



COMMERZBANK

Economic Research

Economic Insight

# EZB – Neue Strategie mit Zündstoff

**Die EZB will offenbar im August beginnen, ihre geldpolitische Strategie zu überprüfen. Mit Forderungen nach einem zusätzlichen "grünen Mandat" und einem Wachstumsmandat liefe sie Gefahr, mit Aufgaben überfrachtet zu werden. Wir analysieren, worüber die EZB diskutieren und welche Änderungen sie am Ende beschließen könnte.**

Die EZB überprüft in mehrjährigen Abständen ihre geldpolitische Strategie, mit der sie ihren gesetzlichen Auftrag der Preisstabilität erreichen möchte. Zum letzten Mal geschah dies 2021. Zeitungsberichten zufolge will die EZB mit den Arbeiten zur nächsten Strategieüberprüfung diesen August beginnen und die Ergebnisse in der zweiten Jahreshälfte 2025 vorstellen. Noch liegen keine konkreten Vorschläge auf dem Tisch. Allerdings lassen Kommentare von EZB-Ratsmitgliedern erste Schlüsse zu, worum es gehen könnte. Wir rechnen mit den folgenden Themen:

## **Inflation: Punktziel oder 2%-Ziel mit Toleranzband ...**

Mit der Geldpolitik den Zielwert der Inflation exakt zu treffen, ist so gut wie unmöglich. Tatsächlich ist es den Notenbankern in den 25 Jahren des Bestehens der EZB in nur 17 von 305 Monaten gelungen, das 2%-Inflationsziel punktgenau zu erreichen (Chart 1).

01. Juli 2024

Dr. Marco Wagner

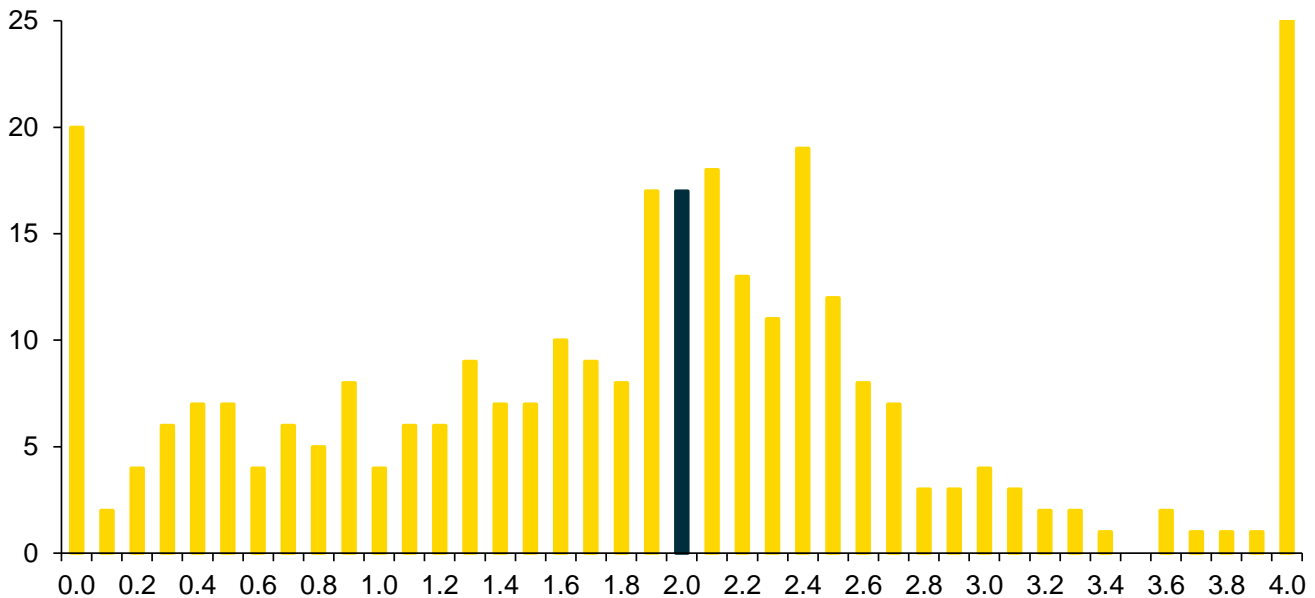
### **Inhalt**

Inflation: Punktziel oder 2%-Ziel mit Toleranzband ...	1
... oder gar 3%?	2
Macron fordert ein Wachstumsmandat	2
Szenario-Analysen	3
... und "Dot Plot" à la Federal Reserve	3
"Grüne Geldpolitik"	4
Was wir uns wünschen	4



### Chart 1 - 2%-Inflationsziel nur selten erreicht

Zahl der Monate, in denen ein bestimmter Inflationswert erreicht wurde; Hinweis: "0 und kleiner" sowie "4 und größer"



Quelle: Eurostat, Commerzbank-Research

Deshalb wird laut EZB-Ratsmitglied **Villeroy de Galhau** Teil der Strategieüberprüfung sein, ob bei dem 2%-Inflationsziel nicht eine "adäquate Flexibilität" sinnvoll sein könnte: "Ein symmetrisches mittelfristiges Ziel von 2% bedeutet nicht, dass stets 2,0% erreicht werden müssen." Auch EZB-Ratsmitglied Pierre Wunsch warb in seiner **Gastvorlesung an der Frankfurt School of Finance** dafür, eine "gewisse Flexibilität bei der Auslegung des Inflationsziels von 2,0% zu tolerieren" – insbesondere in Phasen, in denen "die wirtschaftlichen Bedingungen günstig und die Risiken größerer Abweichungen eingedämmt sind".

Auch wir haben uns bereits mehrfach für ein Toleranzband ausgesprochen (siehe etwa Economic Insight "**EZB – Die Krux mit der Strategie**" und "**Mehr Toleranz für die EZB!**"). Beim Toleranzband sieht eine Notenbank das bisherige Punktziel weiter als optimal an, toleriert aber aus einer Reihe von Gründen moderate Abweichungen vom Zielwert. Die EZB wäre damit im Übrigen nicht die erste Zentralbank; die kanadische, die schwedische und die neuseeländische Zentralbank verfolgen bereits diese Strategie.[1] Konkret könnten wir uns eine Toleranz von +/- ¼ Prozentpunkt um den Zielwert von 2% vorstellen.

### ... oder gar 3%?

Abgesehen davon könnte eine Diskussion über eine Anhebung des Inflationsziels, etwa auf 3%, angestoßen werden. Der frühere EZB-Vizepräsident Vítor Constâncio regte in einem **Interview** mit der Börsenzeitung im Herbst letzten Jahres an, die Zentralbanken sollten nach dem Überwinden der aktuellen Inflationswelle "ernsthaft erwägen, ihr Ziel auf 3% anzuheben". Auch wenn diese Debatte regelmäßig auf den Plan tritt, glauben wir letztlich nicht, dass die EZB diesen Schritt gehen würde. Die Gefahr, dadurch massiv an Glaubwürdigkeit einzubüßen, dürfte zu groß sein.

### Macron fordert ein Wachstumsmandat

Grundsätzlich mehr Handlungsspielraum käme sicherlich denjenigen entgegen, die das Wirtschaftswachstum der Währungsunion unterstützen wollen – gerne mit Hilfe



der Geldpolitik. In seiner **Europa-Rede** an der Sorbonne-Universität im April 2024 forderte Frankreichs Staatspräsident Emmanuel Macron eine Debatte darüber, wie in die Zielsetzungen der EZB ein Wachstumsziel integriert werden könne. Offenbar schwebt ihm hier ein Modell à la Federal Reserve vor, die ein duales Mandat verfolgt: Neben Preisstabilität besteht es aus der Erreichung einer nachhaltigen Vollbeschäftigung.

Nach unserem Dafürhalten erwachsen daraus unmittelbare Zielkonflikte. Dies deutete sich zur Jahreswende an, als etliche Notenbanker immer mehr die Wachstumssorgen für den Euroraum betonten und daraus die Notwendigkeit für Zinssenkungen ableiteten. Insofern sprechen wir uns gegen eine Mandatserweiterung aus und orientieren uns an **Ricardo Reiss**, Professor für Ökonomie an der London School of Economics, der neben der Notenbankunabhängigkeit ein eng gestecktes Mandat als essenziell für das Ziel der Preisstabilität hält.

Tatsächlich sind die Hürden für eine Änderung der EU-Verträge recht hoch, die notwendig wären, um das Mandat der EZB zu verändern. Insofern rechnen wir nicht mit einem dualen Mandat. Aber selbst wenn Artikel 127 Absatz (1) des AEUV[2] unangetastet bliebe und das Mandat der EZB nicht explizit erweitert würde, steht doch zu befürchten, dass diese Mentalität Einzug in den EZB-Turm hält. Es wäre nur menschlich, wenn die von ihren Ländern entsandten Vertreter im EZB-Rat nicht auch in gewisser Weise die Interessen ihrer Länder vertreten.

## Szenario-Analysen

Ein großes Anliegen in der vergangenen Strategieüberprüfung und ebenso ein persönliches Anliegen von Präsidentin Lagarde war eine Verbesserung der Kommunikation der EZB. EZB-Direktorin Schnabel warb in ihrer Rede **"The Future of inflation (forecast) targeting"** dafür, das Konzept der EZB zu überdenken, ihre Geldpolitik an einer zentralen Inflationsprognose auszurichten. Zwar seien zentrale Prognosen leicht zu kommunizieren, aber sie vermittelten ein falsches Gefühl von Präzision. Tatsächlich liegt es in der Natur der Sache, dass Prognosen stets eine gewisse Unsicherheit in sich bergen. "Prognosen sind schwierig, vor allem, wenn sie die Zukunft betreffen," lautet ein beliebtes Bonmot, das unter anderem Winston Churchill zugeschrieben wird. Hinzu kommt laut Schnabel, dass den Prognosen bestimmte Annahmen wie ein stabiler geldpolitischer Transmissionsprozess zugrunde liegen. In der Realität trifft dies allerdings nicht zu und die Geldpolitik wirkt nicht immer gleich. Schnabel schlägt daher vor, systematisch alternative (und potenziell gleichermaßen realistische) Szenarien zu veröffentlichen und die Unsicherheit um die Projektionen konkret anzusprechen. Der Niederländer Knot befürwortete diesen Vorschlag erst kürzlich in seiner **Rede** in Mailand.

## ... und "Dot Plot" à la Federal Reserve

Zu einer besseren Kommunikation könnte laut Schnabel auch die Veröffentlichung eines sogenannten Dot Plots beitragen. Während mit den oben erwähnten Szenario-Analysen der Prognoseunsicherheit der EZB-Experten Rechnung getragen werden könnte, zielt ein Dot Plot auf die Einschätzung der EZB-Ratsmitglieder selbst ab. Demnach könnten die Ansichten der Notenbanker über die von ihnen erwartete künftige Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze transparenter gemacht werden, ähnlich dem vom Federal Reserve System verwendeten "Dot Plot".[3] Der Vorteil eines EZB-Dot Plots liegt für **Schnabel** insbesondere darin, dass "Die Verteilung dieser Pfade [...] dazu beitragen [könnte], die Risiken aufzuzeigen, die die Mitglieder des Ausschusses mit dem vom Stab erstellten Basisszenario verbinden. Je enger die Verteilung ist, desto stärker ist die implizite Zustimmung der politischen Entscheidungsträger und umgekehrt."



Typischerweise werden zweierlei Bedenken geäußert: Erstens wird befürchtet, dass dies die fragile Unabhängigkeit der Notenbank von ihren Regierungen gefährden könnte, sollten letztlich doch die Dots mit einzelnen EZB-Ratsmitgliedern assoziiert werden können. Fraglich ist allerdings, ob dieses Argument überhaupt trägt, da ohnehin davon auszugehen ist, dass die Notenbank-Vertreter nicht gänzlich frei von den politischen Interessen ihrer Heimatländer sind. So deutet eine Untersuchung der Mannheimer ZEW-Wissenschaftler **Heinemann und Kemper (2021)** darauf hin, dass Notenbank-Vertreter aus hoch verschuldeten Ländern eher taubenhaft agieren und vice versa. Zweitens wird befürchtet, dass der Dot Plot für bare Münze genommen und die abgebildeten Einschätzungen als bindende Zielwerte missverstanden werden könnten. Wir würden an dieser Stelle Beobachtern nicht diese Naivität unterstellen, zumal die Fed stets diesen Umstand betont. Vielmehr wäre nach unserem Dafürhalten ein Dot Plot eine Bereicherung, der die Einschätzungen der EZB-Ratsmitglieder – die sie in Interviews und Kommentaren qualitativ darlegen – gewissermaßen "auf den Punkt" bringen.

## "Grüne Geldpolitik"

Der Kampf gegen den Klimawandel liegt der EZB am Herzen. Zur letzten Strategieüberprüfung hat die EZB einen **"Climate Change Action Plan"** vorgelegt und darin zum Ausdruck gebracht. So sollen etwa die Klimaauswirkungen (besser) in den Modellen und Statistiken berücksichtigt werden. Außerdem sollen die Auswirkungen des Klimawandels in den geldpolitischen Operationen berücksichtigt werden, etwa was die Risikobewertung oder die Sicherheiten angeht.

Die EZB wird mit ziemlicher Sicherheit weitere Möglichkeiten ausloten, wie sie sich an der grünen Transformation weiter beteiligen kann. Insbesondere die EZB-Direktoren Elderson (Niederlande) und Cipollone (Italien) treiben das Thema voran und betonen in ihren Reden immer wieder die Gefahren der Klimarisiken für die Wirtschaft, Inflation und Geldpolitik. Außerdem hat Emmanuel Macron in seiner Europa-Rede dafür geworben, das Mandat der EZB nebst einem Wachstumsziel auch um ein Klimaziel zu erweitern.

Konkrete Vorschläge, wie die EZB das Klimaziel noch umfassender in die Strategie integrieren könnte, machen noch nicht die Runde. Zumindest eine aktuelle **Studie** von EZB-Forschern zeigt das Potenzial von Kapitalpuffern für Banken, um klimabedingte Verluste abzufedern.

## Was wir uns wünschen

Die EZB sollte ihre Strategie mit Bedacht überprüfen, insbesondere hinsichtlich der Betonung des Wirtschaftswachstums und der Klimaaufgaben. Selbst gut gemeinte Vorhaben werden nicht von allen gleich interpretiert und können leicht das Vertrauen in die Notenbank belasten.

Für sinnvoll erachten wir die Einführung eines Toleranzbandes um das Inflationsziel von 2%, da es verschiedenen Unsicherheiten (Messungenauigkeiten, Verzögerungen im geldpolitischen Prozess etc.) Rechnung trägt. Ebenso befürworten wir den Dot Plot, der allerdings nicht zu komplex gestaltet werden darf. Darüber hinaus würden wir für die neue geldpolitische Strategie wünschen, dass die EZB in ihrer Analyse der Geldmenge wieder mehr Bedeutung beimisst, wofür wir bereits mehrfach geworben haben (siehe Economic Insight **"Das Comeback der Geldmenge"**). Beispielsweise beschleunigte sich kurz nach Ausbruch von Corona Anfang 2020 das Wachstum der Geldmenge M3, was half, den anschließenden Anstieg der Inflation zu erklären.

[1] Die **Bank of Canada** ist bestrebt, die Inflation bei 2% zu halten – in der Mitte eines Zielbereichs von 1 bis 3 Prozent.

Die schwedische **Riksbank** verfolgt ein Inflationsziel von 2%. Da es aber nicht möglich ist, "die Inflation ständig bei 2% zu halten ... verfolgt [die Bank] ein flexibles Inflationsziel. Voraussetzung ist, dass Haushalte und Unternehmen darauf vertrauen können, dass Abweichungen vom Ziel nicht zu lange andauern..."



Die **Reserve Bank of New Zealand** hat zum Ziel, "die Inflation mittelfristig zwischen 1% und 3% zu halten, mit einem Fokus darauf, die Inflation in der Nähe des mittleren Wertes von 2% zu halten." [[Zurück zum Text.](#)]

[2] "Das vorrangige Ziel des Europäischen Systems der Zentralbanken (im Folgenden: "ESZB") ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten. Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union, um zur Verwirklichung der in Artikel 3 des Vertrags über die Europäische Union festgelegten Ziele der Union ["Frieden, ihre Werte und das Wohlergehen ihrer Völker"] beizutragen." [[Zurück zum Text.](#)]

[3] Die Federal Reserve veröffentlicht seit 2012 Projektionen der Board-Mitglieder zum Wirtschaftswachstum, zur Arbeitslosigkeit, Inflation sowie dem Leitzins - und zwar über einen Prognosehorizont von drei Jahren sowie in der langen Frist. Während die Erwartungen zur Realwirtschaft und Inflation anhand von Histogrammen dargestellt werden, werden die Zinserwartungen der einzelnen Board-Mitglieder - anonymisiert - als einzelne Punkte in einer Grafik abgebildet (Dot Plot). [[Zurück zum Text.](#)]



# Analysten

## Dr. Marco Wagner

Senior Economist

+49 69 9353 45623

marco.wagner@commerzbank.com

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 1/7/2024 08:18 CEST fertiggestellt und am 1/7/2024 08:18 CEST verbreitet wurde.

Für die Erstellung und Veröffentlichung dieser Ausarbeitung sind die Abteilung Group Research (GM-R) im Unternehmensbereich Group Management der Commerzbank AG, Frankfurt am Main, bzw. etwaig in der Ausarbeitung genannte Filialen der Commerzbank außerhalb der USA verantwortlich.

**Die Verfasser bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigene Einschätzung zu den betreffenden Wertpapieren und Emittenten genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Dotierung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen wird.**

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

### Mögliche Interessenkonflikte

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

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

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

### Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und ist für Empfänger bestimmt, die wie professionelle Kunden gemäß der MiFID II ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand haben, um kapitalmarktbezogene Information zu verstehen. Es berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers und es stellt keine Anlageberatung dar. Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder irgendeiner anderen Handlung beabsichtigt und dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages. Anleger sollten sich unabhängig und professionell beraten lassen und ihre eigenen Schlüsse im Hinblick auf die Eignung der Transaktion einschließlich ihrer wirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit und Risiken sowie ihrer Auswirkungen auf rechtliche und regulatorische Aspekte sowie Bonität, Rechnungslegung und steuerliche Aspekte ziehen.

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

Um potenziellen Interessenkonflikten vorzubeugen, arbeitet die Research-Abteilung der Commerzbank unabhängig von anderen Geschäftseinheiten der Bank. Dies wird durch physische und administrative Informationsbarrieren und getrennte Berichtslinien sowie durch schriftliche interne Richtlinien und Verfahren erreicht.

Diese Ausarbeitung kann Handelsideen enthalten, im Rahmen derer die Commerzbank mit Kunden oder anderen Geschäftspartnern in solchen Finanzinstrumenten handeln darf. Die hier genannten Kurse (mit Ausnahme der als historisch gekennzeichneten) sind nur Indikationen und stellen keine festen Notierungen in Bezug auf Volumen oder Kurs dar. Die in der Vergangenheit gezeigte Kursentwicklung von Finanzinstrumenten erlaubt keine verlässliche Aussage über deren zukünftigen Verlauf. Eine Gewähr für den zukünftigen Kurs, Wert oder Ertrag eines in diesem Dokument genannten Finanzinstruments oder dessen Emittenten kann daher nicht übernommen werden. Es besteht die Möglichkeit, dass Prognosen oder Kursziele für die in diesem Dokument genannten Unternehmen bzw. Wertpapiere aufgrund verschiedener Risikofaktoren nicht erreicht werden. Hierzu zählen in unbegrenztem Maße Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Unternehmensentscheidungen, Nichtverfügbarkeit vollständiger und akkurater Informationen und/



oder die Tatsache, dass sich die von der Commerzbank oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Kanada:** Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Prospekt, Anzeige, öffentliche Emission oder Angebot bzw. Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der beschriebenen Wertpapiere in Kanada oder einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium beabsichtigt. Angebote oder Verkäufe der beschriebenen Wertpapiere erfolgen in Kanada ausschließlich im Rahmen einer Ausnahme von der 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 die Commerzbank AG und/oder die Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler Geschäfte treibt. Die Inhalte dieses Dokuments dürfen sich nicht auf Wertpapiere eines Emittenten beziehen, der nach den Gesetzen Kanadas oder einer kanadischen Provinz bzw. eines kanadischen Territoriums gegründet wurde, da die Commerzbank AG und die Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler gemäß National Instrument 31-103 tätig sind. Keine Wertpapieraufsicht oder ähnliche Aufsichtsbehörde in Kanada hat dieses Material, die Inhalte dieses Dokuments oder die beschriebenen Wertpapiere geprüft oder genehmigt; gegenteilige Behauptungen zu erheben, ist strafbar.

**Europäischer Wirtschaftsraum:** Soweit das vorliegende Dokument durch eine außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraumes ansässige Rechtsperson erstellt wurde, erfolgte eine Neuausgabe für die Verbreitung im Europäischen Wirtschaftsraum durch die Commerzbank AG, Filiale London. Die Commerzbank AG, Filiale London, ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority.





**Schweiz:** Weder diese Research-Studie noch die hierin enthaltenen Informationen sind als persönliche Empfehlungen für Transaktionen in Finanzinstrumenten im Sinne des Finanzdienstleistungsgesetzes zu betrachten.

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

**Japan:** Diese Informationen und ihre Verteilung stellen keine „Aufforderung“ gemäß dem Financial Instrument Exchange Act (FIEA) von Japan dar und sind nicht als solche auszulegen. Diese Informationen dürfen von internationalen Filialen der Commerzbank außerhalb Japans ausschließlich an „professionelle Anleger“ gemäß 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. In dieser Ausarbeitung erwähnte Instrumente können nicht von der Filiale eingeführt werden. Anfragen bezüglich der Verfügbarkeit dieser Instrumente richten Sie bitte an den Bereich Firmenkunden der Commerzbank AG.

**Australien:** Die Commerzbank AG hat keine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen. Dieses Dokument wird in Australien an Großkunden unter einer Ausnahmeregelung zur australischen Finanzdienstleistungslizenz von der Commerzbank gemäß Class Order O4/1313 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 berechnete Institute bestimmt. Niemand sonst darf sich auf Informationen verlassen, die in diesem Dokument enthalten sind. Die in diesem Dokument enthaltenen Produkte und Dienstleistungen gelten nur für Institute in der VRC, für die die Bereitstellung dieser Produkte und Dienstleistungen nach den Gesetzen und Vorschriften der VRC zulässig ist. Für jede Person, die dieses Dokument erhält, dürfen die Informationen in diesem Dokument weder als Marketing oder Werbung des Geschäfts noch als buchhalterische, rechtliche, regulatorische, steuerliche, finanzielle oder andere Beratung und/oder Anlageberatung an den Empfänger dieses Dokuments angesehen werden und dem Empfänger wird geraten, sich von seinen eigenen professionellen Beratern über die hierin enthaltenen Informationen unabhängig zu beraten und sich bei der Durchführung von betreffenden Transaktionen an die Gesetze und Vorschriften der VRC zu halten.

© Commerzbank AG 2024. Alle Rechte vorbehalten. Version 24.03

#### Commerzbank Filiale

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