



## Schwache Konjunktur, mehr EZB-Zinssenkungen

Mit dem Einkaufsmanagerindex befindet sich ein wichtiger konjunktureller Frühindikator für den Euroraum den zweiten Monat in Folge nahe an der Rezessionsschwelle. Deshalb haben wir unsere Wachstumsprognose für das Winterhalbjahr gesenkt. Da außerdem die Inflation wegen der gesunkenen Energiepreise vorübergehend etwas niedriger ausfallen sollte, erwarten wir nun nicht mehr nur drei, sondern fünf weitere EZB-Zinssenkungen (Einlagensatz Mitte 2025: 2,0%). Dagegen hat sich das Bild für die weiter robust wachsende US-Wirtschaft kaum geändert.

Dr. Jörg Krämer

### **Euroraum: Im Winterhalbjahr weniger Wirtschaftswachstum, ...**

Im Oktober lag mit dem Einkaufsmanagerindex ein wichtiger Frühindikator für den Euroraum den zweiten Monat in Folge nahe an der Rezessionsschwelle (Titelchart). Wir nehmen das ernst und senken die prognostizierten Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts für das Winterhalbjahr. Für die Quartale danach erwarten wir weiter eine moderate Belebung der Konjunktur mit Zuwachsraten leicht über dem Trendwachstum, weil der Schmerz der zurückliegenden EZB-Zinserhöhungen abebbt und der Anstieg der Energiepreise von 2022/23 mittlerweile zu zwei Dritteln rückgängig gemacht ist.

Wegen der schwächeren Ausgangsbasis senken wir unsere 2025er Wachstumsprognose für den Euroraum von 1,1% auf 0,9%. Für das unter schlechten Standortbedingungen leidende Deutschland rechnen wir für 2025 nur noch mit 0,2% Wachstum (bisher: 0,5%), womit wir deutlich vorsichtiger bleiben als der Durchschnitt der Volkswirte.

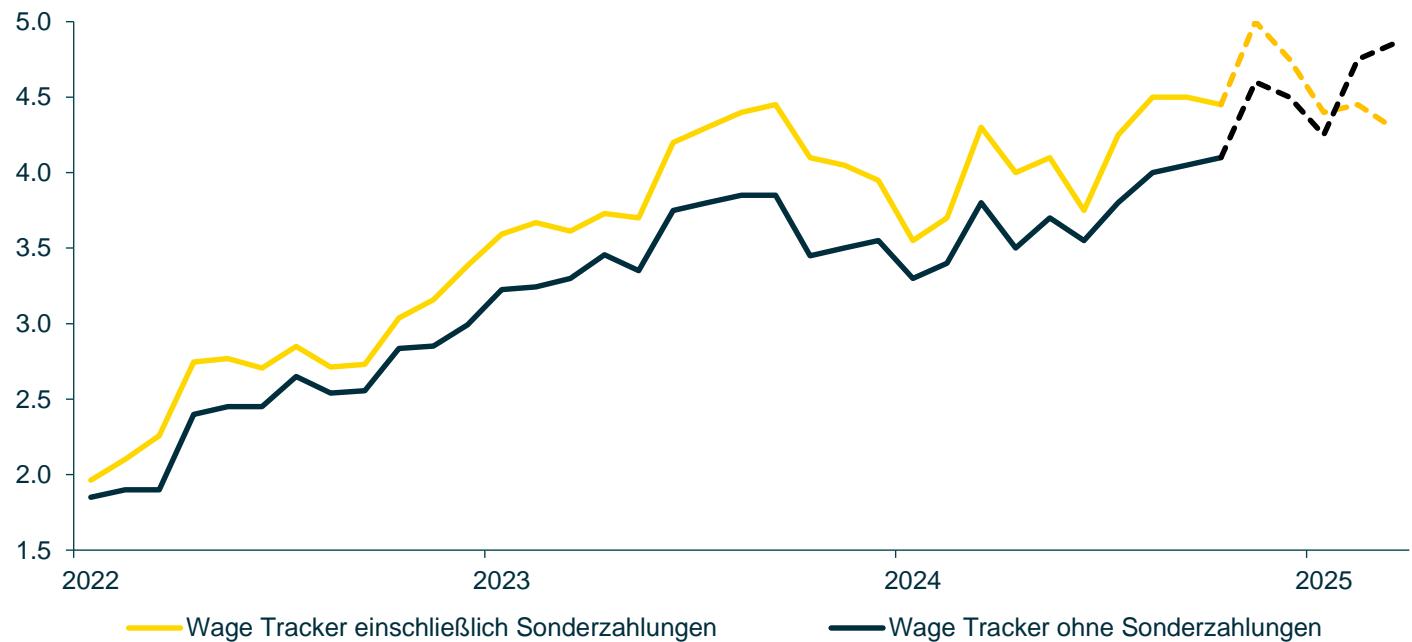
### **... was zusammen mit gefallenen Energiepreisen die Inflation drückt, ...**

Das geringe Wirtschaftswachstum im Winterhalbjahr dürfte den unterliegenden Preisdruck, also den Anstieg der Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel (Kerninflation), etwas drücken. Wichtiger ist aber der deutliche Rückgang der Energiepreise, der etwa über Transportdienstleistungen auf die Kerninflation durchschlagen dürfte. Die Kerngröße der Verbraucherpreise sollte im Winterhalbjahr vorübergehend mit aufs Jahr hochgerechneten Raten steigen, die mit dem EZB-Ziel von 2% vereinbar sind.

Ähnliches war im Herbst vergangenen Jahres zu beobachten. Allerdings lief dieser Effekt nach der Jahreswende 2023/24 aus, und die stark steigenden Löhne dominierten wieder die Kerninflation und ließen sie mit Raten steigen, die merklich oberhalb des EZB-Ziels sind. Ähnliches erwarten wir ab dem Frühjahr nächsten Jahres – zumal sich der Anstieg der Tariflöhne mittlerweile bei hohen 4,5% eingependelt hat, ohne dass bereits eine Verlangsamung sichtbar wäre (Chart 1).

**Chart 1 - Kräftig steigende Löhne**

EZB Wage Tracker basierend auf Tariflohnabschlüssen von sieben Euro-Ländern, in Prozent gegenüber Vorjahr



Quelle: EZB, Commerzbank-Research

**... wobei das Inflationsproblem langfristig nicht gelöst ist**

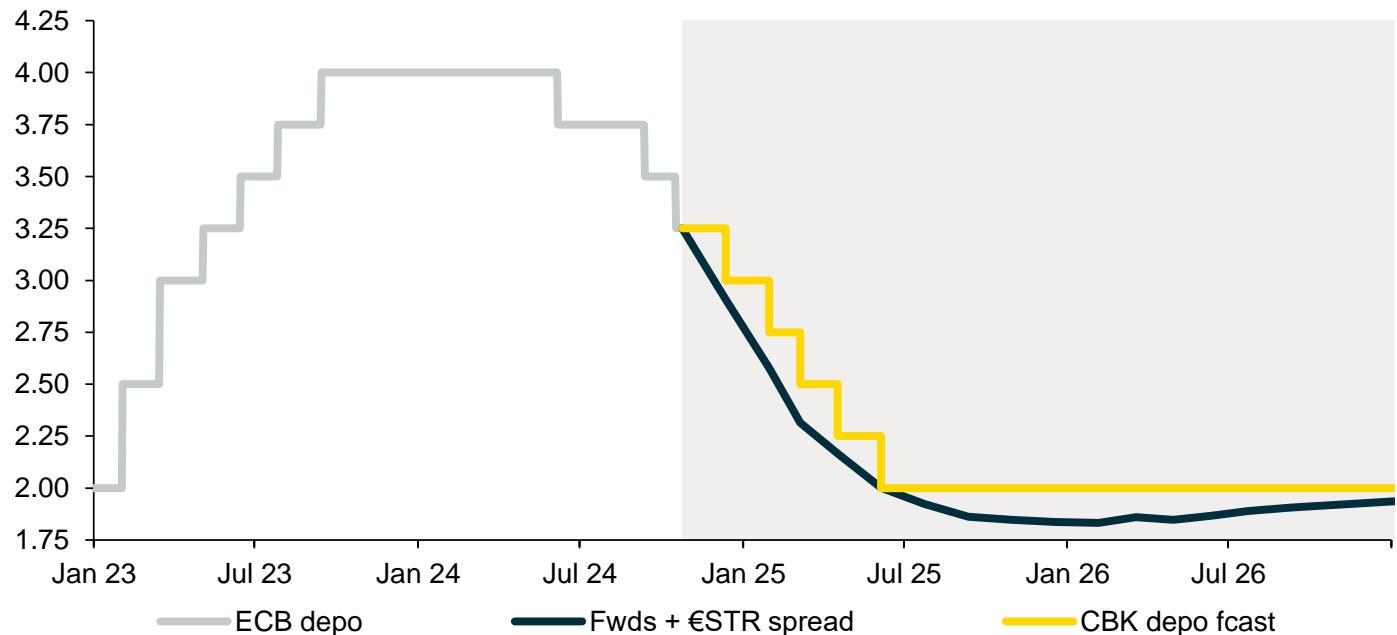
Wir halten also grundsätzlich an unserer Prognose fest, dass das Inflationsproblem noch nicht durchgreifend gelöst ist. Dafür sprechen auch strukturelle Gründe wie die De-Globalisierung, De-Karbonisierung sowie die Demographie, die das gesamtwirtschaftliche Angebot langsamer wachsen lassen. Da der von geldpolitischen Tauben dominierte EZB-Rat darauf nicht mit einer ausreichenden Straffung der Geldpolitik reagieren dürfte, wird sich am Ende wohl eine Inflation oberhalb des EZB-Ziels von 2% einstellen.

**EZB: Mehr Zinssenkungen**

EZB-Präsidentin Christine Lagarde hatte auf der Pressekonferenz vergangene Woche die gefallenen konjunkturellen Frühindikatoren als ein wichtiges Argument dafür genannt, die Leitzinsen nur fünf Wochen nach der Zinssenkung Mitte September erneut zu senken. Wenn wir nun für das Winterhalbjahr weniger Wirtschaftswachstum und eine etwas niedrigere Kerninflation erwarten, dürfte die EZB das erhöhte Zinssenkungstempo (Zinsschritte auf jeder Sitzung) anders als bisher unterstellt nach der Jahreswende zunächst beibehalten. Sie dürfte ihre Zinsen auch im Januar und April senken, auch wenn sie dann keine neuen Prognosen für die Konjunktur und die Inflation veröffentlicht. Damit prognostizieren wir für Mitte 2025 einen EZB-Einlagensatz von 2,0% (bisher: 2,5%). Danach dürfte die EZB ihren Zinssenkungsprozess beenden, weil sich die Frühindikatoren erholen und der unterliegende Preisauftrieb wieder anzieht (Chart 2). Viele EZB-Ratsmitglieder betrachten 2,0% ohnehin als ein neutrales Niveau, das die Konjunktur weder anschiebt noch bremst und langfristig zu einer Inflationsrate im Bereich der angestrebten 2% führt.

### Chart 2 - EZB dürfte Einlagesatz bis auf 2% senken

EZB-Einlagesatz, tatsächliche Entwicklung, aus Forwards berechnete Markterwartungen und Commerzbank-Prognose, in Prozent p.a.



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

### USA: Von Rezession keine Spur

Anders als im Euroraum hat die US-Wirtschaft zuletzt positiv überrascht. Während viele Anleger im Spätsommer noch eine Rezession befürchteten, hat sich der US-Arbeitsmarkt zuletzt belebt. Basierend auf bereits veröffentlichten Monatsdaten zeichnet sich für das dritte gegenüber dem zweiten Quartal ein Wirtschaftswachstum von überraschend starken 3% ab. Wir haben deshalb unsere US-Wachstumsprognose für den Durchschnitt von 2024 leicht von 2,5% auf 2,7% erhöht. Wegen der besseren Ausgangsbasis haben wir das erwartete Plus für 2025 von 1,5% auf 2,0% nach oben revidiert. Die etwas über der 2%-Marke liegenden Inflationsprognosen haben wir weitgehend bestätigt. Entsprechend fühlen wir uns mit unserer US-Leitzinsprognose weiter wohl. Wir erwarten ausgehend vom gegenwärtigen Leitzins (Obergrenze des Leitzinskorridors: 5%) sechs Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte. Der Leitzins läge dann Mitte 2025 bei 3,5%.

### Finanzmärkte: Höhere Anleiherenditen und ein schwächerer Euro

Die geänderten volkswirtschaftlichen Prognosen wirken sich auf unsere Finanzmarktprediktions aus:

**Anleihen:** Die Anleiherenditen sind sowohl in den USA als auch im Euroraum zuletzt merklich gestiegen, weil die Anleger mit Blick auf die US-Notenbank übertriebene Zinssenkungserwartungen ausgepreist haben. Um dieses erhöhte Niveau sollten die Renditen in den kommenden Monaten schwanken. Im Euroraum dürften sie ab dem Frühjahr etwas steigen, wenn ein Wiederanstieg der Frühindikatoren signalisiert, dass sich die Konjunktur ein wenig belebt und die EZB ihren Zinssenkungsprozess beendet.

**EUR-USD:** Das Auspreisen übertriebener US-Zinssenkungserwartungen hat den Dollar zuletzt gestärkt und EUR-USD gedrückt. Hinzu kommt, dass wir nun nicht mehr damit rechnen, dass die EZB-Zinssenkungserwartungen des Marktes übertrieben sind. Wir kassieren unsere Prognose signifikanter EUR-Stärke in 2025 daher wieder ein und rechnen nur noch mit leicht höheren EUR-USD-Niveaus. Hauptsächlich liegt dies weiterhin daran, dass die US-Wirtschaft im nächsten Jahr etwas schwächer wachsen dürfte.

**DAX:** Der DAX hat von der Erwartung fallender Leitzinsen profitiert. Die Vergangenheit zeigt, dass es bei diesem Muster bleiben sollte, sofern eine Rezession in den USA vermieden wird, wovon wir ausgehen. Das schließt zwischenzeitliche Rückgänge natürlich nicht aus – etwa wenn Zweifel am Geschäftsmodell hochbewerteter Unternehmen aus dem Bereich der Künstlichen Intelligenz auftreten.



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

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

### Economic Research

Dr. Jörg Krämer (Leiter)  
+49 69 136 23650  
Dr. Ralph Sølveen (stv. Leiter, Deutschland)  
+49 69 9353 45622  
Dr. Christoph Balz (USA, Fed)  
+49 69 9353 45592  
Dr. Vincent Stamer (Euroraum, Welthandel)  
+49 69 9353 45800  
Dr. Marco Wagner (EZB, Deutschland, Italien)  
+49 69 9353 45623  
Bernd Weidensteiner (USA, Fed)  
+49 69 9353 45625  
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 & Commodities 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  
Volkmar Baur (FX)  
+49 69 9353 26854  
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 (täglicher 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

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 25/10/2024 11:39 CEST fertiggestellt und am 25/10/2024 11:39 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.

**Analyst Certification (AC): Die Verfasser, der am Anfang dieses Berichts mit AC bezeichnet wird, 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 Meinungsaussagen 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 akkurate Informationen und/ oder die Tatsache, dass sich die von der Commerzbank oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Kanada:** Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Prospekt, Anzeige, öffentliche Emission oder Angebot bzw. Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der beschriebenen Wertpapiere in Kanada oder einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium beabsichtigt. Angebote oder Verkäufe der beschriebenen Wertpapiere erfolgen in Kanada ausschließlich im Rahmen einer Ausnahme von der Prospektflicht 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:** Dieses Dokument ist grundsätzlich nicht zur Verteilung an Retail-Kunden bestimmt. 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 einzuhören.

**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 Article 2(31) des FIEA und Article 23 der Cabinet Ordinance Regarding Definition of Article 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 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 berechtigte 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 24.05

#### Commerzbank Filiale

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