

Wie Demographie die Inflation steigen lässt

Dr. Jörg Krämer
 Tel: +49 69 136 23650

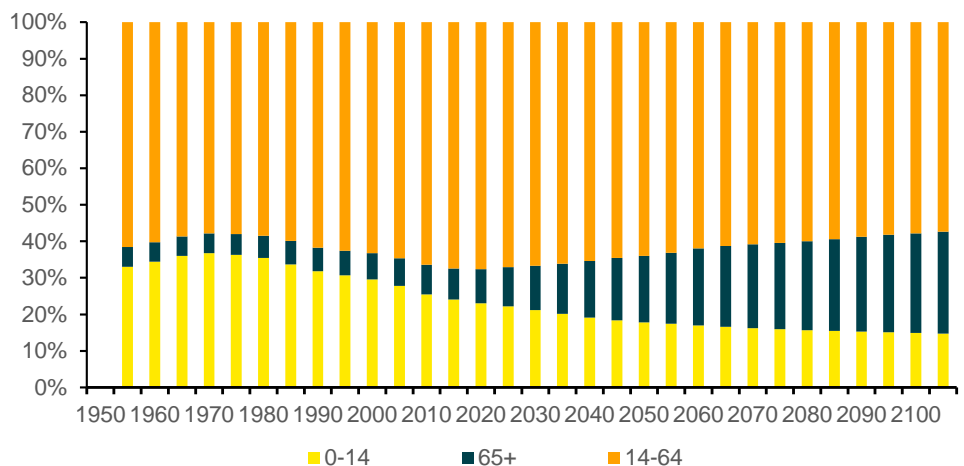
Anders als in den sechs Jahrzehnten nach dem Zweiten Weltkrieg wird der Anteil der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter in den wirtschaftlich integrierten Weltregionen von nun an deutlich sinken. Wir analysieren das Zusammenspiel zwischen Demographie und Geldpolitik und skizzieren, welchen Beitrag die Demographie zu einem Anziehen der Inflation leisten kann.

Die demographische Zeitenwende lässt das Arbeitsangebot sinken

Charles Goodhart, ein emeritierter Professor der London School of Economics, war von 1997 bis 2000 ein unabhängiges Mitglied des geldpolitischen Ausschusses der britischen Zentralbank. Er gehört zum geldpolitischen Establishment, das in den westlichen Ländern in der Regel betont, dass die Inflation keine Gefahr sei und die Geldpolitik deshalb noch länger locker bleiben könne. Umso bemerkenswerter ist es, dass Charles Goodhart in seinem 2020 erschienenen **Buch** betont, dass von einer großen demographischen Wende die Gefahr einer deutlich höheren Inflation ausgehe. Im Mittelpunkt seiner Argumentation steht der Anteil der Menschen im erwerbsfähigen Alter (14 bis 64 Jahre) an der gesamten Bevölkerung. Nachdem dieser Anteil seit dem Zweiten Weltkrieg gestiegen sei, werde er von nun an fallen. Das verknappe in Zukunft die Arbeit und treibe so die Inflation nach oben.

Charles Goodhart konzentriert sich nicht auf die weltweite Erwerbspersonenquote, sondern auf die Weltregionen, die weitgehend in die internationale Arbeitsteilung integriert sind. Es geht also um Nordamerika, Europa, Asien und Australien. Lag der Anteil der erwerbsfähigen Bevölkerung in diesen Weltregionen 1950 bei 61,6%, ist er bis 2015 auf 67,6% gestiegen (Titelgrafik, Seite 1). Zwar hat der Anteil der Rentner an der Gesamtbevölkerung wegen der steigenden Lebenserwartung in diesem Zeitraum zugelegt, was für sich genommen für ein geringeres Arbeitskräftepotential spricht. Aber der Anteil der Jungen (0 bis 14 Jahre) ist wegen der rückläufigen Geburtenrate schneller gefallen, so dass der Anteil der Bevölkerung im arbeitsfähigen Alter gestiegen ist (Grafik 1). Dieser mehr als sechs Jahrzehnte währende demographische Trend wurde in seiner inflationsdämpfenden Wirkung seit den 80er Jahren dadurch verstärkt, dass das steigende Erwerbspersonenpotenzial Chinas und anderer asiatischer Länder durch ihre Integration in die internationale Arbeitsteilung erst global nutzbar wurde.

Grafik 1: Rückgang der Jungen gleicht Anstieg der Alten von nun an nicht mehr aus
 Asien, Europa, Nordamerika und Ozeanien zusammen, Anteil der jeweiligen Altersgruppe an der Gesamtbevölkerung, ab 2025 Projektion



Quelle: UN, Commerzbank-Research

Der Trend hin zu einem steigenden Anteil der Arbeitsbevölkerung ist aber ungefähr 2015 ausgelaufen. Seitdem steigt die Zahl der Alten nicht mehr langsamer, als die der Jungen sinkt. Dazu trägt bei, dass die Generation der Baby-Boomer in Rente geht. In den kommenden Jahrzehnten sollte der Anteil der Arbeitsfähigen weiter deutlich sinken – und zwar mit einer ähnlichen Geschwindigkeit, mit der er in den sechs Jahrzehnten nach dem Zweiten Weltkrieg gestiegen war. Wir sind Zeuge einer demographischen Zeitenwende.

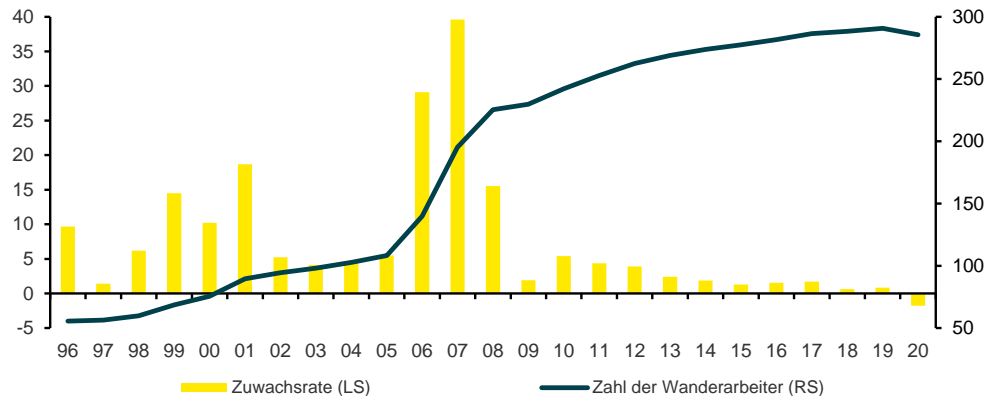
China macht keine Ausnahme

Diese Trendumkehr betrifft nicht nur die westlichen Länder, sondern auch China, dessen Bevölkerung etwas größer ist als die Nordamerikas und Europas zusammengenommen.

In China sinkt die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter bereits seit 2010. Als Folge der früheren Ein-Kind-Politik und dem Wunsch junger Paare nach einer Klein-Familie dürfte sie in den kommenden Jahrzehnten ähnlich stark zurückgehen wie in Deutschland. Hinzu kommt, dass das Reservoir an Wanderarbeitern ausgeschöpft ist. Ihre Zahl wächst nicht mehr (Grafik 2).

Grafik 2: Im Corona-Jahr 2020 erstmals weniger Wanderarbeiter

Wanderarbeiter, in Millionen und Prozent gegenüber Vorjahr



Quelle: WIND, Commerzbank-Research

Ein sinkendes Arbeitsangebot lässt die Inflation steigen, ...

Charles Goodhart betont, dass die große demographische Wende die Inflation tendenziell steigen lässt. Das scheint einleuchtend, weil ein sinkender Bevölkerungsanteil der Erwerbspersonen für Arbeitskräfteknappheit und steigende Arbeitskosten spricht. Letztlich glauben wir an den inflationstreibenden Charakter der demographischen Wende. Aber der Zusammenhang gilt nicht immer. Dazu muss man nur an die 70er Jahre denken, die durch eine hohe Inflation geprägt waren, obwohl die Zahl der Erwerbspersonen in den westlichen Ländern schneller zulegte als die der gesamten Bevölkerung. Offensichtlich gibt es andere Faktoren wie die Geldpolitik, die ebenfalls eine Rolle spielen. Nach dem Ökonom Milton Friedman wird die Inflation langfristig sogar ausschließlich von der Geldmenge bestimmt.

... wenn die Notenbanken falsch reagieren

Das Preisniveau oder die Inflation lassen sich in einer Volkswirtschaft nicht nur durch einen Faktor wie die Demographie erklären, sondern durch das Zusammenspiel von gesamtwirtschaftlicher Nachfrage und Angebot. Nehmen wir an, die Bevölkerung bliebe konstant und der Pro-Kopf-Verbrauch der einzelnen Altersgruppen sei identisch. Dann ändert sich die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nicht, wenn der Anteil der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter sinkt. Allerdings sinkt das gesamtwirtschaftliche Angebot, weil weniger Menschen zur Produktion von Gütern und Dienstleistungen zur Verfügung stehen. Trifft die unveränderte Nachfrage auf ein geringes Angebot, so steigt das Preisniveau und damit die Inflation.

Allerdings könnte die Notenbank mit einem geringeren Geldangebot auf das demographisch bedingt geringere Güterangebot reagieren. Dann sinkt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage im Einklang mit dem Angebot, und die Inflation zieht nicht an.

Wenn man trotzdem erwartet, dass die demographische Wende die Inflation in den kommenden Jahrzehnten steigen lässt, muss man implizit annehmen, die Notenbanken reagierten durch das Ignorieren demographischer Faktoren systematisch falsch. Wenn sie das täten, würde die Inflation tatsächlich deutlich anziehen, wie empirische Studien zeigen.

Empirische Studie: Starker Einfluß der Demographie auf Inflation

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) hat im Jahr 2018 eine **Studie** veröffentlicht, die den beträchtlichen Einfluss demographischer Faktoren auf die Inflation belegt. Die BIZ betrachtet Daten für 22 Länder ab 1870. Neben demographischen Faktoren berücksichtigt sie auch die Ausrichtung der Geldpolitik, um Einflüsse jenseits der Demographie zu erfassen. Die Ergebnisse bestätigen, dass ein sinkender Anteil von

Jahrgängen im erwerbsfähigen Alter die Inflation merklich steigen lässt, wenn man die anderen Einflussfaktoren konstant hält. Für den Durchschnitt der kommenden Jahrzehnte schätzen die Autoren, dass die Demographie die Inflation für sich genommen jährlich um 3 Prozentpunkte erhöht. Der inflationäre Effekt wäre damit ähnlich hoch wie der geschätzte disinflationäre Effekt zwischen 1970 und 2010.

Die Inflation dürfte langfristig steigen, ...

Der relative Rückgang der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter ist für sich genommen ein Argument dafür, dass die Inflation langfristig steigen wird. Wir erwarten nämlich nicht, dass die Notenbanken auf die absehbare demographische Verschlechterung der Angebotsseite ihrer Volkswirtschaften angemessen reagieren werden:

- Die Staaten sind teilweise so hoch verschuldet wie am Ende des Zweiten Weltkriegs. Die Politiker dürften deshalb großen Druck auf die Zentralbanken ausüben, weiter eine lockere Geldpolitik zu betreiben. Das gilt besonders für den Euroraum. Dort gehen hoch verschuldete Länder wie Italien die Ursachen ihrer wirtschaftlichen Probleme nicht an, was die Stabilität der Währungsunion latent bedroht und den Handlungsspielraum der EZB einschränkt.
- Ein relativer Rückgang der Bevölkerung im arbeitsfähigen Alter bedeutet eine Verknappung der Arbeit. Die Reallöhne legen also auf Kosten der realen Renten zu. Diesen Verteilungskonflikt könnte man mit einer höheren Inflation kaschieren, weil sich die Rentner dann zumindest über nominal steigende Altersbezüge freuen können. Insofern mögen die Politiker auch in dieser Hinsicht auf eine lockere Geldpolitik drängen.

Alles in allem sprechen einige Argumente dafür, dass die große demographische Wende die Inflation grundsätzlich erhöht. Allerdings könnte sich dieser Effekt verzögern, wenn sich weitere bevölkerungsreiche Länder, etwa aus Afrika, in die Weltwirtschaft integrieren, auch wenn sich die dazu notwendige wirtschaftspolitische Wende in der Breite nicht abzeichnet.

... aber noch halten moderat steigende Löhne Teuerung in Schach

Für die kommenden zwei, drei Jahre dürfte die Inflation ohnehin von den Arbeitskosten dominiert werden, die wiederum von der Lage am Arbeitsmarkt und den Inflationserwartungen abhängen. Zumindest im Euroraum dürfte die Lage am Arbeitsmarkt wegen den Auswirkungen der Corona-Krise bis auf weiteres schwierig bleiben. Entsprechend zeigt sich kein nachhaltig schnellerer Anstieg der Arbeitskosten. Die zur Zeit rascher steigenden Produzentenkosten markieren wohl noch nicht den Beginn einer dauerhaft höheren Inflation. Die würden wir für den Euroraum erst in vielleicht vier Jahren erwarten.

Weitere Studien zum Thema Inflation

- Höhere Inflation – nur ein Ausreißer?, Woche im Fokus v. 21.5.2021.
- Schieben höhere Holz- und Metallpreise die Inflation an?, Woche im Fokus v. 7.5.2021.
- Inflation – Japan ist keine Blaupause für den Westen, Woche im Fokus v. 23.4.2021.
- Inflation – Die Lehren aus den USA der 60er Jahre, Economic Insight v. 19.4. 2021.

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

Dr. Jörg Krämer
Chefvolkswirt
+49 69 136 23650

Economic Research

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

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

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

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

Eckart Tuchtfeld (Politik Deutschland)
+49 69 136 23888

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

Cem Keltek
+49 69 136 45814

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

Marco Stöckle (Leiter Credit)
+49 69 136 82114

FX- & EM-Research

Ulrich Leuchtmann (Leiter)
+49 69 136 23393

Thu-Lan Nguyen (G10)
+49 69 136 82878

Antje Praefcke (G10)
+49 69 136 43834

Esther Reichelt (G10)
+49 69 136 41505

Lutz Karpowitz (EM)
+49 69 136 42152

Elisabeth Andreae (EM)
+49 69 136 24052

Alexandra Bechtel (EM)
+49 69 136 41250

Tatha Ghose (EM)
+44 20 7475 8399

Charlie Lay (EM)
+65 63 110111

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

Melanie Fischinger (EM)
+49 69 136 23245

Commodity Research

Eugen Weinberg (Leiter)
+49 69 136 43417

Daniel Briesemann
+49 69 136 29158

Carsten Fritsch
+49 69 136 21006

Dr. Michaela Kuhl
+49 69 136 29363

Barbara Lambrecht
+49 69 136 22295

Cross Asset Strategie

Alexander Krämer (Leiter)
+49 69 136 22982

Andreas Hürkamp (Equity Strategy)
+49 69 136 45925

Markus Wallner (Equity Strategy)
+49 69 136 21747

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)
Credit Note (Handlungsempfehlungen für institutionelle Investoren)
- FX Strategy:** Tagesinfo Devisen (Tageskommentar und -ausblick für die Devisenmärkte)
FX Hotspot (zeitnahe Kommentierung wichtiger Ereignisse für den Devisenmarkt)
- Aktienstrategie:** Share[d] Reviews (monatlicher und vierteljährlicher Aktienmarkt-Rückblick im Hinblick auf Marktkatalysatoren, Performancetrends und Konjunkturindikatoren)
Digging in Deutschland (Themenresearch mit dem Fokus auf den deutschen Aktienmarkt)
- 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.

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 28/5/2021 07:24 CEST fertiggestellt und am 28/5/2021 07:24 CEST verbreitet wurde.

Für die Erstellung und Veröffentlichung dieser Ausarbeitung sind die Abteilung Group Research (GM-R) im Unternehmensbereich Group Management der Commerzbank AG, Frankfurt am Main, bzw. etwaig in der Ausarbeitung genannte Filialen der Commerzbank verantwortlich. Die Commerzbank AG ist bei der CFTC vorläufig als Swaphändler 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.

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 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. 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 auszuliegen. 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 2021. Alle Rechte vorbehalten. Version 21.01

Commerzbank Group
Management

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