

Woche im Fokus

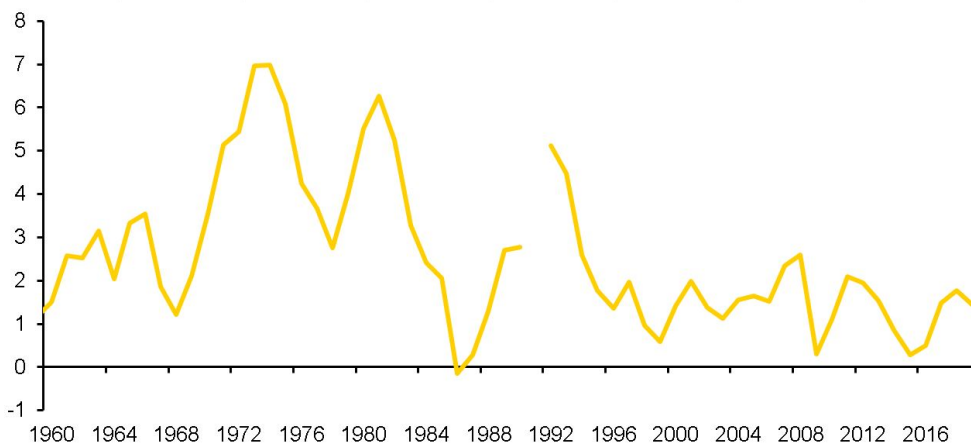
03. April 2020

Corona – Deflation oder Inflation?

Wegen Corona befürchten manche eine Deflation, andere eine hohe Inflation. Wir analysieren die verschiedenen Argumente und zeigen, was die Epidemie am Ende für den Preisauftrieb bedeuten könnte. **Seite 2**

Coronavirus – Absturz in die Deflation oder Rückkehr zu höheren Inflationsraten?

Verbraucherpreise in Deutschland, Jahreswerte, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent; bis 1990 Westdeutschland



Quelle: Global Insight, Commerzbank Research

Ölpreise im freien Fall: Die Ölpreise sind wegen eines beispiellosen Einbruchs der Ölnachfrage auf ein 18-Jahrestief gefallen. Wir reduzieren unsere Jahresendprognose für Brent auf 40 USD je Barrel. **Seite 5**

Ausblick auf die Woche vom 6. bis 10. April 2020

Konjunkturdaten: Die deutschen Auftragseingänge für Februar sollten bereits Bremsspuren der Corona-Krise zeigen. In den USA verlieren wohl weiterhin jede Woche mehrere Millionen Menschen ihren Arbeitsplatz. **Seite 8**

Anleihenmärkte: Die Unsicherheit über die weitere wirtschaftliche Entwicklung sollte die Kurse von Bundesanleihen weiterhin stützen; für eine Entwarnung bei Unternehmensanleihen ist es immer noch zu früh. **Seite 11**

Devisenmärkte: Ängste vor einer Schuldenkrise dürften zunehmend auf einigen Emerging-Markets-Währungen lasten. **Seite 12**

Aktienmärkte: Der Coronavirus beeinträchtigt auch immer mehr die Dividendensaison der mittleren bis kleinen Unternehmen im MDAX und SDAX. **Seite 13**

Rohstoffmärkte: Mögliche Produktionskürzungen dürften den Ölpreis zwar nach oben schieben, aber der Nachfrageeinbruch setzt einer Erholungsrally Grenzen. **Seite 14**

Chefvolkswirt:

Dr. Jörg Krämer

+49 69 136 23650

joerg.kraemer@commerzbank.com

Editor:

Dr. Ralph Solveen

+49 69 136 22322

ralph.solveen@commerzbank.com

Corona – Deflation oder Inflation?

Dr. Jörg Krämer

Tel: +49 69 136 23650

Dr. Ralph Solveen

Tel: +49 69 136 22322

Anders als die Weltwirtschaftskrise der 30er Jahre oder die Finanzkrise lässt die Corona-Krise das Angebot an Gütern und Dienstleistungen schneller sinken als die Nachfrage, die von staatlichen Hilfen gestützt wird. Dieser Nachfrageüberhang spricht grundsätzlich für mehr Inflation, wobei dieser Effekt bis auf weiteres durch krisenbedingt niedrigere Lohnabschlüsse und den gefallenen Ölpreis weitgehend kompensiert wird. Allenfalls auf längere Sicht könnte die Inflation etwas steigen, weil die Epidemie die De-Globalisierung beschleunigt.

This time is really different!

Die Wirtschaftsleistung in Deutschland und anderen Euro-Ländern dürfte in der ersten Hälfte dieses Jahres in einem Ausmaß einbrechen, wie es in Friedenszeiten allenfalls während der Weltwirtschaftskrise 1929/30 und der Finanzkrise 2008/09 zu beobachten war. Im Zuge dieser beiden Krisen sind die Verbraucherpreise entweder deutlich gefallen (Deflation) oder lange kaum gestiegen (niedrige Inflation). Darum glauben viele, dass auch die Corona-Krise einen deflatorischen Effekt haben wird, also die ohnehin niedrige Inflation im Euroraum weiter abbremsen wird.

Dabei wird aber häufig übersehen, dass sich die aktuelle Krise in einem wichtigen Punkt von den anderen beiden unterscheidet: Während damals zuerst die Nachfrage einbrach, was dann zu einem merklichen Rückgang der Produktion führte, dominiert dieses Mal ein staatlich angeordneter Rückgang des Angebots. Während es also damals zunächst zu einem beträchtlichen Überangebot kam, das auf die Preise drückte, fällt dieses Mal das Angebot – sprich die gesamtwirtschaftliche Produktion – schneller und stärker als die Nachfrage. Dies gilt umso mehr, als in vielen Ländern der Staat mit Hilfsprogrammen zumindest teilweise die Einkommensverluste ausgleicht, die mit dem Produktionsrückgang und einer deshalb geringeren Beschäftigung einhergehen. Hinzu kommen in vielen Ländern Staatsbürgschaften für Unternehmenskredite. Der dadurch ausgelöste deutliche Anstieg der Kredite stützt ebenfalls die Nachfrage.

Im Endeffekt entsteht dadurch eine Überschussnachfrage, die für sich genommen für höhere Preise spricht. Allerdings dürfte dieser Effekt bis auf weiteres durch andere Faktoren überlagert werden.

Kurzfristig dominiert billiges Öl, ...

So wird der jüngste Einbruch des Ölpreises die Teuerungsrate wohl so stark drücken, dass alle anderen Effekte in den Hintergrund treten werden. Wir gehen davon aus, dass die Inflation schon im April sowohl in Deutschland als auch im Euroraum nahe der Nulllinie liegen wird.

Zudem wird der durch die staatlichen Maßnahmen erzeugte gesamtwirtschaftliche "Einkommensüberhang" vorerst kaum Wirkung entfalten, weil viele Haushalte während der Krise zögerlich konsumieren werden. Außerdem werden viele der im Verbraucherpreisindex berücksichtigten Güter derzeit gar nicht angeboten. Und in noch geöffneten Sektoren wie dem Lebensmitteleinzelhandel dürften die meisten Anbieter die stärkere Nachfrage kaum für Preiserhöhungen nutzen, da sie dies in den Geruch von "Krisengewinnlern" bringen und ihrer Reputation schaden würde. Sie dürften allenfalls auf Rabattaktionen verzichten

... und nach der Krise neutralisiert ein geringerer Lohnanstieg den Nachfrageüberhang

Nach einem Abebben der Epidemie und dem Wiederanspringen der Produktion dürfte sich die im ersten Halbjahr zurückgestaute Nachfrage (der entstandene Einkommensüberhang) entladen, zumal die Unsicherheit abnehmen dürfte. In manchen Wirtschaftszweigen wird dies durch eine zusätzliche Produktion aufgefangen werden. Insbesondere in vielen Dienstleistungsbereichen wie dem Tourismus dürfte dies aber kaum möglich sein. Hier werden die Preise steigen. Auch ein möglicher Wiederanstieg der Ölpreise spricht für mehr Inflation.

Aber diese Effekte dürften weitgehend dadurch neutralisiert werden, dass die sich abzeichnende massive Verschlechterung der Lage am Arbeitsmarkt die Verhandlungsmacht der Gewerkschaften senkt. Das wird den zuletzt schon etwas verhaltenen Lohnanstieg weiter bremsen und damit den Kostendruck der Unternehmen verringern. Das in der deutschen

Metallindustrie vor kurzem zwischen Arbeitgebern und IG Metall vereinbarte faktische Lohnmoratorium bis zum Jahresende gibt hier einen Vorgeschmack.

Die lange Sicht: De-Globalisierung und Geldflut

Auf die Sicht von mehreren Jahren könnte die Corona-Epidemie die Inflation allerdings erhöhen. So erfahren viele Unternehmen zur Zeit, wie anfällig globale Produktionsketten sind. Sie dürften ihre Produktion in den kommenden Jahren regionaler ausrichten. Das wird die Produktionskosten tendenziell erhöhen und spricht für eine höhere Inflation. Ein weiteres Argument für mehr Inflation ist der krisenbedingt hohe Kreditbedarf der Unternehmen, der die Geldmenge schneller steigen lässt.

Geldflut spricht nur vorübergehend für etwas mehr Inflation

In der Finanzkrise nach der Lehman-Pleite haben die Zentralbanken vor allem die Banken mit Liquidität geflutet, das Geld war im Finanzsektor eingekapselt. Das Geld in den Händen der Bürger und Unternehmen, die Geldmenge M3, stieg dagegen kaum an, weshalb auch die Inflation nicht ansprang.

In der Corona-Krise ist das anders. Denn jetzt stehen nicht die Banken, sondern die Realwirtschaft im Fokus. Die nicht-finanziellen Unternehmen müssen das staatlich verordnete Herunterfahren des sozialen Lebens überstehen. Dafür brauchen sie mehr Kredite. Der Gegenwert der Kredite wird den Bankkunden auf ihren Konten gutgeschrieben. Anders als in der Finanzkrise dürfte die Geldmenge M3 diesmal deutlich steigen; das spricht grundsätzlich für mehr Inflation.

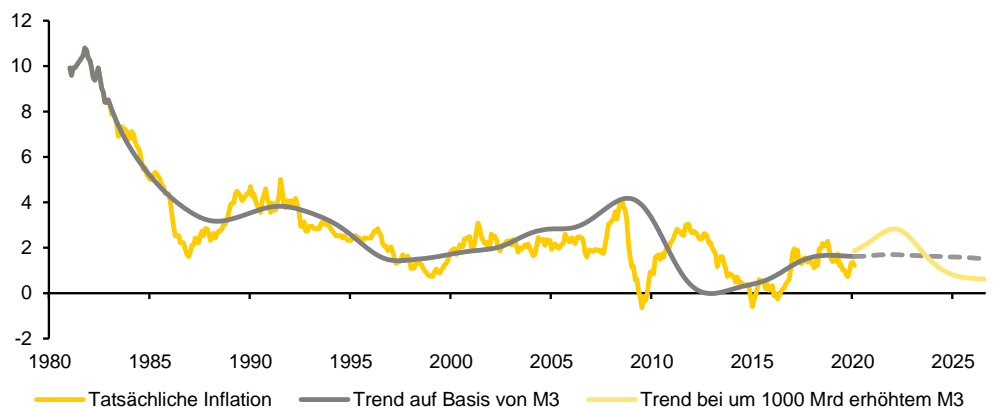
Damit die Banken den Unternehmen mehr Kredite gewähren können, haben die Bankenaufseher Kapitalpuffer in Höhe von 120 Mrd Euro freigegeben. Nach Angaben der EZB-Bankenaufsicht versetzt das die Banken in die Lage, zusätzliche Kredite in Höhe von bis zu 1800 Mrd Euro zu vergeben. Wir haben für unser Modell, das den Inflationstrend im Euroraum mit Hilfe der Geldmenge M3 abschätzt, unterstellt, dass die Geldmenge M3 bis zur Jahresmitte um insgesamt 1000 Mrd Euro ansteigt. Das ist signifikant und könnte die Inflation laut Modell wegen der üblicherweise langen Wirkungsverzögerungen in den kommenden zwei bis drei Jahren tendenziell auf bis zu 3% steigen lassen (Grafik)

Tatsächlich dürfte der Anstieg merklich niedriger ausfallen, weil krisenbedingt niedrigere Lohnabschlüsse die Zunahme der Dienstleistungspreise dämpfen werden.

Außerdem dürfte die Inflation nur vorübergehend steigen, da die Unternehmen die Hilfskredite nach dem Abflauen der Epidemie schrittweise zurückzahlen werden. Wir haben für unsere Modellrechnung unterstellt, dass die Geldmenge bis Ende 2024 wieder auf den alten, vor der Epidemie beobachtbaren Pfad zurückkehrt. Damit lässt das Geldmengenwachstum wieder nach und entsprechend bildet sich der monetäre Inflationsdruck wieder zurück.

Euroraum: Treibt Geldflut Inflation Richtung 3%?

Inflationsrate Euroraum, tatsächliche Entwicklung und auf Basis der Geldmenge M3 geschätzter Trend; ab April 2020 Simulation des Trends bei unveränderter Zuwachsrate von M3 und bei einmaliger Erhöhung von M3 um 1000 Mrd Euro



Quelle: EZB, Commerzbank Research

De-Globalisierung spricht für mehr Inflation

Ein zweites häufig zu hörendes Argument für eine langfristig höhere Inflation ist die De-Globalisierung. So machen viele Unternehmen gerade die Erfahrung, dass globale Wertschöpfungsketten reißen und die Produktion in den Heimatstandorten mangels Lieferungen aus dem Ausland zum Stillstand bringen. Als Reaktion dürften viele Unternehmen einen Teil der Produktion in den eigenen Wirtschaftsraum zurückverlagern. Europäische Unternehmen werden also weniger aus Asien beziehen und dafür enger mit anderen Unternehmen in Europa zusammenarbeiten. Tendenziell sollte das die Produktion verteuern. Aber viele Fragen bleiben offen:

- Erstens lässt sich das Ausmaß dieses Effekts kaum quantifizieren. So hat die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in mehreren [Studien](#) gezeigt, dass der Einfluss heimischer Kostentreiber, die meist für eine höhere Inflation sprechen, mit dem Aufkommen globaler Wertschöpfungsketten zurückgegangen ist. Umgekehrt legt das für die De-Globalisierung eine höhere Inflation nahe. Aber die Studien haben nicht zeigen können, in welchem Ausmaß die Globalisierung die Inflation gedrückt hat; damit ist auch der inflationäre Effekt der De-Globalisierung unklar.
- Zweitens sind die Lohnkosten in China in den zurückliegenden zehn Jahren um durchschnittlich um 11% stark gestiegen, die Mindestlöhne haben sogar noch schneller zugelegt. China ist in den zurückliegenden Jahren also immer weniger ein Exporteur von niedriger Inflation geworden. Das senkt die inflationstreibende Wirkung der De-Globalisierung.
- Drittens lässt sich kaum einschätzen, mit welcher zeitlichen Verzögerung sich die Globalisierung und die De-Globalisierung auf die Inflation auswirken. So stockt die Globalisierung gemessen am Anteil des Welthandels am Welt-Bruttoinlandsprodukt bereits seit zehn Jahren, ohne dass die Inflation in den westlichen Ländern bisher gestiegen wäre. Stattdessen haben die Maße für den unterliegenden Inflationsdruck eher nach unten überrascht.

Alles in allem ist zwar die Vermutung plausibel, dass die De-Globalisierung für eine höhere Inflation spricht. Aber das Ausmaß und der Zeitpunkt dieses Effekts sind sehr unsicher, so dass man ihn bei mittelfristigen Inflationsprognosen kaum quantifizieren kann.

Fazit: Höhere Inflationsrisiken nur auf die lange Sicht

Corona lässt die Inflation in den kommenden Monaten fallen, weil der Einbruch des Ölpreises alle anderen Faktoren dominiert. Ebbt das Virus ab und erholt sich die Wirtschaft ab der Jahresmitte, wird sich die im ersten Halbjahr zurückgestaute Nachfrage entladen. Aber das dürfte weitgehend dadurch kompensiert werden, dass die gestiegene Arbeitslosigkeit die Verhandlungsmacht der Gewerkschaften schwächt und den Anstieg der Dienstleistungspreise senkt. In der langen Sicht allerdings überwiegen durch Corona die Inflationsrisiken, wobei sich kaum quantifizieren lässt, wie die De-Globalisierung die Inflation erhöht. Die EZB dürfte noch lange an ihrer lockeren Geldpolitik festhalten.

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 3/4/2020 07:47 CEST fertiggestellt und am 3/4/2020 07:47 CEST verbreitet wurde.

Für die Erstellung dieser Ausarbeitung sind die Abteilung Research im Bereich Firmenkunden 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>*

*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 akkuratere 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 von der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt nur in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority. Einzelheiten über den Umfang der Genehmigung und der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority erhalten Sie auf Anfrage. 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. Commerzbank AG, Filiale London bietet nicht Handel, Beratung oder andere Anlagendienstleistungen für „Retail Clients“ an.

USA: Die Commerz Markets LLC („Commerz Markets“) hat die Verantwortung für die Verteilung dieses Dokuments in den USA unter Einhaltung der gültigen Bestimmungen übernommen. Wertpapiertransaktionen durch US-Bürger müssen über die Commerz Markets, Swaptransaktionen über die Commerzbank AG abgewickelt werden. Nach geltendem US-amerikanischen Recht können Informationen, die Commerz Markets-Kunden betreffen, an andere Unternehmen innerhalb

des Commerzbank-Konzerns weitergegeben werden. Sofern dieses Dokument zur Verteilung in den USA freigegeben wurde, ist es ausschließlich nur an "US Institutional Investors" und "Major Institutional Investors" gerichtet, wie in Rule 15a-6 unter dem Securities Exchange Act von 1934 beschrieben. Commerz Markets ist Mitglied der FINRA und SIPC. Derivatetransaktionen mit US-Personen sind nach den Bestimmungen des Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act durchzuführen.

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 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 Neuauflage für die Verbreitung im Europäischen Wirtschaftsraum durch die Commerzbank AG, Filiale London.

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 erörterten Informationen den unabhängigen Rat ihrer eigenen professionellen Berater einzuholen.

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

Japan: Diese Informationen und ihre Verteilung stellen keine „Aufforderung“ gemäß dem Financial Instrument Exchange Act (FIEA) 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. Nicht alle Finanz- oder anderen Instrumente, auf die in diesen Informationen Bezug genommen wird, sind in Japan verfügbar. 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 2020. Alle Rechte vorbehalten. Version 9.27

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