



COMMERZBANK

Economic Research

Economic Insight

Worauf die EZB schaut

Die Marktteilnehmer rätseln, wie es mit den EZB-Leitzinsen in den kommenden Monaten weitergeht. Wir diskutieren, auf welche Indikatoren die Notenbanker achten dürften und welche zum Zankapfel werden könnten.

Charmante neue Inflations-Projektion

Das Hauptaugenmerk der EZB wird weiter auf der Inflation liegen und ob diese sich entsprechend den Erwartungen entwickelt. Zwar wird die Inflation – wie bereits von Präsidentin Lagarde auf der Pressekonferenz der März-Sitzung beschrieben – in den kommenden Monaten von etlichen Sondereffekten beeinflusst, so dass es zu einem ständigen Auf und Ab kommen kann. Dies haben die EZB-Ökonomen in den neuen Projektionen berücksichtigt und insbesondere das vierte Quartal 2024 und das erste Quartal 2025 angehoben, wobei der grundsätzliche Abwärtstrend erhalten blieb, so dass in der zweiten Jahreshälfte 2025 schließlich das 2%-Inflationsziel erreicht würde (Chart 1). Der Charme dieser neuen Projektion dürfte aus Sicht der Tauben darin liegen, dass die tatsächliche Inflationsrate nach einem Tief im Sommer gegen Jahresende sogar wieder anziehen könnte, und damit immer noch konsistent mit den Erwartungen wäre. Damit könnte auch das ein oder andere falkenhafte Ratsmitglied zu weiteren Zinssenkungen überzeugt werden. In diesem Sinne hat der Litauer **Šimkus**, den wir dem falkenhaften Lager zuordnen, auf einer Pressekonferenz am Tag nach der Zinssenkung signalisiert: „If economic developments match those in the forecasts, this will mean less and less need for restrictive monetary policy.“

02. Juli 2024

Dr. Marco Wagner

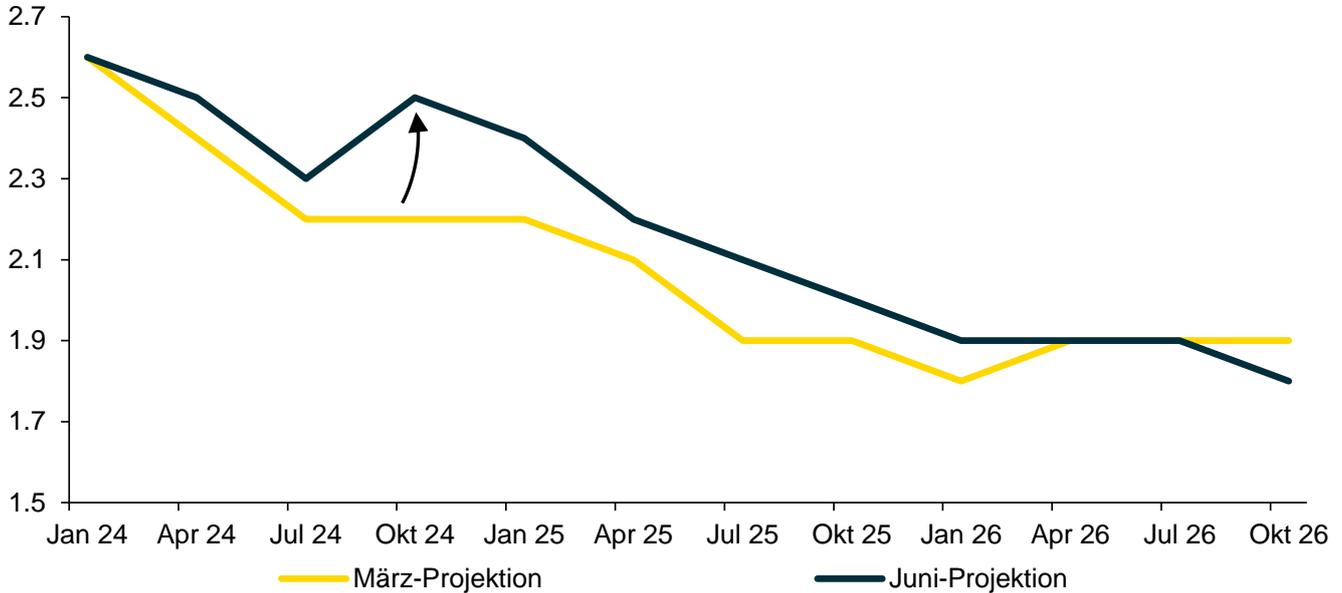
Inhalt

Charmante neue Inflations-Projektion	1
Gesundbeten bei den Löhnen?	2
Der Ölpreis könnte helfen	3
Ein gefälliges Argument für die Tauben: Der Realzins ...	3
... genauso wie der neutrale Zins	3
Zankapfel Euro-Dollar	4
Markt sollte die Macht der Tauben nicht unterschätzen	4



Chart 1 - Euroraum: Inflationsbuckel zum Jahreswechsel 2024/25

Inflationserwartungen der EZB laut März- und Juni-Projektion, in Prozent



Quelle: EZB, Commerzbank-Research

Gesundbeten bei den Löhnen?

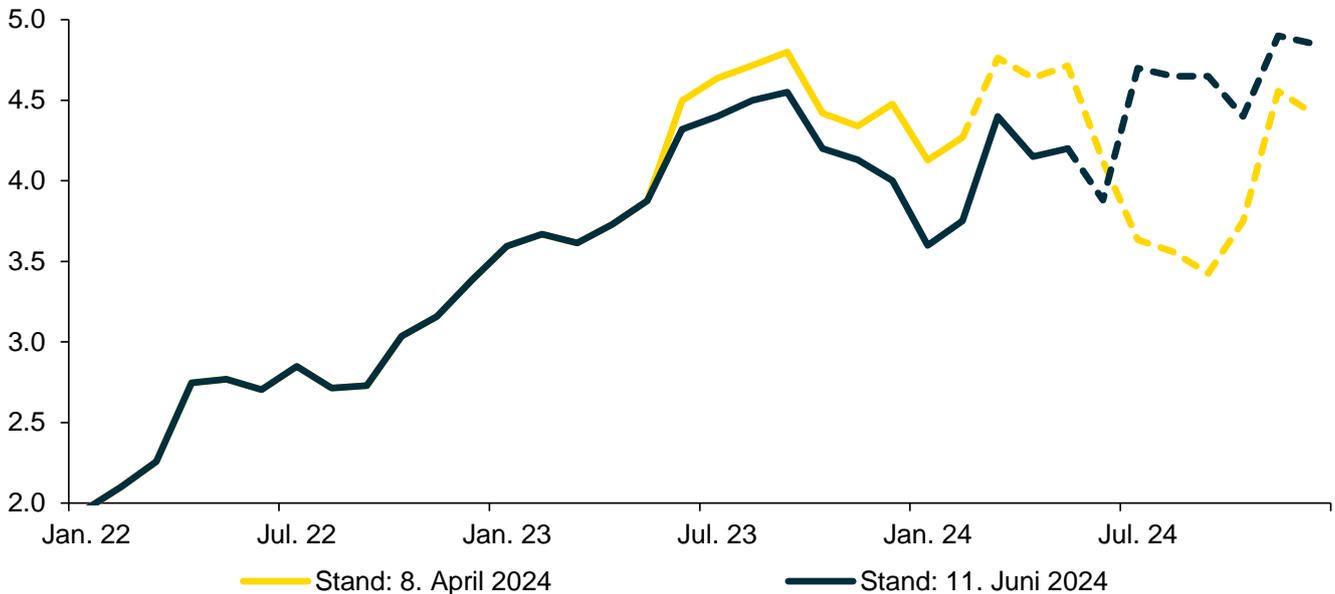
In diesem Zusammenhang spielen die Lohnkosten für die EZB eine wichtige Rolle. Zwar setzt die Notenbank darauf, dass sich der Lohnanstieg allmählich abschwächen wird. So begründet sie die kräftigen Lohnerhöhungen zu Beginn des Jahres mit Sondereffekten, die insbesondere in Deutschland die Löhne getrieben hätten. Laut Bundesbank waren dies hauptsächlich die abgabenfreien Inflationsausgleichsprämien, die gegenwärtig noch einen hohen Beitrag zum Tariflohnwachstum leisten, die aber im Jahr 2025 vollständig wegfallen sollten (siehe [Monatsbericht Juni](#)). Gleichzeitig unterstellt die EZB in den kommenden Quartalen recht ordentliche Produktivitätssteigerungen, so dass die für Unternehmen kräftig steigenden Lohnkosten nur sehr begrenzt auf die Verbraucherpreise durchschlagen sollten.

Allerdings sind die von der EZB unterstellten Produktivitätssteigerungen aus unserer Sicht zu optimistisch und auch die experimentellen Lohnindikatoren deuten derzeit in eine andere Richtung. Während die EZB-Ratsmitglieder zur April-Sitzung auf Basis dieser Daten noch mit nachlassendem Lohnanstieg argumentiert hatten, wurden diese Zahlen mittlerweile erheblich revidiert. Nach den jüngsten Zahlen fielen die Lohnanstiege zwischen Sommer 2023 und Frühjahr 2024 etwas niedriger aus, dafür zeigt der Trend für die kommenden Monate deutlich nach oben, so dass das kräftigste Lohnplus noch kommen dürfte (Chart 2). Doch selbst mit diesen Entwicklungen dürfte das Inflationsbild der EZB-Ökonomen („bumpy ride“) genügend Freiheitsgrade gewähren.



Chart 2 - Stärkster Lohnanstieg kommt erst noch

EZB Wage Tracker: Lohnindikator basierend auf sieben Euro-Ländern, einschließlich Sonderzahlungen, in Prozent gegenüber Vorjahr



Quelle: EZB, Commerzbank-Research

Der Ölpreis könnte helfen

Darüber hinaus könnten niedrigere Ölpreise den EZB-Tauben in die Hände spielen. Anfang Juni ist der Preis für Öl der Nordsee-Marke Brent für einige Tage unter 80 Dollar je Barrel gefallen; im Vergleich dazu notierte Brent Anfang bis Mitte April zeitweise über 90 Dollar. Sollte sich der Preis für diesen wichtigen Rohstoff auf niedrigeren Niveaus halten, könnten die Tauben im EZB-Rat dies für die Argumentation in ihrem Sinne nutzen. So ist jedenfalls der Grieche **Stournaras** der Auffassung: "In my view, headline inflation is our target and is the most important, because core simply follows it."

Ein gefälliges Argument für die Tauben: Der Realzins ...

Perspektivisch dürften die Tauben im EZB-Rat ihr Augenmerk wieder stärker auf die Realzinsen lenken. Denn eine im Trend sinkende Inflation ließe bei unveränderten nominalen Leitzinsen die Realzinsen steigen, wie der Malteke **Scicluna** argumentierte: "Our monetary policy is very restrictive and is becoming even more restrictive in real terms with inflation going down." Will man einen solchen Anstieg des Realzinses verhindern, müsste die Notenbank die Zinsen entsprechend senken. Legt man die Inflations-Projektion der EZB zugrunde, müssten die nominalen Zinsen entsprechend der Markterwartungen sinken, um den Realzins in den kommenden Monaten überhaupt auf seinem aktuellen Niveau zu halten.

... genauso wie der neutrale Zins

Gleichzeitig betonen einige EZB-Ratsmitglieder immer wieder den Abstand des Leitzinses vom neutralen Zins – der die Wirtschaft weder bremst, noch anschiebt, und der mit einer Inflationsrate von 2% vereinbar ist. Zwar ist dies ein etwas nebliges Konzept, da der neutrale Zins nicht beobachtet, sondern nur geschätzt werden kann. Dennoch haben die Notenbanker diesen in ihrem Repertoire, um zumindest ein Gefühl für die Restriktivität der Geldpolitik zu bekommen. Wie der Franzose **Villeroy de Galhau** – in Einklang mit einer Analyse im **EZB-Bulletin** – kürzlich erläuterte, dürften die meisten Notenbanker den nominalen neutralen Zins derzeit bei rund 2% verorten (Chart 3)^[1] –

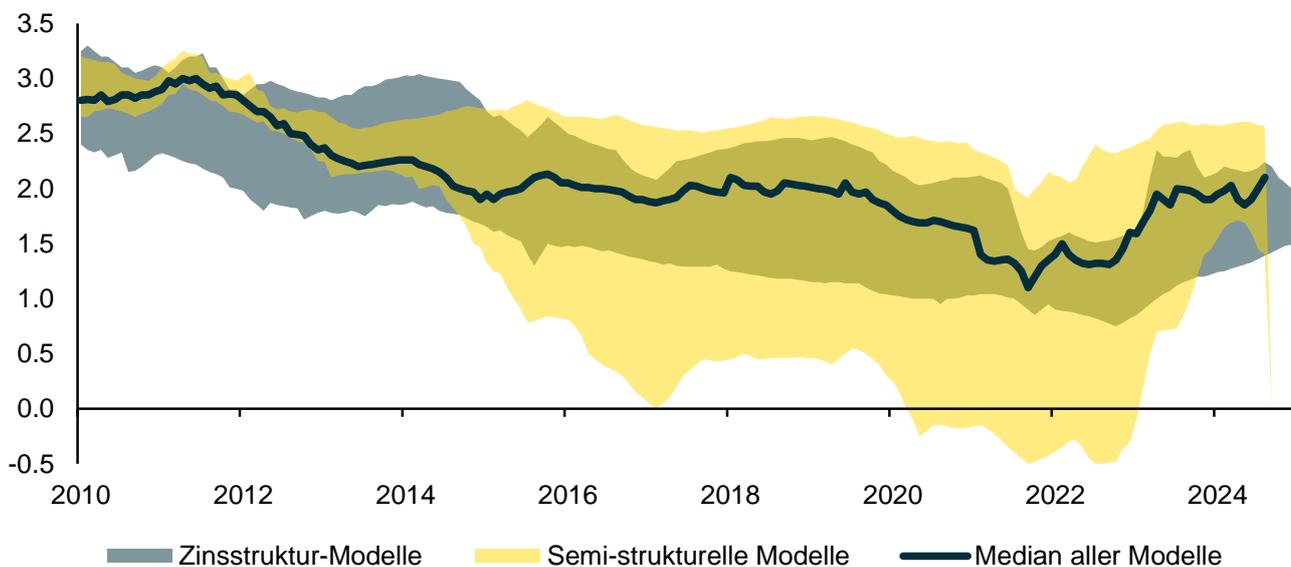


mit Ausnahme der Deutschen Schnabel, die zuletzt in ihrer Rede „R(ising) star?“ sagte, dass der neutrale Zins perspektivisch steigen könnte.

Mit einem neutralen Zins von rund 2% bedeuten in der Argumentation der Tauben im EZB-Rat wenige Zinssenkungen lediglich, die Geldpolitik etwas weniger restriktiv zu gestalten. Es bliebe also Spielraum für weitere Zinssenkungen, ohne dabei in deren Argumentation die Zügel schleifen zu lassen.

Chart 3 - EZB sieht den neutralen Zins bei rund 2%

Schätzungen des nominalen neutralen Zinses basierend auf verschiedenen Modellen, in Prozent



Quelle: EZB, Commerzbank-Research

Zankapfel Euro-Dollar

Eine letzte wichtige Variable, die seit einiger Zeit einige EZB-Ratsmitglieder und Journalisten immer wieder ansprechen, ist der Euro-Dollar-Kurs. Angesichts der voraussichtlich zunehmenden Divergenz zwischen den Leitzinsen der EZB und der Fed häufen sich die Fragen nach den Implikationen des Wechselkurses auf die Geldpolitik der EZB. Dabei wird grundsätzlich in zwei Richtungen argumentiert: Erstens verteuert ein schwacher Euro die Importe – es wird sozusagen Inflation importiert. Das gilt nicht nur für Güter, die Europa aus den USA bezieht, sondern für eine weitaus größere Bandbreite, da ein Großteil des globalen Handels in Dollar fakturiert wird. Allerdings dürfte dieser Effekt recht überschaubar sein, da der Markt bereits das Risiko der auseinanderlaufenden Zinspfade erkannt hat und daher aus unserer Sicht das Potenzial für einen noch schwächeren Euro begrenzt sein dürfte. Zweitens könnte ein „higher for longer“ der Fed – also wenn in den USA die Zinsen längere Zeit auf einem höheren Niveau blieben – sich durch die internationalen Finanzmärkte auch auf den Euroraum übertragen und hierzulande die Finanzierungsbedingungen verschärfen. So könnte der Wechselkurskanal inflationär und der Kanal der langfristigen Zinssätze disinflationär für den Euroraum sein. Letztlich dürfte im EZB-Rat umstritten sein, welcher der beiden Effekte überwiegt.

Markt sollte die Macht der Tauben nicht unterschätzen

Die Finanzmärkte hatten Ende Mai/Anfang Juni eher nur noch eine weitere Zinssenkung bis Ende 2024 eingepreist. Mittlerweile erwarten diese tendenziell wieder zwei Zinsschritte bis Jahresende, wobei hier die zunehmenden Sorgen um Frankreich eine



Rolle spielen dürften. Aber auch unabhängig davon warnen wir davor, die Macht und Argumentationsfähigkeit der Tauben im EZB-Rat zu unterschätzen, und halten an unserer Einschätzung fest, dass die EZB die Zinsen bis Jahresende um zwei weitere Male senken wird und final im März 2025. Der Einlagensatz stünde dann bei 3%. Danach dürfte der Zinssenkungsspielraum allerdings erschöpft sein. Denn dann sollte sich immer mehr zeigen, dass die Inflation doch hartnäckiger ist als gedacht. Unseres Erachtens dürften dann selbst die Tauben nicht mehr für weitere Zinssenkungen argumentieren können.

[1] Im **Economic Bulletin** schätzen die EZB-Experten den *realen* neutralen Zins, auf den wir das Inflationsziel von 2% aufschlagen, um eine Darstellung des *nominalen* neutralen Zinses zu erhalten. ([Zurück zum Text.](#))



Analysten

Dr. Marco Wagner

Senior Economist

+49 69 9353 45623

marco.wagner@commerzbank.com

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 2/7/2024 07:32 CEST fertiggestellt und am 2/7/2024 07:32 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 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: Diese Ausarbeitung wurde von der Commerzbank AG erstellt, einem Unternehmen, das in Deutschland und dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) zum Wertpapierhandel zugelassen ist. Die Commerzbank AG ist kein in den USA registrierter Broker-Händler und unterliegt daher nicht den US-Vorschriften für die Erstellung von Research und den damit verbundenen Vorschriften für Research-Analysten. Dieses Dokument ist nicht zur Weitergabe an Privatkunden bestimmt. Jegliche Verteilung dieser Ausarbeitung an US-Investoren ist für institutionelle Großanleger mit Hauptsitz in USA unter Berufung auf Befreiung von der Registrierung gemäß Rule 15a-6(a)(2) des U.S. Securities Exchange Act von 1934 in der jeweils gültigen Fassung (der „Exchange Act“) bestimmt. Jeder U.S.-Empfänger dieses Research-Berichts, der auf der Grundlage der in diesem Research-Bericht enthaltenen Informationen Transaktionen zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder damit verbundenen Finanzinstrumenten durchführen möchte, darf dies nur über einen bei der Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) registrierten Broker-Händler tun. Commerz Markets LLC (CMLLC) ist ein in den USA registrierter Broker-Händler und eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der Commerzbank AG. Die Commerzbank AG ist ein bei der Commodity Futures Trading Commission (CFTC) registrierter Derivate-Swap-Händler gemäß dem Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. US-Personen und damit verbundene Dodd-Frank-relevante Anleger, die auf der Grundlage der in diesem Research-Bericht enthaltenen Informationen Transaktionen mit nicht auf Wertpapieren basierenden Swaps durchführen möchten, dürfen dies nur über einen bei der CFTC registrierten Swap-Händler tun.

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.

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 O4/1313 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 berechnete Institute bestimmt. Niemand sonst darf sich auf Informationen verlassen, die in diesem Dokument enthalten sind. Die in diesem Dokument enthaltenen Produkte und Dienstleistungen gelten nur für Institute in der VRC, für die die Bereitstellung dieser Produkte und Dienstleistungen nach den Gesetzen und Vorschriften der VRC zulässig ist. Für jede Person, die dieses Dokument erhält, dürfen die Informationen in diesem Dokument weder als Marketing oder Werbung des Geschäfts noch als buchhalterische, rechtliche, regulatorische, steuerliche, finanzielle oder andere Beratung und/oder Anlageberatung an den Empfänger dieses Dokuments angesehen werden und dem Empfänger wird geraten, sich von seinen eigenen professionellen Beratern über die hierin enthaltenen Informationen unabhängig zu beraten und sich bei der Durchführung von betreffenden Transaktionen an die Gesetze und Vorschriften der VRC zu halten.

© Commerzbank AG 2024. Alle Rechte vorbehalten. Version 24.03

Commerzbank Filiale

Frankfurt	London	New York	Singapore
Commerzbank AG	Commerzbank AG	Commerz Markets LLC	Commerzbank AG
DLZ - Gebäude 2, Händlerhaus	PO BOX 52715	225 Liberty Street, 32nd floor,	128 Beach Road
Mainzer Landstraße 153	30 Gresham Street	New York,	#17-01 Guoco Midtown
60327 Frankfurt	London, EC2P 2XY	NY 10281-1050	Singapore 189773
Tel: + 49 69 136 21200	Tel: + 44 207 623 8000	Tel: + 1 212 703 4000	Tel: +65 631 10000