



## Was traut sich die EZB?

Die EZB wird am kommenden Donnerstag ihre Leitzinsen senken. Danach rechnen wir mit quartalsweisen Zinsschritten um je 25 Basispunkte, bis im Frühjahr 2025 ein Einlagensatz von 3% erreicht ist. Die sich aufhellende Konjunktur und eine wegen weiter kräftig steigender Löhne hartnäckig über ihrem Ziel liegende Kerninflationsrate dürften es der EZB schwer machen, die Zinsen weiter zu senken.

| Dr. Marco Wagner

### Juni-Zinssenkung ist gesetzt

Die Zeit sei reif für eine erste Zinssenkung am kommenden Donnerstag, sagen fast alle EZB-Ratsmitglieder – selbst diejenigen aus dem Falken-Lager. Da stört es nicht, dass die Tariflöhne im Euroraum im ersten Quartal wieder etwas kräftiger gestiegen sind (4,7%, nach 4,3% im vierten Quartal 2023). Vielmehr würden die experimentellen Lohnindikatoren der EZB (Wage Tracker) auf einen abnehmenden Lohndruck hindeuten. Die Notenbanker sehen sich in ihren Projektionen einer nachlassenden Inflation bestätigt. Die EZB-Experten dürften am Donnerstag lediglich für 2024 eine etwas höhere Prognose für die Kerninflation veröffentlichen, weil die Daten zu Beginn des Jahres leicht höher als erwartet ausgefallen waren. Aus dem gleichen Grund dürften sie für 2024 etwas mehr Wachstum prognostizieren (Tabelle). Die Projektionen für die Jahre 2025/26 dürften unverändert bleiben.

#### Tabelle 1 - EZB bestätigt mittelfristige Wachstums- und Inflationsprognose

Commerzbank-Einschätzung für Projektionen der EZB-Experten im Juni, in Klammern: EZB-März-Projektion; Wachstums- und Inflationsraten in Prozent

	2024	2025	2026
<b>Wachstum</b>	0,8 (0,6)	1,5 (1,5)	1,6 (1,6)
<b>Inflation</b>	2,3 (2,3)	2,0 (2,0)	1,9 (1,9)
<b>Kernrate</b>	2,7 (2,6)	2,1 (2,1)	2,0 (2,0)

Quelle: EZB, Commerzbank-Research

Vom Umfang her werden die Notenbanker ihre Leitzinsen in der nächsten Woche wohl um 25 Basispunkte senken. Selbst geldpolitische Tauben wie EZB-Vize-Präsident de Guindos erwarten einen "vorsichtigen Ansatz, der für eine Zinssenkung um 25 Basispunkte sprechen würde." Außerdem entspricht dies den Markterwartungen und Experten-Prognosen, und die EZB dürfte wohl kaum mit einer deutlicheren Zinssenkung überraschen wollen.

Eine Orientierung für den folgenden Zinspfad werden die Notenbanker nächste Woche kaum geben. Vielmehr dürfte die EZB wie bisher erklären, dass die Zinsentscheidungen "auch in Zukunft von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung erfolgen [wird], und wir legen uns nicht im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad fest."

### Keine Zinssenkung im Juli ...

Sicherlich besteht zurzeit das Risiko, dass die zahlenmäßig überlegenen Tauben im EZB-Rat die Gunst der Stunde nutzen und im Juli auf eine zweite Zinssenkung drängen. Sollten die Inflationszahlen im Mai und Juni niedrig ausfallen, wäre das nicht ausgeschlossen. Die Tauben könnten argumentieren, dass trotz einer ersten Zinssenkung im Juni die Realzinsen angesichts der im Trend fallenden Inflationsrate kaum zurückgehen und daher die Geldpolitik restriktiv bleibt. Allerdings haben sich mittlerweile einige Ratsmitglieder wie der Este Madis Müller explizit gegen eine schnelle weitere Zinssenkung im Juli ausgesprochen; weitere Ratsmitglieder – selbst aus dem Taubenlager wie der Spanier Pablo Hernández de Cos – sprachen davon, nach dem Juni-Schritt mit Vorsicht vorzugehen. Daher rechnen wir nach wie vor nicht mit einer Zinssenkung im Juli.

### ... vielmehr im September, Dezember und März

Die Kommentare und Interviews der vergangenen Wochen sprechen dafür, dass die Mehrheit der EZB-Ratsmitglieder einen "graduellen" Ansatz präferiert. Folglich dürften die Zinsentscheidungen eher quartalsweise und zu den Sitzungsterminen mit neuen Projektionen getroffen werden. So legten einige Ratsmitglieder wie der Belgier Pierre Wunsch oder der Franzose François Villeroy de Galhau nahe, neben den harten Daten den Projektionen der EZB-Experten wieder mehr Bedeutung beizumessen. Denn wie EZB-Präsidentin Lagarde auf der letzten Pressekonferenz erklärte, dürfte bei der Inflation der Trend zwar weiter nach unten zeigen, sie könnte in den kommenden Monaten aber wegen einiger Sondereffekte vorübergehend wieder zulegen.



Außerdem geht es laut EZB-Chefvolkswirt Philip Lane, den wir dem Lager der Tauben zurechnen, 2024 nicht um eine Normalisierung der Geldpolitik, sondern um das Verringern des Restriktionsgrades. Unseres Erachtens spricht dies für weitere Zinssenkungen im September, Dezember und März 2025 um jeweils 25 Basispunkte, sodass im nächsten Frühjahr ein Einlagensatz von 3% erreicht wäre. Danach dürfte der Leitzins nicht weiter gesenkt werden.

### Landezone für Einlagensatz dürfte bei 3% liegen

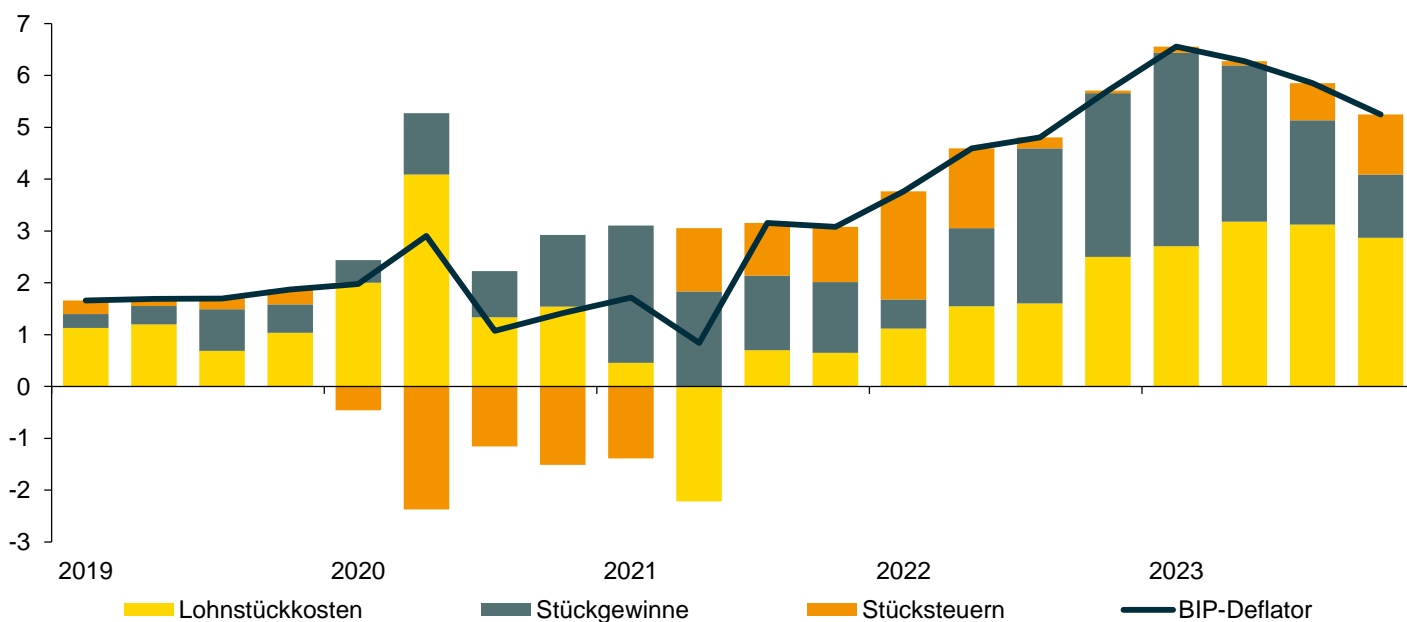
Seit Anfang des Jahres haben sich die Markterwartungen unserer Prognose spürbar angenähert (Titelchart). Während die Terminmärkte im Januar für dieses Jahr sechs Zinssenkungen eingepreist und den Einlagensatz ab Mitte 2025 bei 2% gesehen hatten, erwarten sie für dieses Jahres mittlerweile weniger als drei volle Zinssenkungen und sehen den Einlagensatz Ende 2025 bei rund 2,75%.

Ein Grund für die abnehmenden Zinssenkungserwartungen waren wohl die zuletzt besseren Konjunkturdaten. So ist die Euro-Wirtschaft im ersten Quartal gegenüber dem vierten mit 0,3% unerwartet kräftig gewachsen (EZB & Konsensus: 0,1%). Gleichzeitig hat sich der Einkaufsmanagerindex für die Gesamtwirtschaft spürbar verbessert und lässt damit für die kommenden Monate eine weitere wirtschaftliche Erholung erwarten. Dies spricht aus verschiedenen Gründen gegen eine drastische Senkung der Zinsen in den kommenden Quartalen:

- Erstens schwächt dies das Argument einiger EZB-Ratsmitglieder, mit Zinssenkungen die schwächelnde Euro-Konjunktur anzuschieben. Auch wenn dies nicht das vorrangige Ziel der EZB ist, stellten zuletzt immer mehr Ratsmitglieder dem Nutzen einer straffen Geldpolitik (Begrenzung der Inflation) die aus ihrer Sicht damit verbundenen Kosten (schwaches Wachstum) gegenüber.
- Zweitens könnten sich mit der besseren Konjunktur für die Unternehmen wieder größere Spielräume für Preiserhöhungen ergeben, zumal die Auslastung in vielen Sektoren weiter recht hoch sein dürfte. Dieses Thema wurde gerade im vergangenen Jahr prominent diskutiert, als die Unternehmensgewinne neben den Löhnen einen erheblichen Beitrag zur Inflation leisteten, wobei sich dieser im Verlauf des Jahres 2023 merklich verringert hat (Chart 1).

#### Chart 1 - Ende der Gewinninflation?

Euroraum: Deflator des Bruttoinlandsprodukts, in Prozent gegenüber Vorjahr; Beitrag von Löhnen, Gewinnen und Steuern, in Prozentpunkten



Quelle: Eurostat, Commerzbank-Research

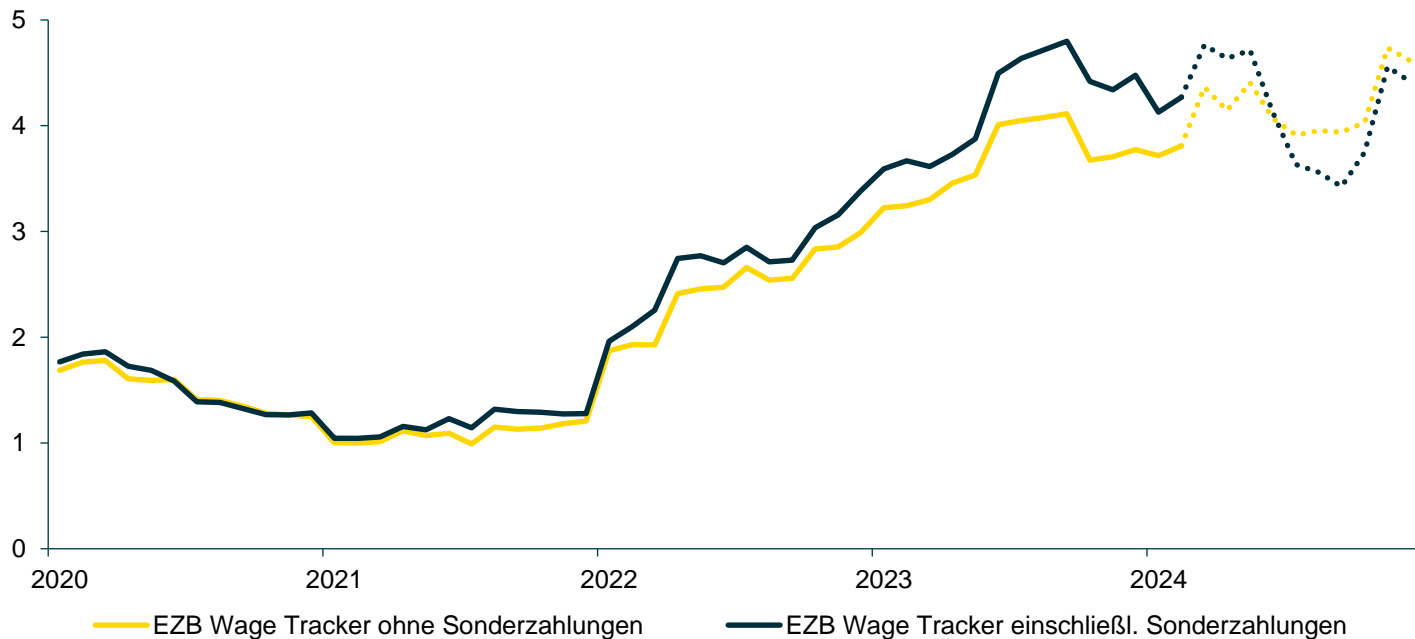
- Drittens dürften die Löhne weiter kräftig steigen. Die experimentellen Statistiken der EZB deuten darauf, dass die Tariflöhne 2024 im Mittel um mehr als 4% zulegen werden (Chart 2). Die tatsächlich gezahlten Löhne dürften sogar noch schneller steigen. Mit weiter kräftigen Lohnerhöhungen rechnet auch die Bundesbank für Deutschland. So bewegten sich die Lohnforderungen der Gewerkschaften derzeit zwischen 7% und 15% bei einer Laufzeit von zwölf Monaten und lägen damit im historischen



Vergleich weiterhin hoch. Wegen der noch verbreiteten Arbeitskräfteknappheiten und der hohen Streikbereitschaft dürften die Gewerkschaften einen beträchtlichen Teil der Forderungen durchsetzen, was die Lohn- und damit insbesondere die Dienstleistungsinflation treiben dürfte. Auch wenn Deutschland nicht für den gesamten Euroraum steht, zeigen die Entwicklungen im größten Euro-Land doch klar die Aufwärtsrisiken für die Euroraum-Inflation.

### Chart 2 - Tariflöhne steigen weiter kräftig

Experimentelle EZB Wage Tracker basierend auf Tarifverträgen aus sieben Euro-Ländern; gestrichelte Linien: Vorausschauende Variante basierend auf Tarifverträgen, die diesen Zeitraum abdecken, in Prozent gegenüber Vorjahr



Quelle: EZB, Commerzbank-Research

### Märkte: Eine Last für den Euro

Da der Markt für die EZB-Sitzung die zu erwartende Zinssenkung um 25 Basispunkte bereits voll eingepreist hat, dürfte diese für den Euro-Dollar-Wechselkurs weitgehend irrelevant sein. Wichtiger als eine solch geringe Änderung des Zinsniveaus ist der sich abzeichnende Zinspfad und damit die Frage, inwieweit die EZB als eine Zentralbank erscheint, die Inflationsrisiken gering hält. Jedenfalls trauen wir der Fed bei der Inflationsbekämpfung mehr zu als der EZB, was sich spiegelbildlich in weniger Zinssenkungen und einem mittelfristig höheren Zinsniveau in den USA äußert. Wir sehen EUR-USD am Jahresende bei 1,04.



## 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 9353 45622

Dr. Christoph Balz (USA, Fed)  
 +49 69 9353 45592

Dr Vincent Stamer (Euroraum, Welthandel)  
 +49 69 935345800

Dr. Marco Wagner (EZB, Deutschland, Italien)  
 +49 69 9353 45623

Bernd Weidensteiner (USA, Fed)  
 +49 69 9353 45625

Christoph Weil (Euroraum, Frankreich,  
 Schweiz)  
 +49 69 9353 45589

Tung On Tommy Wu (China)  
 +65 6311 0166

### Zins und Credit Research

Christoph Rieger (Leiter)  
 +49 69 9353 45600

Michael Leister (Leiter Zinsen)  
 +49 69 9353 45610

Rainer Guntermann  
 +49 69 9353 45629

Hauke Siemßen  
 +49 69 9353 45619

Ted Packmohr  
 (Leiter Cov. Bonds und Financials)  
 +49 69 9353 45635

Marco Stöckle  
 (Leiter Credit)  
 +49 69 9353 45620

### FX & Commodites Research

Ulrich Leuchtmann (Leiter)  
 +49 69 9353 45700

Antje Praefcke (FX)  
 +49 69 9353 45615

Tatha Ghose (FX)  
 +44 20 7475 8399

Charlie Lay (FX)  
 +65 63 110111

Michael Pfister (FX)  
 +49 69 9353 45614

Thu-Lan Nguyen (FX, Rohstoffe)  
 +49 69 9353 45617

Carsten Fritsch (Rohstoffe)  
 +49 69 9353 45647

Barbara Lambrecht (Rohstoffe)  
 +49 69 9353 45611

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 (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)

**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 9353 45622  
ralph.solveen@commerzbank.com

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 31/5/2024 07:09 CEST fertiggestellt und am 31/5/2024 07:09 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-Swaphändler 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