

Woche im Fokus

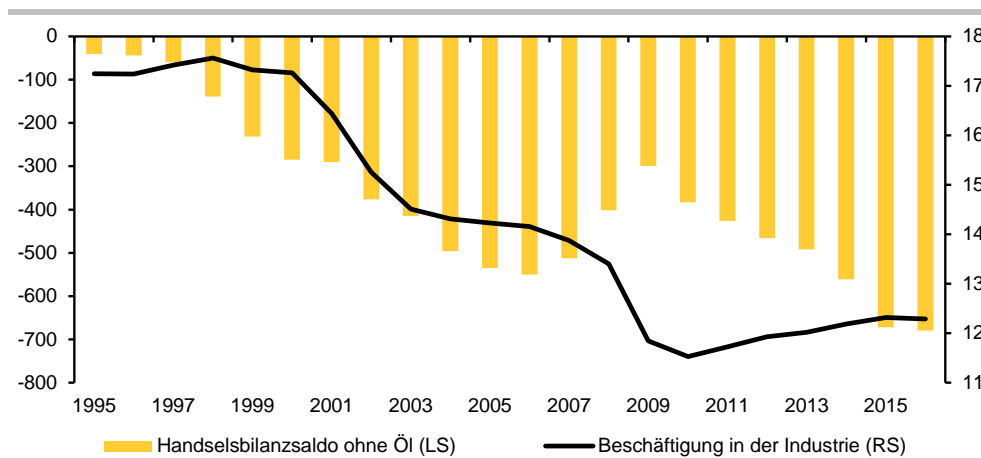
3. Februar 2017

Risiko Handelskrieg

Präsident Trump will die angeblich unfaire Behandlung der US-Wirtschaft im Welthandel beenden und das Außenhandelsdefizit verringern. Aber die Grenzausgleichssteuer der Republikaner ist zu kompliziert und breit angelegte Zölle etwa gegen China sind zu gefährlich, weil das Land sich wehren kann. In unserem Basisszenario gehen wir daher nicht von einem Handelskrieg aus, wobei das Risiko hierfür zuletzt gestiegen ist. Schließlich sieht Trump den internationalen Handel offensichtlich als Nullsummenspiel an, weshalb er wohl aggressiv agieren wird, um den USA vermeintliche Vorteile zu verschaffen. **Seite 2**

USA: Das Handelsdefizit kostet amerikanische Jobs, sagt Trump

Handelsbilanzsaldo ohne Öl, in Mrd Dollar; Beschäftigung in der Industrie, in Mio



Quelle: Global Insight, Commerzbank Research

Ausblick auf die Woche vom 6. bis 10. Februar

Konjunkturdaten: Die besondere Lage der Weihnachtsfeiertage dürften die Dezember-Zahlen der deutschen Industrie deutlich nach unten verzerren. **Seite 7**

Rentenmärkte: Höhere Inflationsraten und politische Risiken führen am Euro-Rentenmarkt zu Abgabedruck, dem sich noch nicht einmal Bundesanleihen entziehen können. **Seite 10**

Devisenmärkte: Die US-Regierung redet den Dollar schwach. Diese Abkehr von einer jahrzehntelangen Praxis spricht für eine weitere Dollarabwertung. **Seite 11**

Aktienmärkte: Am deutschen Aktienmarkt haben die Berichtssaison für das vierte Quartal und die Ausblicke für 2017 in der Summe bisher überzeugt. **Seite 12**

Rohstoffmärkte: Die Ölpreise werden ihre jüngsten Gewinne kaum lange halten können, denn die Angebotslücke wird überschätzt. **Seite 13**



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

Bitte beachten Sie die rechtlichen Hinweise auf den Seiten 16 und 17.

research.commerzbank.com / Bloomberg: CBKR / Research APP verfügbar

Chefvolkswirt:
Dr. Jörg Krämer
+49 69 136 23650
joerg.kraemer@commerzbank.com

Editor:
Dr. Ralph Solveen
+49 69 136 22322
ralph.solveen@commerzbank.com

Bernd Weidensteiner
Tel.: +49 69 136 24527

Dr. Christoph Balz
Tel.: +49 69 136 24889

Risiko Handelskrieg

Präsident Trump will die angeblich unfaire Behandlung der US-Wirtschaft im Welthandel beenden und das Außenhandelsdefizit verringern. Aber die Grenzausgleichssteuer der Republikaner ist zu kompliziert und breit angelegte Zölle etwa gegen China sind zu gefährlich, weil das Land sich wehren kann. In unserem Basisszenario gehen wir daher nicht von einem Handelskrieg aus, wobei das Risiko hierfür zuletzt gestiegen ist. Schließlich sieht Trump den internationalen Handel offensichtlich als Nullsummenspiel an, weshalb er wohl aggressiv agieren wird, um den USA vermeintliche Vorteile zu verschaffen.

Überschussländer geraten ins Visier

Präsident Trump sieht in dem Niedergang der Industrie das wirtschaftliche Kernproblem der USA. Die Ursache dafür sei die angeblich unfaire Behandlung der USA im Welthandel. Diese will er beenden, womit Länder mit hohen Überschüssen im Handel mit den USA in das Visier der US-Regierung geraten. Zunächst konzentrierte sich Trump auf Mexiko. Jetzt hat seine Administration aber auch Deutschland und Japan angegriffen, die im Handel mit den USA noch etwas höhere Überschüsse als Mexiko erzielen. Zuletzt könnte China an die Reihe kommen, auf dieses Land entfällt schließlich fast die Hälfte des gesamten US-Warenhandelsdefizits (Grafik 1).

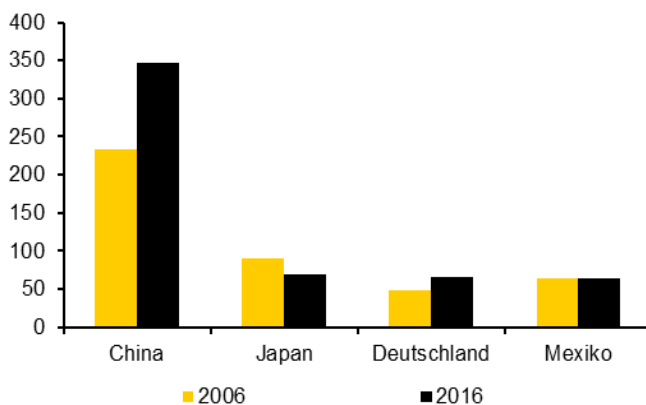
Trumps Werkzeugkasten: Statt Steuerreform ...

Einen Grund für die Probleme im Außenhandel sehen die Republikaner im gegenwärtigen Steuersystem, das Exporte bestrafe und Importe begünstige. Deshalb will die Partei im Rahmen einer umfassenden Reform der Unternehmenssteuern einen „Grenzausgleich“ (Border Tax Adjustment) einführen, der die Exporte von der Besteuerung freistellt und Importe voll besteuert. Nach Ansicht der Befürworter der Reform würde dies den in vielen Ländern geltenden Mehrwertsteuersystemen entsprechen. Die neue Unternehmenssteuer wäre eine „Kreuzung“ aus direkter Besteuerung des unternehmerischen Cash Flow und einer indirekten Verbrauchsbesteuerung. Die sich daraus ergebende versteckte Ungleichbehandlung von Im- und Exporten (siehe Kasten Seite 3) könnte allerdings gegen die Regularien der WTO verstoßen. Zudem ist die geplante Reform aufgrund ihrer Komplexität kaum rasch umzusetzen, und sie dürfte auf den entschiedenen Widerstand potenzieller Verlierer stoßen, so dass mit ihrer Hilfe das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht kaum schnell verringert werden kann.

... und Klagen ...

Ähnliches gilt für Klagen bei der WTO gegen Länder, bei denen die US-Regierung unfaire Handelspraktiken wie Dumping oder Subventionen erkennt. Denn ein solches Verfahren würde sich lange hinziehen und der Ausgang wäre ungewiss. So muss der Kläger nach den WTO-Regeln das Vorliegen von Dumping bzw. Subventionierung belegen und beim Vorwurf des Dumpings nachweisen, um wieviel der Exportpreis geringer ist als der Preis des Exporteurs auf seinem Heimatmarkt. Zudem muss gezeigt werden, dass dies der heimischen Industrie

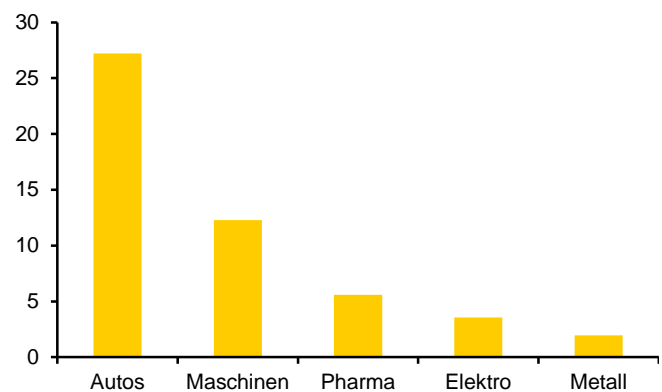
GRAFIK 1: USA – Große Defizite = unfaire Handelsvorteile?
US-Defizite im Warenhandel, verschiedene Handelspartner,
Jahresdaten, in Milliarden Dollar.



Quelle: Global Insight, Commerzbank Research

GRAFIK 2: Deutschlands Überschuss im US-Handel vor allem bei Autos

Saldo im Außenhandel mit den USA nach Branchen, 2015, in Mrd €



Quelle: Statistisches Bundesamt, Commerzbank Research

geschadet hat. Erst nach Abschluss dieses Prozesses können als Strafe Import-Abgaben auf das spezielle Produkt aus dem speziellen Land verhängt werden.

... wohl eher Einfuhrzölle

Einen schnelleren Erfolg dürfte sich Trump von höheren Zöllen erhoffen, die er ohne den Segen der WTO verhängen würde. Zwar sind die USA als WTO-Mitglied an Zollvereinbarungen gebunden. Allerdings hat Trump bereits gezeigt, dass er sich solchen internationalen Abkommen nicht ohne weiteres beugt. Auch die zu erwartenden Klagen anderer WTO-Mitglieder gegen solche Zölle werden ihn kaum abschrecken, da es ebenfalls meist mehrere Jahre dauert, bis solche Fälle entschieden werden und die WTO den betroffenen Ländern erlaubt, Vergeltungsmaßnahmen zu verhängen. Bis dahin stünden die betroffenen Länder unter Druck, sich mit den USA auf einen „Deal“ zu einigen, der auf die Forderungen der USA eingeht.

Deutschland gerät als „Währungsmanipulator“ ins Visier

Einen Vorwand hierfür könnte der US-Regierung der Vorwurf einer Währungsmanipulation liefern. Während dieser Vorwurf gegen China schon länger erhoben wird, hat der Vorsitzende des von Trump neu eingerichteten „National Trade Council“, Peter Navarro, nun auch Deutschland vorgeworfen, die USA mit einer stark unterbewerteten Währung „auszubeuten“. Das US-Finanzministerium vermutet, dass ein Land seine Währung manipuliert, wenn es (1) einen Handelsüberschuss mit den USA von über 20 Mrd Dollar hat, (2) ein Leistungsbilanzüberschuss von mehr als 3% des BIP aufweist, sowie (3) stetig und einseitig auf dem Devisenmarkt interveniert. Punkt (1) und Punkt (2) sind im Falle Deutschlands ohne Frage erfüllt, nicht aber Punkt (3). Trotzdem könnte die Kritik Navarros ein erster Hinweis darauf sein, dass auch Deutschland in das Visier der Trump-Regierung gerät. Dabei fällt insbesondere der erhebliche deutsche Überschuss beim Handel mit Autos und Autoteilen mit den USA ins Auge (Grafik 2). Sollte die US-Regierung mit ihren Maßnahmen auf einzelne Branchen zielen, wäre dieser Sektor sicherlich am stärksten gefährdet.

Kasten: Republikanische Steuerreformpläne

Kernpunkt der von den Republikanern im Kongress geplanten Reform ist, statt der Gewinne der Unternehmen deren Cash Flow auf Basis des Bestimmungslandprinzips zu besteuern. Entscheidend ist damit nicht mehr, wo ein Gewinn erzielt wird, sondern ob ein Produkt in den USA oder im Ausland verkauft wird. Dadurch werden Exporte steuerfrei gestellt, Importe hingegen voll versteuert. Der Steuersatz soll 20% betragen; der aktuell gültige Unternehmenssteuersatz liegt bei 35%.¹

Dieses System ähnelt auf den ersten Blick der in Europa üblichen Mehrwertsteuer. Der entscheidende Unterschied ist aber, dass die vorgeschlagene „Destination-based Cash Flow Tax“ Importe und in den USA hergestellte Produkten ungleich behandelt. Denn bei Importen ist der gesamte Warenwert steuerpflichtig, während bei heimischen Produkten die im Inland angefallenen Arbeitskosten und andere inländische Vorleistungen abgezogen werden können.²

Die Befürworter der Reform gehen davon aus, dass der Dollar nach einer solchen Steuerreform aufwerten und damit die Benachteiligung der Importe ausgleichen wird. Dies ist allerdings keineswegs sicher, da Wechselkurse noch von anderen Faktoren wie Zinsdifferenzen bestimmt werden. Ohne diesen erhofften vollständigen Ausgleich durch einen stärkeren Dollar würden allerdings Unternehmen mit hohem Importanteil (Einzelhandel oder Raffinerien) stark belastet. Diese Unternehmen – und ihre Angestellte – werden daher diese Reform entschieden bekämpfen. Koch Industries, der seit langem wichtigste Geldgeber der Republikanischen Partei und auch im Raffineriegeschäft tätig, hat sich bereits deutlich gegen diese Pläne positioniert. Widerstand dürften auch andere Teile der geplanten Reform hervorrufen, vor allem dass nach ihr Unternehmen in Zukunft ihre Netto-Zinsausgaben nicht mehr steuerlich geltend machen können. Dies träfe beispielsweise Immobilienunternehmen hart.

¹ Für eine detaillierte Analyse der republikanischen Steuerpläne siehe: David A. Weisbach „A Guide to the GOP Tax Plan – The Way to a Better Way“, University of Chicago, Januar 2017.

² Vgl. William Cline: „The Ryan-Brady Cash Flow Tax: Disguised Protection, Exaggerated Revenue, and Increased Inequality“, Peterson Institute for International Economics, Januar 2017.

Hauptszenario: Kein allgemeiner Handelskrieg

Gegenüber einigen Ländern wird die US-Regierung wahrscheinlich wirklich hart vorgehen. Das wichtigste Beispiel ist sicherlich Mexiko. Denn für dessen Wirtschaft ist der US-Markt deutlich wichtiger als der mexikanische für die US-Unternehmen, so dass das Land z.B. von einer Kündigung des NAFTA-Abkommens hart getroffen wäre. So haben viele Unternehmen gerade im Autosektor nur deshalb in Mexiko investiert, um von dort in die USA zu exportieren. Darum spricht manches dafür, dass Trump am Ende im Falle Mexikos mit der Strategie Erfolg haben wird, eine Drohkulisse aufzubauen, um so bilateral günstige „Deals“ abzuschließen.

Bei weniger einseitig von den USA abhängigen Ländern dürfte ihm das wesentlich schwerer fallen. So wird China kaum hinnehmen, wenn die US-Regierung breitangelegte Zölle auf chinesische Einfuhren erhebt, sondern Vergeltungsmaßnahmen in Bereichen ergreifen, die für die Trump-Administration sensibel sind. Hier bietet sich der Agrarbereich an. Die USA exportieren landwirtschaftliche Erzeugnisse in Höhe von mehr als 20 Mrd Dollar nach China. Zudem kommen diese Produkte vielfach aus den Staaten im Mittleren Westen der USA, die bei den Wahlen den Ausschlag zugunsten Trumps gegeben haben. Somit würden Agrarzölle, die die Wirtschaft in diesen Bundesstaaten belasten, für die US-Regierung politisch rasch sehr unangenehm werden, zumal die Agrarlobby in Washington außerordentlich einflussreich ist. Ein anderes Gegenmittel wären Zölle, die in erster Linie Unternehmen treffen, die in dem jeweiligen Wahlbezirk von US-Politikern ansässig sind, die über die Handelspolitik entscheiden. Aufgrund dieser Risiken dürfte die US-Regierung kaum einen ausgewachsenen Handelskrieg mit den großen weltwirtschaftlichen Blöcken vom Zaun brechen.

Aber auch dann wird die Politik Trumps dazu beitragen, dass der Welthandel künftig spürbar langsamer wächst als etwa in den 1990er und 2000er Jahren. Schließlich lassen die Impulse früherer Abkommen zur Liberalisierung des Welthandels nach und neue Vereinbarungen sind nicht in Sicht. So hat sich die USA unter Trump aus dem geplanten pazifischen Freihandelsabkommen TPP zurückgezogen. Auch das transatlantische Abkommen TTIP wird Trump wohl nicht weiter verfolgen – das allerdings auch in der EU kaum noch wirkliche Anhänger hatte.

Risikoszenario: Handelsstreit eskaliert

Das Hauptrisiko liegt darin, dass der US-Präsident den internationalen Handel im Gegensatz zur dominierenden Meinung der Volkswirtschaftslehre offenbar als Nullsummenspiel ansieht. Exporte erhöhen das heimische Wachstum und schaffen Jobs, Importe kosten Wachstum und Beschäftigung. Die positive Wirkung importierter Güter – sei es als preiswertere Vorprodukte für Unternehmen oder billigere Konsumgüter – spielen für ihn offensichtlich keine Rolle. Die Trump-Administration könnte daher bereit sein, einen deutlichen Rückgang des Außenhandels als Preis dafür zu akzeptieren, dass sich das US-Handelsdefizit schließt. Dafür spricht auch, dass laut Peter Navarro eine der Prioritäten der US-Regierung eine Rückabwicklung und Heimholung der internationalen Produktionsketten (deren Einrichtung war in den letzten Jahrzehnten ein Haupttreiber der Globalisierung) ist. Das stringente Verfolgen einer derartigen Strategie würde die Geschäftsgrundlage gerade der multinationalen Unternehmen – darunter zahlreiche amerikanische Firmen – massiv verändern. Die Entwertung ausländischer Produktionsstätten, eine allgemein stark steigende Unsicherheit und die mit einer Repatriierung der Produktion verbundenen Kosten und Ineffizienzen bedeuten ein erhebliches Risiko für US-Unternehmen – und den Rest der Welt.

Erhöht wird das Risiko dadurch, dass die Verhandlungsstrategie der US-Regierung einige Merkmale von „Brinkmanship“ zeigt, also einer Strategie, die mit der Drohung, bis zum Äußersten zu gehen operiert und darauf hofft, dass der Gegner dazu nicht bereit ist und daher einlenkt. Sollte sich Trump dabei verkalkulieren, könnte unbeabsichtigt ein Handelskrieg ausbrechen.

Präsident Trump ist erst knapp zwei Wochen im Amt, für ein endgültiges Urteile ist es daher zu früh. Die bisher gezeigte Härte deutet dennoch darauf hin, dass das Risiko einer Eskalation zu einem Handelskonflikt größer ist als auch wir dies ursprünglich unterstellt hatten.

Wichtige Veröffentlichungen vom 27. Januar – 2. Februar 2017

Economic Insight: Euroraum – Schreckgespenst Zinswende

In den vergangenen Jahren haben die immer weiter fallenden Zinsen den Regierungen im Euroraum geholfen, ihre Budgetdefizite zu verringern. Auch wenn die Zinsen nun wohl ihren Tiefpunkt erreicht haben und wegen der Zinswende in den USA höhere Renditen auch im Euroraum drohen, dürfte die Zinslast der meisten Länder vorerst weiter fallen. Denn die aktuellen Renditen sind immer noch deutlich niedriger als die Coupons der in den kommenden Jahren auslaufenden Anleihen. Erst bei einem weiteren starken Renditeanstieg würde die Zinslast bereits vor 2020 zunehmen. Nur Portugal droht in den kommenden Jahren bereits bei einem recht moderaten Zinsanstieg eine wieder stärkere Belastung. [mehr](#)

Economic Insight: Germany – New SPD candidate – a challenge for Merkel? (nur auf Englisch)

Gemessen an den neuesten Umfragen wird Martin Schulz, der Kanzlerkandidat der deutschen Sozialdemokraten (SPD), eine ernsthafte Herausforderung für Kanzlerin Merkel darstellen bei der Bundestagswahl im September. Allerdings basieren seine guten Umfrageergebnisse vor allem auf dem üblichen Bonus für Politiker, die sich hauptsächlich mit der Außenpolitik beschäftigen. Bei den Themen Europa und Flüchtlinge, bei denen Merkel unter Druck geraten ist, vertritt Schulz eher noch unpopulärere Positionen. Seine Haltung bei heimischen und wirtschaftspolitischen Themen ist bisher recht unklar. [mehr](#)

Economic Briefing: FOMC meeting – Fed takes a pass (nur auf Englisch)

Der Offenmarktausschuss der Fed hat die Geldpolitik bei seinem Treffen am Mittwoch unverändert gelassen. Der Korridor für die Fed Funds Rate bleibt bei 0,50% - 0,75%, und die Notenbank behält ihre Politik bei, die Erlöse aus auslaufenden Anleihen zu reinvestieren. Die Fed wartet wie alle anderen Marktteilnehmer auf mehr Informationen, wie es mit der Finanzpolitik weitergeht. Erst dann wird sie den nächsten Schritt bei der Normalisierung der Zinsen unternehmen. [mehr](#)

FX Insight: Sind US-Importzölle gut oder schlecht für den Dollar?

Der neue US-Präsident setzt auf Abschottung und will Importe mit Strafzöllen belegen. Wir analysieren im Folgenden, ob das positiv oder negativ für den US-Dollar ist. [mehr](#)

FX Hotspot: Alternative Facts from the US government (nur auf Englisch)

Der Direktor des US-amerikanischen Handelsbeirats hat Deutschland beschuldigt, andere Länder mit Hilfe einer unterbewerteten Währung auszubeuten. Abgesehen davon, dass die Aussage irreführend ist, verbirgt sich dahinter eine weitere Salve im Währungsgefecht. Investoren sollten sich anschnallen für einen möglichen Währungskrieg. [mehr](#)

FX Insight: ARPI² update – Trump irritiert leicht

Im Vergleich zum letzten Mittwoch stieg unser Index der globalen Risikowahrnehmung ARPI² um 0,2 Indexpunkte. Insbesondere die Aktien-, die Emerging-Market- und die FX-Risiken sind jeweils leicht gestiegen. Offenbar hat insbesondere das Dekret von US-Präsident Trump zur Einwanderungsbeschränkung die Märkte leicht irritiert. [mehr](#)

Rohstoffe kompakt Agrar: Getreide, Ölsaaten, Baumwolle: Geht die Puste aus?

Vier Überschussjahre drücken noch immer auf die Weizenpreise. Bisher stehen die Zeichen auf eine weitere hohe globale Weizenernte 2017/18 – wenn sich die Einschätzung allenfalls moderater Frostschäden auf der Nordhalbkugel bewahrheitet. Auch bei Mais bleibt die Angebotssituation entspannt, allerdings reagieren die US-Landwirte wohl mit einer deutlichen Flächenreduktion auf die niedrigen Preise, während die Sojabohnenfläche ausgeweitet werden dürfte. Ein höheres Angebot an Ölsaaten insgesamt dürfte deren Preise drücken. In den letzten Jahren hat China einige Umstellungen in seiner Agrarpolitik vorgenommen. In einem Kasten gehen wir auf wichtige Änderungen im Bereich der Getreide ein. [mehr](#)

Ausblick auf die Woche vom 6. bis 10. Februar 2017

MEZ	Land	Indikator	Periode		Prognose	Konsens	Letzter Wert
Montag, 6. Februar 2017							
8:00	GER	Auftragseingänge der Industrie	Dez.	Vm, sb, % Vj, %	0,0 3,5	0,5 4,1	-2,5 3,0
Dienstag, 7. Februar 2017							
4:00	AUS	Zinsentscheidung der RBA		%	1,50	1,50	1,50
8:00	GER	Industrieproduktion	Dez.	Vm, sb, % Vj, %	-1,0 1,2	0,4 2,5	0,4 2,2
14:30	USA	Handelsbilanz	Dez.	Mrd USD	-45,0	-45,0	-45,2
Mittwoch 8. Februar 2017							
21:00	NZL	Zinsentscheidung der RBNZ		%	1,75	1,75	1,75
Donnerstag, 9. Februar 2017							
0:50	JPN	Aufträge Maschinenbau	Dez.	Vm, sb, %	2,5	3,5	-5,1
8:00	GER	Exporte	Dez.	Vm, sb, %	-2,0	-1,6	3,9
14:30	USA	Erstanträge Arbeitslosenunterstützung	4. Feb.	sb	250	–	246
Freitag, 10. Februar 2017							
8:45	FRA	Industrieproduktion	Dez.	Vm, sb, %	-1,0	–	2,2
10:00	ITA	Industrieproduktion	Dez.	Vm, sb, %	-1,0	0,2	0,7
10:30	GBR	Industrieproduktion	Dez.	Vm, sb, %	-0,2	-0,2	2,1
16:00	USA	Verbrauchervertrauen (University of Michigan), vorläufig	Feb.	sb	98,5	97,7	98,5

= 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: Deutschland: Schwache Dezember-Zahlen trotz guter Stimmung

Die Dezember-Zahlen der deutschen Industrie dürften eher schwach ausfallen. Allerdings sollte dies nicht als Signal für einen neuerlichen Schwächeanfall interpretiert werden, wogegen ja auch die bis zuletzt gute Stimmung bei den Unternehmen spricht. Vielmehr dürfte die spezielle Lage der Weihnachtstage die Ergebnisse nach unten verzerrt haben.

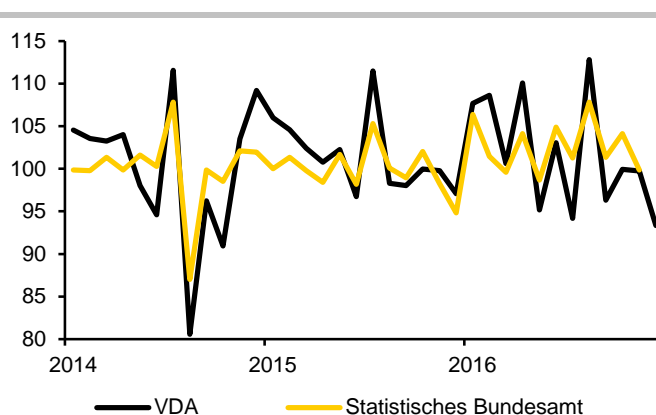
Die Arbeitgeber hat es gefreut, die Arbeitnehmer weniger: Im vergangenen Jahr fielen zwei der drei deutschen Weihnachtsfeiertage auf ein Wochenende, und auch das in den meisten Branchen arbeitsfreie Silvester lag auf einem Samstag. Dies wird sich auch in den kommende Wochen anstehenden Dezember-Zahlen für die Industrie bemerkbar machen. Denn durch diese Kalenderkonstellation hatte der Dezember 21 offizielle Arbeitstage und damit zwei mehr als im Durchschnitt der vergangenen fünf Jahre. Tatsächlich mehr gearbeitet als in anderen Jahren wurde im Dezember 2016 aber wohl kaum. Schließlich schließen viele Fabriken zumindest in der Woche zwischen Weihnachten und Silvester, so dass diesen Werksferien dieses Mal mehr Arbeitstage „zum Opfer fielen“ als sonst. Für die Saisonbereinigung ist aber die Anzahl der offiziellen Arbeitstage entscheidend, so dass sie für den Dezember 2016 die Entwicklung zu negativ darstellen dürfte.

Dieser Effekt zeigt sich auch bei den Produktionszahlen des Automobilverbandes VDA, die im Dezember nach unserer eigenen Saisonbereinigung um mehr als 6% unter den November-Zahlen lagen (Grafik 3). Denn dass die Autobauer ihre Produktion tatsächlich willentlich heruntergefahren haben, ist angesichts der zuletzt sehr starken Auftragszahlen unwahrscheinlich. Einen ähnlichen Effekt dürfte es auch in anderen Branchen geben, so dass wir für die Industrieproduktion mit einem Minus von 1% gegenüber Vormonat rechnen (Konsens: 0,4%). Trotzdem dürfte die deutsche Wirtschaft im vierten Quartal kräftig um mindestens ½% gegenüber Vorquartal zugelegt haben.

Auch bei den Auftragseingängen dürfte sich dieser „Weihnachtseffekt“ bemerkbar machen. Deshalb dürften sie im Dezember nur deshalb nicht gefallen sein (Prognose Commerzbank: 0,0%, Konsens: 0,5%), weil die immer sehr volatilen Orders des Sektors „sonstiger Fahrzeugbau“ kaum noch einmal so niedrig gewesen sein dürften wie im November.

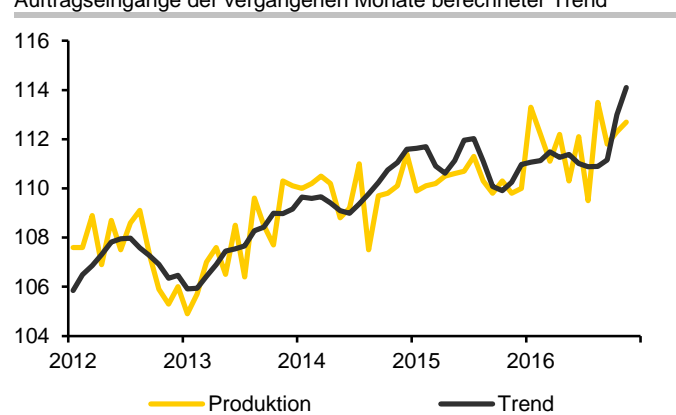
Fazit: Wie üblich sollte man die Dezember-Zahlen für die Industrie nicht überinterpretieren, da sie – wie die Januar-Zahlen – immer sehr stark von der Lage der Weihnachtstage beeinflusst werden. Sollten sie tatsächlich so schwach ausfallen wie von uns erwartet, ändert dies nichts am deutlichen Aufwärtstrend in der Industrie, der sich aus den in den vergangenen Monaten sehr starken Auftragseingängen ergibt (Grafik 4).

GRAFIK 3: Schwacher Dezember ...
Kfz-Produktion, Index 2014=100, saisonbereinigt



Quelle: VDA, Global Insight, Commerzbank Research

GRAFIK 4: ... trotz Aufwärtstrends
Produktion in der Industrie, Index 2010=100 und auf Basis der Auftragseingänge der vergangenen Monate berechneter Trend



Quelle: Global Insight, Commerzbank Research

Zentralbank-Monitor (1)

Fed

Die Fed hat ihre Leitzinsen auf der Sitzung in dieser Woche erwartungsgemäß unverändert gelassen, der Zielkorridor für die Federal Funds bleibt bei 0,50%-0,75%. Zudem wird die Notenbank bis auf weiteres ein Schrumpfen ihrer Bilanz dadurch verhindern, indem sie die ihr aus fälligen Wertpapieren zufließenden Mittel wieder am Rentenmarkt anlegt.

Die Fed änderte das nach der Sitzung veröffentlichte Kommuniqué nur an wenigen Stellen. Sie erwähnt zwar die zuletzt besseren Stimmungsindikatoren, verweist aber weiter auf die schwachen Investitionen der Unternehmen. Folglich schätzt sie die Risiken für die wirtschaftlichen Aussichten unverändert als „ausgewogen“ ein. Dies ist ein Hinweis darauf, dass die Fed die Geldpolitik weiter normalisieren will. Auf den Zeitpunkt der nächsten Zinserhöhung gab die Fed allerdings keinerlei Hinweise.

Die gegenwärtige Zurückhaltung der US-Notenbank dürfte nicht zuletzt daran liegen, dass sie noch keine Informationen zum Umfang der von Präsident Trump in Aussicht gestellten Steuersenkung hat. Die Stärke des fiskalischen Impulses ist aber eine wesentliche Determinante der Geldpolitik. Wir halten daher an unserer Prognose fest, dass die nächste Zinsanhebung erst im Juni kommt.

Bernd Weidensteiner
+49 69 136 24527

EZB

Laut EZB-Ratsmitglied Visco muss die Notenbank an der sehr expansiven Geldpolitik festhalten. Denn der Anstieg der Inflation im Dezember sei weitgehend auf die Preise für Energie zurückzuführen. Dagegen gebe es bislang keine klaren Anzeichen für eine Trendwende bei der Kernrate (ohne Energie und Nahrungsmittel). Auch in Ländern mit geringerer Arbeitslosigkeit würden die Löhne nur verhalten zulegen.

Im Gegensatz zu Visco meinte EZB-Ratsmitglied Knot, aufgrund der steigenden Inflationsrate und den Auswirkungen der Wirtschaftspolitik von US-Präsident Trump gebe es keinen Grund, die Anleihenkäufe fortzusetzen. Allerdings bedeute dies nicht, dass man die Käufe sofort beenden müsse. „Ich bin immer noch kein Fan von QE und bezweifle, dass sich die gewünschten Effekte einstellen.“

EZB-Ratsmitglied Nowotny erklärte, die EZB werde sicherlich noch nicht bei der Vorlage ihrer neuen Wirtschaftsprognosen im März über eine Verringerung ihrer Anleihenkäufe diskutieren. „Aber ich denke, dass wir bei der Prognose zur Jahresmitte, der Juni-Prognose, mit Sicherheit eine Diskussion zur weiteren Entwicklung haben“, sagte Nowotny. Mit einem Beschluss zu einem Herunterfahren der Käufe rechnet er dann aber nicht. „Ich gehe nicht davon aus, dass im Sommer irgendwelche Beschlüsse gefasst werden, wie es weiter geht“, sagte der Notenbanker.

Dr. Michael Schubert
+49 69 136 23700

GRAFIK 5: Erwarteter Zinssatz für Dreimonatsgeld (USD)

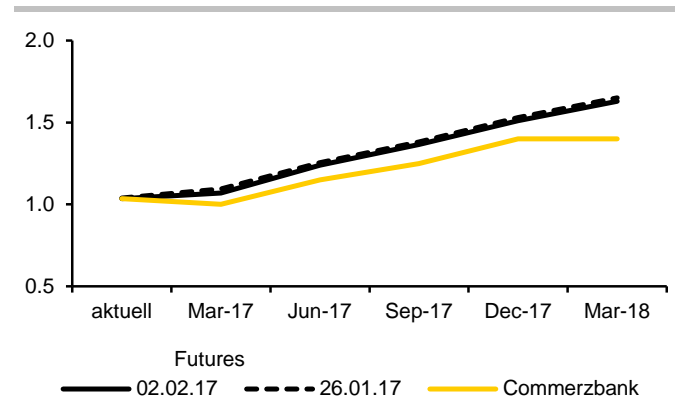


TABELLE 1: Volkswirte-Konsens Obergrenze Fed Funds

	Q1 17	Q2 17	Q4 17
Konsens	0,75	1,00	1,25
Hoch	1,25	1,25	1,75
Tief	0,75	0,75	0,75
Commerzbank	0,75	1,00	1,25

Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research

GRAFIK 6: Erwarteter Zinssatz für Dreimonatsgeld (EUR)

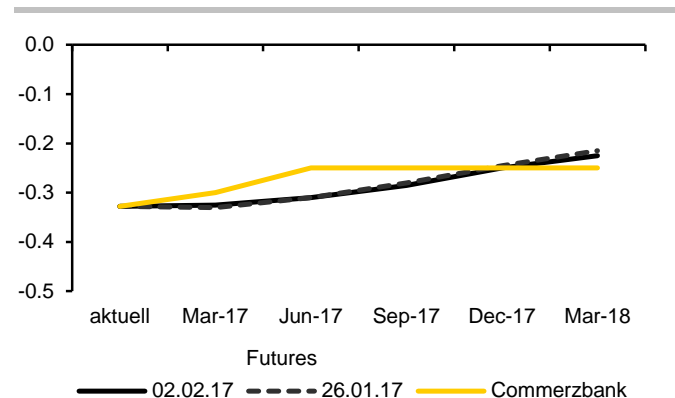


TABELLE 2: Volkswirte-Konsens EZB-Leitzins

	Q1 17	Q2 17	Q4 17
Konsens	0,0	0,0	0,0
Hoch	0,0	0,0	0,0
Tief	0,0	0,0	0,0
Commerzbank	0,0	0,0	0,0

Quelle: Reuters, Bloomberg, Commerzbank Research

Zentralbank-Monitor (2)

Bank of England (BoE)

Die BoE hat ihre Wachstumsprognosen für 2017 deutlich nach oben revidiert, wie der gestern veröffentlichte Inflationsbericht zeigt. Die Bank prognostiziert jetzt ein Wachstum von 2%, deutlich mehr als im November (+1,4%) oder im August (+0,8%). Der wichtigste Grund für diese Anpassung waren die expansiven Fiskalmaßnahmen, die im November angekündigt wurden. Gouverneur Carney führt die Hälfte der Revision darauf zurück. Der Wechselkurs spielt auch eine zentrale Rolle für die wirtschaftlichen Aussichten. Die jüngste Abwertung des Pfundes dürfte den Exporten helfen, der Außenhandel könnte dem Wachstum damit einen leichten Schub geben. Allerdings treibt das schwache Pfund die Inflation, die gemäß Projektion der BoE ihren Gipfel von 2,8% Mitte 2018 erreichen dürfte. Dies dämpft den Zuwachs der realen Haushaltseinkommen, was den Konsum belasten und das Wirtschaftswachstum 2018 und 2019 unter die 2%-Marke drücken dürfte. Eigentlich sprechen das anständige Wachstum und die über das 2%-Ziel steigende Inflationsrate für eine gewisse monetäre Straffung. Allerdings stehen die mit dem Brexit verbundenen Sorgen weiter im Raum. Daher dürfte die BoE zunächst vorsichtig bleiben und die Zinsen nicht erhöhen.

Peter Dixon

+44 20 74751808

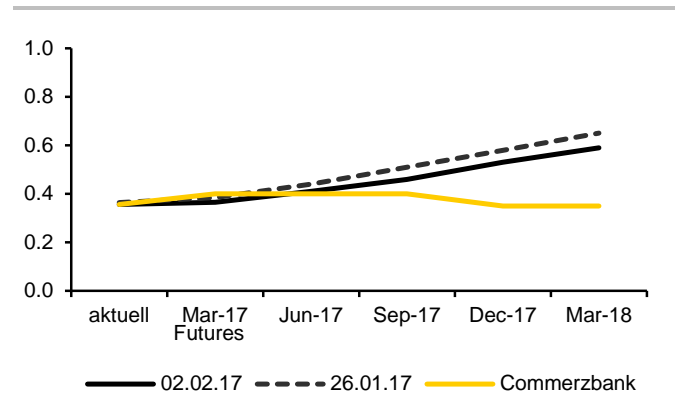
Reserve Bank of Australia (RBA)

Die RBA hält ihren Leitzins seit einem Jahr auf dem Rekordtief von 1,5%, und hieran wird sich auch auf der Zinssitzung kommende Woche nichts ändern. Denn durch den überraschend deutlichen Rückgang des BIP im vierten Quartal um 0,5% im Vergleich zum Vorquartal wird sie sich darin bestätigt sehen, mit einem niedrigen Zinsniveau das Wachstum zu unterstützen. Ein Hoffnungsschimmer kommt von der stärkeren Nachfrage nach Rohstoffen und deutlich höheren Rohstoffpreisen. Denn eine anziehende Nachfrage aus China und das günstigere Güterausgleichsverhältnis (Terms of Trade) verbessert Australiens Wachstumsausblick. Davon profitiert (wohl zum Leidwesen der RBA) auch der AUD. Nachdem der AUD gegenüber dem USD im Januar deutlich aufgewertet hat und sich wieder den 2016er Hochs bei 0,78 nähert, wird die RBA dem Markt kaum weitere Argumente liefern wollen, den AUD stärker zu handeln. Sie äußert sich bereits seit längerem besorgt, dass eine starke Währung „den Anpassungsprozess der Wirtschaft“ weg von der Bergbau-Industrie behindern könnte. Neben der unter dem Inflationsziel liegenden Inflation spricht damit auch die Währung gegen eine zu optimistische Haltung der RBA in der kommenden Woche.

Esther Reichelt

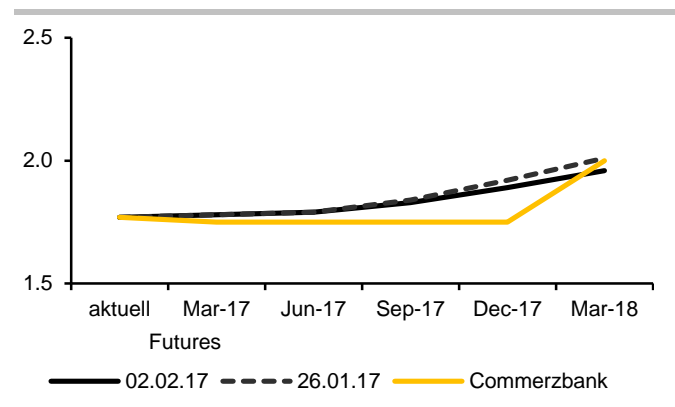
+49 69 136 41505

GRAFIK 7: Erwarteter Zinssatz für Dreimonatsgeld (GBP)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research

GRAFIK 8: Erwarteter Zinssatz für Dreimonatsgeld (AUD)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research

Wochenvorschau Rentenmärkte: Bunds: Kein Entrinnen aus dem Abwärtssog?

Die Rentenmärkte der Eurozone stehen am Scheideweg. Denn der durch die höheren Inflationsraten erzeugte Abgabedruck wird noch durch die sich aus den anstehenden Wahlen und der Politik der neuen US-Regierung ergebenden Risiken verstärkt. Zwar verlieren einige negative Faktoren an Bedeutung, was sich aber erst bei zehnjährigen Bundrenditen über der kritischen Marke von 0,50% bemerkbar machen dürfte. Während Peripherie-Anleihen wohl unter Druck bleiben, sehen wir gute Chancen für eine Erholung französischer OATs.

TABELLE 3: **Wochenausblick für Renditen und Kurven**

	Bunds	US-Treasuries
Rendite (10 Jahre)	Höher	Höher
Kurve (2 - 10 Jahre)	Steiler	Steiler

Quelle: Commerzbank Research

Impulsausblick für den Bund Future, 6. – 12. Februar

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

Der Jahresauftakt hat einmal mehr gezeigt, vor welchem schwierigen Jahr die Anleiheinvestoren stehen. Denn mit Ausnahme von High Yield haben alle wichtigen Segmente des Euro-Anleihemarkts im Januar eine negative Performance verzeichnet. Selbst Bundesanleihen waren hiergegen nicht immun; die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen stieg wie an der Schnur gezogen – im Gegensatz zu den in den beiden Vorjahren verzeichneten Rallys (Grafik 9).

Gleichzeitig haben die Risikoaufschläge – angeführt von Italien und Frankreich – spürbar zugelegt (Grafik 10). Die beträchtlichen Umsätze an den Kassa- und Terminmärkten die Kursbewegungen belegen dabei, dass die Investoren stärker auf die politischen Risiken in Europa und in den USA reagieren (zu letzterem siehe auch Seite 2).

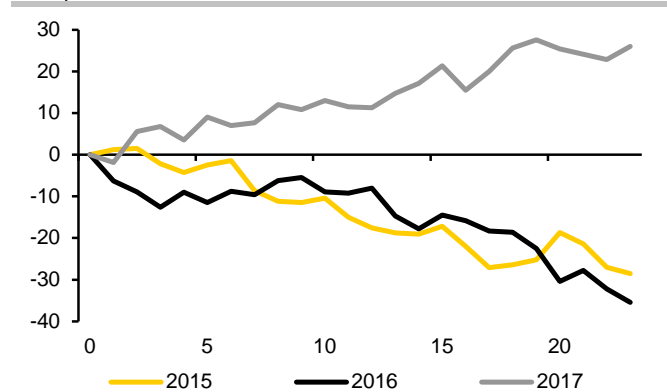
Darüber hinaus gibt der erneute Anstieg der Euroraum-Inflationsrate Spekulationen Auftrieb, dass die EZB bald ihre Anleihenkäufe – nicht nur aus rechtlichen Gründen – zurückfahren könnte. Damit würden die Zentralbanken als Käufer wegfallen, was die Frage aufwirft, wer sie als struktureller Käufer ersetzen könnte.

Zudem belastet die anhaltende Emissionsflut von Anleihen mit längerer Laufzeit. Dies gilt insbesondere für Frankreich, dessen Emissionen im Januar sowohl in Hinblick auf das Gesamtvolumen als auch auf laufzeitengewichteter Basis auf Rekordniveau lagen und dessen Anleihen gleichzeitig im €-Staatsanleiheuniversum am schlechtesten abgeschnitten haben.

Allerdings dürfte das Emissionsvolumen nach dem regen Januar wieder abnehmen. In der Folge dürften sich auch französische Staatsanleihen wieder besser abschneiden, zumal der Markt die sich aus der anstehenden Wahl ergebenden Risiken wohl wieder etwas geringer einschätzen dürfte. Angesichts der nach wie vor robusten Konjunkturdaten und einer im Februar wohl noch einmal höheren Inflationsrate dürften zehnjährige Bundrenditen in den kommenden Wochen dennoch über die wichtige 0,5%-Marke klettern. Nachhaltig stabilisieren werden sie sich wohl erst, wenn die Inflation ihr Hoch markiert hat. Papiere aus der Peripherie dürften hingegen auch dann wegen der politischen Risiken unter Druck bleiben.

GRAFIK 9: **Neue Bund-Dynamik zum Jahresauftakt**

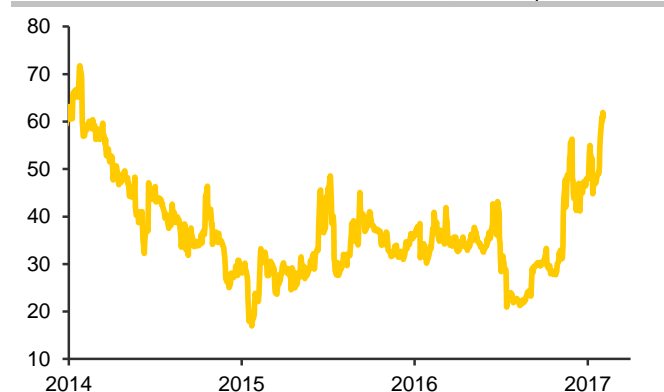
Kumulierte Änderung der zehnjährigen Bund-Rendite im Januar, in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research

GRAFIK 10: **Le Pen belastet französische OATs**

Renditedifferenz zwischen zehnjährigen französischen Staatsanleihen und ihren deutschen Pendanten, in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research

Wochenvorschau Devisenmärkte: Trump redet den Dollar schwach

Die US-Regierung redet den Dollar schwach. Auch wenn mittelfristig nicht ausgemacht ist, dass sie damit Erfolg hat, spricht diese Abkehr von jahrzehntelangen Gepflogenheiten dafür, dass sich die jüngste USD-Schwäche vorerst fortsetzen wird.

TABELLE 4: Für die nächste Woche erwartete Handelsspannen

	Spanne	Tendenz		Spanne	Tendenz
EUR-USD	1,0600-1,0900	↗	EUR-GBP	0,8450-0,8750	→
EUR-JPY	119,00-123,00	→	GBP-USD	1,2300-1,2800	↗
USD-JPY	110,00-116,00	↘	EUR-CHF	1,0600-1,0800	→

Quelle: Commerzbank Research

US-Präsident Donald Trump und Peter Navarro, Direktor des National Trade Council, haben überdeutlich gezeigt, dass sie einen schwachen Dollar wünschen. Offensichtlich ist die vornehme Zurückhaltung vorbei, mit der frühere US-Regierungen die USD-Entwicklung begleiteten. Und das beeindruckt den Devisenmarkt.

Natürlich ist noch längst nicht entschieden, dass sich der Dollar letztendlich so deutlich abschwächen wird, wie man es sich offensichtlich im Weißen Haus wünscht. Denn die Kombination aus dem angekündigten Protektionismus und einer verbalen Intervention gegen die eigene Währung wäre das perfekte Rezept für höhere Inflation, was die Fed zu schnelleren Zinsanhebungen veranlassen und damit den Dollar stützen würde. Erst wenn eine solche Reaktion der Fed ausbliebe, würde die US-Politik tatsächlich insgesamt den Greenback belasten. Und selbst dann käme es mittelfristig auf die Reaktion der anderen Regierungen und Zentralbanken an. Falls der Konsens der G7-Regierungen und Zentralbanken, die Wechselkurse dem Markt zu überlassen, auch von anderen aufgekündigt würde, säße die US-Seite am kürzeren Hebel. Insbesondere Zentralbanken, die weiterhin auf stramm expansivem Kurs unterwegs sind, hätten in einem solchen Währungskrieg die besseren Karten.

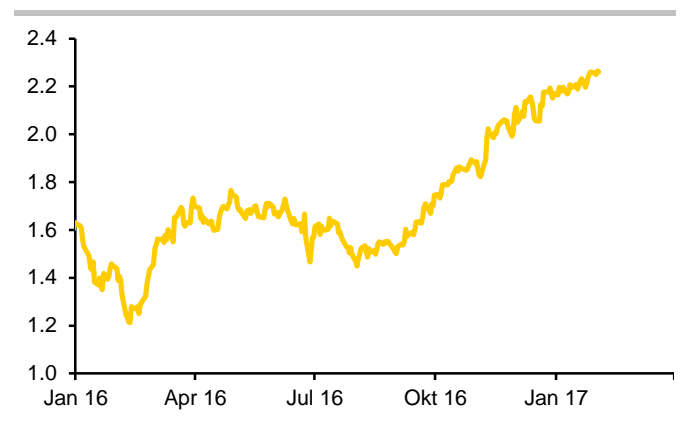
Aber all das ist Zukunftsmusik. Die Fed wartet weiterhin ab (wie diese Woche wieder deutlich wurde), und die Regierungen und Zentralbanken der anderen Länder dürften vorerst nicht reagieren, sondern darauf hoffen, den G7-Konsens doch noch aufrechterhalten zu können. Der Devisenmarkt hält sich daher zunächst an die aktuellen Äußerungen aus Washington. Dabei hat er auf die gegenwärtigen verbalen Interventionen der US-Regierung bislang sicherlich nicht exzessiv reagiert, denn gemessen an der Abkehr von jahrzehntelangen Gepflogenheiten ist die Abwertung des Dollar seit Jahresanfang um 3% sicherlich nicht übertrieben (Grafik 11). Weitere verbale Interventionen würden den Dollar sicherlich zusätzlich belasten. Ich sehe daher kurzfristig eher das Risiko weiterer USD-Schwäche, wenn die US-Administration ihre Wechselkurspolitik präzisiert.

GRAFIK 11: Dollar leidet unter verbalen Interventionen
USD-Index der ICE (DXY), tägliches Candlestick-Chart



Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research

GRAFIK 12: USA – Inflationserwartung deutlich gestiegen
Aus 5-Jahres-Inflations-Swaps errechnete Inflationserwartungen, in Prozent



Quellen: Bloomberg, Commerzbank Research

Wochenvorschau Aktienmärkte:

Ergebnisse des 4. Quartals dürften negative Gewinnrevisionen bremsen

Trotz einzelner Ausnahmen haben die im Rahmen der Berichtssaison veröffentlichten Ergebnisse für das vierte Quartal 2016 und die Ausblicke für 2017 bis jetzt insgesamt überzeugt. Folglich werden die Analysten ihre Gewinnerwartungen für 2017 in deutlich geringerem Umfang als bisher nach unten revidieren, was den deutschen Aktienmarkt zusätzlich unterstützen dürfte.

TABELLE 5: Deutsche Aktien weiterhin robust

	Index	Performance (%) seit			Gewinne 2017e				KGV 2017e	
		01.01			Indexpunkte		Wachstum (%)		01.01	
		01.01	30.09	30.06	aktuell	01.01	Aktuell	01.01	aktuell	01.01
DAX 30	11.660	1,6	10,9	20,5	858,4	855,1	11,1	10,8	13,6	13,4
MDAX	22.577	1,8	4,6	13,8	1313	1308	14,6	14,4	17,2	17,0
Euro Stoxx 50	3.259	-1,0	8,6	13,8	233,4	233,3	11,9	11,8	14,0	14,1
S&P 500	2.280	1,8	5,1	8,6	130,2	130,4	11,2	11,6	17,5	17,2

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

Die Berichtssaison für das vierte Quartal gewinnt langsam an Fahrt. Bis jetzt haben 24% der DAX-Unternehmen und 10% der MDAX-Unternehmen berichtet (Tabelle 6):

- **DAX:** 29% der Unternehmen haben bis jetzt unsere Erwartungen übertroffen, 43% haben unsere Erwartungen erfüllt, und 28% der Ergebnisse lagen unter unseren Erwartungen. Damit ist die Ergebnisverteilung deutlich besser als bei der – allerdings auch sehr schwachen – Berichtssaison für das vierte Quartal 2015, allerdings schlechter als der langfristige Durchschnitt.
- **MDAX:** Die MDAX-Unternehmen haben bisher noch besser als die DAX-Unternehmen abgeschnitten. So haben von ihnen knapp 80% unsere Erwartungen bis jetzt übertroffen, und kein Unternehmen hat unsere Erwartungen enttäuscht. Damit verläuft die Berichtssaison besser als im Vorjahr und auch besser als der langfristige Durchschnitt.

Trotz einzelner Enttäuschungen wie z.B. bei Daimler konnten die Ergebnisse und die Ausblicke für 2017 bis jetzt insgesamt überzeugen. Folglich werden voraussichtlich auch die Gewinnerwartungen für 2017 weniger fallen, was die Kurse unterstützen dürfte.

TABELLE 6: Ergebnisse des 4. Quartal konnten bis jetzt insgesamt überzeugen

Verteilung der Quartalsergebnisse

	Über Erwartungen		Innerhalb Erwartungen		Unter Erwartungen	
	In Prozent	Veränd. geg. Vorjahr	In Prozent	Veränd. geg. Vorjahr	In Prozent	Veränd. geg. Vorjahr
DAX						
Q4 2016	28,6%	11,3	42,9%	-19,2	28,6%	7,9
Q3 2016	24,1%	-13,8	72,4%	24,1	3,4%	-10,3
Q2 2016	37,9%	-3,4	44,8%	10,3	17,2%	-6,9
Q1 2016	37,9%	-6,9	48,3%	3,4	13,8%	3,4
Q4 2015	17,2%	-20,7	62,1%	13,8	20,7%	6,9
Q3 2015	37,9%	-3,4	48,3%	-3,4	13,8%	6,9
Q2 2015	41,4%	17,2	34,5%	-17,2	24,1%	0,0
Q1 2015	44,8%	10,3	44,8%	3,4	10,3%	-13,8
MDAX						
Q4 2016	80,0%	46,0	20,0%	-32,0	0,0%	-14,0
Q3 2016	32,0%	0,0	48,0%	-4,0	20,0%	4,0
Q2 2016	38,0%	-2,0	52,0%	-2,0	10,0%	4,0
Q1 2016	32,0%	-2,0	42,0%	-2,0	26,0%	4,0
Q4 2015	34,0%	2,0	52,0%	-6,0	14,0%	4,0
Q3 2015	32,0%	-10,0	52,0%	20,0	16,0%	-10,0
Q2 2015	40,0%	14,0	54,0%	2,0	6,0%	-16,0
Q1 2015	34,0%	-6,0	44,0%	-2,0	22,0%	8,0

Quelle: Unternehmen, Commerzbank Research

Wochenvorschau Rohstoffe

Feierlaune gefährdet

Die Ölpreise werden ihre jüngsten Gewinne kaum lange halten können. Schließlich dürften die Energieagenturen kommende Woche zeigen, dass die Angebotslücke nach den Produktionskürzungen nicht so groß ist wie bislang unterstellt. An den Industriemetallmärkten dürften niedrigere chinesische Kupferimporte im Januar auf die Stimmung drücken, da diese eine geringere Nachfrage im mit Abstand größten Absatzmarkt signalisieren würden. Der Goldpreis reagiert weiterhin in erster Linie auf Schwankungen des US-Dollar. An den Agrarmärkten dürften die Schätzungen des US-Landwirtschaftsministeriums wenig bewegen, denn der Blick richtet sich bereits auf die ersten Einschätzungen für die nächste Saison auf der Konferenz am 23./24. Februar.

TABELLE 7: Tendenzen bei wichtigen Rohstoffen

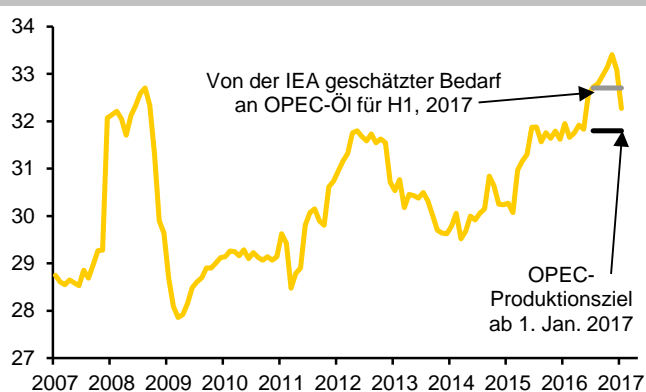
	Veränderung in %				Tendenz	Rohstoffspezifische Ereignisse
	2.Feb.	1 Woche	1 Monat	1 Jahr		
Brent (USD je Barrel)	56,9	1,1	0,1	73,8	↘	EIA (7.), IEA (verkürzter Bericht) (10.)
Kupfer (USD je Tonne)	5952	1,6	7,5	30,8	↘	CHN: Handelsbilanz Jan. (10.)
Gold (USD je Feinunze)	1215	2,2	5,4	7,6	↗	
Weizen (EUR je Tonne)	169	-0,3	0,6	5,0	↔	WASDE (9.)

Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research

Die Teilnehmer am Ölmarkt waren mit den (unabhängigen), umfragebasierten OPEC-Produktionsschätzungen der Nachrichtenagenturen „zufrieden“: Der Preis für ein Barrel der Sorte Brent kletterte auf 57 USD. Allerdings dürfte sich der Preis kaum nachhaltig auf diesem Niveau halten. Schließlich ist der Preisanstieg wohl vor allem darauf zurückzuführen, dass die spekulativen Anleger ihre ohnehin (fast) rekordhohen Netto-Long-Positionen weiter ausgebaut haben. In der kommenden Woche werden die US-Energiebehörde EIA und die Internationale Energieagentur IEA in ihren Monatsberichten zwar bestätigen, dass die OPEC-Produktion derzeit den Bedarf an OPEC-Öl nicht deckt (Grafik 13). Mit rund 400 Tsd Barrel pro Tag ist die Angebotslücke aber nur etwa halb so groß, wie die IEA es für die erste Jahreshälfte in Aussicht gestellt hatte. Damit gehen auch die Lagerbestände bisher langsamer als erwartet zurück. Sollte zudem die EIA nach den jüngsten Zahlen ihre Prognose für die US-Ölproduktion anheben, würde dies die Stimmung zusätzlich belasten. Allerdings könnte ein politischer Risikofaktor die fundamentalen Vorgaben aushebeln: Denn mit dem Raketentest im Iran droht das Thema Sanktionen wieder in den Fokus zu rücken.

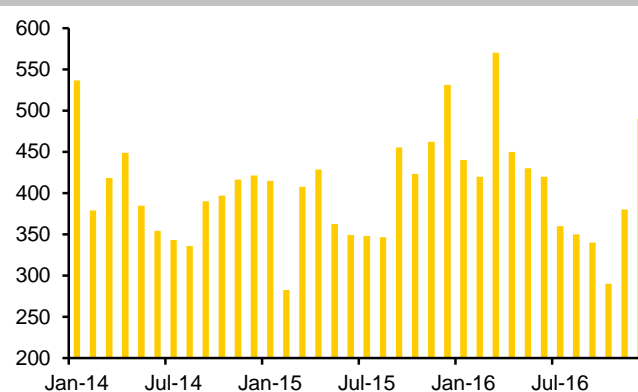
Kupfer ist auch dank des hohen spekulativen Interesses mit knapp 6.000 USD je Tonne mehr als 35% teurer als im 7-Jahrestief vor gut einem Jahr. Nicht nur die an die Präsidentschaft von Trump geknüpften Hoffnungen auf eine höhere US-Nachfrage schoben den Preis an, sondern auch die zuletzt deutlich gestiegenen Kupferimporte Chinas (Grafik 14). Wir gehen allerdings davon aus, dass die Stärke der chinesischen Wirtschaft eher temporär war und rechnen mit wieder niedrigeren Importen. Für geringere chinesische Importe sprechen auch die stark gestiegenen Preise und die geringere Wirtschaftsaktivität im Vorfeld des Neujahrsfestes.

GRAFIK 13: OPEC-Produktion fällt (zu wenig) unter Bedarf in Mio Barrel pro Tag



Quelle: Reuters, IEA, Commerzbank Research

GRAFIK 14: Chinas Kupferimporte zuletzt deutlich höher in Tsd Tonnen



Quelle: Chinas Zollbehörde, Bloomberg, Commerzbank Research

Commerzbank-Prognosen

TABELLE 8: Gesamtwirtschaftliche Prognosen

	Reales BIP (%)			Inflationsrate (%)			
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	
USA	1,6	2,3	2,3	1,3	2,5	2,5	• Die US-Wirtschaft hat ihre Ungleichgewichte abgebaut und wächst weiter ordentlich.
Japan	1,0	1,0	1,0	-0,1	1,0	1,0	
Euroraum	1,7	1,8	1,6	0,2	1,3	1,2	• In China schwächt sich das Wachstum weiter ab, unter anderem wegen der hohen Verschuldung der Unternehmen und ihrer Überkapazitäten.
- Deutschland	1,9	1,6	1,5	0,5	1,7	1,6	
- Frankreich	1,3	1,6	1,7	0,2	0,6	0,8	
- Italien	0,8	1,0	1,1	-0,1	0,7	0,9	• Die expansive Geldpolitik der EZB übertüncht die strukturellen Probleme im Euroraum und erlaubt es der Wirtschaft, wieder etwas stärker zu wachsen.
- Spanien	3,3	3,0	2,5	-0,5	1,3	1,4	
- Portugal	1,2	1,2	1,1	0,6	1,3	1,5	
- Irland	4,4	3,5	3,0	-0,2	0,8	1,3	• Die Währungsunion hat die Staatsschuldenkrise überlebt, wandelt sich aber zu einer „italienischen Währungsunion“ – strukturelle Schwächen werden durch eine expansive Geldpolitik konserviert.
- Griechenland	0,4	2,1	2,3	-0,8	0,7	1,0	
Großbritannien	2,0	1,6	1,7	0,7	2,4	2,8	
Schweiz	1,5	1,5	1,7	-0,4	0,4	0,8	
China	6,7	6,5	6,3	1,8	2,0	2,2	• Die deutsche Wirtschaft erlebt einen konsumgetriebenen Aufschwung, unter dessen glänzender Oberfläche allerdings die Wettbewerbsfähigkeit mehr und mehr erodiert.
Indien	6,8	7,3	7,4	5,2	5,3	5,1	
Brasilien	-3,4	0,1	2,0	8,8	5,0	4,9	
Russland	-0,6	1,3	2,0	8,0	5,5	5,5	• Die in den meisten Ländern der Währungsunion hohe Arbeitslosigkeit hält die Inflation bis auf weiteres niedrig.
Welt	2,8	3,3	3,4				

TABELLE 9: Zinsprognosen (Quartalsendstände)

	02.02.2017	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	
USA							
Fed Funds Rate, Obergrenze	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25	1,25	• Da die Fed ihren Zielen näher gekommen ist, dürfte das Tempo der Zinserhöhungen zunehmen. Wir erwarten 2017 zwei Anhebungen um jeweils 25 Basispunkte.
3-Monats-Libor	1,03	1,00	1,15	1,25	1,40	1,40	
2 Jahre*	1,20	1,10	1,30	1,50	1,70	1,90	• Der Sieg Trumps bei der US-Präsidentenwahl erhöht den Aufwärtsdruck auf die US-Renditen am langen Ende durch steigende Inflationserwartungen und die Aussicht auf ein höheres Anleihenangebot.
5 Jahre*	1,92	1,80	2,10	2,30	2,50	2,60	
10 Jahre*	2,46	2,50	2,60	2,70	2,80	2,85	
Spread 10-2 Jahre	126	140	130	120	110	95	
Swap-Spread 10 Jahre	-8	-20	-15	-15	-15	-10	• Weil die Kerninflation tendenziell die EZB-Erwartungen enttäuschen dürfte, rechnen wir damit, dass die EZB weitere Maßnahmen ergreifen wird.
Euroraum							
Einlagezins	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	
3-Monats-Euribor	-0,33	-0,30	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	• Im Gegensatz zu den USA dürften im Euroraum die zehnjährigen Bundrenditen in der Tendenz kaum steigen.
2 Jahre*	-0,73	-0,60	-0,65	-0,65	-0,65	-0,60	
5 Jahre*	-0,32	-0,30	-0,35	-0,35	-0,30	-0,30	• Der mehrjährige Abwärtstrend der Renditeaufschläge der Peripherie ist vorbei. Spekulationen über geringere Unterstützung der EZB bei zunehmenden politischen Risiken sprechen für steigende Risikoprämien.
10 Jahre*	0,45	0,50	0,25	0,30	0,40	0,50	
Spread 10-2 Jahre	118	110	90	95	105	110	
Swap-Spread 10 Jahre	38	35	35	35	35	35	
Großbritannien							
Repo-Satz	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	
3-Monats-Libor	0,36	0,40	0,40	0,40	0,35	0,35	
2 Jahre*	0,12	0,20	0,20	0,20	0,30	0,30	
10 Jahre*	1,42	1,70	1,70	1,75	1,80	1,85	

TABELLE 10: Wechselkursprognosen (Quartalsendstände)

	02.02.2017	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	
EUR-USD	1,08	1,05	1,03	1,04	1,04	1,03	• Die Geldpolitik von Fed und EZB wird zunächst weiter auseinander driften und den EUR-USD-Kurs belasten. Ende 2017 dürfte die EZB allerdings gezwungen sein, das Volumen der monatlichen Anleihekäufe zu reduzieren. Das wird sich kurzfristig positiv auf den EUR auswirken.
USD-JPY	112	112	114	116	118	120	
EUR-CHF	1,07	1,06	1,05	1,04	1,00	1,00	
EUR-GBP	0,86	0,86	0,86	0,87	0,87	0,87	
EUR-SEK	9,42	9,40	9,35	9,30	9,30	9,20	
EUR-NOK	8,86	9,05	9,00	8,95	8,95	8,85	• Bei den Verhandlungen über den Brexit erwarten wir am Ende eine gütliche Einigung. Aber die Unsicherheit bleibt noch lange hoch, sodass sich das Pfund bis auf weiteres nicht erholen wird.
EUR-PLN	4,31	4,35	4,40	4,45	4,50	4,55	
EUR-HUF	309	310	315	317	320	325	
EUR-CZK	27,02	27,00	27,00	25,50	25,00	25,00	
AUD-USD	0,77	0,74	0,72	0,73	0,73	0,74	• CNY dürfte in den kommenden Quartalen in der Grundtendenz gegenüber dem USD weiter abwerten.
NZD-USD	0,73	0,70	0,68	0,69	0,69	0,70	
USD-CAD	1,30	1,35	1,35	1,34	1,34	1,33	
USD-CNY	6,88	6,95	7,05	7,10	7,15	7,20	

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

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

Dr. Jörg Krämer
Chefvolkswirt
+49 69 136 23650

Economic Research	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	Peggy Jäger +49 69 136 87508	Esther Reichelt (G10) +49 69 136 41505	Dr. Michaela Kuhl +49 69 136 29363
Dr. Michael Schubert (EZB) +49 69 136 23700	Markus Koch +49 69 136 87685	Lutz Karpowitz (EM) +49 69 136 42152	Barbara Lambrecht +49 69 136 22295
Eckart Tuchtfeld (Politik Deutschland) +49 69 136 23888	David Schnautz +44 20 7475 4756	Elisabeth Andreae (EM) +49 69 136 24052	Aktienstrategie
Dr. Marco Wagner (Deutschland, Italien) +49 69 136 84335	Ted Packmohr (Leiter Cov. Bonds und Financials) +49 69 136 87571	Alexandra Bechtel (EM) +49 69 136 41250	Christoph Dolleschal (stv. Leiter Research) +49 69 136 21255
Bernd Weidensteiner (USA, Fed) +49 69 136 24527	Marco Stöckle (Leiter Credit) +49 69 136 82114	Tatha Ghose (EM) +44 20 7475 8399	Andreas Hürkamp +49 69 136 45925
Christoph Weil (Euroraum, 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	Technische Analyse Achim Matzke (Leiter) +49 69 136 29138
		Hao Zhou (EM) +65 6311 0166	Cross Asset-Strategie Dr. Bernd Meyer (Leiter) +49 69 136 87788

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 (Handlungsempfehlungen für institutionelle Investoren)
FX Strategy:	Tagesinfo Devisen (Tageskommentar und -ausblick für die Devisenmärkte) FX Hotspot (zeitnahe Kommentierung wichtiger Ereignisse für den Devisenmarkt) FX Insight (Umfassende Analyse ausgewählter Themen am 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.

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 03.02.2017 07:46 CET fertiggestellt und am 03.02.2017 07:47 CET verbreitet wurde.

Für die Erstellung dieser Ausarbeitung sind der Bereich Firmenkunden der Commerzbank AG, Frankfurt am Main, bzw. etwaig in der Ausarbeitung genannte Filialen der Commerzbank verantwortlich.

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: <http://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 Dilligence 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 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 Anlagendienstleistungen 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. Die Commerzbank AG ist bei der CFTC vorläufig als Swaphändler registriert.

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

Wertpapiergesetzen ordnungsgemäß registrierten Händler oder alternativ im Rahmen einer Ausnahme von der Registrierungspflicht für Händler in der kanadischen Provinz bzw. dem kanadischen Territorium, in dem das Angebot abgegeben bzw. der Verkauf durchgeführt wird. Die Inhalte dieses Dokuments sind keinesfalls als Anlageberatung in einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium zu betrachten und nicht auf die Bedürfnisse des Empfängers zugeschnitten. In Kanada sind die Inhalte dieses Dokuments ausschließlich für Permitted Clients (gemäß National Instrument 31-103) bestimmt, mit denen 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 Wirtschafts-raumes 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 laut Definition in Section 4A des Securities and Futures Act, Chapter 289, von Singapur („SFA“) gemäß Section 274 des SFA entgegengenommen werden.

Hongkong: Dieses Dokument wird in Hongkong von der Commerzbank AG, Filiale Hongkong, zur Verfügung gestellt und darf dort nur von „professionellen Anlegern“ im Sinne von Schedule 1 der Securities and Futures Ordinance (Cap.571) von Hongkong und etwaigen hierin getroffenen Regelungen entgegengenommen werden.

Japan: Dieses Dokument und seine Verteilung stellen keine „Aufforderung“ gemäß dem Financial Instrument Exchange Act (FIEA) dar und sind nicht als solche auszulegen. Dieses Dokument darf in Japan ausschließlich an „professionelle Anleger“ gemäß Section 2(31) des FIEA und Section 23 der Cabinet Ordinance Regarding Definition of Section 2 of the FIEA durch die Commerzbank AG, Tokyo Branch, verteilt werden. Die Commerzbank AG, Tokyo Branch, war jedoch nicht an der Erstellung dieses Dokuments beteiligt. Nicht alle Finanz- oder anderen Instrumente, auf die in diesem Dokument Bezug genommen wird, sind in Japan verfügbar. Anfragen bezüglich der Verfügbarkeit dieser Instrumente richten Sie bitte an die Commerzbank AG, Tokyo Branch. [Commerzbank AG, Tokyo Branch] Eingetragenes Finanzinstitut: Director of Kanto Local Finance Bureau (Tokin) Nr. 641 / Mitgliedsverband: Japanese Bankers Association.

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.

© Commerzbank AG 2017. Alle Rechte vorbehalten. Version 9.26

Commerzbank Firmenkunden

Frankfurt

Commerzbank AG
DLZ - Gebäude 2, Händlerhaus
Mainzer Landstraße 153
60327 Frankfurt

Tel: + 49 69 136 21200

London

Commerzbank AG
PO BOX 52715
30 Gresham Street
London, EC2P 2XY

Tel: + 44 207 623 8000

New York

Commerz Markets LLC
225 Liberty Street, 32nd floor,
New York,
NY 10281-1050

Tel: + 1 212 703 4000

Singapore

Commerzbank AG
71, Robinson Road, #12-01
Singapore 068895

Tel: +65 631 10000

Hong Kong

Commerzbank AG
15th Floor, Lee Garden One
33 Hysan Avenue,
Causeway Bay
Hong Kong

Tel: +852 3988 0988