

Woche im Fokus

Euroraum: Vor einer neuen Blase am Immobilienmarkt

Kommende Woche dürfte die EZB die Details für den nächsten Langfristtender festlegen, und mancher fordert bereits weitere Maßnahmen, um die schwächelnde Konjunktur zu stützen. Dabei wird mit Verweis auf die niedrige Kernteuerungsrate häufig der Eindruck erweckt, dass diese Politik nichts kostet. Ein Blick auf den Immobilienmarkt belehrt eines Besseren. Denn dort droht nicht nur in Deutschland die nächste Blase.

[Seite 2](#)

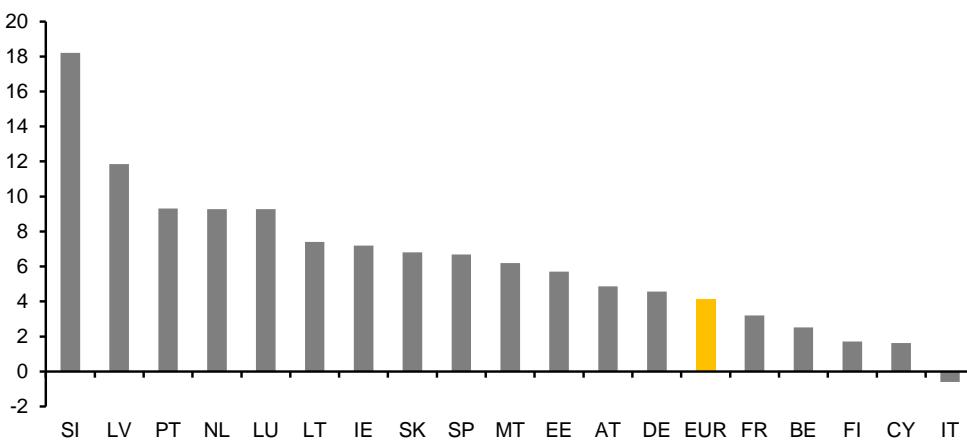
31. Mai 2019



Die Woche im Fokus in 100 Sekunden
Sehen Sie hier die Video-Zusammenfassung.

Euroraum – Fast überall steigen die Häuserpreise

Häuserpreise, Veränderung 2018Q4 gegenüber 2017Q4 in Prozent; für Griechenland liegen bei Eurostat keine Häuserpreise vor



Quellen: Eurostat, Commerzbank Research

EZB-Sitzung – TLTRO-Details und abwarten: Der EZB-Rat dürfte kommende Woche die Details für die neuen Langfristtender festlegen, aber sonst nichts beschließen.

[Seite 5](#)

Ausblick auf die Woche vom 3. bis zum 7. Juni

Konjunkturdaten: Wieder etwas höhere Einkaufsmanagerindizes und ein weiterhin solider Arbeitsmarkt dürften die Sorgen um die US-Konjunktur verringern. Im Euroraum ist die Kernteuerungsrate im Mai wohl wieder deutlich gefallen.

[Seite 8](#)

Rentenmärkte: Ein nachhaltiger Anstieg der Renditen von Bundesanleihen ist weiterhin nicht in Sicht.

[Seite 11](#)

Devisenmärkte: Forderungen aus Italien nach einem größeren Spielraum bei den Defiziten und einer Garantie der Staatsschulden durch die EZB haben den Euro geschwächt.

[Seite 12](#)

Aktienmärkte: Das kräftige Geldmengenwachstum und eine wieder recht pessimistische Stimmung der Anleger sprechen gegen einen Einbruch beim DAX.

[Seite 13](#)

Rohstoffmärkte: Das weiterhin knappe Öl-Angebot wird den Ölpreis bei 70 USD je Barrel halten.

[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

Bitte beachten Sie die rechtlichen Hinweise auf den Seiten 17 und 18.

research.commerzbank.com / Bloomberg: CBKR

Euroraum: Vor einer neuen Blase am Immobilienmarkt

Dr. Ralph Solveen
Tel. +49 69 136 22322

Seit einigen Jahren steigen die Häuserpreise nicht nur in Deutschland, sondern in den meisten Euro-Ländern deutlich an. Dies zeigt einmal mehr, dass die expansive Geldpolitik der EZB ihren Preis hat. So erscheinen Häuser in einigen Ländern wie Belgien und Frankreich, zunehmend aber auch in Deutschland, bereits als teuer. Sollte die EZB wie von uns erwartet noch lange Zeit an ihrer Negativzinspolitik festhalten, droht die nächste Blase bei den Immobilienpreisen.

Fast überall steigen die Häuserpreise, ...

Kommenden Donnerstag wird die EZB wohl die Konditionen für die neuen Langfristtender festlegen und damit die nächste expansive Maßnahme auf die Schiene setzen (für die Details siehe Seite 5). Begründet wird weitere Lockerung der Geldpolitik mit dem weiterhin sehr schwachen unterliegenden Preisauftrieb.

Allerdings ist es keinesfalls so, dass diese Politik – wie häufig in der öffentlichen Diskussion mit Verweis auf die geringe Inflation suggeriert – keine „Kosten“ hat. Dies zeigt sich z.B. am Immobilienmarkt. Wegen der in vielen Regionen Deutschlands kräftig steigenden Häuserpreisen wird seit einiger Zeit immer wieder diskutiert, ob sich hier bereits eine Blase gebildet hat. Dabei wird häufig übersehen, dass Deutschland im Euroraum keinesfalls ein Einzelfall ist, sondern die Häuserpreise in vielen Euro-Ländern inzwischen deutlich stärker steigen als in Deutschland. So lag Deutschland mit einem Plus von etwa 4½% im Verlauf des vergangenen Jahres nur leicht über dem Durchschnitt des Euroraums und damit im Ranking der Euro-Länder in der unteren Hälfte der Tabelle (Grafik Titelseite). Während die Preise nur in Italien gefallen sind, haben sie in Slowenien und Lettland mit zweistelligen Raten zugelegt, und in drei Ländern (Portugal, die Niederlande und Luxemburg) lag das Plus bei fast 10%.

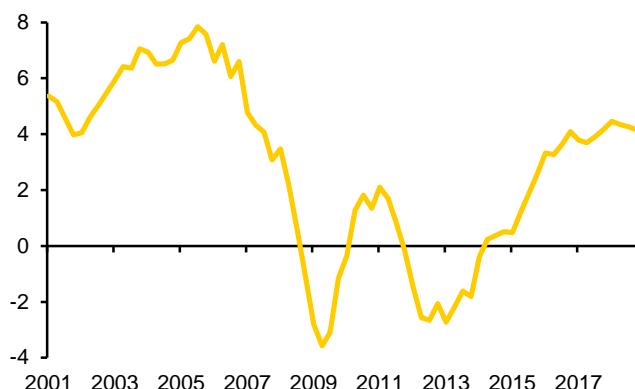
... und die EZB schiebt weiter an

Der Grund für diese Entwicklung liegt auf der Hand: Die extrem expansive Geldpolitik der EZB macht den Erwerb eines Eigenheims für viele erschwinglich und schiebt die Nachfrage an. Gleichzeitig drückt sie die Renditen anderer Geldanlagen und macht damit Immobilien für Investoren attraktiver. Tatsächlich steigen die Häuserpreise Euroraum-weit seit 2014, als sich die Leitzinsen der EZB der Nulllinie näherten und die ersten Weichen in Richtung quantitative Lockerung gestellt wurden (Grafik 1).

Wegen der niedrigen Zinsen sind die Häuserpreise in den vergangenen Jahren deutlich stärker gestiegen als dies aus fundamentaler Sicht gerechtfertigt gewesen wäre. So ist die Relation zwischen den Häuserpreisen und den Mieten, ein häufig verwendetes Maß für die Bewertung von Immobilien, seit Anfang 2015 um mehr als 10% gestiegen. Damit liegt sie weniger als 5% unter ihrem Niveau von Anfang 2008, als sich in einigen Euro-Ländern am Immobilienmarkt beträchtliche Blasen gebildet hatten (Grafik 2).

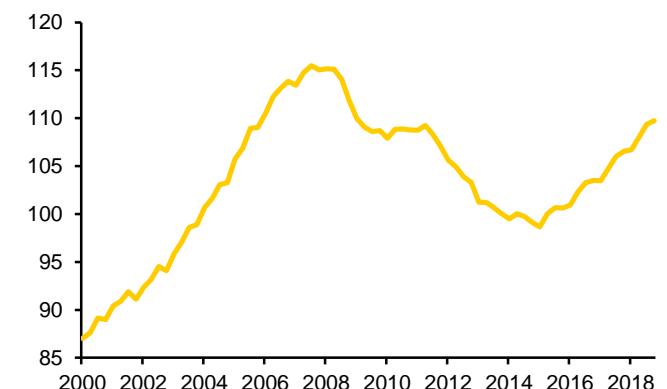
Von einer ausgeprägten Blase kann damit sicherlich noch nicht die Rede sein. Allerdings deutet derzeit alles darauf hin, dass die EZB ihren Kurs noch für eine beträchtliche Zeit beibehalten wird. Wir gehen davon aus, dass sie ihren Einlagesatz bis Ende 2020 nicht verändern wird und

GRAFIK 1: Euroraum – Häuserpreise steigen seit 2014, ...
Häuserpreise, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent



Quellen: Eurostat, Commerzbank Research

GRAFIK 2: ... und Bewertung bald wieder so hoch wie 2008
Relation Häuserpreise zu Mieten, Index 2015=100



Quellen: Eurostat, Commerzbank Research

auch danach den Expansionsgrad ihrer Geldpolitik allenfalls sehr langsam zurückdrehen wird. Das wird die Bewertung von Wohnimmobilien weiter steigen lassen. Voraussichtlich Ende 2020 dürfte sie im Durchschnitt des Euroraums das kurz vor der Finanzkrise erreichte Niveau übertreffen, und mit jedem weiteren Anstieg wird die Gefahr einer Blase weiter zunehmen.

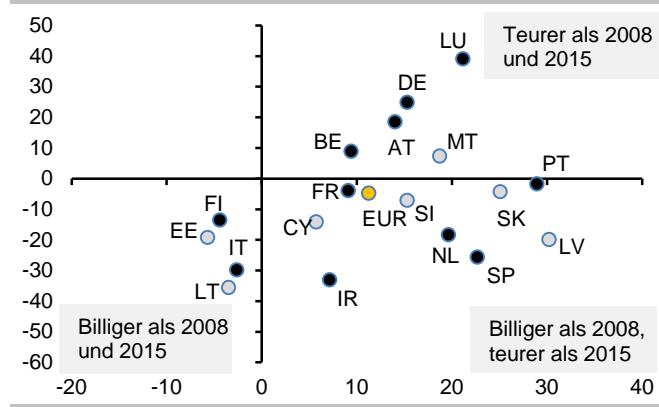
In vielen Ländern drohen Preisblasen, ...

Dabei gibt es zwischen den einzelnen Ländern deutliche Unterschiede (Grafik 3). Dabei lassen sich die Gründungsmitglieder der Währungsunion¹ grob in folgende Kategorien einteilen:

- **Die Boom-Verweigerer:** Gering ist die Gefahr einer Immobilienblase eigentlich nur in Italien und Finnland. Denn nur dort sind die Häuserpreise seit 2015 trotz niedriger Zinsen langsamer gestiegen als die Mieten, und Häuser sind auch niedriger bewertet als kurz vor der Finanzkrise (Quadrant unten links in Grafik 3).
- **Die Nachzügler:** Österreich und Deutschland sind zwei der wenigen Länder, in denen Häuser aktuell höher bewertet als Anfang 2008, also am Höhepunkt der letzten Immobilienblase im Euroraum. Bei diesen beiden Ländern ist dies auch nicht unbedingt ein Alarmsignal. Denn in beiden Ländern war die Bewertung der Häuser in den ersten Jahren der Währungsunion – anders als in den meisten anderen Ländern nicht gestiegen –, sondern gefallen (Grafik 4). Bei ihnen markiert das Jahr 2008 also nicht den Höhepunkt einer Übertreibung, sondern die Bewertungen befanden sich nahe ihrem Tiefpunkt. Inzwischen sind Häuser in Österreich etwas teurer als am Start der Währungsunion, in Deutschland beträgt das Plus seitdem immerhin 10%. Dies deutet wohl kaum schon auf eine Blase, aber zumindest in Deutschland nehmen die Risiken zu.
- **Die schon lange Teuren:** Anders ist die Lage in Belgien, Frankreich und Luxemburg, wo Häuser ebenfalls höher bewertet bzw. – in Frankreich – nur geringfügig niedriger bewertet sind als 2008. Denn hier war die Bewertung von Häusern in den ersten Jahren der Währungsunion kräftig gestiegen, ohne dass es im Zuge der Finanzkrise und der Staatschuldenkrise – wie z.B. in Irland und Spanien (siehe unten) – zu einer nennenswerten Korrektur gekommen wäre (Grafik 5, Seite 4). Somit ist die Gefahr einer Immobilien-Blase in diesen drei Ländern beträchtlich, woran im Falle Belgiens und Frankreichs auch der zuletzt relativ verhaltene Preisanstieg nichts ändert. Vielmehr könnte dieser auch signalisieren, dass Häuser bereits deutlich übererteuert sind.
- **Die Boom-Bust-Boom-Länder:** In Spanien und Irland ist die Bewertung zwar noch deutlich niedriger als 2008. Allerdings war diese damals auch exorbitant, da sich in diesen Ländern in den ersten Jahren der Währungsunion eine gigantische Blase am Immobilienmarkt

GRAFIK 3: Euroraum – Häuser fast überall teurer als 2015

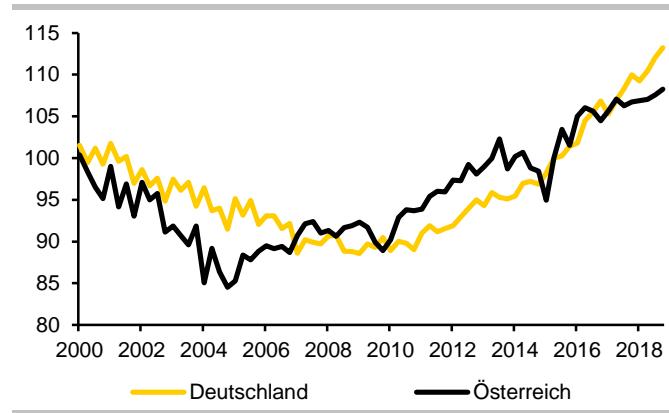
Relation zwischen Häuserpreisen und Mieten, Veränderung seit 2008Q1 (vertikale Achse) und seit 2015Q1 (horizontale Achse), in Prozent, schwarze Punkte: Gründungsmitglieder der Währungsunion



Quellen: Eurostat, Commerzbank Research

GRAFIK 4: Häuser in Deutschland und Österreich werden langsam teuer, ...

Relation Häuserpreise zu Mieten, Index 2015=100



Quellen: Eurostat, Commerzbank Research

¹ Da Eurostat für Griechenland keine Zeitreihen für Häuserpreise zur Verfügung stellt, haben wir dieses Land ebenfalls nicht berücksichtigt. Ebenfalls nicht näher analysiert werden im Folgenden die mittel- und osteuropäischen Euro-Länder. Denn die dort zu beobachtenden teilweise deutlichen Schwankungen der Relation zwischen Hauspreisen und Mieten sollten nur mit Vorsicht interpretiert werden, da sie auch auf strukturelle Veränderungen im Zuge des Aufholprozesses dieser Länder verursacht wurden und nicht unbedingt Übertreibungen signalisieren.

gebildet hatte, deren Platzen beide Volkswirtschaften in eine tiefe Rezession und eine Bankenkrise stürzte. Darum muss in diesen beiden Ländern die Bewertung von Häusern sicherlich nicht erst das Niveau von 2008 erreichen, um von einer Übertreibung zu sprechen. Zumindest steigen die Häuserpreise seit einiger Zeit wieder kräftig, und in Spanien würde die Relation von Häuserpreisen und Mieten bei einem weiteren Anstieg im aktuellen Tempo in wenigen Jahren wieder ein gefährliches Niveau erreichen. In Irland ist die so gemessene Bewertung von Häusern in den vergangenen Jahren nur deshalb recht moderat gestiegen, weil die Mieten in den vergangenen fünf Jahren im Durchschnitt um knapp 7½% zugelegt haben (bei einer durchschnittlichen Inflationsrate von 0,2%!), was natürlich auch eine Überhitzung des Immobilienmarktes signalisiert.

- **Die aktuell Dynamischen:** In den Niederlanden und in Portugal sind die Häuserpreise zuletzt mit am stärksten gestiegen. Von einer Blase kann wohl noch keine Rede sein, da die Bewertung beim Start der aktuellen Rally in beiden Ländern recht niedrig war, in Portugal war sie zwischen der Einführung des Euro und 2015 sogar durchgehend gefallen. Setzt sich aber die aktuelle Dynamik fort, ist eine Übertreibung nur eine Frage der Zeit.

... aber Verschuldung fällt in den meisten Ländern, ...

Das Platzen von Preisblasen zieht meistens auch die Realwirtschaft in Mitleidenschaft. Wie stark dieser negative Effekt ist, hängt auch davon ab, inwieweit die steigenden Preise am Immobilienmarkt mit einer steigenden Verschuldung und einem Bauboom einhergehen. Denn umso mehr der Boom durch eine umfangreiche Kreditvergabe finanziert wurde, desto stärker trifft ein Preiseinbruch das Finanzsystem. Das Beispiel Spanien zeigt, wie stark eine Wirtschaft nach dem Ende eines Baubooms einbrechen kann.

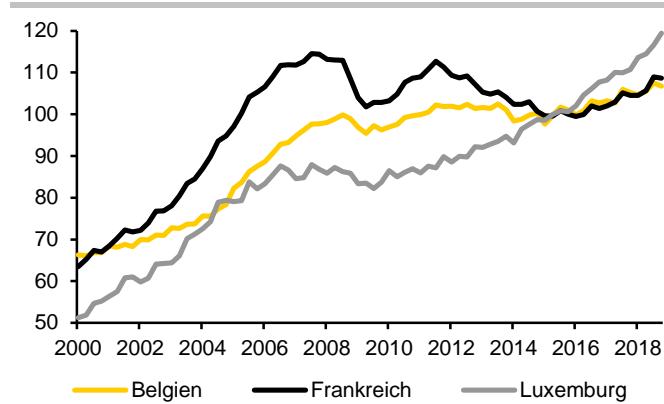
Von beidem kann derzeit für den Euroraum insgesamt kaum die Rede sein. So ist die Verschuldung der privaten Haushalte im Euroraum zumindest in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in den vergangenen zehn Jahren nicht gestiegen, sondern stetig gefallen, nachdem sie allerdings in den ersten Jahren der Währungsunion kräftig zugelegt hatte (Grafik 6). Ausnahmen sind unter den hier im Fokus stehenden westeuropäischen Ländern erneut Belgien und Frankreich. Denn hier hat es bei der Verschuldung – wie ja auch bei den Häuserpreisen – trotz eines kräftigen Anstiegs in den ersten Jahren der Währungsunion bisher keine Korrektur gegeben, sondern sie ist bis zuletzt weiter gestiegen.

... und von einem Bauboom zumeist keine Spur

Auch von einem Bauboom kann keine Rede sein. So ist der Anteil der Wohnungsbauinvestitionen am Bruttoinlandsprodukt im Euroraum heute deutlich niedriger als Anfang 2008. Ausnahmen unter den Gründungsmitgliedern der Währungsunion sind hier Deutschland und Finnland. Bei Letzterem ist dies zumindest kein Ausdruck einer Überbewertung von Häusern (siehe oben). Etwas anders sieht dies in Deutschland aus, wo der Preisanstieg der vergangenen Jahre mit einem kräftigen Anstieg der Bauinvestitionen einhergeht, und es im Bausektor zunehmend zu Engpässen kommt. Allerdings ist hier der Anteil der Wohnungsbauinvestitionen am Bruttoinlandsprodukt immer noch niedriger als am Beginn der Währungsunion, und damals gab es sicherlich keinen Bauboom in Deutschland.

GRAFIK 5: ... die in Belgien, Frankreich und Luxemburg sind es schon lange

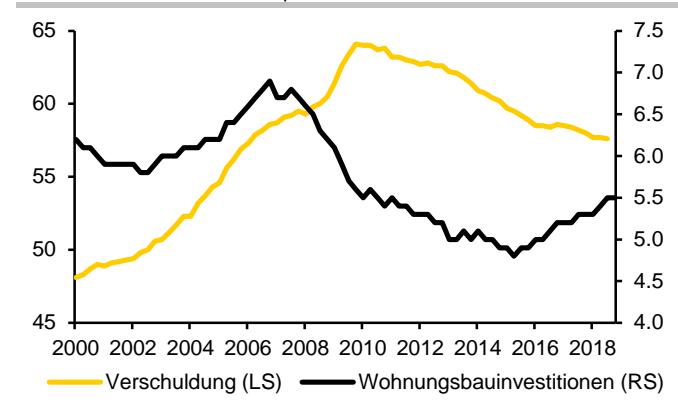
Relation Häuserpreise zu Mieten, Index 2015=100



Quellen: Eurostat, Commerzbank Research

GRAFIK 6: Euroraum – Verschuldung der Haushalte fällt, und von Bauboom keine Spur

Verschuldung der privaten Haushalte und Wohnungsbauinvestitionen, in Prozent des Bruttoinlandsproduktes



Quellen: Eurostat, Commerzbank Research

Dr. Michael Schubert
Tel. +49 69 136 23700

EZB-Ratssitzung: TLTRO-Details – und abwarten

Aufgrund praktisch unveränderter Wachstums- und Inflationsprojektionen dürfte die EZB auf ihrer Sitzung am Donnerstag wohl an ihrer grundsätzlichen geldpolitischen Einschätzung festhalten. Die Zinskonditionen für die TLTRO-III dürften nur etwas über denen der bisherigen TLTRO-II liegen. Die Einführung eines Staffelzinses wird der EZB-Rat zum jetzigen Zeitpunkt wohl nicht als notwendig ansehen.

Kaum veränderte Projektionen

Laut Protokoll der letzten Ratssitzung hatte der EZB-Rat zunehmende Risiken für sein Basisszenario einer Rückkehr zu einem solideren Wachstum in der zweiten Jahreshälfte gesehen. Diese Risiken sind sicherlich nicht vom Tisch. Denn bei den Stimmungsindikatoren steht eine Wende nach oben weiterhin aus. Wegen des überraschend starken ersten Quartals dürfte aber die Wachstumsprojektion der Notenbank für dieses Jahr sogar angehoben (Tabelle 1). Die Prognose der Kernrate sollte dagegen unverändert bleiben. Folglich dürfte EZB-Rat am Donnerstag bei seiner auswärtigen Sitzung in Litauen an seiner geldpolitischen Einschätzung festhalten. Dafür sprechen auch jüngste Aussagen von EZB-Ratsmitgliedern, die wir nicht dem Lager der Falken zuordnen. Francois Villeroy und Bostjan Vasle erklärten, der im März eingeschlagene geldpolitische Kurs sei unverändert angemessen.

Ziemlich günstige TLTRO-Zinskonditionen

Eine Reihe von EZB-Ratsmitgliedern (u.a. EZB-Direktoriumsmitglied Coeure) signalisierte, dass der Rat wohl am Donnerstag über die TLTRO-Details entscheiden wird. Ähnlich wie mit Blick auf die Konjunktur gehen laut Protokoll zur letzten Ratssitzung auch bei der Ausgestaltung der TLTROs die Meinungen im Rat auseinander. Während einige die TLTRO-III-Geschäfte auch als „Instrument zur Anpassung des geldpolitischen Kurses“ betrachteten, forderten andere einen eher hohen Zins (Refisatz plus Aufschlag), weil die neuen TLTROs nur als eine Art Sicherheitsnetz dienen sollten. Ferner hatten Coeure und vor ihm der scheidende EZB-Chefvolkswirt Praet die TLTRO-II-Konditionen als äußerst günstig bezeichnet.

Wahrscheinlich ist also bei den TLTRO-Details eine Kompromisslösung. Entscheidend dürfte die Festlegung der Zinsuntergrenze sein, die eine Bank für einen TLTRO-III bezahlen muss, wenn sie einen von der EZB festgelegten Schwellenwert bei der Kreditvergabe überschreitet. Denn wie bei den TLTRO-II dürfte der Schwellenwert so gelegt werden, dass der faktisch gezahlte Zins bei fast allen Banken der Zinsuntergrenze entspricht (TLTRO-II-Durchschnittszins: -0,365%, Untergrenze: -0,4%). Möglich erscheint uns für die TLTRO-III-Untergrenze ein Wert von „Refisatz minus 20 Basispunkte“, was in der Mitte zwischen dem Refisatz und der Untergrenze der bisherigen TLTRO-II liegen würde. Bundesbank-Vorstand Mauderer hatte zudem vor kurzem angedeutet, dass die Untergrenze, falls erforderlich, auch später noch gesenkt werden könnte.

Vorerst kein Staffelzins

Eine ganze Reihe von Ratsmitgliedern hat im Laufe der letzten Wochen erklärt, dass aus ihrer Sicht zum jetzigen Zeitpunkt die Einführung eines Staffelzinses nicht angezeigt sei. EZB-Direktoriumsmitglied Coeure argumentierte, gerade in Ländern mit hoher Überschussliquidität (Deutschland, Frankreich), in denen der negative Einlagezins deutlich zum Tragen käme, hätten die Banken reichlich Kredite vergeben. Dies bestätigte jüngst eine empirische Studie der EZB, und auch im Bank Lending Survey der EZB sprachen die Banken bis zuletzt im Schnitt von einem positiven Effekt des Negativzinses auf die Kreditvolumina.

Allerdings dürfte die EZB wegen einer aus ihrer Sicht enttäuschenden Entwicklung von Kernrate und Wachstum im späteren Verlauf des Jahres auch für 2020 unveränderte Leitzinsen avisieren. Dann dürfte sie auch einen Staffelzins einführen, weil aus EZB-Sicht die Belastung für die Geschäftsbanken zunimmt, je länger die Negativzinspolitik anhält.

TABELLE 1: EZB-Projektionen wohl kaum verändert

Commerzbank-Prognosen für die Juni-Projektionen der Experten des Eurosystems, in Klammern März-Projektionen der EZB-Experten

	2019	2020	2021
Wachstum	1,2 (1,1)	1,6 (1,6)	1,5 (1,5)
Inflation	1,4 (1,2)	1,4 (1,5)	1,5 (1,6)
Kernrate	1,2 (1,2)	1,4 (1,4)	1,6 (1,6)

Quellen: EZB, Commerzbank Research

Wichtige Veröffentlichungen vom 24. bis 29. Mai 2019

Economic Briefing: Chart der Woche – China verkauft Treasuries – na und?

China hat in den letzten Monaten seinen Bestand an US-Staatsanleihen merklich reduziert. Dies bedeutet allerdings kein Risiko für die Refinanzierung der US-Staatsschulden. Der Anteil Chinas an den ausstehenden Treasuries hat sich in den letzten Jahren ohnehin nahezu halbiert. Die aufgrund höherer Defizite verstärkt emittierten Treasuries fanden problemlos andere Käufer. [mehr](#)

Economic Briefing: Europawahl – Geschwächte Handlungsfähigkeit

Das Ergebnis der Europawahl ist kein Schock, sondern die Fortschreibung bekannter, problematischer Trends. Es wird in der EU noch schwieriger, Mehrheiten zu finden. Das belastet die Handelsgespräche mit den USA, die am Ende wohl Autozölle verhängen werden. Das gute Abschneiden der italienischen Lega wird den Haushaltskonflikt mit der EU verschärfen, und in Deutschland steigt nach den schweren Verlusten für SPD und CDU die Unsicherheit über die Zukunft der schwarz-roten Koalition. Trotzdem reagierte der Devisenmarkt moderat erleichtert, weil die Gewinne der EU-Gegner geringer ausfielen als befürchtet. [mehr](#)

Economic Briefing: Brexit – May wirft das Handtuch

Die EU-Mitgliedschaft Großbritanniens hat dem dritten konservativen Premierminister das Amt gekostet: Theresa May hat ihren Rücktritt für den 7. Juni angekündigt. Ihr Nachfolger wird aber die gleichen Probleme wie sie haben: Er wird Chef einer Minderheitsregierung sein, und seine Partei ist eine über die Frage des Brexit tief gespaltene Partei, die kaum noch Zuspruch unter den Wählern findet. [mehr](#)

FX Hotspot: CZK – Globale Faktoren dominieren

Die tschechische Krone schwächtelt seit Anfang Mai wieder deutlich. Der Aufwertungsspielraum nach Aufhebung der Wechselkursuntergrenze im April 2017 scheint im aktuellen globalen Umfeld weitgehend ausgeschöpft zu sein. Inländische Faktoren sprechen für eine deutlich besser bewertete Währung, können sich aber aufgrund der aktuellen Gemengelage momentan nicht durchsetzen. [mehr](#)

FX Hotspot: ZAR – Notenbank signalisiert Zinssenkung

Die südafrikanische Notenbank ließ ihren Leitzins wie erwartet bei 6,75%. Doch ihr Statement sorgte für eine Überraschung. Denn sie hat ihren Wachstums- und Inflationsausblick teilweise deutlich nach unten korrigiert und signalisiert nun für Anfang 2020 eine Zinssenkung auf 6,5% – zuvor hatte sie eine Zinserhöhung für 2019 in Aussicht gestellt. Wir werden daher unsere Prognose eines bis auf weiteres stabilen Leitzinses überprüfen, zumal zwei Mitglieder bereits für eine Zinssenkung stimmten. Der nächste Zinsentscheid der SARB ist im Juli. Der verhaltene Wachstumsausblick und die Aussicht auf eine Zinssenkung dürften den Rand belasten. Wir werden daher auch unsere Wechselkursprognosen überprüfen. [mehr](#)

FX Insight: ARPI² update – Sorgen wegen Handelskonflikt

Verglichen mit letztem Mittwoch stieg unser Index der globalen Risikowahrnehmung ARPI² 0,5 Indexpunkte. Die Risiken in allen sieben Asset-Klassen haben sich erhöht. Während letzte Woche eine teilweise etwas mildere Rhetorik im Handelskonflikt zwischen den USA und China die Unsicherheit noch leicht verringert hatte, nahmen die Sorgen in den letzten Tagen wieder deutlich zu. Denn enttäuschende US-Wirtschaftsdaten haben signalisiert, dass auch die US-Wirtschaft gegen höhere Strafzölle nicht immun ist. [mehr](#)

Rohstoffe kompakt Industriemetalle – Fundamentalsdaten langfristig wichtiger als Handelsstreit

Der Handelsstreit zwischen den USA und China war in den letzten Wochen das bestimmende Thema an den Metallmärkten. Sobald sich die Wogen geglättet haben, werden die Marktteilnehmer aber wieder auf die fundamentalen Daten zu Angebot und Nachfrage schauen, die mittel- bis langfristig die Preise bestimmen sollten. Wir betrachten die Lage an den einzelnen Metallmärkten. Unsere Preisprognosen zum Jahresende haben wir weitgehend unverändert gelassen. [mehr](#)

Ausblick auf die Woche vom 3. bis 7. Juni 2019

MESZ	Land	Indikator	Periode		Prognose	Konsens	Letzter Wert
Montag, 3. Juni 2019							
9:15	 SPA	Einkaufsmanagerindex, verarbeitendes Gewerbe	Mai	sb	51,5	51,4	51,8
9:45	 ITA	Einkaufsmanagerindex, verarbeitendes Gewerbe	Mai	sb	48,5	48,5	49,1
10:00	 EUR	Einkaufsmanagerindex, verarbeitendes Gewerbe, Mai endgültig		sb	47,7	47,7	47,7(p)
10:30	 GBR	Einkaufsmanagerindex, verarbeitendes Gewerbe	Mai	sb	53,0	52,0	53,1
• 16:00	 USA	ISM-Index (verarbeitendes Gewerbe)	Mai	sb	54,0	53,0	52,8
23:00	 USA	Pkw-Absatz	Mai	JR, Mio, sb	16,9	16,8	16,40
Dienstag, 4. Juni 2019							
6:30	 AUD	Zinsentscheidung der RBA			1,50	1,25	1,50
#	 USA	Fed-Konferenz zur geldpolitischen Strategie (4./5. Juni)					
11:00	 EUR	Verbraucherpreise, vorläufig	Mai	Vj	1,3	1,4	1,7
• 11:00	 EUR	Verbraucherpreise ohne Energie, Nahrungs- und Genussmittel	Mai	Vj	0,9	1,1	1,3
11:00	 EUR	Arbeitslosenquote	Apr.	%, sb	7,7	7,7	7,7
16:00	 USA	Auftragseingang Industrie	Apr.	Vm, sb	-1,1	-0,9	1,9
Mittwoch, 5. Juni 2019							
10:00	 EUR	Einkaufsmanagerindex, Dienstleistungen, endgültig	Mai	sb	52,5	52,5	52,5(p)
10:30	 GBR	Einkaufsmanagerindex, Dienstleistungen	Mai	sb	50,2	50,7	50,4
14:15	 USA	ADP Beschäftigungsänderung	Mai	Tsd, sb	230	178	275
16:00	 USA	ISM-Index, Dienstleistungen	Mai	sb	56,5	55,6	55,5
Donnerstag, 6. Juni 2019							
• 8:00	 GER	Auftragseingang	Apr.	Vm, sb	0,0	0,3	0,6
11:00	 EUR	Bruttoinlandsprodukt, 2. Schätzung	1. Q.	Vq, sb	0,4	0,4	0,4
					1,2	1,2	1,2
• 13:45	 EUR	Zinsentscheidung der EZB, Einlagesatz		%	-0,40	-0,40	-0,40
14:30	 USA	Erstanträge Arbeitslosenunterstützung	1. Jun	Tsd, sb	215	–	215
14:30	 USA	Handelsbilanz	Apr.	Mrd USD	-51,0	-50,5	-50,0
Freitag, 7. Juni 2019							
8:00	 GER	Exporte	Apr.	Vm, sb	-1,0	–	1,6
8:00	 GER	Industrieproduktion	Apr.	Vm, sb	-1,5	-0,2	0,5
8:45	 FRA	Industrieproduktion	Apr.	Vm, sb	0,5	0,3	-0,9
• 14:30	 USA	Beschäftigte außerhalb der Landwirtschaft	Mai	Vm, Tsd, sb	190	190	263
14:30	 USA	Arbeitslosenquote	Mai	%, sb	3,6	3,6	3,6
14:30	 USA	Stundenlöhne	Mai	Vm, sb	0,2	0,3	0,3

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

Wochenausblick Konjunkturdaten:

USA: solide Daten zu erwarten

Dr. Christoph Balz
Tel. +49 69 136 24889

Einige schwächere Konjunkturdaten haben zuletzt erneut Zweifel an der Robustheit des US-Aufschwungs gesät. Die nächste Woche anstehenden Indikatoren sollten diese Spekulationen allerdings dämpfen. Im Euroraum wird die Inflationsrate weiterhin stark durch die späte Lage von Ostern/Pfingsten bewegt. Die Kernteuerungsrate dürfte von 1,3% im April auf 0,9% im Mai zurückfallen.

Der gegenwärtige Aufschwung in den USA wäre im Juli der längste seit 1854. Zuletzt haben allerdings einige schwächere Daten etwa zu den Aufträgen für dauerhafte Güter Befürchtungen aufkommen lassen, dass ihm auf der Zielgeraden die Puste ausgeht. Die nächste Woche anstehenden wichtigen Daten für Mai sollten aber wieder ein etwas freundlicheres Bild zeichnen.

So dürften die beiden ISM-Indizes im Mai nach ihrem deutlichen Rückgang im April wieder gestiegen sein. So haben sich die regionalen Indizes zuletzt verbessert. Zudem sollten die ISM-Indizes in den kommenden Monaten mit dem üblichen Nachlauf von etwa sechs Monaten darauf reagieren, dass sich seit dem Jahresbeginn wegen der Wende der Fed in der Geldpolitik die Finanzierungsbedingungen (gemessen etwa am Bloomberg Financial Conditions Index, Grafik 7) wieder verbessert haben. Wir erwarten beim ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe eine Erholung im Mai auf 54,0 (Konsens 53,0) nach 52,8, und beim Index für die Dienstleistungen von 55,5 auf 56,5 (Konsens 55,6).

Der Arbeitsmarkt hat sich mit anhaltend niedrigen wöchentlichen Erstanträgen auf Arbeitslosenhilfe ohnehin bis zuletzt stark präsentiert. Der Stellenzuwachs im Mai dürfte mit 190 Tsd (Konsens 190 Tsd) zwar geringer als das Plus im April (263 Tsd) ausfallen, das aber auch durch ein ungewöhnlich mildes Wetter aufgebläht war. Damit würden weiterhin mehr Stellen entstehen, als im Trend Personen neu auf den Arbeitsmarkt drängen (etwa 100 Tsd pro Monat). Bei der Arbeitslosenquote erwarten wir nach dem überraschend deutlichen Rückgang um 0,2 Prozentpunkte auf das 50-Jahrestief von 3,6% diesmal keine Änderung (Konsens 3,6%).

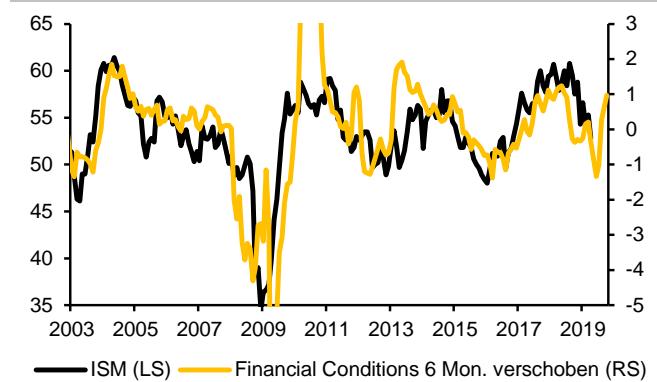
Von den durchschnittlichen Stundenlöhnen dürften keine Hinweise auf zunehmende Inflationsrisiken ausgehen. Kalendereffekte sollten die Vormonatsrate auf 0,2% (Konsens 0,3%) drücken, die Vorjahresrate würde dann von 3,2% auf 3,1% sinken.

Euroraum: Spätes Pfingsten drückt Kerninflationsrate unter 1%

Nachdem im Euroraum die Kerninflationsrate – also die Vorjahresveränderungsrate des Verbraucherpreisindex ohne Energie, Nahrungs- und Genussmittel – im April auf 1,3% nach oben gesprungen war, dürfte sie im Mai wieder auf 0,9% (Konsens: 1,1%) einbrechen (Grafik 8). Auslöser dieser starken Ausschläge ist die vergleichsweise späte Lage von Ostern/Pfingsten. Dadurch fällt der ferienbedingte Preisanstieg bei Pauschalreisen 2019 in den April bzw. Juni und nicht wie 2018 in den März bzw. Mai. Die alle Güter umfassende Inflationsrate dürfte von 1,7% auf 1,3% fallen (Konsens: 1,4%).

GRAFIK 7: USA – ISM vor Erholung?

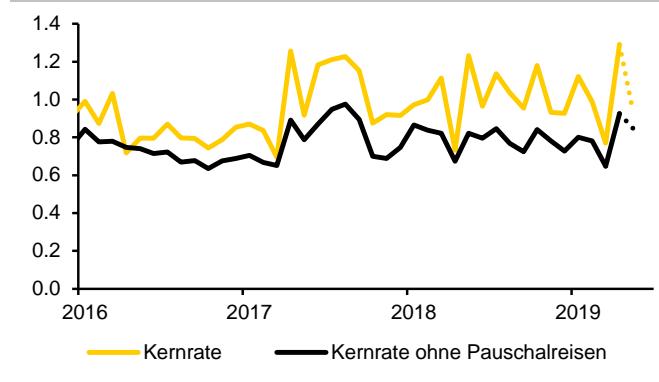
ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe; Bloomberg Financial Conditions Index, Veränderung gegen Vorjahr und um 6 Monate in die Zukunft verschoben



Quellen: Bloomberg, Global Insight, Commerzbank Research

GRAFIK 8: Euroraum – Kernrate im Mai wieder runter

Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent, Mai-Werte Commerzbank-Prognose



Quellen: Global Insight, Commerzbank Research

Zentralbank-Monitor (1)

Fed

Im Herbst 2018 hatte die Fed angekündigt, ihre geldpolitische Strategie und ihre Instrumente umfassend zu überprüfen, da sich die Struktur der US-Wirtschaft geändert habe. Insbesondere scheint sich der neutrale Gleichgewichtszins – also der Zins, der weder expansiv noch restriktiv wirkt, wenn die Wirtschaft sich in der Nähe der Ziele der Fed bewegt – verringert zu haben. Damit steigt das Risiko, dass der Leitzins bei einem Abschwung rasch an die Null-Grenze stößt. Deshalb untersucht die Fed, wie die Geldpolitik ihre Ziele in diesem veränderten Umfeld am besten erreichen kann.

Nächste Woche ist im Rahmen des Überprüfungsprozesses eine zweitägige Konferenz angesetzt, bei der Fed-Chef Powell die Einführungsrede am ersten und Fed-Vize Clarida die am zweiten Tag hält. Rasche Ergebnisse der geldpolitischen Überprüfung wird es jedoch nicht geben. Die Fed will diese erst in der ersten Jahreshälfte 2020 veröffentlichen. Revolutionäre Änderungen der Geldpolitik sind aber auch dann nicht zu erwarten. Dies zeigt sich schon dadurch, dass die Fed für die Überprüfung ihrer Politik das Inflationsziel von 2% als gegeben annimmt. Wahrscheinlicher ist eine evolutionäre Weiterentwicklung der geldpolitischen Strategie. Schließlich war die Fed in den letzten Jahren mit ihrem bisherigen Ansatz erfolgreich und hat die bisher längste Expansionsphase der US-Geschichte ermöglicht.

Bernd Weidensteiner
+49 69 136 24527

EZB

EZB-Ratsmitglied Vasle aus Slowenien sagte, dass sich die Wirtschaft im Einklang mit den Erwartungen der Zentralbank entwickelt. "Wir haben genügend Spielraum, um unsere geldpolitischen Instrumente anzupassen, falls sich die Situation verschlechtern sollte, aber zum jetzigen Zeitpunkt ist die Wirtschaft stark genug." Er fügte hinzu, dass Handelshemmnisse die größte Bedrohung für die Wirtschaft im Euroraum seien.

Der estnische Notenbankchef Hansson sagte, dass die EZB strengere Bedingungen für die neuen langfristigen Tenderoperationen (TLTRO-III) festlegen sollte als dies 2016 bei den TLTRO-II der Fall war, da sich die wirtschaftlichen Aussichten seither stark verbessert haben. "Ich denke, es ist wichtig zu zeigen, dass wir weiter auf dem Weg zu einer Normalisierung sind", fügte Hansson hinzu. Er äußerte Vorbehalte gegen die Einführung eines Staffelzinses, da dies die Geldpolitik unnötig verkomplizieren würde.

Der französische Notenbankchef Villeroy, der als erstes Ratsmitglied die Einführung eines Staffelzinses unterstützte, rüderte etwas zurück: Die niedrigen Zinsen seien gerechtfertigt und ihre Auswirkungen auf die Rentabilität der Banken sollten nicht übertrieben werden. Die EZB brauche mehr Zeit, um eine Entscheidung zu treffen.

Dr. Michael Schubert
+49 69 136 23700

GRAFIK 9: Erwarteter Zinssatz für Dreimonatsgeld (USD)

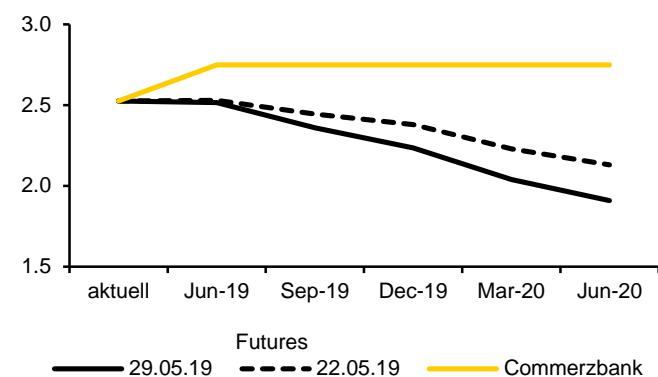


TABELLE 2: Volkswirte-Konsens Obergrenze Fed Funds

	Q2 19	Q4 19	Q2 20
Konsens	2,50	2,50	2,50
Hoch	2,50	3,00	3,25
Tief	2,25	1,75	1,50
Commerzbank	2,50	2,50	2,50

Quellen: Bloomberg, Commerzbank Research

GRAFIK 10: Erwarteter Zinssatz für Dreimonatsgeld (EUR)

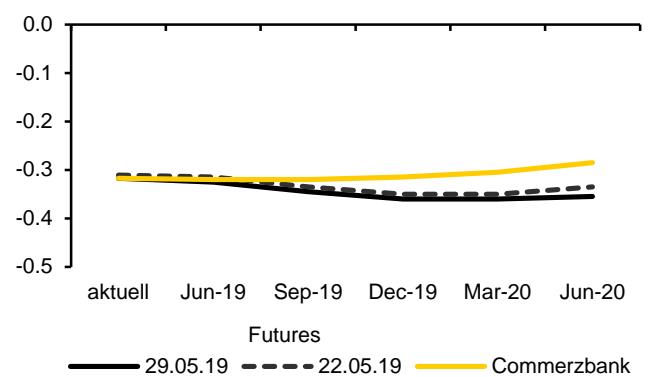


TABELLE 3: Volkswirte-Konsens EZB-Leitzins

	Q2 19	Q4 19	Q2 20
Konsens	0,0	0,0	0,0
Hoch	0,0	0,0	0,50
Tief	0,0	0,0	0,0
Commerzbank	0,0	0,0	0,0

Quellen: Reuters, Bloomberg, Commerzbank Research

Zentralbank-Monitor (2)

Bank of England (BoE)

Unter dem Eindruck der innenpolitischen Unsicherheit und der unklaren Aussichten in Hinblick auf den Brexit rechnet am Markt praktisch niemand mehr mit einer Zinserhöhung noch in diesem Jahr. Lag die entsprechende Marktwahrscheinlichkeit vor einem Monat noch bei 40%, ist sie nun auf nahezu Null gesunken.

Auch die Suche nach einem Nachfolger für den scheidenden BoE-Gouverneur Carney wird durch die innenpolitischen Verwerfungen beeinträchtigt. Nachdem dieser seinen Abschied bereits zwei Mal aufgeschoben hat, dürfte er seine Amtszeit wohl kaum noch einmal über das derzeit vorgesehene Datum Januar 2020 aufschieben. Die Bewerbungsfrist für seine Nachfolge endet am 5. Juni. Allerdings wird der in den nächsten Monaten anstehende Wechsel des Premierministers auch zu einer Neubesetzung des Finanzministers führen, der den BoE-Gouverneur nominiert. Ein neuer Finanzminister könnte andere Vorstellungen für die Besetzung dieses Postens haben als Philip Hammond, insbesondere wenn er dem Brexit-Lager angehören sollte. Damit wirkt sich der Brexit offenbar auf immer weitere Politikbereiche aus – auch auf solche, die vorher als immun galten.

Peter Dixon
+44 207475 1808

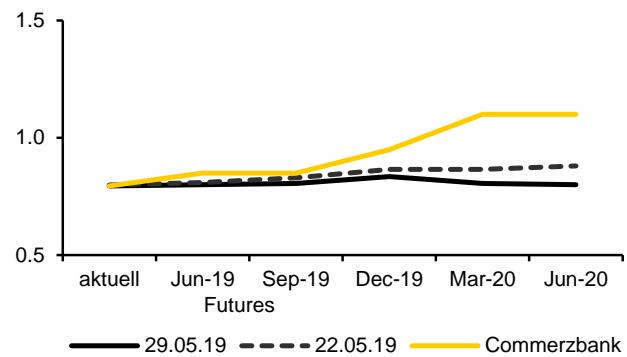
Reserve Bank of Australia (RBA)

Die Sitzung der Reserve Bank of Australia (RBA) kommende Woche wird spannend werden. Denn Notenbankchef Philip Lowe signalisierte in einer Rede am 21. Mai, dass der Rat auf der Sitzung im Juni die Argumente für eine Zinssenkung abwägen wird. Dabei verwies er auf die jüngste Entwicklung von Beschäftigung und Inflation. Es könnte sein, so Lowe, dass die Inflationsrate erst bei einer noch niedrigeren Arbeitslosenquote (derzeit 5%) anziehen würde, als bisher unterstellt. So lag die Inflationsrate im ersten Quartal mit einem Rückgang auf 1,3% unter den Erwartungen und damit auch deutlich unter dem Inflationsziel von 2 - 3%. Entsprechend könnten niedrigere Zinsen nötig sein, um das Inflationsziel schneller zu erreichen. Es ist folglich nicht auszuschließen, dass die RBA wie vom Markt erwartet den Zins um 25 Basispunkte auf 1,25% senkt.

Wir halten es aber für etwas wahrscheinlicher, dass die Notenbank noch einmal abwartet. Denn noch besteht die Hoffnung, auf ein glimpfliches Ende des Handelsstreits zwischen den USA und China. Darum dürfte die RBA noch etwas abwarten und erst einmal die Entwicklung am Arbeitsmarkt beobachten.

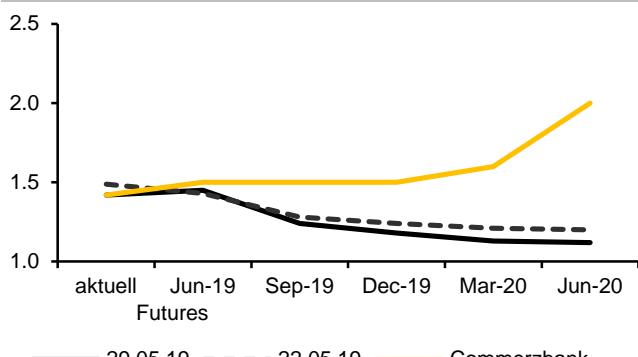
Antje Praefcke
+49 69 136 43834

GRAFIK 11: Erwarteter Zinssatz für Dreimonatsgeld (GBP)



Quellen: Bloomberg, Commerzbank Research

GRAFIK 12: Erwarteter Zinssatz für Dreimonatsgeld (AUD)



Quellen: Bloomberg, Commerzbank Research

Wochenvorschau Rentenmärkte:

Wie weit kann das gehen?

Michael Leister, CFA
Tel. +49 69 136 87685

Angetrieben von Zinssenkungserwartungen und einer starken Nachfrage nach sicheren Anlagen loten die globalen Rentenmärkte weiterhin die Zinsuntergrenzen aus. Da die EZB wohl an ihrem optimistischen Konjunkturbild festhalten wird, dürfte Mario Draghi kommende Woche die Erwartungen zwar kaum schüren, sie aber auch nicht entkräften können. Ein nachhaltiger Renditeanstieg ist daher vorerst unwahrscheinlich.

Tabelle 4: Wochenausblick für Renditen und Kurven

	Bunds	US-Treasuries
Rendite (10 Jahre)	Seitwärts	Seitwärts
Kurve (2 - 10 Jahre)	Neutral	Neutral

Quelle: Commerzbank Research

Impausblick für den Bund Future, 3. bis 7. Juni

Konjunktur	↑
Inflation	↑
Geldpolitik	→
Trend	↑
Angebot	↑
Risikoaversion	→

Die Rally am globalen Rentenmarkt geht weiter: die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen und die von zehnjährigen US-Treasuries sind diese Woche erneut gefallen und haben die wichtigen Marken von -0,15% bzw. 2,25% unterschritten (Grafik 13). Denn die Investoren rechnen trotz anderslautender Aussagen der Zentralbanken weiterhin mit Zinssenkungen:

So preisen die Märkte für den Euroraum – bestärkt durch die anhaltenden Datenenttäuschungen – zunehmend ein „Niedriginflation-für-immer“-Szenario ein. So befinden sich die aus Forwards berechneten Inflationserwartungen wieder nahe ihrer Allzeittiefs (Grafik 14). Vor diesem Hintergrund taxieren die EONIA-Forwards die Wahrscheinlichkeit einer Zinssenkung um 10 Basispunkte bis zum nächsten März auf rund 50%. Im Gegensatz hierzu hält die EZB an ihrem Basisszenario einer allmählich anziehenden Teuerung fest und dürfte kommende Woche ihre Wachstumsprognose für 2019 sogar leicht anheben (siehe Seite 5).

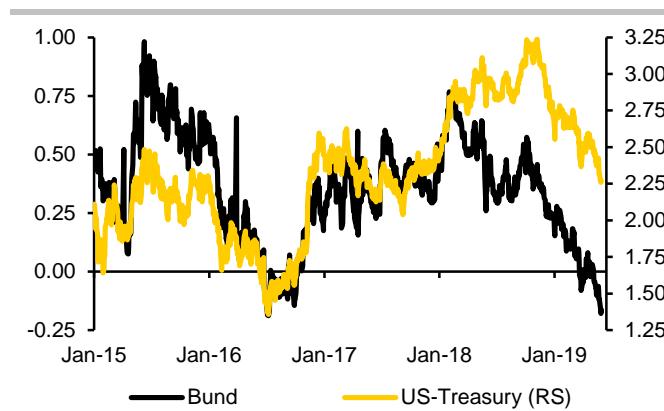
Ähnlich ist die Lage in den USA: Die Märkte erwarten nunmehr bis zum Jahresende 1½ Zinssenkungen á 25 Basispunkte, während die Fed-Kommentare in den letzten Wochen zeigen, dass die Mehrheit der FOMC-Mitglieder keine Zinsänderung ins Auge fasst. Allerdings zeigen die fallenden Inflationserwartungen, dass die Märkte Powells' Inflationstheorie der „temporären Einflussfaktoren“ bezweifeln.

Zusätzlichen Rückenwind bekommen Bunds in ihrer Funktion als sicherer Hafen durch den anhaltenden Druck auf italienische Staatsanleihen. So hat die EU-Kommission signalisiert, dass sie im Anschluss an die Überprüfung der öffentlichen Finanzen Italiens am 5. Juni disziplinarische Schritte beim Defizitverfahren für 2018 einleiten dürfte. Da die italienische Regierung wohl ihren Kurs kaum ändern wird, dürften die Risikoauschläge italienischer Anleihen weiter zulegen.

Da diesmal Fundamentaldaten und nicht mechanische PSPP-Käufe oder €-Exit-Sorgen Bunds antreiben, scheint ein nachhaltiger Anstieg der 10j. Renditen vorerst unwahrscheinlich. Dies gilt umso mehr, als kommende Woche ein starker Rückgang der Euroraum-Kernteuerungsrate gemeldet werden dürfte, was den Markt von langfristig niedriger Inflation bestärken sollte.

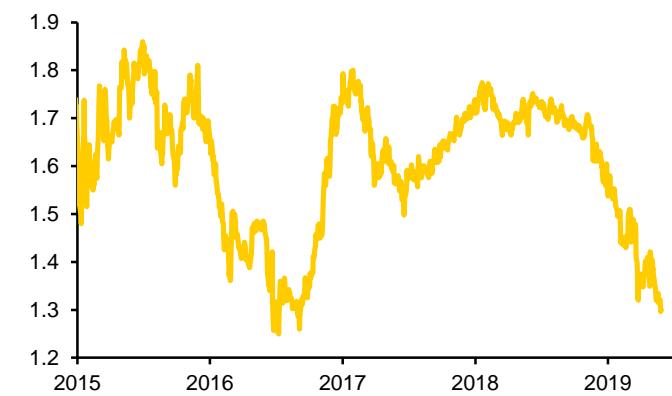
Grafik 13: Die Rally geht weiter

Rendite zehnjähriger Bunds und Treasuries, in %



Quellen: Bloomberg, Commerzbank Research

Grafik 14: Märkte erwarten keine Ende der Niedriginflation aus €-Inflationswaps berechnete 5j. Inflationserwartungen in 5 Jahren, in %



Quellen: Bloomberg, Commerzbank Research

Wochenvorschau Devisenmärkte

Das Vertrauensproblem

Ulrich Leuchtmann
Tel. +49 69 136 23393

EUR-USD hat seine jüngsten Gewinne nicht halten können. Ausschlaggebend hierfür dürften Aussagen des italienischen Vize-Premiers Salvini gewesen sein, die einen deutlichen Anstieg des italienischen Budgetdefizits erwarten lassen und damit die alten, weiter ungelösten Probleme des Euro wieder zum Vorschein bringen. Da unklar ist, wie die EU-Institutionen hierauf reagieren, belastet dies die EUR-Wechselkurse

TABELLE 5: Für die nächste Woche erwartete Handelsspannen

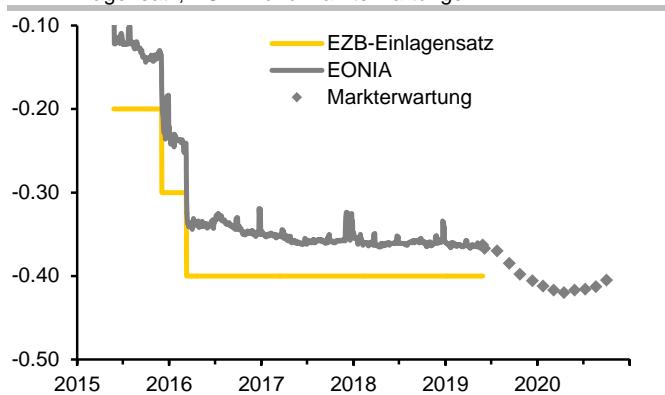
	Spanne	Tendenz		Spanne	Tendenz
EUR-USD	1,1000-1,1200	↙	EUR-GBP	0,8700-0,8900	↙
EUR-JPY	119,50-123,00	↙	GBP-USD	1,2470-1,2750	↗
USD-JPY	107,50-110,00	↙	EUR-CHF	1,1100-1,1250	↙

Quelle: Commerzbank Research

Noch letzte Woche dominierte am Markt die auch von uns immer wieder betonte Sorge, dass die (jetzigen und zukünftigen) US-Handelskriege der US-Wirtschaft deutlich schaden könnten und der Dollar in Folge eben nicht die letzte Währung mit signifikant positivem Nominalzins bleiben wird. In der Folge notierte EUR-USD zum Wochenaufakt über der Marke von 1,12. Seitdem sind die Notierungen aber wieder gefallen, da langsam die Probleme von Europas Gemeinschaftswährung wieder in den Vordergrund rücken. Auslöser hierfür waren Äußerungen von Italiens stellvertretendem Premierminister Salvini, der – gestärkt vom guten Ergebnis seiner Partei bei der Europa-Wahl – deutlich höhere Budgetdefizite ankündigte und die EZB aufforderte, Staatsschulden zu garantieren und so die Renditen italienischer Staatsanleihen zu drücken.

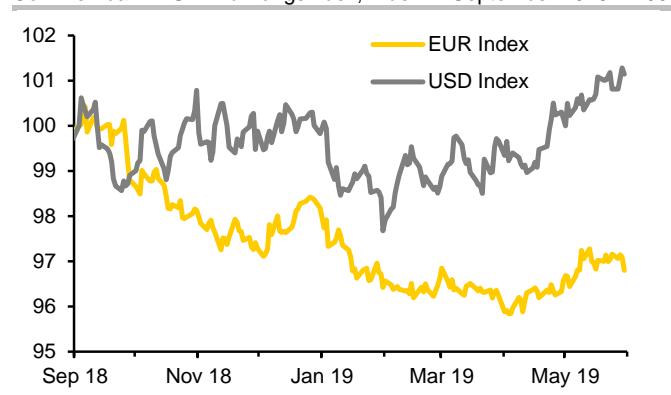
Solche Äußerungen würden den Euro nicht anfechten, wenn der Markt sich sicher wäre, dass die EU-Kommission ihre Aufgabe wahrnimmt und die Einhaltung fiskalischer Disziplin erzwingt sowie die EZB ihr Verfassungsmandat einhält und sich auf Inflationssteuerung beschränkt. Sogar eine bei niedriger Inflation expansive Geldpolitik würde dann den Euro nur moderat belasten. Allerdings hat sich die Kommission bei der Durchsetzung der europäischen Regeln häufig sehr nachgiebig gezeigt, was ihre diesbezügliche Autorität stark untergraben hat. Und die EZB hat seit Ausbruch der Staatsschuldenkrise ihre Tätigkeit massiv ausgedehnt. Noch heute lässt sie sich auf ihren Veranstaltungen für ihre Erfolge als „Lender of Last Resort“ (gemeint ist: für Staaten!) feiern. Die üblichen Probleme einer solchen Politik – „Moral Hazard“, unsichere Differenzierung zwischen Insolvenz und Illiquidität und andere – werden hierbei ausgeblendet, hätten aber potenziell katastrophale Folgen für die EUR-Wechselkurse. Darum fürchten viele Teilnehmer am Devisenmarkt, dass die von der EZB vertretene inflationssteuernde Geldpolitik sich am Ende als verkappte monetäre Staatsfinanzierung erweisen wird. Vor diesem Hintergrund sollte man auch in den kommenden Monaten nicht auf einen stärkeren Euro setzen. Falls EUR-USD steigt, dann wird dies aufgrund eines schwächeren Dollar passieren.

GRAFIK 15: Markt hält EZB-Zinssenkung für möglich
EZB-Einlagensatz, EONIA und Markterwartungen



Quellen: Bloomberg, Commerzbank Research

GRAFIK 16: Erst USD-Stärke, jetzt EUR-Schwäche
Commerzbank EUR-Währungsindex, Index 1. September 2018 = 100



Quelle: Commerzbank Research

Wochenvorschau Aktienmärkte:

DAX weiterhin im Seitwärtstrend zwischen 11.200 und 12.400

Andreas Hürkamp
Tel. +49 69 136 45925

Wir erwarten weiterhin einen volatilen DAX-Seitwärtsmarkt zwischen 11.200 und 12.400 Punkten. Das anhaltend starke Wachstum der Geldmenge M1 im Euroraum und die wieder pessimistischere Stimmung unter den Anlegern sprechen gegen einen ausgeprägten DAX-Abwärtstrend in den kommenden Monaten. Jedoch dürften der länger als erwartet andauernde Handelsstreit und die schwächer als erhoffte Erholung der Konjunkturindikatoren eine kraftvolle DAX-Rally verhindern.

TABELLE 6: DAX fällt 3% im April, liegt aber immer noch 14% vorne im Jahr 2019

Index	Performance (%) seit			Gewinne 2019e				KGV 2019e		
	30.04	31.12	30.06	Indexpunkte aktuell	Wachstum (%) 01.01	aktuell	01.01	aktuell	01.01	
DAX 30	12.027	-2,6	13,9	-2,3	903,3	960,7	6,4	10,9	13,3	11,0
MDAX	25.185	-3,3	16,7	-2,6	1379	1482	0,6	9,6	18,3	14,6
Euro Stoxx 50	3.349	-4,7	11,6	-1,4	251,2	260,7	5,6	9,7	13,3	11,5
S&P 500	2.802	-4,9	11,8	3,1	164,9	171,4	3,4	7,6	17,0	14,6

Quellen: Commerzbank Research, I/B/E/S

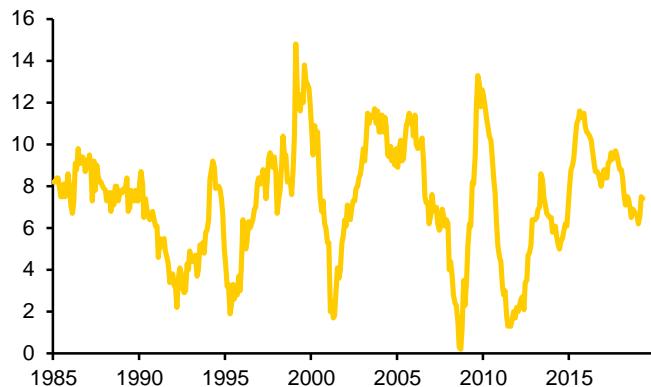
DAX-Optimisten haben diese Woche begrüßt, dass die Geldmenge M1 erneut gegenüber dem Vorjahr kräftig um 7% zugelegt hat. Unserer Meinung nach ist dies aktuell einer der stärksten DAX-Bullenfaktoren (Grafik 17). Dies gibt dem privaten Konsum weiter Rückenwind, der etwa in Deutschland im ersten Quartal mit 1,2% gegenüber Vorquartal so stark gestiegen wie seit acht Jahren nicht mehr.

Zudem verweisen die DAX-Bullen darauf, dass die jüngsten Rückschläge im Handelsstreit zwischen den USA und China – unter anderem die höheren Importzölle auf viele chinesischen Lieferungen in die USA und der Bann gegen Huawei – das Anlegersentiment wieder deutlich pessimistischer gemacht hat. So ist das Verhältnis von Aktienverkauf- zu Kaufoptionen in den USA zuletzt von 0,85 auf 1,07 gestiegen (Grafik 18).

Die DAX-Bären verweisen hingegen auf den jüngsten Rutsch der zehnjährigen US-Bondrendite unter 2,3%. Im Gegensatz zum relativ robusten US-Aktienmarkt scheint der Anleihemarkt ein viel schwächeres Konjunkturmfeld zu antizipieren. In diesem Zusammenhang verweisen die Pessimisten auf die enttäuschende Entwicklung des Ifo-Index – die erwartete Konjunkturerholung scheint später und schwächer zu kommen als von vielen Investoren erhofft.

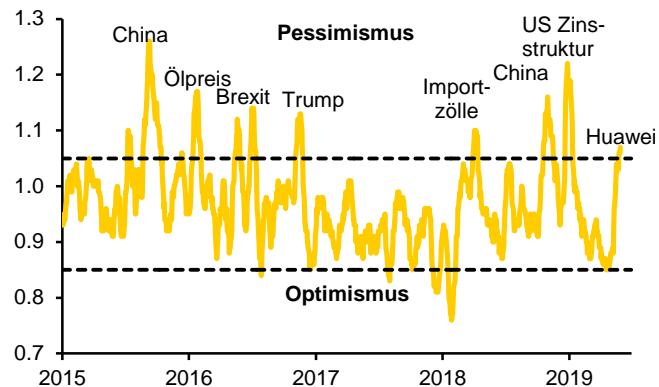
Die Notenbank von New York hat berechnet, dass die Anhebung der Importzölle auf 25% einen US-Haushalt durchschnittlich 830 US-Dollar pro Jahr kosten könnte. Damit hat der Handelsstreit für die Aktienpessimisten durchaus das Potential, in den kommenden Quartalen eine Rezession auszulösen. In diesem Zusammenhang verweisen die Bären auf die jüngste Schwäche des Aktienmarkts in China. So sind beispielweise beim CSI 300-Aktienindex die Kursgewinne seit Jahresbeginn bereits von 37% im April auf mittlerweile 19% geschmolzen.

GRAFIK 17: Euroraum – Geldmenge M1 bleibt Bullentrend
Geldmenge M1, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent



Quellen: Bloomberg, Commerzbank Research

GRAFIK 18: Huawei macht Investoren pessimistisch
USA: Verhältnis Aktienverkauf- zu kaufoptionen, 15 Tage-Mittel



Quellen: Bloomberg, CBOE, Commerzbank Research

Wochenvorschau Rohstoffe

Leerer Kalender

Barbara Lambrecht
Tel. +49 69 136 22295

Obwohl es an rohstoffspezifischen Impulsen mangelt, dürften die Ölpreise wieder etwas Boden gewinnen. Bei den Industriemetallen dürften solide US-Konjunkturdaten nicht ausreichen, um die durch den Handelsstreit bedingte Unsicherheit über die Entwicklung des wichtigeren Absatzmarktes China auszugleichen. Der Goldpreis wird wohl trotz einer starken Nachfrage in Asien kaum zulegen. Anders sieht es an vielen Agrarmärkten aus: Hier dürften die Preise noch höher klettern, da die Aussaat sich wohl noch weiter verzögern wird.

TABELLE 7: Tendenzen bei wichtigen Rohstoffen

	Veränderung in %					Tendenz	Rohstoffspezifische Ereignisse
	31. Mai	1 Woche	1 Monat	1 Jahr	Kurzfristig		
Brent (USD je Barrel)	66,0	-4,0	-9,4	-15,0	⇒		
Kupfer (USD je Tonne)	5867	-1,0	-8,5	-14,4	⇒		
Gold (USD je Feinunze)	1293	0,7	0,8	-0,4	⇒		
Mais (USD je Scheffel)	4,31	10,6	19,0	9,5	↗	USDA: Erntefortschrittsbericht (3.)	

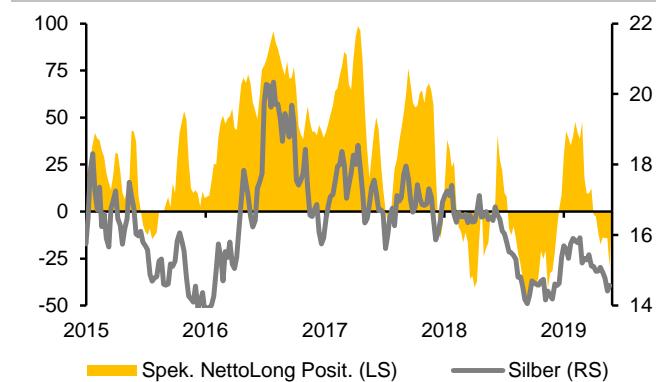
Quellen: Bloomberg, Commerzbank Research

Ein Barrel der Rohölsorte Brent dürfte sich nächste Woche wieder in Richtung 70 USD erholen. Denn das Angebot am europäischen Markt bleibt knapp. Die Internationale Energieagentur hatte Mitte Mai die Ausfälle in Folge der Verunreinigung in der Druschba-Pipeline im zweiten Vierteljahr auf 250 Tsd Barrel pro Tag beziffert. Auch wenn die Versorgung über die Pipeline allmählich wieder hochgefahren wird und die seewärtigen Lieferungen von Rohöl aus Russland erhöht wurden, bleibt es zunächst eng. Denn auch in der Nordsee wird das tägliche Angebot aufgrund von Wartungsarbeiten von 950 Tsd Barrel im Mai auf 720 Tsd Barrel im Juni fallen. Zudem droht ein Streik in Norwegens Ölindustrie. Das knappe Angebot spiegelt sich in der vor allem am vorderen Ende stark fallenden Terminkurve wider, woran sich kurzfristig auch nichts ändern sollte.

Während sich die Preise für Gold und Palladium in den letzten Tagen stabilisiert haben, neigen die Preise von Platin und Silber weiterhin zur Schwäche. Ein Grund ist die Skepsis der Finanzanleger. Bei Silber sind sie wie in der zweiten Jahreshälfte 2018 mehrheitlich pessimistisch (Grafik 19). Wir sind der Meinung, das ist übertrieben. Im Zuge der von uns erwarteten Erholung des Goldpreises dürfte mittelfristig auch der Silberpreis wieder anziehen.

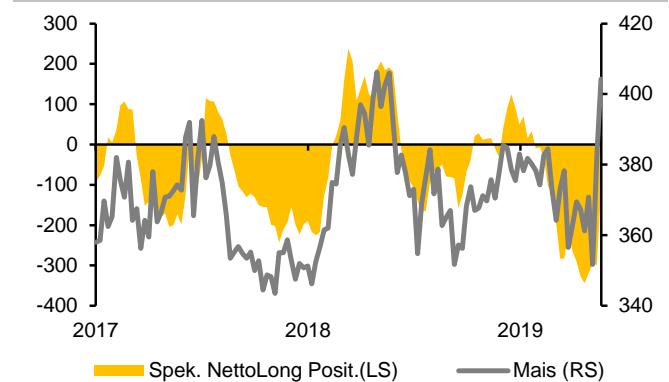
Wie schnell eine Neuausrichtung der kurzfristig orientierten Finanzleger die Preise nach oben schieben kann, hat zuletzt sehr eindrucksvoll beim US-Maispreis gezeigt (Grafik 20). Dieser ist binnen zwei Wochen um 24% auf ein Drei-Jahreshoch gestiegen. Wir erwarten, dass sich die Rally nächste Woche noch etwas fortsetzen wird. Denn der Erntefortschrittsbericht wird bestätigen, dass die Aussaat – anders als zu dieser Jahreszeit üblich – noch längst nicht abgeschlossen ist. Und allmählich schließt sich das Zeitfenster für die Maisaussaat.

GRAFIK 19: Pessimistische Finanzanleger am Silbermarkt
USD je Feinunze, in Tsd Kontrakten



Quellen: CFTC, Bloomberg, Commerzbank Research

GRAFIK 20: Short-Eindeckungen lassen Maispreis steigen
US-Cent je Scheffel, in Tsd Kontrakten



Quellen: CFTC, Bloomberg, Commerzbank Research

Commerzbank-Prognosen

TABELLE 8: Gesamtwirtschaftliche Prognosen

	Reales BIP (%)			Inflationsrate (%)			
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	
USA	2,9	2,7	2,0	2,4	2,0	2,3	• In den USA lässt der fiskalische Impuls nach, außerdem bremsen die vergangenen Zinserhöhungen der Fed mehr und mehr das Wachstum.
Japan	0,8	0,7	0,3	1,0	0,6	1,1	
Euroraum	1,8	0,9	1,4	1,8	1,4	1,2	
- Deutschland	1,4	0,4	1,8	1,7	1,3	1,8	• In China hat sich das Wachstum stärker abgeschwächt, als es die offiziellen Zahlen zeigen. Umfangreiche Stimulierungsmaßnahmen der Regierung dürften aber einen Einbruch verhindern und die Wirtschaft allmählich anschieben.
- Frankreich	1,6	1,2	1,5	1,9	1,1	1,3	
- Italien	0,9	0,4	0,9	1,1	1,0	1,2	
- Spanien	2,6	2,3	2,3	1,7	1,0	1,6	
- Portugal	2,0	1,6	1,9	1,1	1,3	1,6	
- Griechenland	1,9	1,7	2,4	0,8	2,1	1,4	
Großbritannien	1,4	1,3	1,4	2,5	1,8	1,8	
Schweiz	2,5	1,1	1,8	0,9	0,6	0,7	
China	6,6	6,3	6,0	2,1	2,5	2,0	
Indien	7,4	6,5	6,8	4,0	2,8	3,7	
Brasilien	1,1	1,6	1,9	3,7	4,0	4,3	• Globalisierung und Digitalisierung drücken die unterliegende Inflation; sie wird im Euroraum nur wenig zunehmen.
Russland	2,3	1,5	1,2	2,9	4,5	2,6	
Polen	5,1	2,9	3,3	1,7	2,2	2,2	
Welt	3,7	3,3	3,4				

TABELLE 9: Zinsprognosen (Quartalsendstände)

	29.05.2019	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	
USA							
Fed Funds Rate, Obergrenze	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	• In den USA herrscht mehr oder weniger Vollbeschäftigung. Wegen der zunehmenden wirtschaftlichen Risiken, der niedrigen Inflation und politischem Druck wird die US-Notenbank die Zinsen aber wohl nicht weiter erhöhen.
3-Monats-Libor	2,52	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	
2 Jahre*	2,08	2,50	2,55	2,50	2,55	2,45	
5 Jahre*	2,02	2,50	2,55	2,45	2,50	2,40	• Bei zehnjährigen amerikanischen Staatsanleihen liegt das Gros des Renditeanstiegs hinter uns, weil die Federal Reserve den Zinserhöhungszyklus wohl nicht fortsetzen wird.
10 Jahre*	2,23	2,70	2,75	2,50	2,60	2,50	
Spread 10-2 Jahre	15	20	20	0	5	5	
Swap-Spread 10 Jahre	-5	0	0	0	0	0	
Euroraum							
Einlagezins	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	• Im Euroraum sprechen das Drängen der Südländer auf eine lockere Geldpolitik, rückläufige Wachstumsprognosen sowie eine nur um 1% schwankende Kerninflation gegen eine Zinserhöhung vor 2021. Ein echter Zinserhöhungszyklus ist nicht in Sicht.
3-Monats-Euribor	-0,32	-0,32	-0,32	-0,32	-0,31	-0,29	
2 Jahre*	-0,64	-0,55	-0,50	-0,55	-0,50	-0,50	
5 Jahre*	-0,55	-0,35	-0,30	-0,35	-0,30	-0,20	
10 Jahre*	-0,17	0,10	0,20	0,10	0,15	0,25	• Im Euroraum dürfte sich die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen in der Tendenz seitwärts bewegen. Das liegt nicht nur an der fehlenden Aussicht auf einen echten Zinserhöhungszyklus, sondern auch daran, dass die EZB fällig werdende Anleihen auch nach einem Ende der Nettokäufe noch lange reinvestieren wird.
Spread 10-2 Jahre	48	65	70	65	65	75	
Swap-Spread 10 Jahre	53	45	45	45	40	45	
Großbritannien							
Repo-Satz	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	
3-Monats-Libor	0,80	0,85	0,85	0,95	1,10	1,10	
2 Jahre*	0,60	0,80	0,90	0,90	1,05	1,10	
10 Jahre*	0,91	1,20	1,55	1,50	1,60	1,50	

TABELLE 10: Wechselkursprognosen (Quartalsendstände)

	29.05.2019	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	
EUR-USD	1,12	1,12	1,16	1,20	1,22	1,24	• Der EUR-USD-Wechselkurs dürfte 2019 tendenziell steigen. Das liegt vor allem an dem Ende des US-Zinserhöhungszyklus, der den Dollar erfahrungsgemäß belastet.
USD-JPY	109	109	108	107	106	104	
EUR-CHF	1,12	1,15	1,16	1,16	1,16	1,16	
EUR-GBP	0,88	0,86	0,87	0,86	0,87	0,87	• Wir gehen weiterhin von einem geregelten Brexit aus. Aber die Unsicherheit bleibt noch lange hoch, so dass sich das Pfund bis auf weiteres nicht erholen wird.
EUR-SEK	10,71	10,60	10,50	10,35	10,30	10,25	
EUR-NOK	9,77	9,65	9,55	9,50	9,45	9,45	
EUR-PLN	4,30	4,30	4,30	4,25	4,25	4,25	• CNY dürfte in den kommenden Quartalen wegen schwächerer Wirtschaftsaussichten in China in der Grundtendenz gegenüber dem USD unter Druck bleiben, doch dürfte die chinesische Zentralbank einen USD-CNY-Wechselkurs über 7,00 verhindern.
EUR-HUF	326	320	317	317	315	315	
EUR-CZK	25,86	25,50	25,40	25,30	25,20	25,20	
AUD-USD	0,69	0,71	0,75	0,76	0,77	0,78	
USD-CAD	1,35	1,32	1,29	1,27	1,26	1,24	
USD-CNY	6,91	6,85	6,88	6,90	6,90	6,95	

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

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

<p style="text-align: center;">Dr. Jörg Krämer Chefvolkswirt +49 69 136 23650</p>			
Economic Research	Zins und Credit Research	FX- & EM-Research	Commodity Research
Dr. Jörg Krämer (Leiter) +49 69 136 23650	Christoph Rieger (Leiter) +49 69 136 87664	Ulrich Leuchtmann (Leiter) +49 69 136 23393	Eugen Weinberg (Leiter) +49 69 136 43417
Dr. Ralph Solveen (stv. Leiter, Deutschland) +49 69 136 22322	Michael Leister (Leiter Zinsen) +49 69 136 21264	Thu-Lan Nguyen (G10) +49 69 136 82878	Daniel Briesemann +49 69 136 29158
Dr. Christoph Balz (USA, Fed) +49 69 136 24889	Rainer Guntermann +49 69 136 87506	Antje Praefcke (G10) +49 69 136 43834	Carsten Fritsch +49 69 136 21006
Peter Dixon (Großbritannien, BoE) +44 20 7475 4806	Markus Koch +49 69 136 87685	Esther Reichelt (G10) +49 69 136 41505	Dr. Michaela Kuhl +49 69 136 29363
Dr. Michael Schubert (EZB) +49 69 136 23700	Ted Packmohr (Leiter Cov. Bonds und Financials) +49 69 136 87571	Lutz Karpowitz (EM) +49 69 136 42152	Barbara Lambrecht +49 69 136 22295
Eckart Tuchfeld (Politik Deutschland) +49 69 136 23888	Marco Stöckle (Leiter Credit) +49 69 136 82114	Elisabeth Andreea (EM) +49 69 136 24052	Aktienstrategie
Dr. Marco Wagner (Deutschland, Italien) +49 69 136 84335		Alexandra Bechtel (EM) +49 69 136 41250	Christoph Dolleschal (stv. Leiter Research) +49 69 136 21255
Bernd Weidensteiner (USA, Fed) +49 69 136 24527		Tatha Ghose (EM) +44 20 7475 8399	Andreas Hürkamp +49 69 136 45925
Christoph Weil (Europaum, Frankreich, Schweiz) +49 69 136 24041		Charlie Lay (EM) +65 63 110111	Markus Wallner +49 69 136 21747
		You-Na Park (EM) +49 69 136 42155	
		Hao Zhou (EM) +65 6311 0166	
		Melanie Fischinger (EM) +49 69 136 23245	Technische Analyse
			Achim Matzke (Leiter) +49 69 136 29138
			Cross Asset-Strategie
			Alexander Krämer +49 69 136 22982

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 (täglicher 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 (täglicher Marktkommentar für die Europäischen Rentenmärkte)
 Pfandbrief Weekly (wöchentliche Übersicht und Analysen für die Covered Bond-Märkte)
 Rates Radar (ad-hoc Specials und Handelsideen für die Rentenmärkte)
 Credit Note (Handelsempfehlungen für institutionelle Investoren)
- FX Strategy:** Tagesinfo Devisen (Tageskommentar und -ausblick für die Devisenmärkte)
 FX Hotspot (zeitnahe Kommentierung wichtiger Ereignisse für den Devisenmarkt)
- Aktienstrategie:** Weekly Equity Monitor (wöchentlicher Ausblick auf die Aktienmärkte und die Quartalsberichte der Unternehmen)
 Monthly Equity Monitor (monatliche Publikation zu Gewinnen, Bewertung und Sentiment an den Aktienmärkten)
 Digging in Deutschland (Themenresearch mit dem Fokus auf den deutschen Aktienmarkt)
- Emerging Markets:** EM Briefing (zeitnahe Kommentierung wichtiger Indikatoren und Ereignisse)
- Cross Asset:** Cross Asset Monitor (wöchentliche Marktübersicht inklusive Sentiment- und Risikoindikatoren)
 Cross Asset Outlook (monatliche Analyse der globalen Finanzmärkte mit taktischer Assetallokation)
 Cross Asset Feature (Spezialstudien zu Assetklassen übergreifenden Themen)

Für den Bezug der aufgeführten Publikationen wenden Sie sich bitte an Ihren Kundenbetreuer.

In accordance with ESMA MAR requirements this report was completed 31.05.2019 08:12 CEST and disseminated 31.05.2019 08:13 CEST.

Für die Erstellung dieser Ausarbeitung sind die Abteilung Research im Bereich Firmenkunden der Commerzbank AG, Frankfurt am Main, bzw. etwaig in der Ausarbeitung genannte Filialen der Commerzbank verantwortlich. Die Commerzbank AG ist bei der CFTC vorläufig als 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://research.commerzbank.com/web/commerzbank-research-portal/public-page/disclosures>*

*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 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.

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 Geschäftsleitungsgänge, 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, Sonnenmannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland.

Großbritannien: Dieses Dokument wurde von der Commerzbank AG, Filiale London, herausgegeben oder für eine Herausgabe in Großbritannien genehmigt. Die Commerzbank AG, Filiale London, ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und von der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt nur in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority. Einzelheiten über den Umfang der Genehmigung und der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority erhalten Sie auf Anfrage. Diese Ausarbeitung richtet sich ausschließlich an „Eligible Counterparties“ und „Professional Clients“. Sie richtet sich nicht an „Retail Clients“. Ausschließlich „Eligible Counterparties“ und „Professional Clients“ ist es gestattet, die Informationen in dieser Ausarbeitung zu lesen oder sich auf diese zu beziehen. Commerzbank AG, Filiale London bietet nicht Handel, Beratung oder andere Anlagedienstleistungen für „Retail Clients“ an.

USA: Die Commerz Markets LLC („Commerz Markets“) hat die Verantwortung für die Verteilung dieses Dokuments in den USA unter Einhaltung der gültigen Bestimmungen übernommen. Wertpapiertransaktionen durch US-Bürger müssen über die Commerz Markets, Swaptransaktionen über die Commerzbank AG abgewickelt werden. Nach geltendem US-amerikanischen Recht können Informationen, die Commerz Markets-Kunden betreffen, an andere Unternehmen innerhalb des Commerzbank-Konzerns weitergegeben werden. Sofern dieses Dokument zur Verteilung in den USA freigegeben wurde, ist es ausschließlich nur an „US Institutional Investors“ und „Major Institutional Investors“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 unter dem Securities Exchange Act von 1934 beschrieben. Commerz Markets ist Mitglied der FINRA und SIPC. Derivatetransaktionen mit US-Personen sind nach den Bestimmungen des Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act durchzuführen.

Kanada: Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Prospekt, Anzeige, öffentliche Emission oder Angebot bzw. Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der beschriebenen Wertpapiere in Kanada oder einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium beabsichtigt. Angebote oder Verkäufe der beschriebenen Wertpapiere erfolgen in Kanada ausschließlich im Rahmen einer Ausnahme von der Prospektpflicht 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.

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

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

Japan: Diese Informationen und ihre Verteilung stellen keine „Aufforderung“ gemäß dem Financial Instrument Exchange Act (FIEA) dar und sind nicht als solche auszulegen. Diese Informationen dürfen von internationalen Filialen der Commerzbank außerhalb Japans ausschließlich an „professionelle Anleger“ gemäß Section 2(31) des FIEA und Section 23 der Cabinet Ordinance Regarding Definition of Section 2 of the FIEA verteilt werden. Die Commerzbank AG, Tokyo Branch, war nicht an der Erstellung dieser Informationen beteiligt. Nicht alle Finanz- oder anderen Instrumente, auf die in diesen Informationen Bezug genommen wird, sind in Japan verfügbar. Anfragen bezüglich der Verfügbarkeit dieser Instrumente richten Sie bitte an den Bereich Firmenkunden der Commerzbank AG.

Australien: Die Commerzbank AG hat keine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen. Dieses Dokument wird in Australien an Großkunden unter einer Ausnahmeregelung zur australischen Finanzdienstleistungslizenz von der Commerzbank gemäß Class Order 04/1313 verteilt. Die Commerzbank AG wird durch die BaFin nach deutschem Recht geregelt, das vom australischen Recht abweicht.

Volksrepublik China (VRC): Dieses Dokument wird von der Commerzbank AG zur Verfügung gestellt und ist ausschließlich für Institute bestimmt, die Finanztransaktionen durchführen dürfen. Niemand sonst darf sich auf Informationen verlassen, die in diesem Dokument enthalten sind. Derivatetransaktionen von VRC-Personen dürfen nur von VRC-Finanzinstituten eingegangen werden, denen Derivategeschäfte in der VRC gestattet sind und die alle notwendigen aufsichtsrechtlichen Genehmigungen in der VRC eingeholt haben.

© Commerzbank AG 2019. Alle Rechte vorbehalten. Version 9.27

Commerzbank Firmenkunden

Frankfurt	London	New York	Singapore	Hong Kong
Commerzbank AG	Commerzbank AG	Commerz Markets LLC	Commerzbank AG	Commerzbank AG
DLZ - Gebäude 2, Händlerhaus Mainzer Landstraße 153 60327 Frankfurt	PO BOX 52715 30 Gresham Street London, EC2P 2XY	225 Liberty Street, 32nd floor, New York, NY 10281-1050	71, Robinson Road, #12-01 Singapore 068895	15th Floor, Lee Garden One 33 Hysan Avenue, 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