

# Woche im Fokus

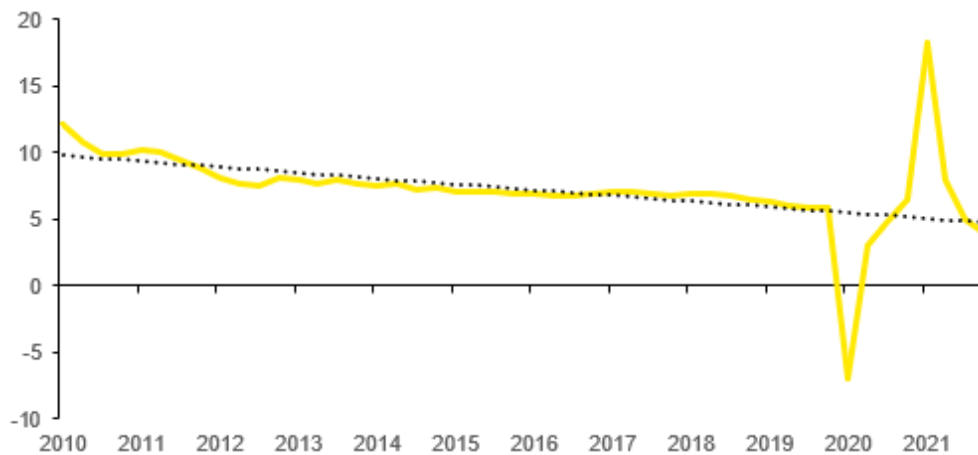
21. Januar 2022

## China – Retten die Zinssenkungen das Wachstum?

Die chinesische Zentralbank hat ihren Leitzins schon zwei Mal gesenkt. Wir analysieren, ob dies den Abschwung der chinesischen Wirtschaft wirklich stoppen kann. **Seite 2**

### China: Wirtschaftswachstum schwächt sich weiter ab

Reales Bruttoinlandsprodukt, Veränderung gg. Vorjahr in %, Quartalsdaten. Gestrichelte Linie: Trend 2010 - 2019



Quelle: IHS, Commerzbank-Research

**Fed-Vorschau – Letzte Vorbereitungen für den Lift-Off:** Auf ihrer Sitzung in der kommenden Woche dürfte die US-Notenbank ein klares Signal für eine Zinserhöhung im März geben. **Seite 5**

### Ausblick auf die Woche vom 24. bis 28. Januar 2022

**Konjunkturdaten:** Die wieder deutlich gestiegenen Infektionszahlen haben im vierten Quartal das Wirtschaftswachstum in den Euro-Ländern gebremst. Die US-Wirtschaft hat hingegen wohl noch einmal kräftig zugelegt. **Seite 9**

**Anleihenmärkte:** Nachdem die 10-jährige Bundrendite kurzzeitig über die 0%-Marke gestiegen ist, rechnen wir wieder mit fallenden Renditen. **Seite 11**

**Devisenmärkte:** Der Devisenmarkt wartet auf die Zinsentscheidung der Fed. Bis dahin dürfte die Volatilität im Dollar hoch bleiben. **Seite 12**

**Aktienmärkte:** Wir erwarten, dass sich die nervöse DAX-Schaukelbörse zwischen 15.000 und 16.000 Indexpunkten zumindest bis zur Fed-Sitzung Mitte März fortsetzen wird. **Seite 13**

**Rohstoffmärkte:** Trotz des jüngsten Anstiegs wird der Goldpreis wohl kaum einen Durchmarsch nach oben hinlegen. **Seite 14**

Chefvolkswirt:

**Dr. Jörg Krämer**

+49 69 136 23650

joerg.kraemer@commerzbank.com

Editor:

**Dr. Ralph Solveen**

+49 69 136 22322

ralph.solveen@commerzbank.com

## China – Retten die Zinssenkungen das Wachstum?

Hao Zhou

Tel: +65 (0)6311 0166

Bernd Weidensteiner

Tel: +49 69 136 24527

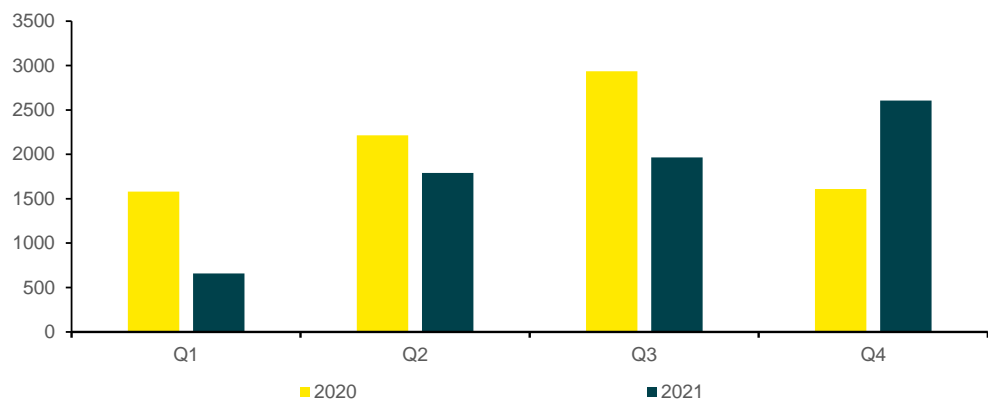
Nach einer weiteren Abschwächung der Konjunktur im letzten Quartal 2021 hat die chinesische Notenbank ihre Leitzinsen erneut gesenkt. Weitere Schritte sind möglich, dennoch wird das Wachstum auf absehbare Zeit wohl kaum spürbar anziehen. Denn die Kreditvergabe dürfte wegen der hohen Verschuldung vieler Unternehmen grundsätzlich moderat bleiben. Eine zusätzliche Bremse sind die scharfen Maßnahmen zur Bekämpfung der Corona-Pandemie. Lieferengpässen bei vielen Gütern dürften daher bestehen bleiben und die Konjunktur auch in den westlichen Industrieländern bremsen.

### Politik reagiert auf schwächeres Wachstum, ...

In China reagieren Notenbank und Regierung auf die deutliche Wachstumsverlangsamung im Verlauf des vergangenen Jahres (siehe Titelchart). So hat am Donnerstag die chinesische Zentralbank (People's Bank of China, PBoC) die Leitzinsen den zweiten Monat in Folge gesenkt, ein weiterer Zinsschritt dürfte spätestens im zweiten Quartal folgen. Zudem scheinen die Banken – sicherlich auf Anweisung der Notenbank – wieder mehr Immobilienkredite vergeben zu haben. Außerdem wurde die Finanzpolitik wieder expansiver ausgerichtet. So hat die Regierung im vierten Quartal wieder deutlich mehr Anleihen emittiert als ein Jahr zuvor (Chart 1).

### Chart 1 - China: Kommt die Finanzpolitik zuhilfe?

Nettoschuldenaufnahme des Staates, Mrd CNY



Quelle: WIND, Commerzbank-Research

### ... aber kein Abschied von Entschuldungs-Kampagne

Die expansivere Finanzpolitik wird die Konjunktur sicherlich stützen. Gleiches gilt für die jüngsten Zinssenkungen, die die Schuldner direkt entlasten. Allerdings sollte man Letztere nicht mit einem durchgreifenden Kurswechsel in der Geldpolitik gleichsetzen. Denn anders als in den westlichen Volkswirtschaften wird die Kreditvergabe der Banken in China nicht indirekt über die Zinssätze der Zentralbank gesteuert, sondern direkt über die Kreditvergabeziele der Banken.

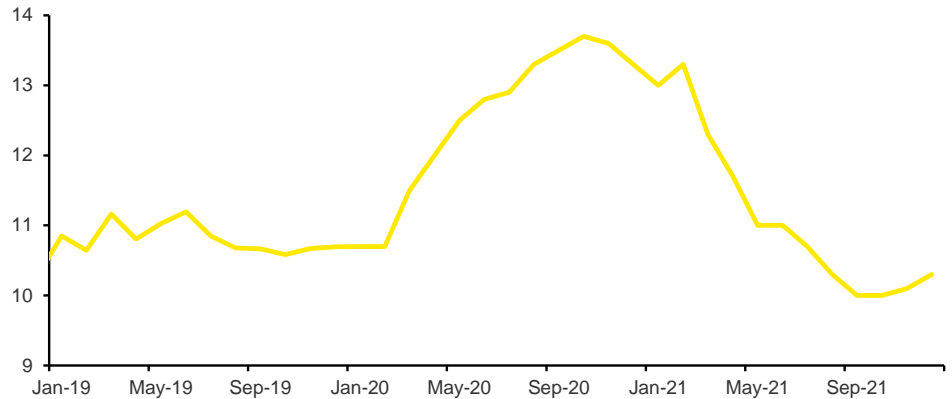
So ist die Verlangsamung des Wachstums im Verlauf des vergangenen Jahres zu einem großen Teil darauf zurückzuführen, dass der Zuwachs der Kredite seit Ende 2020 wieder deutlich gedrosselt wurde, nachdem die Schleusen Anfang 2020 als Reaktion auf den Ausbruch der Pandemie geöffnet worden waren (Chart 2).[1] Inzwischen hat sich das Kreditwachstum stabilisiert und zuletzt ist es – in erster Linie wegen der größeren Kreditaufnahme des Staates – sogar wieder etwas gestiegen. Anfang dieses Jahres dürfte sich diese leichte Aufwärtstendenz wegen der erwähnten umfangreicheren Immobilienkredite fortgesetzt haben.

Ein Öffnen der Schleusen wie im Frühjahr 2020 dürfte es aber kaum geben. Denn die Regierung hält an ihrem Ziel fest, die hohe Verschuldung der Unternehmen – zumindest in Relation zum Bruttoinlandsprodukt – nicht weiter steigen zu lassen oder sie in den besonders betroffenen Sektoren sogar zu verringern. So hat diese Woche der stellvertretende Gouverneur der PBoC, Liu Guoqiang, in einer Pressemitteilung bekräftigt, dass China das Kreditvolumen nur im Einklang mit dem nominalen BIP-Wachstum steigen lassen wird. Darum dürfte das Kreditwachstum im Verlauf dieses Jahres eher wieder nachlassen und unter seinem

Vorkrisenniveau verharren, womit die Konjunktur von der Geldpolitik weiterhin nur schwache Impulse bekommen wird.

**Chart 2 - Kredite wachsen langsamer als vor der Krise**

Bestand der Gesamtfinanzierung (Aggregate Financing to the Real Economy) Total Social Financing), in Prozent gegenüber dem Vorjahr



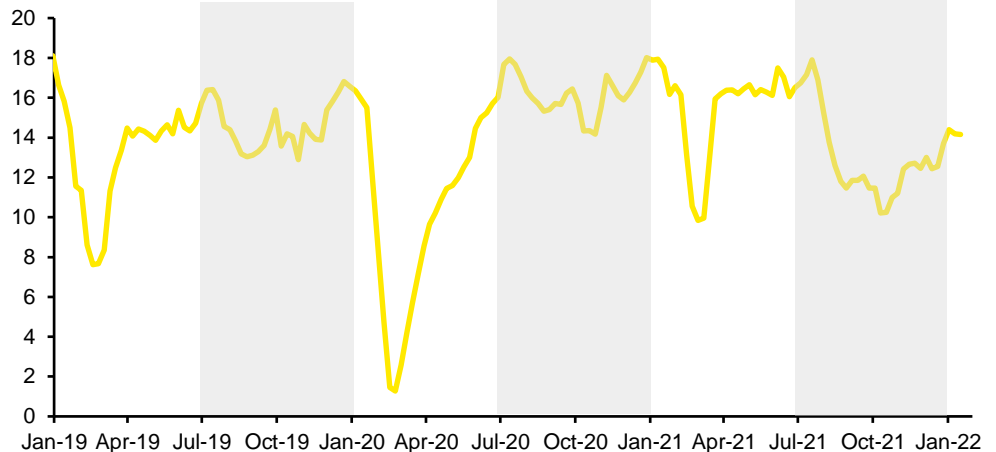
Quelle: PBoC, Commerzbank-Research

**Immobilienmarkt bleibt schwach**

Ein Sorgenkind bleibt dabei der Immobilienmarkt, der sich im Verlauf des vergangenen Jahres – auch wegen der von der Notenbank im Zuge ihrer Entschuldungskampagne verfüigten Verknappung der Kredite – deutlich abgeschwächt hat. Denn hierdurch sind einige der großen Immobilienentwickler stark unter Druck geraten. In der Folge sind die Hausverkäufe trotz der jüngsten leichten Erholung weiter deutlich niedriger als in den vergangenen Jahren (Chart 3). Die aktuell großzügigere Vergabe von Immobilienkrediten mag zwar für etwas Entspannung sorgen. Mit einer spürbaren Belebung ist aber nicht zu rechnen.

**Chart 3 - Hauskäufe deutlich unter "Normalniveau"**

wöchentliche Hauskäufe in 30 Großstädten, rollierende 4-Wochen-Summe, in Millionen Quadratmeter, grau unterlegt ist jeweils das zweite Halbjahr



Quelle: WIND, Commerzbank-Research

**Belastungsfaktor Omikron**

Kurzfristig dürfte die Wirtschaft zudem wieder stärker durch die Pandemie belastet werden. Denn China verfolgt als eines der letzten Länder eine Null-Covid-Strategie, will also jegliche Infektionswelle verhindern. Dabei breitet sich auch in China die Omikron-Variante des Virus zusehends aus. So sind kürzlich in Peking, Shanghai und einigen anderen Städten solche Fälle aufgetreten. Da Anfang Februar die Olympischen Winterspiele in Peking beginnen, werden die chinesischen Behörden die bereits strengen Covid-Beschränkungen wahrscheinlich weiter verschärfen. Darunter dürfte auch die Reisetätigkeit während des bevorstehenden chinesischen Neujahrsfestes leiden, was die Binnennachfrage schwächt.

Als Konsequenz wird die Wirtschaft sicherlich nicht so einbrechen wie im ersten Quartal 2020. Allerdings wird sie in den kommenden Monaten ähnlich wie zu Beginn des vergangenen Jahres, als das reale Bruttoinlandsprodukt gemäß den gerade revidierten Daten nur um 0,3 %

stieg, nur vergleichsweise schwach zulegen. Wir haben unsere Prognose für das Wachstum im ersten Quartal bereits von 1,1% auf 0,7% gegenüber dem Vorquartal nach unten korrigiert, wobei weiterhin die Abwärtsrisiken überwiegen.

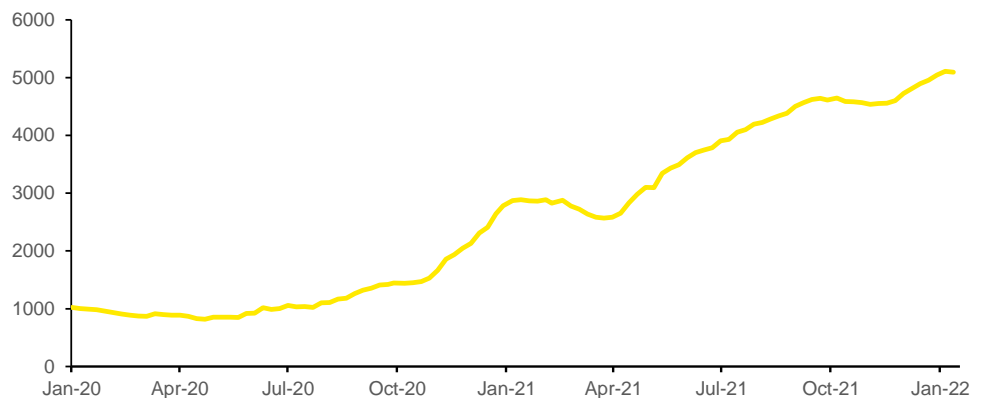
### Keine schnelle Entspannung bei globalen Lieferketten

Die Behinderungen der chinesischen Wirtschaft sprechen auch gegen eine schnelle Überwindung der Lieferengpässe bei vielen Vorprodukten. Arbeitnehmer, die unter Quarantäne stehen, gelangen nicht zu ihren Arbeitsplätzen, die Versorgung mit Vorprodukten wird schwieriger, ebenso der Transport von Fertigprodukten. Die Folge ist, dass die Unternehmen ihre Produktion drosseln. Als zum Beispiel die Stadt Tianjin die Virusbeschränkungen verschärfte, nachdem die Omicron-Fälle gemeldet wurden, kündigten einige weltweit tätige Halbleiterfirmen an, ihre Produktion auszusetzen.

Zudem wird auch der Betrieb in den chinesischen Häfen immer wieder empfindlich gestört, was die Engpässe beim weltweiten Schiffftransport verschärft. Dies zeigen die Kosten für die Verschiffung aus China, die seit dem Ausbruch des Virus in die Höhe geschossen sind (Chart 4) Verglichen mit dem Niveau vor der Pandemie sind die aktuellen Transportkosten um mehr als 400 % gestiegen. Abriegelungen und die Reisebeschränkungen tun ein Übriges, um Unsicherheiten und Kosten zu erhöhen.

### Chart 4 - Frachtkosten explodieren

Shanghai Containerfrachtindex, 16.10.2009 = 1000



Quelle: WIND, Commerzbank-Research

### Geopolitische Unsicherheiten bleiben, ...

Ein weiterer Bremsfaktor für die chinesische Wirtschaft bleibt zudem der Konflikt mit den USA und dessen potenziellen Folgen für den Handel zwischen den beiden Ländern. Denn eine Entspannung ist hier nicht in Sicht. Vielmehr hat die Regierung Biden beschlossen, die Olympischen Winterspiele in Peking im Februar wegen der Besorgnis über "Verbrechen gegen die Menschlichkeit" und andere Menschenrechtsverletzungen zu boykottieren.

Auch die Handelsstreitigkeiten mit den USA sind keineswegs gelöst. So hat die US-Regierung die Beibehaltung der von Präsident Trump stark erhöhten Zölle angekündigt, nachdem China seine im "Phase-1"-Abkommen zugesagten Abnahmeverpflichtung bei weitem nicht eingehalten hat. Das Phase-1-Abkommen ist Ende 2021 ausgelaufen, eine Anschlussvereinbarung ist noch nicht absehbar.

### ... und die Autarkie-Strategie bereitet Sorgen

Für ein langfristig schwächeres Wachstum in China spricht neben den demographischen Problemen die von der Regierung verfolgte "Strategie des gemeinsamen Wohlstands", die unter anderem auf eine umfassende Autarkie der chinesischen Wirtschaft abzielt. Die jüngsten Maßnahmen gegen das private Bildungswesen, den Immobilienmarkt und die Technologiekonzerne zeigen, dass in diesem Rahmen der Staat seinen Einfluss auf die Wirtschaft noch einmal deutlich ausbauen will. Mittelfristig dürfte dies die ohnehin schon schwache Produktivitätsentwicklung in China eher noch weiter bremsen.

[1] Die Gesamtfinanzierung bezieht sich auf ein breites Aggregat der Mittelvergabe des Finanzsystems, das Bankdarlehen, Anleihen, Eigenkapital und außerbilanzielle Kredite oder Schattenbanken (nichtdiskontierte Bankpapiere, Trust Loans und Entrusted Loans) umfasst. (zurück)

# Fed-Vorschau – Letzte Vorbereitungen für den Lift-Off

**Bernd Weidensteiner**  
Tel: +49 69 136 24527

**Auf ihrer Sitzung in der kommenden Woche dürfte die Fed ein klares Signal geben, dass sie das Zielband für ihren Leitzins voraussichtlich im März erstmals erhöhen wird. Während dies wohl allgemein erwartet wird, bleibt unsicher, ab wann und wie stark die Fed ihre aufgeblähte Bilanzsumme wieder verringern will. Wir gehen davon aus, dass dieser Normalisierungsprozess früher beginnen und schneller erfolgen wird als beim letzten Mal.**

## Kursänderung der Fed ist schon eingeleitet

Die hohe Inflation ist jetzt für die Fed das Problem Nr. 1. Darum hat sie bereits im letzten November begonnen, ihre Anleihekäufe zu reduzieren. Im März wird sie die Nettokäufe von Anleihen wohl komplett einstellen. Diesen Zeitplan dürfte die Notenbank auf der Sitzung nächste Woche bestätigen. Gleichzeitig wird sie wohl ein klares Signal geben, dass die Voraussetzungen für eine erste Zinserhöhung im März erfüllt sein sollten.

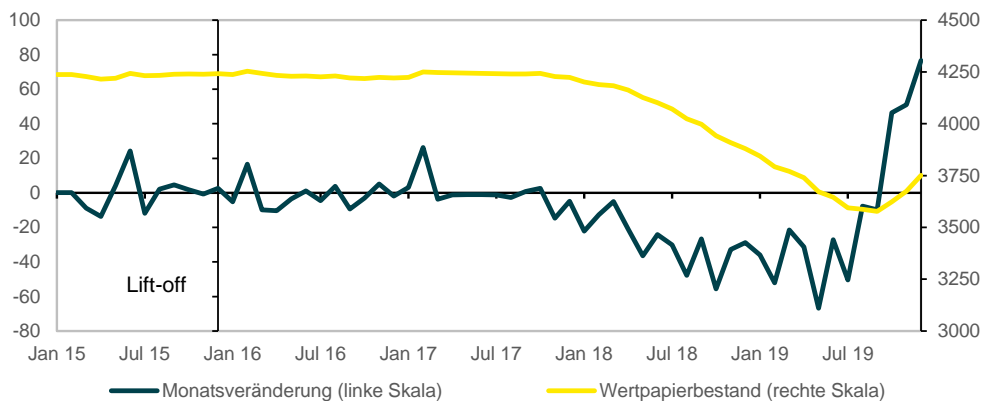
Ungeklärt sind aber weiterhin der Zeitplan und das Tempo der "Normalisierung" – also der Verringerung – der im Zuge der Krisenbekämpfung enorm aufgeblähten Bilanzsumme der Fed. Seit Ende 2019 ist das Wertpapierportfolio der Fed von knapp 3,8 Billionen auf zuletzt 8,4 Billionen angewachsen. Dieses Portfolio macht aktuell 94% der Aktiva der Fed aus, weshalb wir die anderen Aktiva im Folgenden ignorieren.

## Rückführung der Fed-Bilanz: damals (2017-19)...

Einen Anhaltspunkt liefert die Reduzierung der Bilanz im letzten Zyklus. Damals ließ die Fed eine erste Verringerung ihrer Wertpapierbestände erst beinahe zwei Jahre nach der ersten Zinserhöhung zu. Dabei führte die Fed eine Obergrenze (Cap) für die monatliche Verringerung ihrer Anleihenbestände ein; nur über diesen Caps liegende Zuflüsse aus Fälligkeiten wurden reinvestiert. Die Caps betragen anfangs 10 Mrd Dollar pro Monat und wurden dann alle drei Monate bis auf ein Maximum von 50 Mrd Dollar im Monat erhöht. Bis September 2019 wurde das Portfolio der Fed so um rund 660 Mrd Dollar, also um 15%, verringert (Chart 1).

### Chart 1 - Bilanznormalisierung: Episode 1 - 2017-19

Wertpapierportfolio der Fed: Volumen und monatliche Veränderung in Mrd. \$. Lift-off, also die erste Zinserhöhung, war im Dezember 2015.



Quelle: Fed, IHS, Commerzbank Research

## ... und heute

Auf diesen Erfahrungen basieren unsere Erwartungen für den Ablauf der kommenden Bilanznormalisierung der Fed, wobei allerdings zu berücksichtigen ist, dass sich die wirtschaftliche Lage von der damaligen unterscheidet:

- Die Reduzierung der Bilanz wird erst nach der ersten Zinserhöhung einsetzen, was das Protokoll der Dezember-Sitzung noch einmal bestätigt hat.
- Die aktuelle wirtschaftliche Erholung läuft im Vergleich mit den Jahren nach 2010 im Zeitraffer, gleichzeitig ist die Inflation viel höher. Wir rechnen daher mit einem zügigen Beginn der Normalisierung und erwarten die diesbezügliche Entscheidung bereits für die Sitzung im Mai.

- Die Fed dürfte ihre Wertpapierbestände erneut dadurch abbauen, dass sie nicht alle fälligen Anleihen reinvestiert. Dies ist problemlos darstellbar, da das Portfolio der Fed auch kurzfristig hohe Fälligkeiten aufweist. So werden in diesem Jahr von der Fed gehaltene US-Staatsanleihen im Wert von über 1,1 Billionen Dollar fällig. Dies sind fast 14% des Gesamtportfolios (2017 waren nur 9% des Portfolios solche Kurzläufer). Hinzu kommen Zuflüsse aus Vorfälligkeitstilgungen der hypothekengedeckten Wertpapiere (MBS), von denen die Fed gegenwärtig 2,6 Billionen Dollar im Portfolio hat.
- Die Fed wird das Reduzieren des Wertpapierportfolio erneut auf Autopilot schalten wollen. Nach Ansicht der Fed ist der Leitzins das entscheidende Instrument für den Expansionsgrad der Geldpolitik und soll im Zuge der Normalisierung die Signale setzen. Die Fed dürfte daher erneut Caps für die monatliche Verringerung der Anleihenbestände beschließen und sie über einen gewissen Zeitraum bis zur Maximalgröße erhöhen. Angesichts der im Vergleich zu 2017 in etwa doppelt so langen Bilanz der Fed rechnen wir damit, dass die Fed die Caps bis zum Frühjahr 2023 auf 100 Mrd Dollar im Monat anhebt.
- Mit Verkäufen von Anleihen rechnen wir nicht. Dies wäre ein Signal, dass der Fed die Dinge aus der Hand gleiten und sie daher ein starkes Bremsmanöver für nötig hält. Wenn die Fed die Hälfte der seit Ende 2019 gekauften Anleihen wieder abbauen will – ihr Portfolio also um 2 Billionen Dollar reduziert – könnte sie das mit den von uns angenommenen Caps binnen zweier Jahre bewerkstelligen.

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

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

Dr. Michael Schubert (EZB)  
+49 69 136 23700

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

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

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

Hao Zhou (EM)  
+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

Daniel Briesemann (Rohstoffe)  
+49 69 136 29158

Carsten Fritsch (Rohstoffe)  
+49 69 136 21006

Barbara Lambrecht (Rohstoffe)  
+49 69 136 22295

**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:** TagesInfo Rohstoffe (tägliches Kommentar zu Edel- und Industriemetallen sowie zum Energiemarkt)  
Rohstoffe kompakt (wöchentliche Analyse zu Energie-, Metall- und Agrarmärkten)
- 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.

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 21/1/2022 07:20 CET fertiggestellt und am 21/1/2022 07:20 CET 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 verantwortlich. Die Commerzbank AG ist bei der CFTC vorläufig als Swap Händler registriert.

**Sofern diese Ausarbeitung eine Analyse eines oder mehrerer Beteiligungspapiere enthält, sei darauf hingewiesen, dass die Verfasser bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigenen Einschätzungen genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Dotierung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen wird. Der (bzw. die) in dieser Ausarbeitung genannte(n) Analyst(en) ist (sind) nicht bei der FINRA als Research-Analysten registriert/qualifiziert. Solche Research-Analysten sind möglicherweise keine assoziierten Personen der Commerz Markets LLC und unterliegen daher möglicherweise nicht den Einschränkungen der FINRA Rule 2241 in Bezug auf die Kommunikation mit einem betroffenen Unternehmen, öffentliche Auftritte und den Handel mit Wertpapieren im Bestand eines Analysten.**

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

#### Mögliche Interessenkonflikte

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

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

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

#### Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers. Es stellt keine Anlageberatung dar. Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder irgendeiner anderen Handlung beabsichtigt und dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages. Anleger sollten sich unabhängig und professionell beraten lassen und ihre eigenen Schlüsse im Hinblick auf die Eignung der Transaktion einschließlich ihrer wirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit und Risiken sowie ihrer Auswirkungen auf rechtliche und regulatorische Aspekte sowie Bonität, Rechnungslegung und steuerliche Aspekte ziehen.

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

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 wurde von der Commerzbank AG, Filiale London, herausgegeben oder für eine Herausgabe in Großbritannien genehmigt. Die Commerzbank AG, Filiale London, ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen, und mit „deemed Variation of Permission“. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority. Einzelheiten zum Temporary Permissions Regime, das im Europäischen Wirtschaftsraum ansässigen Firmen während der Beantragung einer uneingeschränkten Zulassung den Geschäftsbetrieb in Großbritannien für begrenzte Zeit gestattet, können auf der Website der Financial Conduct Authority eingesehen werden. Diese Ausarbeitung richtet sich ausschließlich an „Eligible Counterparties“ und „Professional Clients“. Sie richtet sich nicht an „Retail Clients“. Ausschließlich „Eligible Counterparties“ und „Professional Clients“ ist



es gestattet, die Informationen in dieser Ausarbeitung zu lesen oder sich auf diese zu beziehen. Die Commerzbank AG, Filiale London, bietet weder Handel, Beratung noch andere Anlagendienstleistungen für „Retail Clients“ an.

**USA:** Die Commerz Markets LLC („CMLLC“) hat die Verantwortung für die Verteilung dieses Dokuments in den USA unter Einhaltung der gültigen Bestimmungen übernommen. Wertpapiertransaktionen durch US-Bürger müssen über die CMLLC abgewickelt werden. Nach geltendem US-amerikanischem Recht können Informationen, die CMLLC-Kunden betreffen, an andere Unternehmen innerhalb des Commerzbank-Konzerns weitergegeben werden. Sofern dieses Dokument zur Verteilung in den USA freigegeben wurde, ist es ausschließlich an "US Institutional Investors" und "Major US Institutional Investors" gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem Securities Exchange Act von 1934 beschrieben. Die CMLLC ist Mitglied der FINRA und SIPC. Bankdienstleistungen in den USA werden von der Commerzbank AG, Filiale New York, erbracht. Wertpapieraktivitäten in den USA werden über die CMLLC abgewickelt, Swaptransaktionen über die Commerzbank AG. Die Commerzbank AG ist kein Mitglied der SIPC und ist bei der CFTC vorläufig als Swaphändler registriert. Derivatetransaktionen mit US-Personen sind nach den Bestimmungen des Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act durchzuführen. Einige Produkte oder Dienstleistungen sind in den USA gegebenenfalls nicht verfügbar.

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

**Europäischer Wirtschaftsraum:** Soweit das vorliegende Dokument durch eine außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraumes ansässige Rechtsperson erstellt wurde, erfolgte eine 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, und mit „deemed Variation of Permission“. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority. Einzelheiten zum Temporary Permissions Regime, das im Europäischen Wirtschaftsraum ansässigen Firmen während der Beantragung einer uneingeschränkten Zulassung den Geschäftsbetrieb in Großbritannien für begrenzte Zeit gestattet, können auf der Website der Financial Conduct Authority eingesehen werden.

**Schweiz:** Bei diesem Dokument handelt es sich um Werbung im Sinne des FIDLEG. Die in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente stellen keine Beteiligung an einer kollektiven Kapitalanlage im Sinne des schweizerischen Kollektivanlagengesetzes (KAG) dar. Diese Publikation, die hierin enthaltenen Informationen sowie alle anderen Publikationen im Zusammenhang mit den hierin erwähnten Finanzinstrumenten dürfen ausschließlich an qualifizierte Anlegerinnen und Anleger gemäß KAG weitergegeben werden und sind nur solchen qualifizierten Anlegerinnen und Anlegern zur Verfügung zu stellen.

**Singapur:** Dieses Dokument wird in Singapur von der Commerzbank AG, Filiale Singapur, zur Verfügung gestellt. Es darf dort nur von institutionellen Investoren oder akkreditierten Investoren, jeweils laut Definition in Section 4A des Securities and Futures Act, Chapter 289, von Singapur („SFA“) gemäß Section 274 bzw. Section 275 des SFA, entgegengenommen werden. Dieses Dokument stellt keine Beratung in bilanziellen, rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, finanziellen oder anderen Fragen und/oder Empfehlungen für den Empfänger dieser Ausarbeitung dar. Darüber hinaus stellen die hierin enthaltenen Mitteilungen/Informationen keine „Finanzberatungs-Dienstleistung“ im Sinne des Financial Advisers Act, Chapter 110, von Singapur („FAA“) dar; deshalb gelten die gegenüber einem Kunden gegebenenfalls zu beachtenden aufsichtsrechtlichen Anforderungen und geschuldeten Pflichten nach oder in Verbindung mit dem FAA nicht in Verbindung mit dieser Ausarbeitung für den Empfänger. Den Empfängern wird empfohlen, zu den hierin enthaltenen Informationen den unabhängigen Rat ihrer eigenen professionellen Berater einzuholen.

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

**Japan:** Diese Informationen und ihre Verteilung stellen keine „Aufforderung“ gemäß dem Financial Instrument Exchange Act (FIEA) dar und sind nicht als solche auszulegen. Diese Informationen dürfen von internationalen Filialen der Commerzbank außerhalb Japans ausschließlich an „professionelle Anleger“ gemäß Section 2(31) des FIEA und Section 23 der Cabinet Ordinance Regarding Definition of Section 2 of the FIEA verteilt werden. Die Commerzbank AG, Tokyo Branch, war nicht an der Erstellung dieser Informationen beteiligt. Die in dieser Ausarbeitung empfohlenen 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 Institute bestimmt, die Finanztransaktionen durchführen dürfen. Niemand sonst darf sich auf Informationen verlassen, die in diesem Dokument enthalten sind. Derivatetransaktionen von VRC-Personen dürfen nur von VRC-Finanzinstituten eingegangen werden, denen Derivategeschäfte in der VRC gestattet sind und die alle notwendigen aufsichtsrechtlichen Genehmigungen in der VRC eingeholt haben.

© Commerzbank AG 2022. Alle Rechte vorbehalten. Version 22.01

**Commerzbank Filiale**

Frankfurt	London	New York	Singapore	Hong Kong
Commerzbank AG	Commerzbank AG	Commerz Markets LLC	Commerzbank AG	Commerzbank AG
DLZ - Gebäude 2, Händlerhaus	PO BOX 52715	225 Liberty Street, 32nd floor,	71, Robinson Road, #12-01	15th Floor, Lee Garden One
Mainzer Landstraße 153	30 Gresham Street	New York,	Singapore 068895	33 Hysan Avenue,
60327 Frankfurt	London, EC2P 2XY	NY 10281-1050		Causeway Bay
				Hong Kong
Tel: + 49 69 136 21200	Tel: + 44 207 623 8000	Tel: + 1 212 703 4000	Tel: +65 631 10000	Tel: +852 3988 0988