

Das US- Inflationsproblem und die Folgen

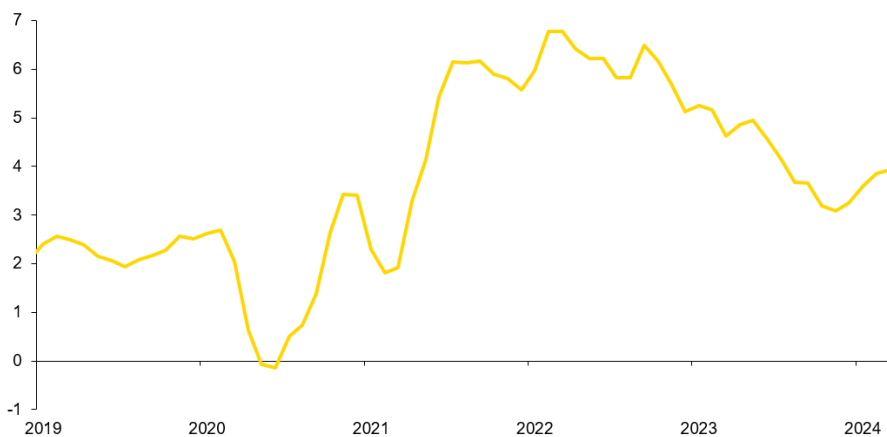
19. April 2024

Dr. Jörg Krämer
Dr. Ralph Solveen

In den USA steigen die Verbraucherpreise wieder stärker. Die amerikanische Notenbank dürfte daher ihre Zinsen später und weniger senken als bisher erwartet. Wir zeigen, was dies für die EZB und die Finanzmärkte bedeutet. Seite 2

Ende des Abwärtstrends bei der US-Inflation?

Verbraucherpreisindex ohne Energie und Nahrungsmittel, saisonbereinigt, Sechsmontats-Veränderung auf Jahresrate hochgerechnet, in %



Quelle: S&P Global, Commerzbank-Research

Ausblick auf die Woche vom 22. bis 26. April 2024

Konjunkturdaten: Wir erwarten im Euroraum steigende Frühindikatoren, die Hoffnung auf eine allmähliche konjunkturelle Erholung machen würden. **Seite 9**

Anleihenmärkte: Die Bundrenditen dürften in Schlagdistanz ihrer Jahreshochs bleiben, sie aber nicht mehr überschreiten. **Seite 13**

Devisenmärkte: Wir passen unsere EUR-USD-Prognose nach unten an. **Seite 15**

Rohstoffmärkte: Der jüngste Ölpreisrückgang erscheint wegen der hohen Unsicherheit rund um den Nahost-Konflikt und der Aussicht auf schärfere US-Sanktionen gegen den Iran und Venezuela ungerechtfertigt. **Seite 17**



Das US-Inflationsproblem und die Folgen

Wegen der gestiegenen US-Inflationsrisiken haben wir auf unserer monatlichen Prognosesitzung die US-Leitzinsprognose überarbeitet. Wir erwarten jetzt ab Dezember nur noch drei Zinssenkungen. Dagegen rechnen wir für die EZB ab Juni weiter mit vier Zinsschritten. Wegen der deutlich veränderten Zinsdifferenzen erwarten wir nun einen Fall des EUR-USD-Wechselkurses Richtung Parität. Die Prognosen für die Renditen der Bundesanleihen haben wir angehoben.

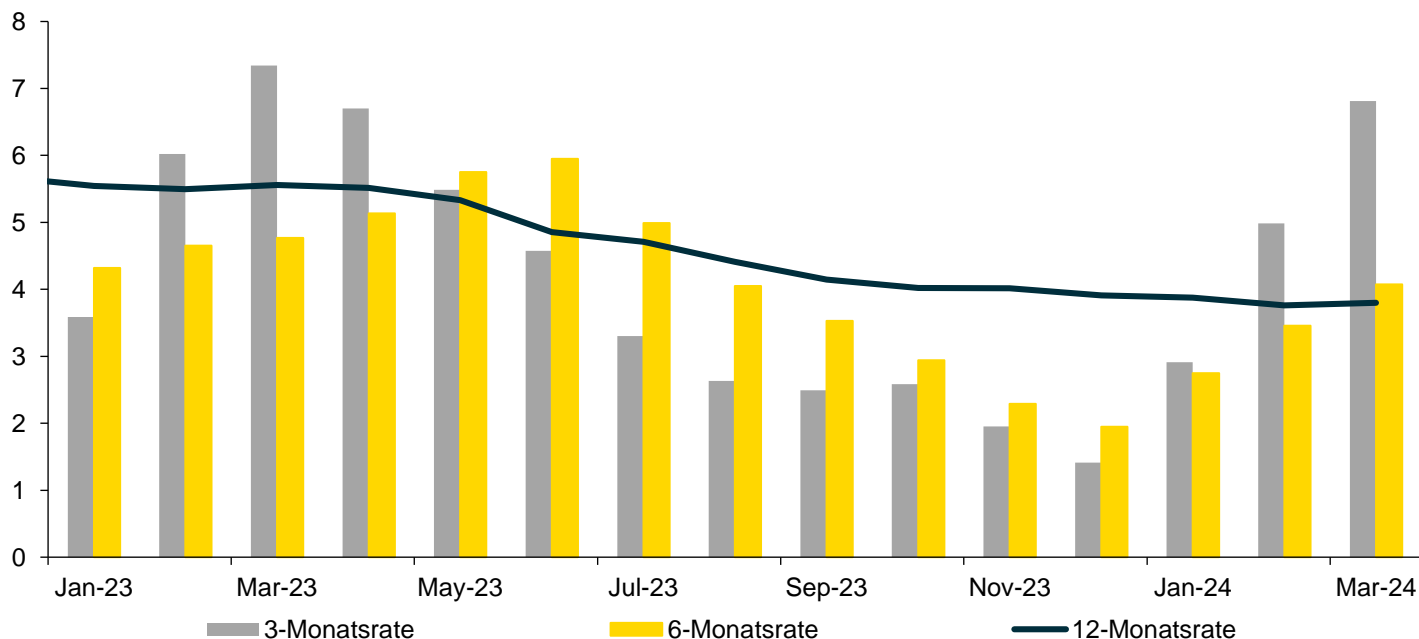
Dr. Jörg Krämer
Bernd Weidensteiner

Warum die US-Verbraucherpreise zuletzt unerwartet kräftig gestiegen sind

Auf unserer monatlichen Prognosesitzung stand die US-Inflation im Vordergrund. Das lag vor allem an den Inflationsdaten für März, die vergangene Woche veröffentlicht wurden. Demnach sind die US-Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel ("Kernrate") gegenüber Februar unerwartet stark um 0,4% gestiegen. In den letzten drei Monaten zogen die Preise auf Jahresbasis hochgerechnet um kräftige 6,8% an (Chart 1). Das 2%-Ziel der Notenbank rückt in die Ferne, nachdem die Inflation in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres deutlich gefallen war und viele Beobachter – nicht wir – den Sieg über die Inflation ausgerufen hatten.

Chart 1 - US-Inflation zieht wieder an

Verbraucherpreisindex ohne Nahrung und Energie, Veränderungen gegenüber 3, 6 und 12 Monaten, in % p.a.



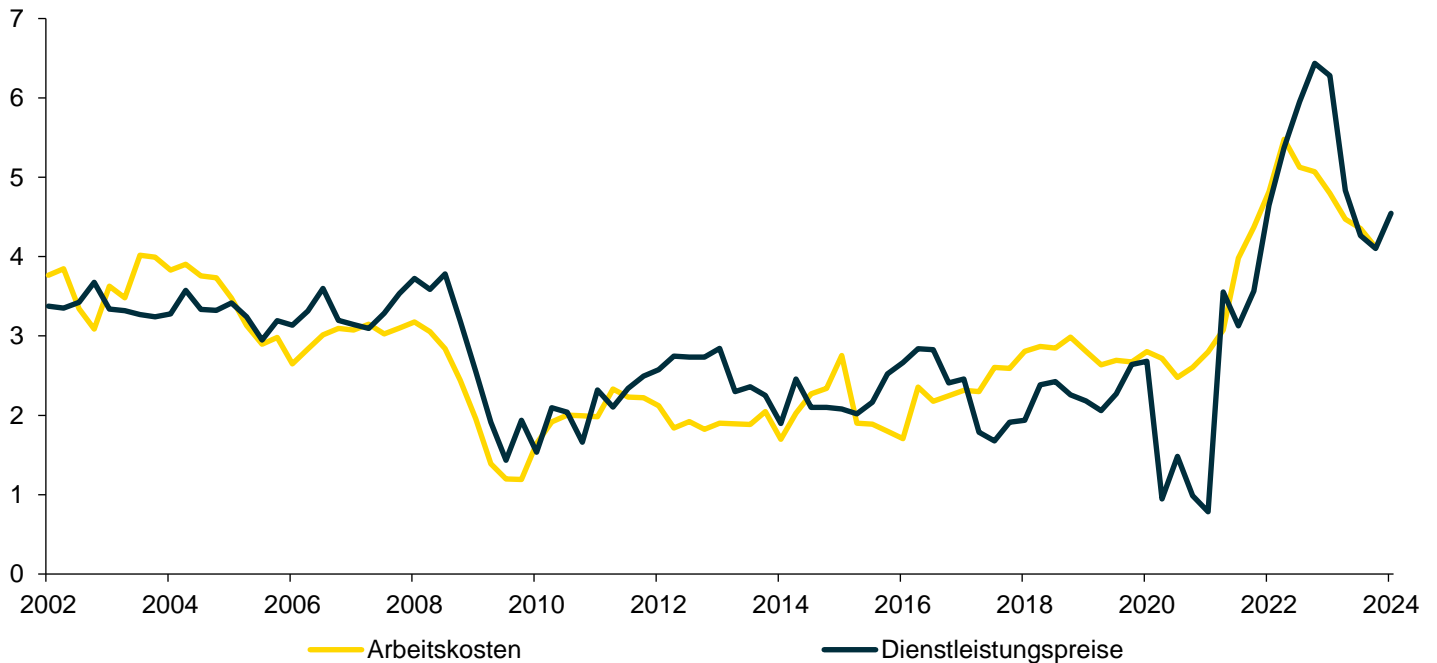
Quelle: S&P Global Insight, Commerzbank-Research

Der Wiederanstieg der US-Inflation liegt nicht an den Waren. Trotz der zuletzt wieder höheren Benzinpreise sind Waren kaum teurer als vor einem Jahr. Dagegen hat sich der Preisauftrieb bei den meist arbeitsintensiven Dienstleistungen (ohne Ausgaben für die Wohnung) in den letzten Monaten im Vorjahresvergleich um etwa einen Prozentpunkt auf 4,8% beschleunigt (Chart 2). Diese Kategorie hat immerhin ein Gewicht von etwa ein Drittel an der gesamten Kernrate.



Chart 2 - Inflation bei lohnintensiven Dienstleistungen zuletzt wieder höher

Arbeitskostenindex Privatwirtschaft, Preise für Dienstleistungen ohne Wohnung und Energie ("Super Core"), Quartalsdurchschnitte, Veränderung gg. Vorjahr in %



Quelle: S&P Global, Commerzbank-Research

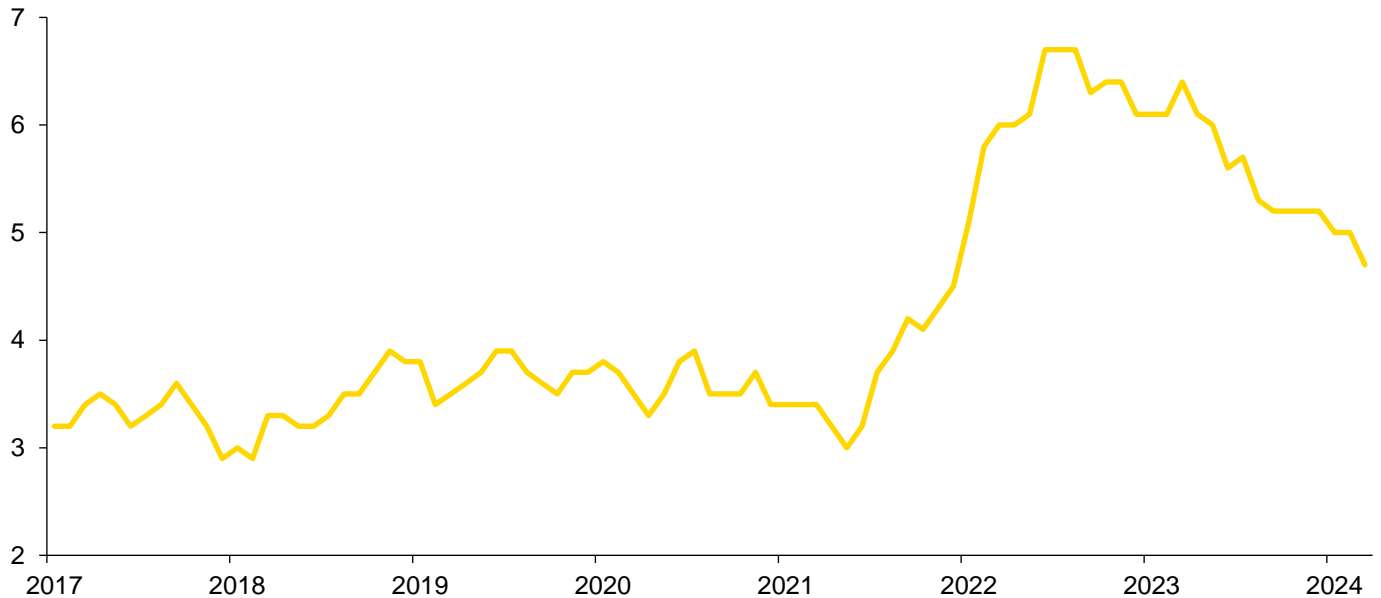
Aber Lohnanstieg lässt bereits nach, ...

Allerdings lässt der Lohnanstieg, der für die Dienstleistungsinflation wichtig ist, bereits nach. Nach Berechnungen der Fed von Atlanta war der Median der Löhne (ein statistisch besseres Maß als der im Rahmen des Arbeitsmarktberichts veröffentlichte Stundenlohn) im März nur noch um 4,7% höher als ein Jahr zuvor (Chart 3). Die so gemessenen Löhne sind damit in den vergangenen zwölf Monaten nicht stärker gestiegen als die Dienstleistungspreise (ohne Wohnen). Damit dürften die Löhne die Dienstleistungsinflation nicht mehr lange nach oben schieben. Mittelfristig sollte der Preisdruck bei den Dienstleistungen sogar sinken, wenn sich der Lohnauftrieb weiter abschwächt.



Chart 3 - Lohnauftrieb beruhigt sich

Veränderung des Medianlohns gegen Vorjahr in %



Quelle: Atlanta Fed, Commerzbank-Research

... vor allem wegen mehr Einwanderern

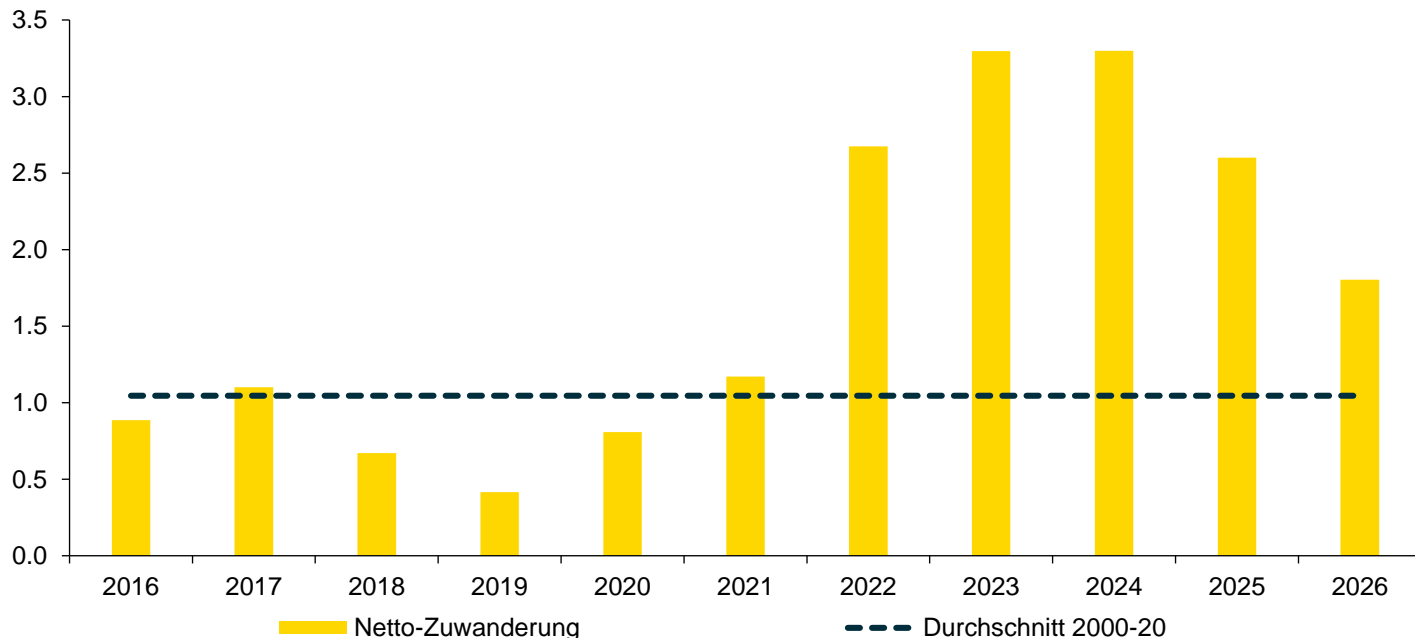
Der nachlassende Lohnanstieg passt auf den ersten Blick nicht zur außerordentlich robusten Entwicklung der Beschäftigung. So sind 2023 im Monatsdurchschnitt gut 250 Tsd neue Stellen entstanden. Herkömmliche Schätzungen gingen davon aus, dass der US-Arbeitsmarkt etwa 100 Tsd neue Jobs im Monat braucht, um die wachsende Bevölkerung in Arbeit zu bringen. Ein Jobaufbau, der längere Zeit signifikant über dieser Schwelle liegt, würde den Pool verfügbarer Arbeitskräfte leeren und zu einer Überhitzung am Arbeitsmarkt führen.

Aber diese Berechnungen berücksichtigen nicht die seit dem Ende von Corona enorm hohe Einwanderung, die alle früheren Prognosen deutlich übertroffen hat. So kamen 2022 und 2023 im Jahresdurchschnitt 3 Millionen Personen ins Land – dreimal so viel wie vor Corona. Auch für 2024 und 2025 ist mit einer deutlich überdurchschnittlichen Zuwanderung zu rechnen. Das Haushaltsbüro des Kongresses (Congressional Budget Office) musste seine Bevölkerungsprojektionen binnen Jahresfrist drastisch erhöhen. Nach einer **Berechnung von Brookings** kann die Beschäftigung wegen des schnelleren Bevölkerungswachstums jetzt monatlich um rund 200 Tsd steigen, ohne dass die Arbeitslosenquote sinkt. Die gestiegene Zuwanderung dürfte zu einem wesentlichen Teil erklären, warum der hohe Beschäftigungszuwachs der letzten Zeit nicht zu einer Überhitzung am Arbeitsmarkt geführt hat.



Chart 4 - Enorm hohe Zuwanderung sorgt für ausreichend Angebot am Arbeitsmarkt

Netto-Zuwanderung, Ist-Daten und CBO-Prognose ab 2024, in Millionen Personen



Quelle: CBO, Commerzbank-Research

Höhere Inflationsprognose für 2024, aber unveränderte für 2025

Aufgrund der hohen Inflation Anfang 2024 haben wir unsere Inflationsprognose gemessen am Verbraucherpreisindex für 2024 um einen halben Prozentpunkt auf 3,5% nach oben revidieren. Für 2025 konnten wir unsere bisherige Prognose von 3,0% dagegen bestätigen. Wir bleiben damit deutlich vorsichtiger als das Gros der Volkswirte (Konsens 2025: 2,2%). Das gilt auch für den Deflator der Konsumausgaben (Commerzbank-Prognose 2025: 2,5%), auf den sich das 2%-Ziel der Fed bezieht. Das Inflationsproblem löst sich nicht einfach in Luft auf.

Fed: Drei statt fünf Zinssenkungen

Wegen der zuletzt unerwartet hohen Inflationsdaten wird es länger dauern, bis die US-Notenbank zuversichtlich genug ist, dass sich die Inflation nachhaltig in Richtung 2% bewegt. Wir gehen jetzt davon aus, dass die Fed erst im Dezember eine erste Senkung um 25 Basispunkte vornehmen wird. Unmittelbar vor der Präsidentschaftswahl wird sie einen solchen Beschluss nicht fassen wollen.

2025 wird sie wohl zwei weitere Senkungen nachlegen und dann geradeaus fahren. Diese insgesamt drei Senkungen sind nicht als Auftakt eines klassischen Zinssenkungsprozesses zu werten. Vielmehr handelt es sich nur eine graduelle Anpassung der Geldpolitik. Die Fed senkt den Restriktionsgrad der Politik etwas, um die Wirtschaft nicht zu stark zu bremsen.

EZB koppelt sich von Fed ab, ...

Dagegen haben wir unsere Prognose für die EZB-Leitzinsen nicht geändert. Nachdem Präsidentin Christine Lagarde auf der Pressekonferenz vergangene Woche faktisch eine Zinssenkung für Juni angekündigt hat, halten wir an dieser seit langem vertretenen Prognose natürlich fest. Damit wird die EZB die Zinssenkung fast ein halbes Jahr vor der Fed einleiten, obwohl sie im Juli 2022 ein Vierteljahr später als die Fed den Zinserhöhungszyklus begonnen hatte. Wir bleiben auch bei der Prognose, dass die EZB ihren Einlagensatz vier Mal um jeweils 25 Basispunkte senkt und ihn dann ab dem ersten Quartal 2025 bei 3,0% belässt.

... auch weil sie die Inflation anders sieht

Dass die EZB ihre Zinsen früher und stärker senkt als die US-Notenbank, hängt zunächst mit ihrer Sicht auf die Inflation zusammen. Zwar sind die Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel seit dem Jahresanfang auch im Euroraum wieder etwas stärker gestiegen als es mit dem 2%-Ziel vereinbar ist. Aber die EZB interpretiert das vor allem als eine übliche Schwankung im Inflationsprozess und geht weiter davon aus, dass der Inflationsdruck schrittweise nachlässt. Das begründet sie auch mit einem zuletzt nachlassenden Lohndruck bei den neuen Tarifabschlüssen.



Das zweite Argument für ein Abkoppeln der EZB von der Fed ist sicherlich das Wirtschaftswachstum. Während die Volkswirte ihre US-Wachstumsprognose für 2024 wegen des Ausbleibens der Rezession seit dem Jahresanfang im Durchschnitt von 1,3% auf zuletzt 2,2 % massiv angehoben haben, haben sie die Prognose für den Euroraum leicht gesenkt.

Deutlich niedrigere Prognosen für EUR-USD ...

Der EUR-USD-Wechselkurs hat nach der Veröffentlichung der überraschend starken US-Inflationsdaten für März vergangene Woche nachgegeben. Das Abkoppeln der EZB von der Fed vergrößert den erwarteten Zinsnachteil des Euro und spricht für eine weitere Abwertung des Euro. Wir erwarten für das Jahresende nun einen Wert knapp über der Parität (1,04; bisher: 1,10). Wir gehen bewußt nicht unter die Parität, weil der Euro gemessen an der Kaufkraftparität schon sehr günstig ist.

... und moderat höhere für Bund-Renditen

Weil die US-Notenbank ihre Zinsen weniger senkt als bisher erwartet, haben wir unsere Prognosen für die Anleiherenditen etwas angehoben. Das Profil bleibt aber ähnlich. Erst wenn gegen Jahresende deutlicher wird, dass die EZB das Inflationsproblem wohl nicht nachhaltig lösen wird, dürften die Anleiherenditen wieder nachhaltiger zu steigen beginnen (siehe Prognosetabelle am Ende des Dokuments).



Wichtige Veröffentlichungen vom 12 . bis 18. April 2024

Chinas Wirtschaft wächst stärker als erwartet

Chinas Wirtschaft wuchs im ersten Quartal stärker als erwartet (5,3%). Die monatlichen Daten deuten jedoch darauf hin, dass das Wachstum im März nach einem starken Jahresbeginn nachgelassen hat. Die letzten Daten fielen uneinheitlich aus, was Zweifel aufkommen lässt, ob die zu Beginn des Jahres verzeichnete wirtschaftliche Erholung von Dauer sein kann. [mehr](#)



Vorschau - Die Woche vom 22. bis 26. April 2024

Zeit	Land	Indikator	Periode	Einheit	Prognose	Konsens	Letzter Wert
Montag, 22. April 2024							
03:15	CHN	Leitzins für 5-jährige Kredite		%	3.95	3.95	3.95
03:15	CHN	Leitzins für 1-jährige Kredite		%	3.45	3.45	3.45
Dienstag, 23. April 2024							
09:15	FRA	Einkaufsmanagerindex, verarbeitendes Gewerbe	Apr.	sb	47.0	-	46.2
09:15	FRA	Einkaufsmanagerindex, Dienstleistungen	Apr.	sb	49.0	-	48.3
09:30	GER	Einkaufsmanagerindex, verarbeitendes Gewerbe	Apr.	sb	42.5	-	41.9
09:30	GER	Einkaufsmanagerindex, Dienstleistungen	Apr.	sb	50.5	-	50.1
10:00	EUR	Einkaufsmanagerindex, verarbeitendes Gewerbe	Apr.	sb	46.5	-	46.1
10:00	EUR	Einkaufsmanagerindex, Dienstleistungen	Apr.	sb	52.0	-	51.5
10:30	GBR	Einkaufsmanagerindex, verarbeitendes Gewerbe	Apr.	sb	-	-	50.3
10:30	GBR	Einkaufsmanagerindex, Dienstleistungen	Apr.	sb	-	-	53.1
16:00	USA	Neubauverkäufe	Mrz.	JR, Tsd, sb	-	675	662
Mittwoch, 24. April 2024							
10:00	GER	Ifo-Geschäftsklima	Apr.	sb	88.5	89.0	87.8
14:30	USA	Auftragseingang langlebiger Güter	Mrz.	Vm, sb	-	2.5	1.3
14:30	USA	Auftragseingang langlebiger Güter ohne Transport	Mrz.	Vm, sb	-	0.2	0.3
Donnerstag, 25. April 2024							
08:45	FRA	Geschäftsklima (Insee)	Apr.	sb	100.5	-	99.8
14:30	USA	Bruttoinlandsprodukt	1. Vj.	JR, Vq, sb	2.2	2.0	3.4
14:30	USA	Erstanträge Arbeitslosenunterstützung	20. Apr.	Tsd, sb	-	-	212
16:00	USA	Schwebende Hausverkäufe	Mrz.	Vm, sb	-	-	1.6
Freitag, 26. April 2024							
10:00	EUR	Geldmenge M3	Mrz.	Vj	0.6	0.6	0.4
14:30	USA	Einkommen der privaten Haushalte	Mrz.	Vm, sb	-	0.5	0.3
14:30	USA	Ausgaben der privaten Haushalte	Mrz.	Vm, sb	-	0.4	0.8
14:30	USA	Preisindex für Konsumausgaben ohne Nahrungsmittel und Energie	Mrz.	Vm, sb	0.3	0.3	0.3
16:00	USA	Verbrauchervertrauen (Uni Michigan), endg.	Apr.	sb	-	78.0	77.9(p)

= Datum/Uhrzeit ungewiss, Vm/Vq/Vj = Veränderung gegenüber Vormonat/Vorquartal/Vorjahr in Prozent, JR = Jahresrate, sb = saisonbereinigt, ab = arbeitstagebereinigt, (p) = vorläufig; Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research.



Konjunkturdaten: Euroraum-PMIs: Weitere Hoffnungszeichen für die Konjunktur?

Dr. Vincent Stamer

Mit dem Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor ist das verlässlichste Konjunkturbarometer für den Euroraum im Februar und März überraschend stark gestiegen. Wir gehen davon aus, dass dies keine Eintagsfliegen waren und erwarten für April einen weiteren leichten Anstieg. Auch der Index für die Industrie dürfte den Rücksetzer im März wieder wettgemacht haben. In den USA ist die Wirtschaft im ersten Quartal wohl wieder überdurchschnittlich stark gewachsen.

Im Euroraum haben sich die Stimmungsindikatoren zuletzt mehrheitlich verbessert. Dies gilt insbesondere für den Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor, der in den vergangenen zwei Monaten um insgesamt 3,1 Punkte gestiegen ist. Der Index liegt damit wieder klar in einem Bereich, in dem die Wirtschaft in der Vergangenheit in der Regel gewachsen ist (Chart 1).

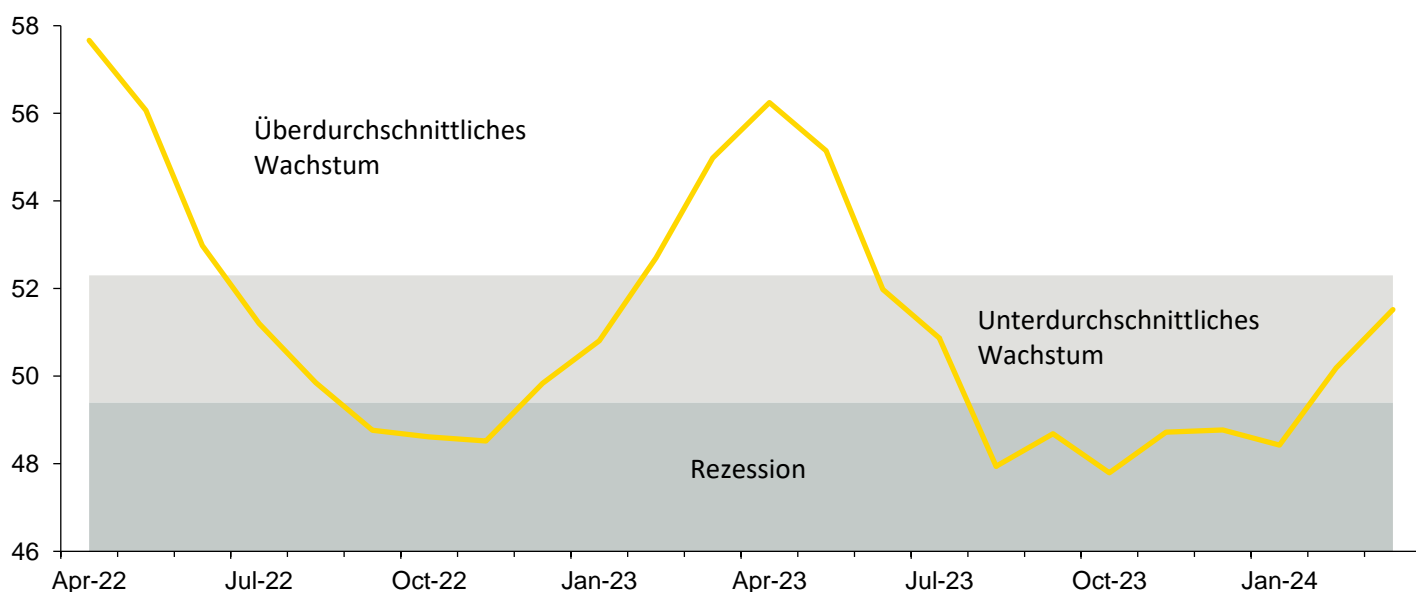
Zudem lässt die bremsende Wirkung der häufig massiven Zinserhöhungen in vielen Ländern langsam nach. Die weltweite Nachfrage nach Industrierzeugnissen hat zuletzt leicht angezogen. Das gilt insbesondere für Handelspartner der EU wie die Vereinigten Staaten, die einen deutlichen Anstieg des Einkaufsmangerindex für die Industrie im März verzeichneten. Hiervon dürfte auch die europäische Industrie profitieren. Entsprechend gehen wir davon aus, dass der Einkaufsmanagerindex für die Industrie im Euroraum seine im Februar/März unterbrochene Aufwärtsbewegung im April wieder aufgenommen hat. Konkret erwarten wir einen Anstieg des Einkaufsmangerindex im März von 46,1 auf 46,5.

Die verbesserten Rahmenbedingungen sprechen auch für einen weiteren Anstieg des Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor, zumal die kräftigen Lohnsteigerungen bei nachlassender Inflation die Kaufkraft der privaten Haushalte stärken. Für April rechnen wir mit einem Wert des Dienstleistungs-PMI von 52,0 nach 51,5 im März. Damit würde der Index den dritten Monat in Folge ein Wachstum der Wirtschaft signalisieren.

Der Anstieg der Frühindikatoren sagt uns allerdings wenig über die Stärke der konjunkturellen Erholung. Wir gehen unverändert davon aus, dass diese deutlich schwächer ausfallen wird, als von der Mehrheit der Volkswirte und auch der EZB erwartet.

Chart 1 - Euroraum: Dienstleistungs-PMI hat Rezessionsbereich verlassen

Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor im Euroraum, saisonbereinigte Monatswerte



Quelle: S&P Global, Commerzbank-Research



USA mit gutem ersten Quartal

In den USA wird nächste Woche Bilanz für das erste Quartal gezogen. Wir erwarten, dass die Wirtschaft gegenüber dem Vorquartal um auf Jahresrate hochgerechnet 2,3% zugelegt hat. Erneut war der private Konsum ein starker Treiber. Außerdem profitierte der Wohnungsbau von dem zwischenzeitlichen Zinsrückgang. Dagegen hat der Wirtschaftsbau, der stark von Fiskalimpulsen angeheizt war, vermutlich nur noch stagniert.

Mit einem solchen Ergebnis würde die US-Wirtschaft zeigen, dass sie von einer Rezession weit entfernt ist. Allerdings wäre das Tempo langsamer als im vierten (3,4%) und im dritten Quartal 2023 (4,8%).



Zentralbankmonitor

Fed

Neben Fed-Chef Powell haben auch andere Vertreter der Notenbank klargestellt, dass es noch nicht an der Zeit für Zinssenkungen ist. Vor dem Hintergrund der unerwartet hohen Inflationsdaten im ersten Quartal geht der stellvertretende Vorsitzende der Fed, Jefferson davon aus, dass der Job, die Inflation auf das 2%-Ziel zurückzubringen noch nicht erledigt ist. Jefferson erwartet aber weiterhin, dass die Inflation trotz dieses Rücksetzers wieder fällt, während der Arbeitsmarkt robust bleiben dürfte. Sollten die Daten darauf hindeuten, dass die Inflation zäher ist als gedacht, müsste die Fed ihre restriktive Ausrichtung länger beibehalten.

Gouverneurin Bowman drückte sich noch deutlicher aus. Ihrer Meinung nach hätten sich die Fortschritte beim Inflationsrückgang verlangsamt und seien vielleicht sogar ganz zum Erliegen gekommen. Gleichzeitig sei die Wirtschaft stark. Die Geldpolitik sei restriktiv, es müsse sich aber noch zeigen, ob sie auch hinreichend restriktiv sei. Daran weckt die jüngste Entwicklung der Finanzmärkte und die Stärke des Wachstums für Bowman wohl gewisse Zweifel.

Schließlich sagte die Präsidentin der Cleveland Fed, Loretta Mester, dass die Fed es mit Zinssenkungen nicht eilig habe; die Geldpolitik befinde sich aktuell in einer guten Lage. Die starke Wirtschaft erlaube es der US-Notenbank, geduldig zu sein.

Bernd Weidensteiner +49 69 9353 45625

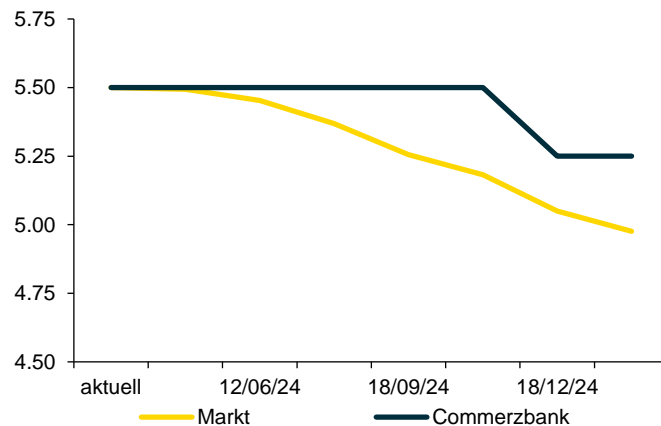
EZB

Vergangene Woche hat Christodoulos Patsalides bei der EZB-Ratssitzung sein Debut gegeben. Der Ökonom und ehemalige Banker übernahm am Donnerstag das Amt des Gouverneurs der Zentralbank Zyperns. Patsalides folgt damit auf Konstantinos Herodotou, dessen Amtszeit an der Spitze der Notenbank einen Tag davor regulär endete. Mit Herodotou verlässt ein Vertreter einer eher lockeren Geldpolitik den EZB-Rat. Interessant wird sein, ob Patsalides in die Fußstapfen seines Vorgängers tritt oder das Lager der Tauben etwas schwächer wird.

Patsalides arbeitete zuletzt als Wirtschaftsberater des zyprischen Präsidenten Nikos Christodoulides, insbesondere um die Finanzstabilität des Landes zu stärken. Vor dieser Aufgabe hatte Patsalides, ein Absolvent der London School of Economics, als Berater in der Privatwirtschaft sowie in verschiedenen Positionen für die größte Bank Zyperns gearbeitet. In seinen fast 25 Jahren bei der Bank of Cyprus war er unter anderem für Strategie, Finanzplanung, M&A, Treasury und Investor Relations zuständig. 2019 stieg er zum stellvertretenden Vorstandsvorsitzenden der Bank auf. Seine Karriere begann Patsalides seinerzeit bei der zyprischen

Chart 1 - erwarteter US-Leitzins

Obergrenze des Zielkorridors für die Federal Funds Rate, Markterwartungen gemäß Overnight Index Swaps und Commerzbank-Prognose, in %



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

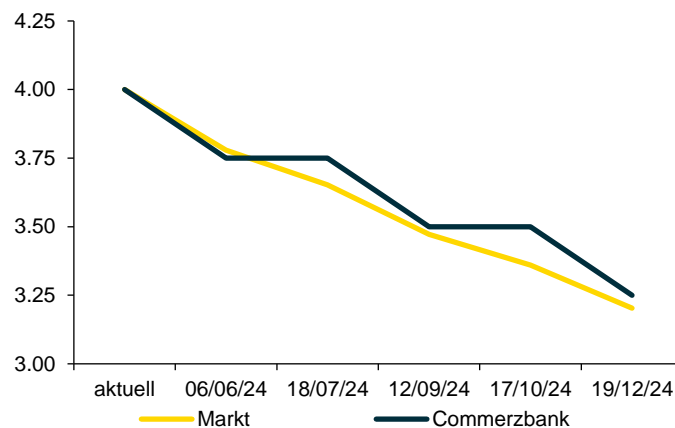
Volkswirte-Konsens Obergrenze Fed Funds

	Q2 24	Q4 24	Q2 25
Konsens	5.25	4.75	4.00
Hoch	5.50	5.25	5.00
Tief	5.00	4.00	2.75
Commerzbank	5.50	5.25	4.75

Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Chart 2 - erwarteter EZB-Leitzins

EZB-Einlagezins, Markterwartungen gemäß Overnight Index Swaps und Commerzbank-Prognose, in %



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research



Notenbank, wo er sieben Jahre lang in der Abteilung für internationale Angelegenheiten beschäftigt war.

Dr. Marco Wagner +49 69 9353 45623

Volkswirte-Konsens EZB-Einlagezins

	Q2 24	Q4 24	Q2 25
Konsens	3.75	3.00	2.50
Hoch	4.00	3.50	3.50
Tief	3.50	2.50	1.50
Commerzbank	3.75	3.25	3.00

Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research



Anleihenmärkte:

Renditen weiterhin nahe ihrer Höchststände

Die Bundrenditen handeln nahe ihrer Jahreshochs, während die US-Treasury-Renditen sogar neue Höchststände erreicht haben. Zinserwartungen zwischen EZB und Fed driften weiter auseinander. Die Einkaufsmanagerindizes im Euroraum und das US-Wachstum dürften einen möglichen Renditerückgang nächste Woche begrenzen.

| Hauke Siemßen

Die Renditen an den internationalen Staatsanleihemärkten haben in dieser Woche neue Höchststände erreicht. So notieren 10-jährige US-Treasury-Renditen zeitweise bei über 4,6% und die 10-jährigen Bundrenditen kratzten wieder an der 2,5%-Marke. Sogar um die Inflationsdynamik stecken wohl hinter dem neuerlichen Renditeanstieg, was sich auch im Anstieg der am Markt gehandelten Inflationserwartungen widerspiegelt. Da die Inflationsentwicklung maßgeblich an den Energiepreisen hängt, sorgten die gestiegenen geopolitischen Risiken zwischen Israel und Iran hier zuletzt für Verunsicherung.

Hinzu kommt, dass die Fed ihre Zinsen wohl deutlich später und auch weniger stark senken wird als die EZB. So waren die Wortmeldungen der FOMC-Ratsmitglieder zuletzt eher *falkenhaft*, wiesen also auf tendenziell hohe Zinsen in. Die jüngsten Wortmeldungen der EZB-Ratsmitglieder waren im Gegensatz dazu eher *taubenhaft*, betonten also tendenziell eher bevorstehende Zinssenkungen. Selbst der geldpolitische Falke und Bundesbankchef Nagel sprach von einer gestiegenen Wahrscheinlichkeit einer ersten EZB-Zinssenkung im Juni. Am Terminmarkt wird diese Zinssenkung bereits fast komplett eingepreist, gefolgt von zwei weiteren Zinssenkungen in diesem Jahr. In den USA rechnet man hingegen nicht einmal mehr mit zwei Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte in diesem Jahr.

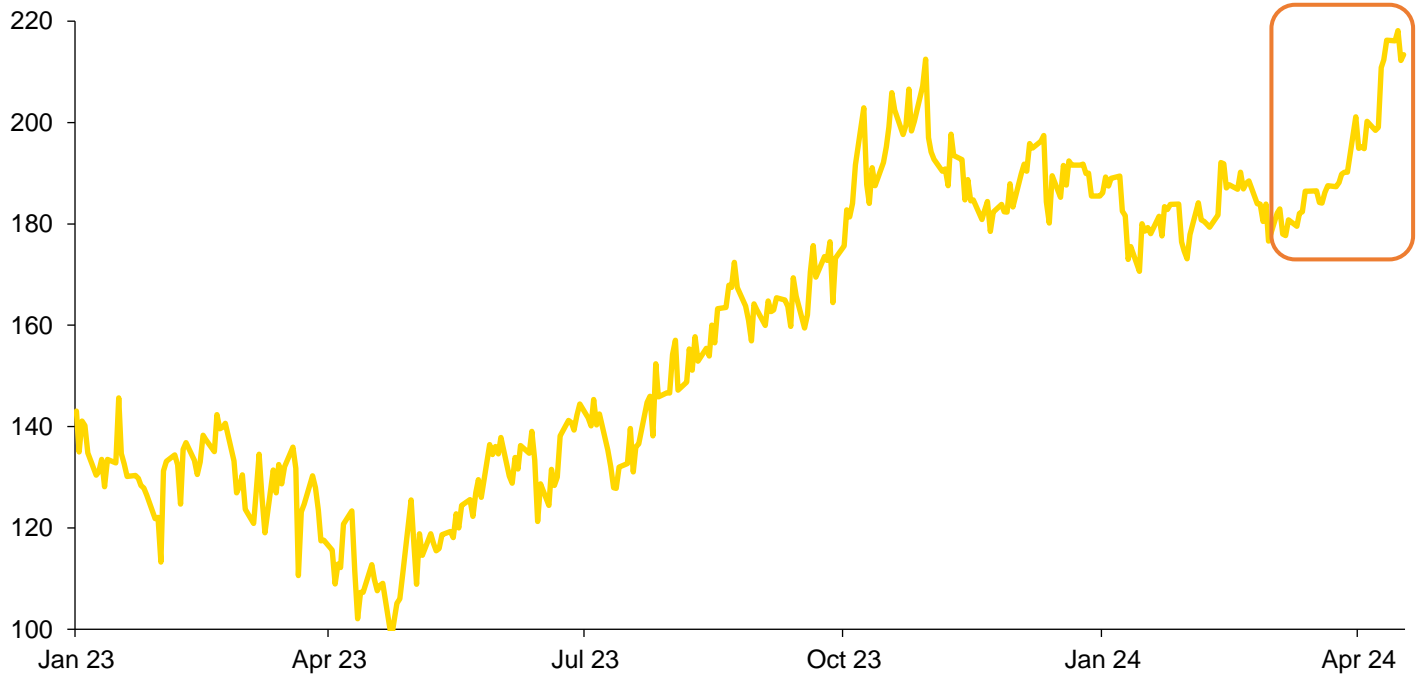
Kommende Woche stehen mit den Einkaufsmanagerindizes im Euroraum ein wichtiges Konjunkturbarometer an. Sollte sich die Stimmung im Dienstleistungssektor, wie von uns erwartet, weiter verbessern, dürfte der Aufwärtsdruck auf die Renditen anhalten, da eine gut laufende Konjunktur oft mit steigendem Inflationsdruck einhergeht. Wir rechnen allerdings nicht mit einem deutlichen Anstieg der Bundrenditen über die bisherigen Jahreshochs hinaus. Vielmehr dürften sich die 10-jährigen Renditen unterhalb der 2,5%-Marke stabilisieren.

In den USA könnte ein etwas über den Erwartungen liegendes Wachstum im Q1 die Fed-Zinssenkungserwartungen auf die Probe stellen und die Renditen weiter steigen lassen. Wir erwarten nach unserer revidierten Prognose nur noch eine Zinssenkung um 25 Basispunkte der Fed in diesem Jahr. In diesem Zuge erwarten wir auch bei den US-Treasury-Renditen einen tendenziellen Anstieg. Der transatlantische Renditespread, also die Differenz zwischen den Renditen von US-Treasuries und Bundesanleihen, dürfte sich also weiter ausweiten.



Chart 1 - Transatlantischer Spread deutlich gestiegen

Renditeabstand zwischen 10-jährigen US-Treasury und Bund-Renditen, in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research



Devisenmärkte: Der Dollar erscheint uns (noch) attraktiver

Eine sehr robuste Realwirtschaft, eine zuletzt falckenhafte klingende Fed und dann auch noch ein scheinbares Wiederanziehen des Inflationsdrucks - all dies spricht für einen weiterhin sehr starken Dollar. Wir haben daher unsere Prognose angepasst.

Michael Pfister

Tabelle 1 - Für nächste Woche erwartete Handelsspannen

	Spanne	Tendenz		Spanne	Tendenz
EURUSD	1.0484-1.0794	→	EURGBP	0.8499-0.8629	↘
EURJPY	160.47-168.03	↘	GBPUSD	1.2240-1.2606	→
USDJPY	151.12-157.66	→	EURCHF	0.9524-0.9810	→

Quelle: Commerzbank Research

Tja, die US-Wirtschaft macht einfach weiter, was sie will. Nicht nur, dass die Daten aus der Realwirtschaft weiterhin sehr solide aussehen, auch die Inflation scheint in den letzten Monaten ihren Abwärtstrend aufgegeben zu haben (siehe Chart 1). Die jüngsten Überraschungen nach oben haben am Markt dazu geführt, dass jetzt für den Leitzins ein "hoch für länger" gepreist wird. Mittlerweile sind die Erwartungen sogar ein gutes Stückchen weiter gelaufen als die Zinsprojektionen (Dot Plots) der Fed, d.h. der Markt rechnet mit weniger Zinssenkungen. Zwar fielen auch die Dot-Plots recht knapp aus, d.h. im Juni könnten diese durchaus auf nur noch zwei Zinssenkungen in diesem Jahr umschwenken, aber selbst darüber gehen die Markterwartungen nun hinaus.

Auch unsere Volkswirte rechnen nun wegen der robusten Realwirtschaft und des hartnäckigen Inflationsproblems mit weniger Zinssenkungen. Statt der vorher von uns erwarteten drei Zinssenkungen in diesem Jahr dürfte es nur zu einer im Dezember kommen.

Meiner Meinung nach folgen aus den jüngsten Entwicklungen zwei Dinge:

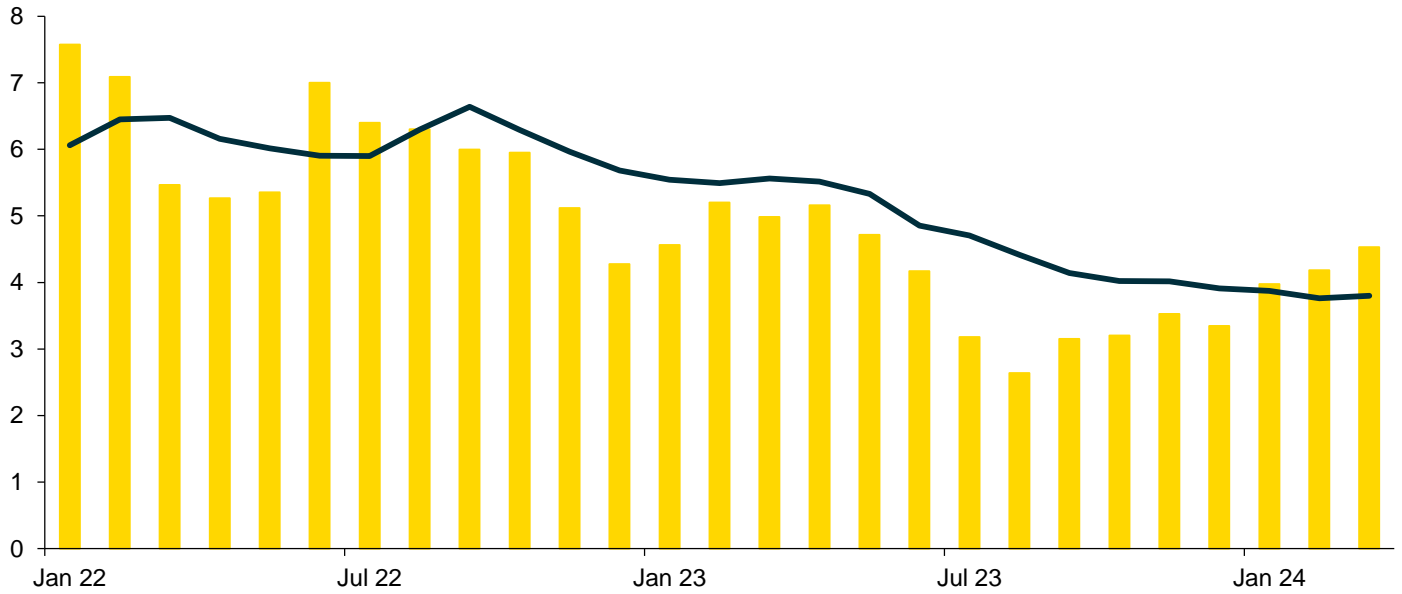
- Es ist zuletzt zunehmend unwahrscheinlicher geworden, dass wir in EUR-USD bis Ende des Jahres steigende Kurse sehen werden. Sicherlich hängt dies auch ein wenig von der EZB ab, aber mittlerweile dürfte die EZB vor der Fed mit Zinssenkungen beginnen und die Gefahr ist nicht unerheblich, dass die EZB in diesem Jahr dann auch mehr Zinssenkungen liefert als die Fed. Ein "Hoch für Länger" bei der Fed, gleichzeitig Zinssenkungen bei der EZB bedeuten im Umkehrschluss aber auch, dass die Argumente für höhere EUR-USD-Kurse sich langsam aber sicher in Luft auflösen. Dementsprechend rechnen wir nun mit deutlich niedrigeren EUR-USD-Kursen bis Ende des Jahres.
- Mittelfristig sehe ich aber durchaus ein Problem. Nach den jüngsten Inflationsüberraschungen nach oben könnten die Diskussionen wieder an Fahrt aufnehmen, dass das US-Wachstum und der Arbeitsmarkt einfach zu stark sind, um die Inflation nachhaltig auf dem Ziel zu verankern. In den letzten Monaten beruhte ein Großteil der US-Dollar-Stärke darauf, dass die Daten aus der Realwirtschaft extrem stark ausfielen und die Zinsen dadurch nicht gesenkt werden mussten, gleichzeitig ging die Inflation recht kontinuierlich zurück, d.h. praktisch hat der Markt ein "Goldilocks"-Szenario von starker Wirtschaft und niedriger Inflation eingepreist. Wenn jetzt aber die Inflation nicht zurückgeht, weil die Wirtschaft zu stark ist, muss die Fed dann ihre Geldpolitik noch restriktiver gestalten, um das Momentum zu brechen? Ich weiß nicht, ob dies langfristig positiv für den US-Dollar wäre. Dies muss nun nicht heißen, dass es zu einer ausgeprägten USD-Schwäche kommt. Aber es könnte das weitere Aufwärtspotential begrenzen.

Kurzum: Kurzfristig bedeuten die jüngsten Inflationszahlen ein deutlich USD-positives Argument, weil die Fed nun ihre Zinsen länger erhöht lassen dürfte. Mittelfristig könnte dies aber anders aussehen, wenn die Fed ihre Geldpolitik noch deutlich restriktiver gestalten muss, um den Inflationsdruck endgültig zu brechen. Da bis Ende des Jahres dann auch schon ein Großteil an USD-positiven Ereignissen eingepreist sein dürfte, rechnen wir von da an mit nahezu konstanten EUR-USD-Kursen.



Chart 1 - Momentum zeigt in die falsche Richtung

US-Kernrate: Annualisierte gleitende Preisänderung der letzten drei Monate (Balken) sowie Jahresrate (Linie)



Quelle: US Bureau of Labor Statistics, Bloomberg, Commerzbank-Research



Rohstoffmärkte:

Aufwärtspotenzial bei Öl, Rückschlagspotenzial bei Gold

Der jüngste Ölpreisrückgang erscheint angesichts der anhaltend hohen Unsicherheit rund um den Nahost-Konflikt und der Aussicht auf schärfere US-Sanktionen gegen den Iran und Venezuela ungerechtfertigt. Wir sehen daher Spielraum für eine Korrektur. Dagegen dürfte der Spielraum nach oben bei Gold ausgereizt sein.

Thu Lan Nguyen
Carsten Fritsch

Die Ölpreise sind Mitte der Woche unter Druck geraten. Damit wurden zugleich sämtliche Gewinne wieder abgegeben, die seit Monatsbeginn aufgrund der zunehmenden Spannungen zwischen Iran und Israel angefallen waren. Diese gipfelten am vergangenen Wochenende im bislang beispiellosen Raketen- und Drohnenangriff Irans auf Ziele in Israel. Wir erachten den jüngsten Preisrückgang als nicht gerechtfertigt, da nach wie vor unklar ist, wie Israel auf den iranischen Angriff reagieren wird. Das Auspreisen der Risikoprämie erscheint daher verfrüht. Wir haben unsere Preisprognose für Brent am Ende des laufenden Quartals auf 90 USD je Barrel angehoben. Für das zweite Halbjahr erwarten wir ein Preisniveau von 90-95 USD je Barrel. Das ist jeweils 5 USD höher als die bisherige Prognose. Neben den Spannungen im Nahen Osten sprechen dafür eine Reihe von weiteren Gründen. So rechnen wir damit, dass die Ölnachfrage im zweiten Halbjahr wegen der Zinssenkungen der EZB und der nach wie vor bestehenden Aussicht auf sinkende Fed-Zinsen anzieht. Zudem dürfte die OPEC+ das Angebot mindestens bis zur Jahresmitte eingeschränkt halten. Für die zweite Jahreshälfte ist bestenfalls von einer graduellen Rücknahme der freiwilligen Produktionskürzungen der OPEC+ auszugehen. Darüber hinaus dürfte in den kommenden Monaten weniger Öl aus dem Iran und Venezuela an den Markt gelangen, da die USA die Ölsanktionen gegen den Iran verschärfen und die zwischenzeitlich gelockerten Ölsanktionen gegen Venezuela wieder in Kraft setzen wollen. Der Iran hatte seine Ölexporte im vergangenen Jahr trotz bestehender US-Sanktionen deutlich ausgeweitet (Chart 1).

Tabelle 1: Tendenzen bei wichtigen Rohstoffen

	17. Apr.	Veränderung in %			Kurzfristige Tendenz	Rohstoffspezifische Ereignisse
		1 Woche	1 Monat	1 Jahr		
Brent (USD je Barrel)	90.4	-0.8	10.4	3.5	↗	
Kupfer (USD je Tonne)	9456	1.4	9.2	6.1	→	PBoC Zinsentscheidung (22.)
Gold (USD je Feinunze)	2394	2.7	10.9	18.8	→	Gold Exporte HK nach China (25.)

Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

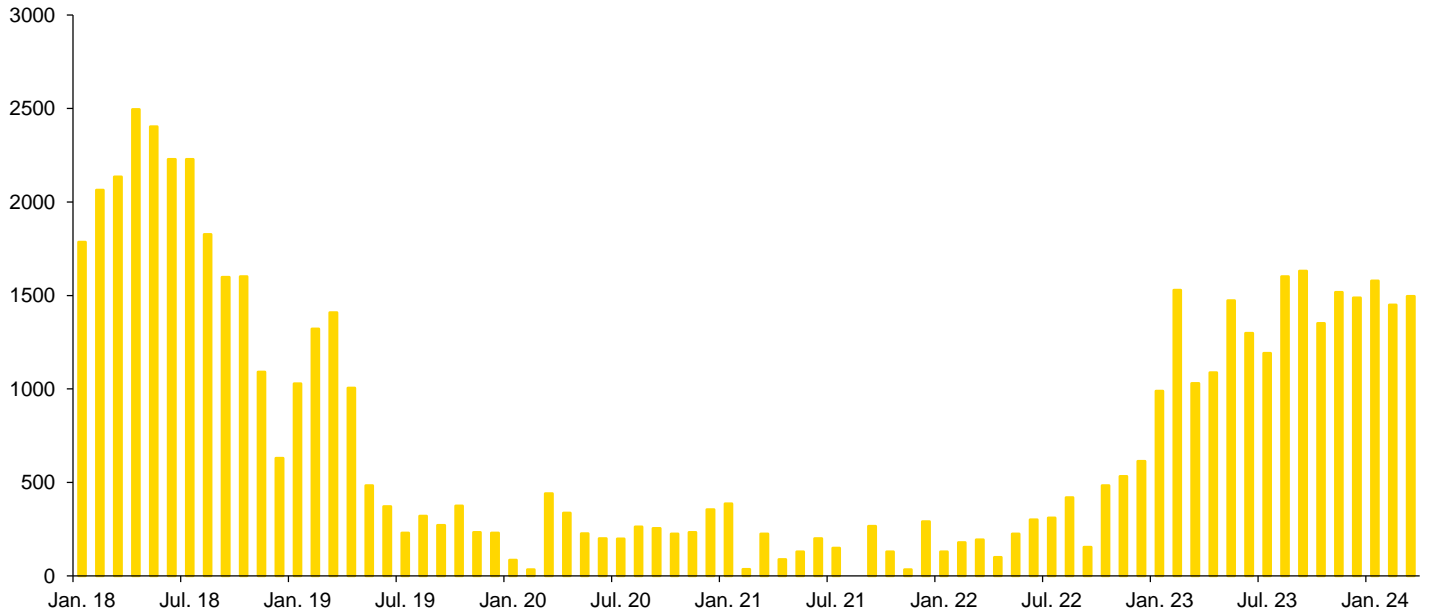
An den Industriemetallmärkten ist nach den starken Preisausschlägen im Zuge verschärfter Sanktionen der Regierungen der USA und Großbritanniens gegen den russischen Metallsektor wieder Ruhe eingekehrt. In der Tat dürften sich die Auswirkungen der Handelsrestriktionen auf das globale Angebot in Grenzen halten, nicht zuletzt da China, wie auch am Energiemarkt, als Abnehmer der russischen Güter einspringen dürfte. Gleichzeitig dürfte die Metallproduktion in China, die im letzten Jahr in vielen Segmenten Rekordniveaus erreicht hat, auf hohen Niveaus verharren. Unterstützung dürfte es nicht zuletzt aus Peking geben. So signalisierte der Vize-Gouverneur der chinesischen Notenbank erst kürzlich, dass er noch Spielraum bei der Geldpolitik für mögliche Stimulusmaßnahmen sieht. Allerdings dürfte die PBoC zumindest kommende Woche noch von Zinssenkungen absehen. Wir sehen die Metallpreise daher vorerst stabil auf aktuellen Niveaus. Unsere Kupferprognose haben wir in erster Linie aufgrund des jüngst starken Anstiegs angehoben und sehen den Preis zu Ende des Jahres nun bei 9.800 USD je Tonne (zuvor 9.200 USD) und somit nur geringfügig über aktuellen Niveaus. Unsere Jahresendprognose bei Zink haben wir aus ähnlichem Grund von 2.700 auf 2.800 USD je Tonne angehoben.

Auch den Goldpreis sehen wir zu Ende dieses Jahres höher als bisher, und zwar bei 2.300 USD je Feinunze im Vergleich zu 2.200 USD zuvor, womit wir auch hier der jüngsten Rally Rechnung tragen. Allerdings bleiben wir skeptisch hinsichtlich des weiteren Aufwärtspotenzials, da der Goldpreisanstieg entgegen der Entwicklung der US-Zinserwartungen steht. Diese sind seit Jahresanfang für Ende dieses Jahres (auf OIS-Basis) um fast 150 Basispunkte gestiegen und hätten für sich genommen den Goldpreis sogar belasten sollen. Wir sehen zudem Raum für eine weitere Aufwärtskorrektur der US-Zinserwartungen für das kommende Jahr, weshalb wir für 2025 an unserer Prognose eines Goldpreises um 2.200 USD je Feinunze festhalten.



Chart 1 - Iranische Ölexporte seit einem Jahr deutlich gestiegen

in Tsd. Barrel pro Tag



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research



Commerzbank-Prognosen

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

	Reales BIP (%)			Inflationsrate (%)			
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	
USA	2.5	2.5	1.5	4.1	3.5	3.0	<ul style="list-style-type: none"> Die US-Wirtschaft dürfte wegen der hohen Zinsen und des nachlassenden Fiskalimpulses langsamer expandieren. Im Euroraum machen die Frühindikatoren Hoffnung auf eine allmähliche Belebung. Weil die Notenbanken nicht energisch genug gegen die Inflation vorgehen, dürfte diese längerfristig über 2% bleiben. In China dämpfen die Immobilienprobleme und der Schuldenüberhang das Wachstum. Langfristig bremsen der größere Einfluss des Staates und das Streben nach Autarkie.
China	5.2	4.7	4.0	0.2	0.5	1.5	
Euroraum	0.5	0.1	0.9	5.4	2.5	3.0	
- Deutschland	-0.3	-0.3	0.5	5.9	2.7	2.8	
- Frankreich	0.9	0.4	0.9	4.9	2.2	2.8	
- Italien	1.0	0.2	0.7	6.3	2.6	3.0	
- Spanien	2.5	1.7	1.6	3.7	2.8	2.7	
- Niederlande	0.1	0.3	1.3	4.5	2.9	2.6	
- Österreich	-0.7	0.0	0.8	7.9	3.2	2.9	
Großbritannien	0.1	0.2	1.2	7.3	2.8	2.8	
Schweiz	0.8	1.2	1.6	2.1	1.2	0.8	
Japan	1.9	0.8	0.8	3.3	2.0	1.5	
Welt	3.1	3.1	3.0				

Zinsprognosen (Quartalsendstände)

	18. Apr	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25		
USA								
Fed Funds, Obergrenze	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	4.75	<ul style="list-style-type: none"> EZB und Fed dürften die Zinsen langsam senken, weil die Inflation nachlässt. Wir erwarten aber jeweils nur wenige Zinssenkungen, da das Inflationsproblem nicht gelöst werden dürfte. Sinkende Leitzinsen würden zwar für fallende Kapitalmarktzinsen sprechen. Der Markt hat dieses Szenario allerdings vorweggenommen. Mittelfristig dürften die Renditen inflationsbedingt wieder steigen. 	
3-Monats-OIS	5.34	5.45	5.45	5.20	4.95	4.70		
2 Jahre*	4.92	4.90	4.50	4.20	4.00	3.90		
5 Jahre*	4.59	4.60	4.30	4.10	4.00	4.00		
10 Jahre*	4.56	4.60	4.80	4.70	4.60	4.60		
Spread 10-2 Jahre	-35	-30	30	50	60	70		
Swap-Spread 10 Jahre	-38	-30	-30	-30	-30	-30		
Euroraum								
Einlagezins	4.00	3.75	3.50	3.25	3.00	3.00		
3-Monats-Euribor	3.90	3.75	3.50	3.25	3.00	3.00		
2 Jahre*	2.94	2.70	2.40	2.20	2.40	2.60		
5 Jahre*	2.46	2.30	2.20	2.00	2.20	2.50		
10 Jahre*	2.44	2.40	2.50	2.40	2.50	2.60		
Spread 10-2 Jahre	-50	-30	10	20	10	0		
Swap-Spread 10 Jahre	31	30	30	30	30	30		
Großbritannien								
Repo-Satz	5.25	5.25	5.00	4.75	4.50	4.25		
3-Monats-OIS	5.19	5.15	4.90	4.65	4.20	4.20		
2 Jahre*	4.42	4.40	4.10	3.90	3.70	3.60		
10 Jahre*	4.22	4.20	4.10	4.00	4.10	4.20		

Wechselkursprognosen (Quartalsendstände)

	18. Apr	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	
EUR-USD	1.07	1.05	1.04	1.04	1.04	1.04	<ul style="list-style-type: none"> Für einen gegenüber dem Euro stärkeren Dollar sprechen der Wachstumsvorteil der USA und dass die Fed die Zinsen später und weniger als die EZB senken sollte. Da davon schon viel eingepreist ist, sehen wir für den Dollar allerdings nur begrenztes Aufwertungspotenzial. So ist der Euro gemessen an der Kaufkraftparität bereits jetzt günstig.
USD-JPY	154	155	157	159	159	158	
EUR-CHF	0.97	0.98	0.99	1.00	0.99	0.98	
EUR-GBP	0.86	0.85	0.85	0.85	0.84	0.84	
EUR-SEK	11.63	11.40	11.30	11.10	11.00	11.00	
EUR-NOK	11.75	11.40	11.20	11.10	11.00	10.90	
EUR-PLN	4.34	4.40	4.45	4.50	4.60	4.70	
EUR-HUF	394	390	390	410	410	415	
EUR-CZK	25.27	25.40	25.20	25.20	25.60	25.75	
USD-CAD	1.38	1.37	1.38	1.39	1.38	1.37	
USD-CNY	7.24	7.20	7.20	7.15	7.10	7.10	

Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research; Fettdruck Änderung gegenüber der letzten Woche; *Treasuries, Bundesanleihen bzw. Gilts



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 19/4/2024 07:16 CEST fertiggestellt und am 19/4/2024 07:16 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: 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 2024. Alle Rechte vorbehalten. Version 24.02

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