



## Inflation – die schwierige letzte Meile

Die nächste Woche anstehenden Inflationsdaten für den Euroraum werden zeigen, dass sich der rasante Rückgang der Inflation fortsetzt. Aber die letzte Meile im Kampf gegen die Inflation wird viel schwieriger werden. Wir nutzen Kriterien von EZB-Direktoriumsmitglied Isabel Schnabel und zeigen, warum sich die Inflation am Ende nicht bei den angestrebten 2% einpendeln dürfte.

| Dr. Jörg Krämer

### Warum die ersten Meilen so einfach sind

Im Herbst vergangenen Jahres hatte die Inflation im Euroraum bei 10,6% einen Höchststand erreicht. Seitdem ist sie so rasant gefallen, wie sie zuvor gestiegen war. Im Oktober lag sie nur noch bei 2,9%; nächste Woche dürfte das EU-Statistikamt für November einen weiteren Rückgang auf schätzungsweise 2,7% veröffentlichen. Würde die Inflation weiter mit solch einem Tempo sinken, hätte die EZB ihr Inflationsziel bald erreicht.

Aber die ersten Meilen im Kampf gegen die Inflation waren einfach, weil sie vor allem durch Basiseffekte verursacht wurden: Da die Energiepreise nicht dauerhaft so schnell steigen können wie nach dem Beginn von Russlands Angriffskrieg auf die Ukraine, sinkt der im Vorjahresvergleich gemessene Anstieg der Energiepreise. Fast Dreiviertel des Rückgangs der Inflationsrate seit dem Herbst 2022 geht auf diesen Basiseffekt zurück (**Titelchart**). Der Rest liegt daran, dass der Preisanstieg bei Lebensmitteln und bei industriell hergestellten Waren abgeebbt ist, die sich wegen der Materialengpässe massiv verteuert hatten.

Auch nach den Energiepreisschocks der 70er Jahre ist die Inflation in vielen Ländern so rasch gefallen wie zuletzt. Aber laut einer **Studie des Internationalen Währungsfonds** war das Inflationsproblem in 42 der 100 analysierten Fälle trotzdem nicht gelöst. Vielmehr pendelte sich die Inflation bei Raten ein, die mindestens 1 Prozentpunkt höher waren als vor den jeweiligen Inflationschocks, oder sie stiegen sogar wieder an. In 90% dieser ungelösten Inflations-Episoden waren die Teuerungsraten in den ersten drei Jahren nach den Inflationschocks ähnlich stark gefallen wie zuletzt, was Anlass für "vorzeitige Feierlichkeiten" bot.

### Schnabels Kriterien für eine erfolgreiche Inflationsbekämpfung

Der rasche Rückgang der Inflation aufgrund bloßer Basiseffekte ist einfach und sagt wenig darüber aus, ob sich die Inflation am Ende bei 2% einpendelt. Entscheidend für einen Erfolg auf den letzten Meilen des Kampfes gegen die Inflation sind laut einer **Rede** von EZB-Direktoriumsmitglied Isabel Schnabel zwei Punkte:

- Erstens muss die Zentralbank die Geldpolitik nach dem Inflationschock ausreichend straffen, damit die langfristigen Inflationserwartungen der Unternehmen und Verbraucher bei 2% verankert bleiben.
- Zweitens sollte die Zentralbank im weiteren Verlauf die Konjunktur durch höhere Zinsen so weit dämpfen, dass Gewerkschaften weniger Lohnerhöhungen durchsetzen und die Unternehmen Abstriche bei ihren Gewinnmargen hinnehmen müssen.

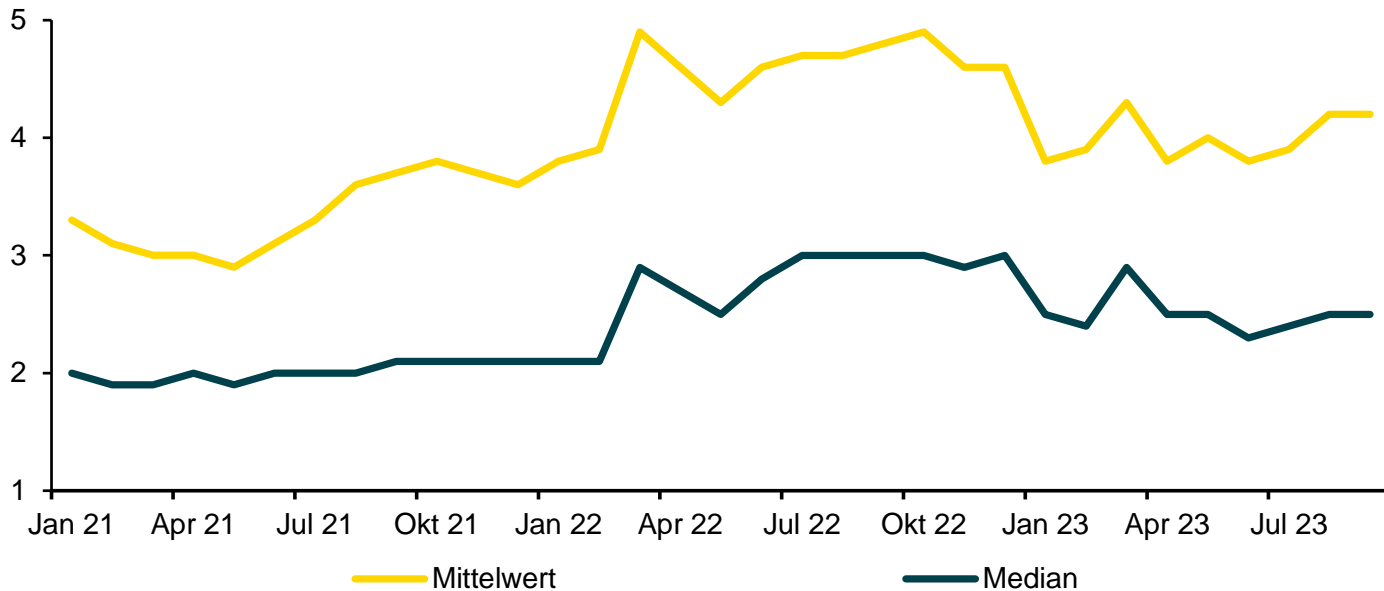
### Fragezeichen bereits bei Inflationserwartungen

Beim ersten Punkt, den Inflationserwartungen, sind bereits Fragezeichen angebracht. So sind die Inflationserwartungen der Konsumenten für in jeweils drei Jahren seit 2022 laut einer Umfrage der EZB (Median) auf über 2% gestiegen (**Chart 1**). Eine ähnliche Umfrage der Bundesbank zeigt für Deutschland eine noch ausgeprägtere Entankerung der Inflationserwartungen. Deutlich gestiegen sind auch die marktbasieren Inflationserwartungen, wobei diese auch durch Veränderungen von Inflationsrisikoprämien beeinflusst sein können. Alles in allem zeigt der Anstieg der Inflationserwartungen, dass die EZB auf den letzten Meilen mit Gegenwind zu kämpfen hat.



**Chart 1 - Hartnäckig erhöhte Inflationserwartungen**

Erwartung der Verbraucher hinsichtlich der Inflation in drei Jahren laut Consumer Expectations Survey (CES), in Prozent



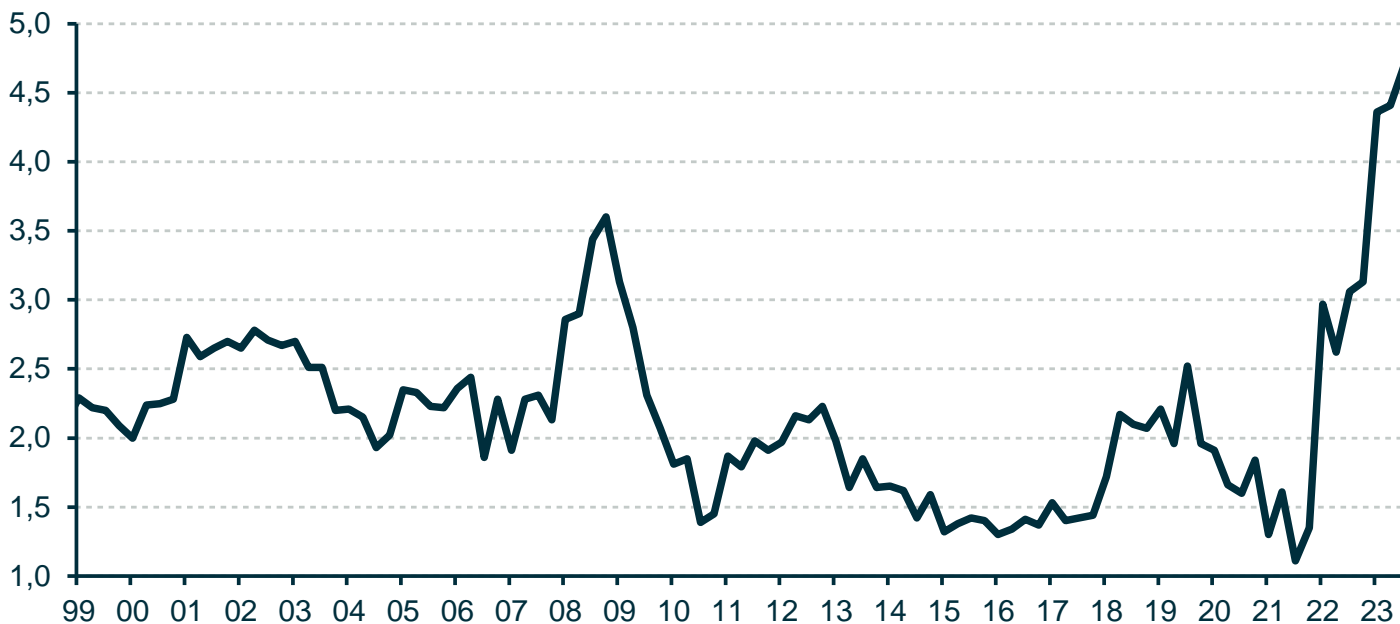
Quelle: EZB, Commerzbank-Research

**Ausgangslage bei Löhnen und Gewinne ist schwierig**

Belastet ist die Ausgangslage auch beim Bestreben der EZB, die Konjunktur so zu dämpfen, dass der inflationstreibende Einfluss der Gewerkschaften und Unternehmen ausreichend eingehegt wird. So hat sich der Anstieg der Tariflöhne im Euroraum zuletzt auf 4,7% beschleunigt (**Chart 2**). Laut der EZB sehen die zuletzt geschlossenen neuen Tarifverträge sogar einen Anstieg von 6% vor. Um mittelfristig mit einer Inflation von 2% kompatibel zu sein, dürfen die Lohnstückkosten aber nur in diesem Rahmen zulegen, was bei einem Produktivitätswachstum von nicht einmal 1% Lohnsteigerungen von lediglich knapp 3% erlaubt.

**Chart 2 - Stärkster Lohnanstieg seit Beginn der Währungsunion**

EZB-Tariflohnindikator, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent



Quelle: EZB, Commerzbank-Research



Aber die Gewerkschaften werden ihre Lohnforderungen nicht einfach parallel zur wieder gesunkenen Inflation herunterschrauben. Denn die Verbraucherpreise sind im Euroraum seit Ende 2020 um 18% gestiegen, während die Pro-Kopf-Löhne nur um schätzungsweise 13% zulegen. Der resultierende Einbruch der Reallöhne um 5% ist historisch ohne Beispiel, sodass die Gewerkschaften noch lange relativ hohe Lohnabschlüsse fordern und zum guten Teil auch durchsetzen werden. Das wiederum erhöht die Arbeitskosten der Unternehmen, die ihre Preise noch lange um mehr als 2% anheben dürften – wenn es die Konjunktur zulässt.

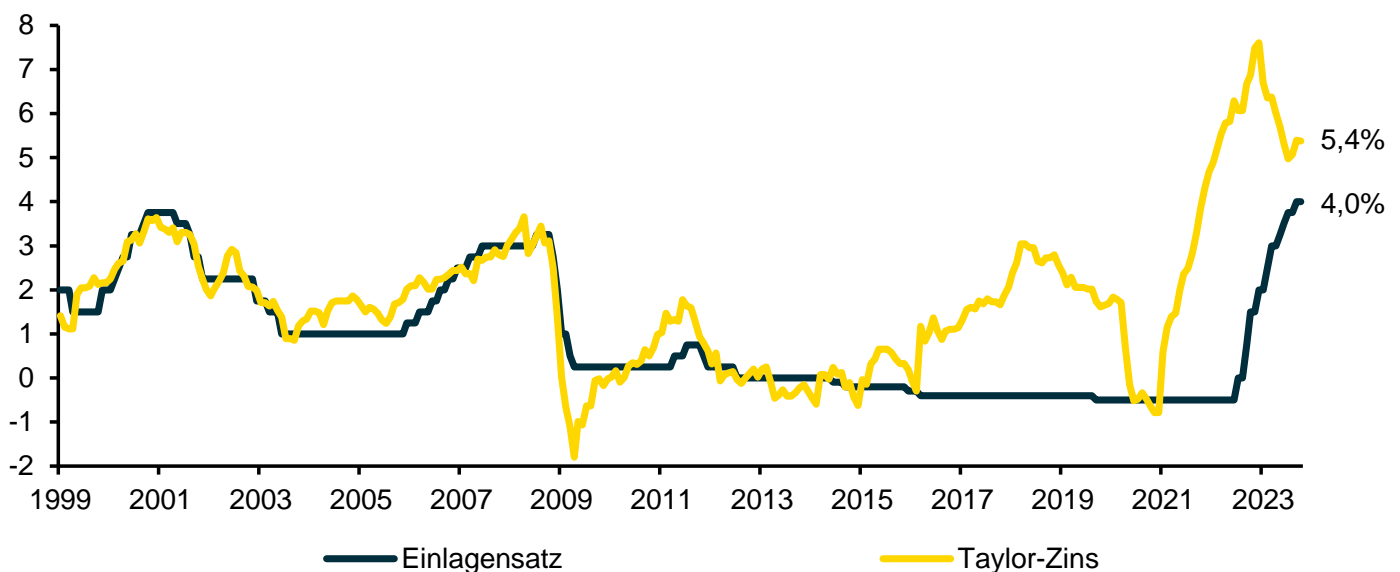
## Ist der EZB-Leitzins wirklich hoch genug?

Um dieses Lohn-Preis-Pingpong zu beenden, sollte die Zentralbank die Konjunktur durch hohe Zinsen so weit abkühlen, dass die Gewerkschaften nicht mehr zu hohe Lohnsteigerungen und die Unternehmen nicht mehr zu hohe Gewinne durchsetzen können.

Aber es sind Zweifel angebracht, ob die EZB-Geldpolitik bereits ausreichend restriktiv ist. Das zeigt unsere Taylor-Regel, die ausgehend von einem neutralen Zins von schätzungsweise 3% Aufschläge vornimmt, wenn die Prognosen für die Inflation über 2% liegen oder die prognostizierte Auslastung der Euroraum-Wirtschaft höher als im langjährigen Durchschnitt ist. Laut dieser Regel wäre ein Einlagensatz von gut 5% angemessen, während der Satz tatsächlich nur bei 4% liegt (**Chart 3**). Unsere Taylor-Regel signalisiert also eine noch nicht ausreichend restriktive Geldpolitik. Insofern ist es fraglich, ob die EZB die Wirtschaft stark genug abkühlt, um den Inflationsbeitrag der Löhne und Gewinne auf 2% zu begrenzen.

### Chart 3 - Taylor-Regel legt Leitzins von mehr als 5% nahe

EZB-Einlagensatz und Taylor-Zins-Schätzung auf Basis von Prognosen für das Wachstum und die Teuerung im Euroraum, in Prozent



Quelle: EZB, Consensus Economics, Commerzbank-Research

## Inflation dürfte sich bei 3% und nicht bei 2% einpendeln

Die Inflation dürfte im November noch einmal fallen – auf schätzungsweise 2,7%. Sieht man von den üblichen Schwankungen ab, dürfte der Rückgang damit weitgehend durch sein. Dagegen wird die Kerninflation (ohne Energie, Nahrungs- und Genussmittel) von zuletzt 4,2% wohl noch bis zum Frühjahr fallen, weil sich der Preisauftrieb bei Waren (ohne Energie) vor allem wegen des Abebbens der Materialengpässe weiter verlangsamen wird. Aber wegen der zu stark steigenden Löhne dürfte sich die Kerninflation bei 3% und nicht bei 2% einpendeln, woran sich auch in den Jahren danach wenig ändern dürfte.

## Folgen für Finanzmärkte

Unsere Prognose bedeutet, dass der Kampf gegen die Inflation auf den letzten Meilen scheitert. Aber so schnell dürften sich die Anleger dieser Meinung nicht anschließen. Denn wir erwarten sowohl für den Euroraum (Winterhalbjahr) als auch für die USA (Sommerhalbjahr 2024) eine milde Rezession. Das dürfte die Hoffnung schüren, dass sich die Inflation am Ende doch bei den angestrebten 2% einpendelt. Das gilt insbesondere für die USA, deren Notenbank entschiedener gehandelt hat als die EZB. Deshalb erwarten wir, dass die Fed ihre Zinsen in der zweiten Hälfte von 2024 um insgesamt 100 Basispunkte senken wird. Das ist der Hauptgrund, warum wir für 2024 fallende US-Anleiherenditen sehen (Jahresend-Prognose 10-jährige US-Staatsanleihen: 3,6%). Auch



für Bundesanleihen sehen wir einen gewissen Renditerückgang, zumal die EZB ihren Einlagensatz Ende 2024 um 25 Basispunkte senken dürfte. Wenn aber die Rezession in den USA endgültig durch ist und die Inflationsraten weiter eher bei 3% als bei 2% liegen, dürften die Anleger irgendwann enttäuscht sein, und die Anleiherenditen wieder steigen. Dazu könnte es 2025 kommen.



## Research-Kontakte (E-Mail: vorname.nachname@commerzbank.com)

**Dr. Jörg Krämer**  
**Chefvolkswirt**  
**+49 69 136 23650**

### Economic Research

Dr. Jörg Krämer (Leiter)  
 +49 69 136 23650

Dr. Ralph Solveen (stv. Leiter, Deutschland)  
 +49 69 136 22322

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

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

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

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

Tung On Tommy Wu (China)  
 +65 6311 0166

### Zins und Credit Research

Christoph Rieger (Leiter)  
 +49 69 136 87664

Michael Leister (Leiter Zinsen)  
 +49 69 136 21264

Rainer Guntermann  
 +49 69 136 87506

Hauke Siemßen  
 +49 69 136 49496

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

Marco Stöckle  
 (Leiter Credit)  
 +49 69 136 82114

### FX & Commodites Research

Ulrich Leuchtmann (Leiter)  
 +49 69 136 23393

Antje Praefcke (FX)  
 +49 69 136 43834

Elisabeth Andreae (FX)  
 +49 69 136 24052

Tatha Ghose (FX)  
 +44 20 7475 8399

Charlie Lay (FX)  
 +65 63 110111

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

Esther Reichelt (FX)  
 +49 69 136 41505

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

Carsten Fritsch (Rohstoffe)  
 +49 69 136 21006

Barbara Lambrecht (Rohstoffe)  
 +49 69 136 22295

Tung On Tommy Wu (China)  
 +65 63110166

---

### Weitere Publikationen (in Auszügen)

**Economic Research:** Economic Briefing (zeitnahe Kommentierung wichtiger Indikatoren und Ereignisse)  
 Economic Insight (Umfassende Analyse ausgewählter Themen)  
 Konjunktur und Finanzmärkte (Chart-Buch, das monatlich unser weltwirtschaftliches Bild darstellt)

**Commodity Research:** Rohstoffe Aktuell (Kommentar und Nachrichten zu Rohstoffmärkten, zweimal pro Woche)  
 Rohstoffe kompakt (umfassende Analyse und Prognosen zu Rohstoffmärkten)

**Zins und Credit Research:** Ahead of the Curve (Flaggschiffpublikation mit Analysen und Strategien für die globalen Rentenmärkte)  
 European Sunrise (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 24/11/2023 07:32 MEZ fertiggestellt und am 24/11/2023 07:32 MEZ verbreitet wurde.

Für die Erstellung und Veröffentlichung dieser Ausarbeitung sind die Abteilung Group Research (GM-R) im Unternehmensbereich Group Management der Commerzbank AG, Frankfurt am Main, bzw. etwaig in der Ausarbeitung genannte Filialen der Commerzbank außerhalb der USA verantwortlich.

**Die Verfasser bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigene Einschätzung zu den betreffenden Wertpapieren und Emittenten genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Dotierung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen wird.**

Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden. Wenn nicht anders angegeben, beziehen sich die Kurse der in diesem Dokument erwähnten Wertpapiere auf den Schlusskurs oder Spread des letzten Handelstages, die Schwankungen unterliegen können.

**Mögliche Interessenkonflikte**

Offenlegung möglicher Interessenkonflikte der Commerzbank AG, ihrer Tochtergesellschaften, verbundenen Unternehmen („Commerzbank“) und Mitarbeitern in Bezug auf die Emittenten oder Finanzinstrumente; die in diesem Dokument analysiert werden, zum Ende des dem Veröffentlichungszeitpunkt diesem Dokument vorangegangenen Monats\*:

Für Angaben zu den in Kompendien genannten Unternehmen bzw. den von den Analysten der Commerzbank analysierten Unternehmen folgen Sie bitte diesem Link: <https://commerzbank.bluematrix.com/sellside/Disclosures.action>\*

\*Die Aktualisierung dieser Informationen kann bis zu 10 Tage nach Monatsende erfordern.

**Disclaimer**

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und ist für Empfänger bestimmt, die wie professionelle Kunden gemäß der MiFID II ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand haben, um kapitalmarktbezogene Information zu verstehen. Es berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers und es stellt keine Anlageberatung dar. Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder irgendeiner anderen Handlung beabsichtigt und dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages. Anleger sollten sich unabhängig und professionell beraten lassen und ihre eigenen Schlüsse im Hinblick auf die Eignung der Transaktion einschließlich ihrer wirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit und Risiken sowie ihrer Auswirkungen auf rechtliche und regulatorische Aspekte sowie Bonität, Rechnungslegung und steuerliche Aspekte ziehen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind öffentliche Daten und stammen aus Quellen, die von der Commerzbank als zuverlässig und korrekt erachtet werden. Die Commerzbank übernimmt keine Garantie oder Gewährleistung im Hinblick auf Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck. Die Commerzbank hat keine unabhängige Überprüfung oder Due Diligence öffentlich verfügbarer Informationen im Hinblick auf einen unverbundenen Referenzwert oder -index durchgeführt. Alle Meinungsäußerungen oder Einschätzungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinungen der Commerzbank wider. Die Commerzbank ist nicht dazu verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

Um potenziellen Interessenkonflikten vorzubeugen, arbeitet die Research-Abteilung der Commerzbank unabhängig von anderen Geschäftseinheiten der Bank. Dies wird durch physische und administrative Informationsbarrieren und getrennte Berichtslinien sowie durch schriftliche interne Richtlinien und Verfahren erreicht.

Diese Ausarbeitung kann Handelsideen enthalten, im Rahmen derer die Commerzbank mit Kunden oder anderen Geschäftspartnern in solchen Finanzinstrumenten handeln darf. Die hier genannten Kurse (mit Ausnahme der als historisch gekennzeichneten) sind nur Indikationen und stellen keine festen Notierungen in Bezug auf Volumen oder Kurs dar. Die in der Vergangenheit gezeigte Kursentwicklung von Finanzinstrumenten erlaubt keine verlässliche Aussage über deren zukünftigen Verlauf. Eine Gewähr für den zukünftigen Kurs, Wert oder Ertrag eines in diesem Dokument genannten Finanzinstruments oder dessen Emittenten kann daher nicht übernommen werden. Es besteht die Möglichkeit, dass Prognosen oder Kursziele für die in diesem Dokument genannten Unternehmen bzw. Wertpapiere aufgrund verschiedener Risikofaktoren nicht erreicht werden. Hierzu zählen in unbegrenztem Maße



Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Unternehmensentscheidungen, Nichtverfügbarkeit vollständiger und akkurater Informationen und/oder die Tatsache, dass sich die von der Commerzbank oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen.

Die Commerzbank und/oder ihre verbundenen Unternehmen dürfen als Market Maker in den(m) Instrument(en) oder den entsprechenden Derivaten handeln, die in unseren Research-Studien genannt sind. Mitarbeiter der Commerzbank oder ihrer verbundenen Unternehmen dürfen unseren Kunden und Geschäftseinheiten gegenüber mündlich oder schriftlich Kommentare abgeben, die von den in dieser Studie geäußerten Meinungen abweichen. Die Commerzbank darf Investmentbanking-Dienstleistungen für in dieser Studie genannte Emittenten ausführen oder anbieten.

Weder die Commerzbank noch ihre Geschäftsleitungsorgane, leitenden Angestellten oder Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, die ggf. aus der Verwendung dieses Dokuments, seines Inhalts oder in sonstiger Weise entstehen.

Die Aufnahme von Hyperlinks zu den Websites von Organisationen, die in diesem Dokument erwähnt werden, impliziert keineswegs eine Zustimmung, Empfehlung oder Billigung der Informationen der Websites bzw. der von dort aus zugänglichen Informationen durch die Commerzbank. Die Commerzbank übernimmt keine Verantwortung für den Inhalt dieser Websites oder von dort aus zugängliche Informationen oder für eventuelle Folgen aus der Verwendung dieser Inhalte oder Informationen.

Dieses Dokument ist nur zur Verwendung durch den Empfänger bestimmt. Es darf weder in Auszügen noch als Ganzes ohne vorherige schriftliche Genehmigung der Commerzbank auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt, verbreitet, veröffentlicht oder an andere Personen weitergegeben werden. Die Art und Weise, wie dieses Produkt vertrieben wird, kann in bestimmten Ländern, einschließlich der USA, weiteren gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sind verpflichtet, sich diesbezüglich zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten.

Mit Annahme dieses Dokuments stimmt der Empfänger der Verbindlichkeit der vorstehenden Bestimmungen zu.

#### **Zusätzliche Informationen für Kunden in folgenden Ländern:**

**Deutschland:** Die Commerzbank AG ist im Handelsregister beim Amtsgericht Frankfurt unter der Nummer HRB 32000 eingetragen. Die Commerzbank AG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn, Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main und der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland.

**Großbritannien:** Dieses Dokument ist nicht zur Verteilung an Retail-Kunden bestimmt und wurde von der Commerzbank AG, Filiale London, herausgegeben oder für eine Herausgabe in Großbritannien genehmigt; diese Filiale ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority. Einzelheiten zum Umfang unserer Regulierung durch die Prudential Regulation Authority sind auf Anfrage bei uns erhältlich.

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

**Kanada:** Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Prospekt, Anzeige, öffentliche Emission oder Angebot bzw. Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der beschriebenen Wertpapiere in Kanada oder einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium beabsichtigt. Angebote oder Verkäufe der beschriebenen Wertpapiere erfolgen in Kanada ausschließlich im Rahmen einer Ausnahme von der Prospektspflicht und nur über einen nach den geltenden Wertpapiergesetzen ordnungsgemäß registrierten Händler oder alternativ im Rahmen einer Ausnahme von der Registrierungspflicht für Händler in der kanadischen Provinz bzw. dem kanadischen Territorium, in dem das Angebot abgegeben bzw. der Verkauf durchgeführt wird. Die Inhalte dieses Dokuments sind keinesfalls als Anlageberatung in einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium zu betrachten und nicht auf die Bedürfnisse des Empfängers zugeschnitten. In Kanada sind die Inhalte dieses Dokuments ausschließlich für Permitted Clients (gemäß National Instrument 31-103) bestimmt, mit denen die Commerzbank AG und/oder die Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler Geschäfte treibt. Die Inhalte dieses Dokuments dürfen sich nicht auf Wertpapiere eines Emittenten beziehen, der nach den Gesetzen Kanadas oder einer kanadischen Provinz bzw. eines kanadischen Territoriums gegründet wurde, da die Commerzbank AG und die Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler gemäß National Instrument 31-103 tätig sind. Keine Wertpapieraufsicht oder ähnliche Aufsichtsbehörde in Kanada hat dieses Material, die Inhalte dieses Dokuments oder die beschriebenen Wertpapiere geprüft oder genehmigt; gegenteilige Behauptungen zu erheben, ist strafbar.

**Europäischer Wirtschaftsraum:** Soweit das vorliegende Dokument durch eine außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraumes ansässige Rechtsperson erstellt wurde, erfolgte eine Neuausgabe für die Verbreitung im Europäischen Wirtschaftsraum durch die Commerzbank AG, Filiale London. Die Commerzbank AG, Filiale London, ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority.

**Schweiz:** Weder diese Research-Studie noch die hierin enthaltenen Informationen sind als persönliche Empfehlungen für Transaktionen in Finanzinstrumenten im Sinne des Finanzdienstleistungsgesetzes zu betrachten.

**Singapur:** Dieses Dokument wird in Singapur von der Commerzbank AG, Filiale Singapur, zur Verfügung gestellt. Es darf dort nur von institutionellen Investoren, akkreditierten Investoren oder sachkundigen Investoren, jeweils laut Definition in Section 4A des Securities and Futures Act, Chapter 289, von Singapur („SFA“) gemäß Section 274 bzw. Section 275 des SFA, entgegengenommen werden. Dieses



Dokument stellt keine Beratung in bilanziellen, rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, finanziellen oder anderen Fragen und/oder Empfehlungen für den Empfänger dieser Ausarbeitung dar. Darüber hinaus stellen die hierin enthaltenen Mitteilungen/Informationen keine „Finanzberatungs-Dienstleistung“ im Sinne des Financial Advisers Act, Chapter 110, von Singapur („FAA“) dar; deshalb gelten die gegenüber einem Kunden gegebenenfalls zu beachtenden aufsichtsrechtlichen Anforderungen und geschuldeten Pflichten nach oder in Verbindung mit dem FAA nicht in Verbindung mit dieser Ausarbeitung für den Empfänger. Den Empfängern wird empfohlen, zu den hierin enthaltenen Informationen den unabhängigen Rat ihrer eigenen professionellen Berater einzuholen.

**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 2023. Alle Rechte vorbehalten. Version 23.05

**Commerzbank Filiale**

<b>Frankfurt</b>	<b>London</b>	<b>New York</b>	<b>Singapore</b>
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