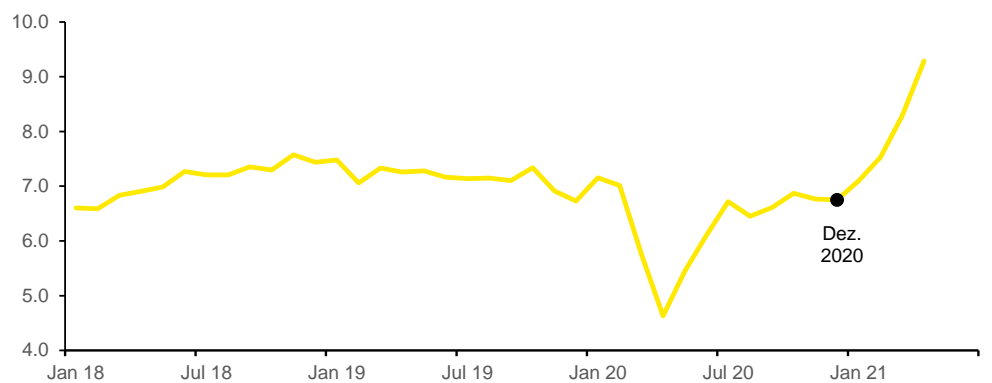
**... aber die Inflationsrisiken sind größer als erwartet, ...**

Dass die ersten Fed-Vertreter trotzdem zumindest eine Diskussion über den Exit beginnen wollen, liegt offensichtlich an den zunehmenden Inflationsgefahren. Diese ergeben sich nicht nur aus den aktuellen Inflationsraten, die deutlich über den Erwartungen der Fed lagen. Vielmehr dürften die Preise wegen der bestehenden Engpässe bei einigen Gütern und Dienstleistungen auch in den nächsten drei oder vier Monaten spürbar zulegen und die Inflationsrate deshalb wohl mindestens bis Jahresende weit über dem Ziel der Fed liegen. Auch wenn die Geldpolitiker derartige Effekte als vorübergehend einstufen, dürften sie sich zunehmend fragen, ob die Inflation nächstes Jahr tatsächlich wieder sinkt.

**... auch weil die Nachfrage nach Arbeitskräften massiv steigt**

Dieses Risiko wird auch dadurch erhöht, dass die Nachfrage nach Arbeitskräften deutlich stärker ist als die Beschäftigungszahlen dies auf den ersten Blick vermuten lassen. So waren im April – aktuellere Daten liegen nicht vor – 9,3 Millionen Stellen unbesetzt (Grafik 2). Dies sind 1 Million mehr als im Dezember und so viele wie noch nie seit Beginn der Datenreihe im Jahr 2000.

**Grafik 2: So viele offene Stellen wie nie zuvor**  
Offenen Stellen in Millionen, Monatsdaten



Quelle: Global Insight, Commerzbank-Research

**... und das zögerliche Arbeitsangebot für Verspannungen sorgt**

Dies zeigt, dass nicht eine fehlende Nachfrage, sondern ein mangelndes Arbeitsangebot derzeit einen stärkeren Beschäftigungsanstieg verhindert. Tatsächlich sind viele der Arbeitskräfte, die sich beim Ausbruch der Corona-Krise vom Arbeitsmarkt verabschiedet haben, bisher nicht zurückgekehrt. Das lässt sich an der Partizipationsquote ablesen, also dem Bevölkerungsanteil der dem Arbeitsmarkt zur Verfügung stehenden Personen (Beschäftigte und Arbeitslose). Diese Quote war im Frühjahr 2020 deutlich gefallen und stagniert nach einer gewissen Erholung seit Sommer 2020 bei etwa 61,5% (Grafik 3). Damit liegt sie gut 1,5 Prozentpunkte unter dem Durchschnitt von 2019, sodass dem Arbeitsmarkt fast 4 Millionen Erwerbspersonen fehlen.

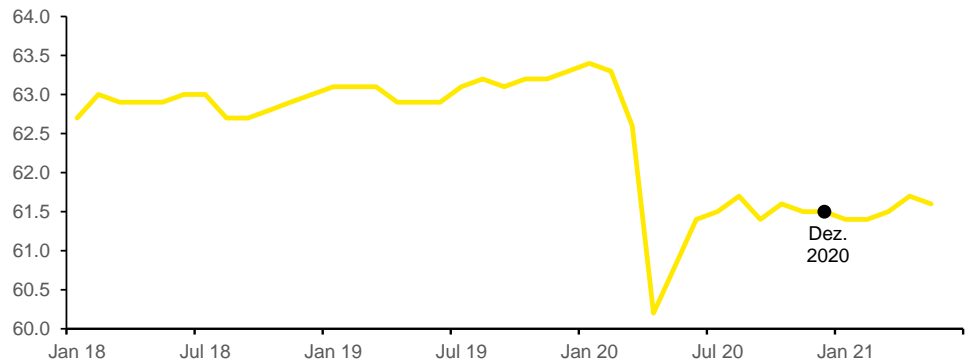
Sollten Angebot und Nachfrage am Arbeitsmarkt länger auseinanderklaffen, dürften die Löhne stärker zulegen und damit das Risiko zu nehmen, dass die Inflation auch auf mittlere Sicht spürbar über dem Fed-Ziel liegen wird. Erste Warnsignale gibt es bereits. So mag man bei den zuletzt stärker gestiegenen Stundenlöhnen auf die bekannten statistischen Mängel verweisen, wobei sie derzeit die Dynamik wahrscheinlich eher unter- als überschätzen. Aber auch ein verlässlicherer Indikator – die Arbeitskosten gemäß Employment Cost Index (ECI) – hat bereits für das erste Quartal eine spürbare Zunahme des Lohnendrucks angezeigt. Auf jeden Fall hat die Pandemie den Lohndruck nur ganz kurzfristig im zweiten und im dritten Quartal 2020 gedämpft. Der aktuelle Wirtschaftsaufschwung startet also schon mit einer relativ hohen Grunddynamik bei den Löhnen, die bei einem anhaltenden Arbeitskräftemangel schnell ein für die Fed unbequemes Niveau erreichen könnte.

Natürlich würde ein baldiger deutlicher Wiederanstieg der Partizipationsquote die Lage am Arbeitsmarkt entspannen und somit der Fed wieder mehr Zeit geben. Tatsächlich sprechen einige **pandemiebedingte Faktoren** dafür, dass die Partizipationsquote bis Ende des Jahres

wieder zunehmen wird und deshalb ein Teil der derzeit offenen Stellen leichter besetzt werden kann. Das Beispiel der letzten Krise nach 2007 zeigt allerdings, dass die Partizipationsquote nur sehr träge reagiert. Damals fiel selbst die von demographischen Änderungen weniger betroffene Quote der 25-54-jährigen bis 2015 (also fast sechs Jahre nach Rezessionsende) und lag selbst Anfang 2020 noch leicht unter dem Vorkrisenniveau. Aufgrund der dynamischen Wirtschaftsentwicklung mag die Partizipation im laufenden Zyklus rascher anspringen. Dies wird aber kaum schnell genug erfolgen, um der Fed ein klares Entwarnungssignal zu geben.

### Grafik 3: Partizipationsquote stagniert deutlich unter Vorkrisenniveau

Anteil der Beschäftigten und Arbeitslosen an der Zivilbevölkerung ab 16 Jahren, Monatsdaten in %



Quelle: Global Insight, Commerzbank-Research

### Nächste Woche ist es noch zu früh für das Exit-Signal,...

Darum hat die Fed offenbar entschieden, das Tapering früher in Angriff zu nehmen als zunächst geplant. Die verschiedenen Äußerungen der Fed-Oberen in der letzten Zeit lassen sich als Versuchsballons interpretieren, um die Marktreaktion auf das geänderte Umfeld zu testen. Im Unterschied zu den Erfahrungen von 2013 führten erste Andeutungen einer Kehrtwende dieses Mal nicht zu Verwerfungen ab, weshalb bei der Fed-Sitzung nächste Woche die nächsten Trippelschritte zu erwarten sind. Dazu dürfte Fed-Chef Powell in der Pressekonferenz das Thema aufgreifen.

Wir halten die Daten aber noch nicht für gut genug, dass die Fed einen baldigen Kursschwenk im Kommuniké in Aussicht stellt. Schließlich hatte Powell Anfang April eine "Reihe" starker Zahlen vom Arbeitsmarkt gefordert. Nachdem die April-Daten enttäuschten, dürften die Mai-Zahlen zwar als stark gelten, aber ein guter Bericht ist noch keine Reihe. Damit dürfte das Kommuniké wohl nur Fortschritte hinsichtlich der Ziele der Fed konstatieren.

### ... aber im Herbst ist es soweit

Im vierten Quartal sollte der Beschäftigungsaufbau so weit vorangekommen sein, dass die Fed ein Herunterfahren der Anleihenkäufe beschließt. Allerdings hatte sie versprochen, "deutlich im Voraus" ein Signal zu geben, damit sich der Markt darauf einstellen kann. Den zeitlichen Vorlauf interpretieren wir als ungefähr zwei Sitzungen, was ein Signal im dritten Quartal wahrscheinlich macht. Die Rückführung der Anleihenkäufe dürfte sich dann über einen längeren Zeitraum erstrecken und etwa bis Spätsommer 2022 dauern. Eine erste Zinserhöhung ist erst Ende 2023 zu erwarten, auch deshalb, da sich die Inflation nächstes Jahr wieder etwas beruhigen dürfte, weil bei einigen Gütern und Dienstleistungen die Preise nach einem Überschießen in diesem Jahr wieder korrigieren sollten.

### Kurzfristig höhere Renditen und stärkerer Dollar

Die Diskussion über einen Ausstieg der Fed aus den Anleihenkäufen bei steigendem Inflationsdruck sollte die Rendite zehnjähriger Treasuries auf 2% treiben. Ein solcher Anstieg würde die Bund-Renditen sicherlich nicht unbeeindruckt lassen. Einem nennenswerten Zinsanstieg im Euroraum würde die EZB aber entgegenwirken.

Für den Dollar sehen wir kurzfristig Aufwertungspotenzial wegen des Konjunkturbooms in den USA. Wenn die US-Inflation im nächsten Jahr wieder sinkt, und klar wird, dass die Fed sich mit Zinserhöhungen Zeit lässt, erwarten wir wieder etwas niedrigere Renditen und einen wieder schwächeren Dollar.

**Research-Kontakte** (E-Mail: [vorname.nachname@commerzbank.com](mailto: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. Michael Schubert (EZB)  
+49 69 136 23700

Eckart Tuchtfeld (Politik Deutschland)  
+49 69 136 23888

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

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

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

Hao Zhou (EM)  
+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

Cem Keltek  
+49 69 136 45814

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

Marco Stöckle (Leiter Credit)  
+49 69 136 82114

**FX- & EM-Research**

Ulrich Leuchtmann (Leiter)  
+49 69 136 23393

Thu-Lan Nguyen (G10)  
+49 69 136 82878

Antje Praefcke (G10)  
+49 69 136 43834

Esther Reichelt (G10)  
+49 69 136 41505

Lutz Karpowitz (EM)  
+49 69 136 42152

Elisabeth Andreae (EM)  
+49 69 136 24052

Alexandra Bechtel (EM)  
+49 69 136 41250

Tatha Ghose (EM)  
+44 20 7475 8399

Charlie Lay (EM)  
+65 63 110111

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

Melanie Fischinger (EM)  
+49 69 136 23245

**Commodity Research**

Eugen Weinberg (Leiter)  
+49 69 136 43417

Daniel Briesemann  
+49 69 136 29158

Carsten Fritsch  
+49 69 136 21006

Dr. Michaela Kuhl  
+49 69 136 29363

Barbara Lambrecht  
+49 69 136 22295

**Cross Asset Strategie**

Alexander Krämer (Leiter)  
+49 69 136 22982

Andreas Hürkamp (Equity Strategy)  
+49 69 136 45925

Markus Wallner (Equity Strategy)  
+49 69 136 21747

**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:** TagesInfo Rohstoffe (tägliches Kommentar zu Edel- und Industriemetallen sowie zum Energiemarkt)  
Rohstoffe kompakt (wöchentliche Analyse zu Energie-, Metall- und Agrarmärkten)
- Zins und Credit Research:** Ahead of the Curve (Flaggschiffpublikation mit Analysen und Strategien für die globalen Rentenmärkte)  
European Sunrise (tägliches Marktkommentar für die Europäischen Rentenmärkte)  
Covered Bond Weekly (wöchentliche Übersicht und Analysen für die Covered Bond-Märkte)  
Rates Radar (ad-hoc Specials und Handelsideen für die Rentenmärkte)  
Credit Note (Handlungsempfehlungen für institutionelle Investoren)
- FX Strategy:** Tagesinfo Devisen (Tageskommentar und -ausblick für die Devisenmärkte)  
FX Hotspot (zeitnahe Kommentierung wichtiger Ereignisse für den Devisenmarkt)
- Aktienstrategie:** Share[d] Reviews (monatlicher und vierteljährlicher Aktienmarkt-Rückblick im Hinblick auf Marktkatalysatoren, Performancetrends und Konjunkturindikatoren)  
Digging in Deutschland (Themenresearch mit dem Fokus auf den deutschen Aktienmarkt)
- Cross Asset:** Cross Asset Monitor (wöchentliche Marktübersicht inklusive Sentiment- und Risikoindikatoren)  
Cross Asset Outlook (monatliche Analyse der globalen Finanzmärkte mit taktischer Assetallokation)  
Cross Asset Feature (Spezialstudien zu Assetklassen übergreifenden Themen)

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

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 11/6/2021 07:36 CEST fertiggestellt und am 11/6/2021 07:36 CEST verbreitet wurde.

Für die Erstellung und Veröffentlichung dieser Ausarbeitung sind die Abteilung Group Research (GM-R) im Unternehmensbereich Group Management der Commerzbank AG, Frankfurt am Main, bzw. etwaig in der Ausarbeitung genannte Filialen der Commerzbank verantwortlich. Die Commerzbank AG ist bei der CFTC vorläufig als Swaphändler 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: [https://commerzbank.bluematrix.com/sellside/Disclosures.action\\*](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 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 der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen, und mit „deemed Variation of Permission“. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority. Einzelheiten zum Temporary Permissions Regime, das im Europäischen Wirtschaftsraum ansässigen Firmen während der Beantragung einer uneingeschränkten Zulassung den Geschäftsbetrieb in Großbritannien für begrenzte Zeit gestattet, können auf der Website der Financial Conduct Authority eingesehen werden. 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. Die Commerzbank AG, Filiale London, bietet weder Handel, Beratung noch andere Anlagendienstleistungen für „Retail Clients“ an.

**USA:** Die Commerz Markets LLC („CMLLC“) hat die Verantwortung für die Verteilung dieses Dokuments in den USA unter Einhaltung der gültigen Bestimmungen übernommen. Wertpapiertransaktionen durch US-Bürger müssen über die CMLLC abgewickelt werden. Nach geltendem US-amerikanischem Recht können Informationen, die CMLLC-Kunden betreffen, an andere Unternehmen innerhalb des Commerzbank-Konzerns weitergegeben werden. Sofern dieses Dokument zur Verteilung in den USA freigegeben wurde, ist es ausschließlich an "US Institutional Investors" und "Major US Institutional Investors" gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem Securities Exchange Act von 1934 beschrieben. Die CMLLC ist Mitglied der FINRA und SIPC. Bankdienstleistungen in den USA werden von der Commerzbank AG, Filiale New York, erbracht. Wertpapieraktivitäten in den USA werden über die CMLLC abgewickelt, Swaptransaktionen über die Commerzbank AG. Die Commerzbank AG ist kein Mitglied der SIPC und ist bei der CFTC vorläufig als Swaphändler registriert. Derivatetransaktionen mit US-Personen sind nach den Bestimmungen des Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act durchzuführen. Einige Produkte oder Dienstleistungen sind in den USA gegebenenfalls nicht verfügbar.

**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 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, und mit „deemed Variation of Permission“. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority. Einzelheiten zum Temporary Permissions Regime, das im Europäischen Wirtschaftsraum ansässigen Firmen während der Beantragung einer uneingeschränkten Zulassung den Geschäftsbetrieb in Großbritannien für begrenzte Zeit gestattet, können auf der Website der Financial Conduct Authority eingesehen werden.

**Schweiz:** Bei diesem Dokument handelt es sich um Werbung im Sinne des FIDLEG. Die in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente stellen keine Beteiligung an einer kollektiven Kapitalanlage im Sinne des schweizerischen Kollektivanlagengesetzes (KAG) dar. Diese Publikation, die hierin enthaltenen Informationen sowie alle anderen Publikationen im Zusammenhang mit den hierin erwähnten Finanzinstrumenten dürfen ausschließlich an qualifizierte Anlegerinnen und Anleger gemäß KAG weitergegeben werden und sind nur solchen qualifizierten Anlegerinnen und Anlegern zur Verfügung zu stellen.

**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 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) dar und sind nicht als solche auszuliegen. 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. Die in dieser Ausarbeitung empfohlenen 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 2021. Alle Rechte vorbehalten. Version 21.02

#### Commerzbank Firmenkunden

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	225 Liberty Street, 32nd floor,	71, Robinson Road, #12-01	15th Floor, Lee Garden One
Mainzer Landstraße 153	30 Gresham Street	New York,	Singapore 068895	33 Hysan Avenue,
60327 Frankfurt	London, EC2P 2XY	NY 10281-1050		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