



EZB – Die doppelte Zinssenkung

Dr. Marco Wagner

Die EZB dürfte den Einlagensatz in der kommenden Woche um 25 Basispunkte senken. Den Hauptrefinanzierungssatz dürfte sie sogar um 60 Basispunkte senken, um den Abstand der beiden Sätze zu verringern und dadurch die Volatilität am Geldmarkt gering zu halten. Ein Spagat dürfte die Kommunikation werden, weil einige Tauben im Rat wegen der Konjunkturrisiken wohl gerne eine weitere Zinssenkung unmittelbar im Oktober sähen, andere Ratsmitglieder aber lieber mit Bedacht vorgehen wollen. Wir rechnen mit drei weiteren Zinssenkungen im Dezember, März und Juni und sind damit vorsichtiger als der Markt.

Die doppelte Zinssenkung im September

Eine Zinssenkung der EZB in der nächsten Woche dürfte niemanden mehr überraschen. An den Finanzmärkten ist ein solcher Schritt bereits voll eingepreist, und ausnahmslos alle von Bloomberg befragten Analysten rechnen mit ihm. Erstens ist die Inflation im August deutlich von 2,6% auf 2,2% gefallen. Auch wenn dies maßgeblich an niedrigeren Energiepreisen lag, dürfte die EZB hierin ein positives Zeichen sehen. Zweitens sind die Tariflöhne im Euroraum nach Daten der EZB im zweiten Quartal mit 3,6% merklich langsamer gestiegen als in den fünf Quartalen davor, als sie um mehr als 4% und teilweise sogar um knapp 5% zugelegt hatten. Drittens sorgen sich einige EZB-Ratsmitglieder zusehends wegen der schwachen Konjunktur. Zusammenfassend meinte der Franzose **Villeroy** kürzlich in einem Interview: "Es wäre fair und klug, eine weitere Zinssenkung zu beschließen." Insofern dürfte der Einlagensatz um 25 Basispunkte auf 3,50% sinken.

Gleichzeitig dürfte der Hauptrefinanzierungssatz sogar um 60 Basispunkte auf 3,65% verringert werden. Die Notenbanker hatten im März bei der Anpassung ihres "operativen Rahmens" (**Operational Framework**) beschlossen, den Abstand zwischen Hauptrefinanzierungs- und Einlagensatz von 50 auf 15 Basispunkte zu verringern. Damit soll der Anreiz für Banken steigen, sich mittels dieser wöchentlichen Operationen oder mittels der 3-Monats-TLTROs zu refinanzieren, für die ebenfalls Einlagensatz +15 Basispunkte zu zahlen sind. Dadurch soll die Volatilität auf den Geldmärkten gering bleiben, auch wenn allmählich die Überschussliquidität abnehmen und die Banken wieder das Hauptrefinanzierungsinstrument nutzen werden. Der Abstand des Spitzenrefinanzierungssatzes zum Hauptrefinanzierungssatz bleibt bei 25 Basispunkten, sodass er im September auf 3,90% sinken sollte.

Unmittelbare Zinssenkung im Oktober?

Mittlerweile sind Spekulationen aufgekommen, dass es die nächste Zinssenkung schon bei der nächsten Sitzung im Oktober geben wird. Die Terminmärkte signalisieren hierfür eine Wahrscheinlichkeit von rund 40%. Ein Argument hierfür könnte sein, dass die Inflation im August mit 2,2% nur noch knapp über dem 2%-Ziel lag und sich im September und Oktober aufgrund von Basiseffekten aus dem Vorjahr und den derzeit niedrigen Energiepreisen kaum verändern dürfte. Daneben betonen die Tauben im EZB-Rat immer mehr die Sorgen um die schwächelnde Konjunktur. Tatsächlich dürften auch die EZB-Experten ihre Konjunkturprognose etwas senken (Tabelle 1). In der Argumentation der EZB-Tauben würde eine schwächere Konjunktur – und eine nicht auszuschließende Rezession – den Inflationsdruck merklich senken und damit die Gefahr heraufbeschwören, dass die Inflation das 2%-Ziel unterschließen könnte. In dieser Logik dürfe die EZB mit Zinssenkungen nicht zu lange abwarten, um nicht "behind the curve" zu geraten. Immerhin hat die EZB ein symmetrisches Inflationsziel, was etwa laut **Villeroy** bedeutet, dass ein Verfehlen des Ziels nach unten genauso unerwünscht sei wie ein Verfehlen nach oben.

Tabelle 1: EZB senkt Wachstumsprognose

Commerzbank-Einschätzung zu den Projektionen der EZB-Experten im September, in Klammern: EZB-Juni-Projektion; Wachstums- und Inflationsraten in Prozent

	2024	2025	2026
Wachstum	0,7 (0,9)	1,2 (1,4)	1,6 (1,6)
Inflation	2,5 (2,5)	2,2 (2,2)	1,9 (1,9)
Kernrate	2,8 (2,8)	2,2 (2,2)	2,0 (2,0)

Quelle: EZB, Commerzbank-Research



Trotzdem ist eine weitere Zinssenkung im Oktober nicht unser Basisszenario. So bezeichnete beispielsweise Litauens Notenbankpräsident Gediminas Šimkus, den wir für einen "neutralen" Notenbanker halten, in einem **Interview** am Dienstag eine Zinssenkung im Oktober als "recht unwahrscheinlich". Denn viele Ratsmitglieder – darunter auch welche aus dem Taubenlager – betonten nach wie vor die Bedeutung der Projektionen für ihre Zinsentscheidungen. Zurzeit erscheint vielen der Blick nach vorne wichtiger als der Blick "in den Rückspiegel" auf die bereits veröffentlichten Zahlen. Ein wichtiger Grund dafür ist, dass – wie auch EZB-Präsidentin Lagarde auf einer früheren Pressekonferenz erklärte – die Inflation gerade 2024 von Sondereffekten beeinflusst wird und daher der "wahre" Inflationstrend nicht klar auszumachen ist. Insofern sei es geboten, die tatsächlichen Inflationsraten kontinuierlich mit den Projektionen der EZB-Experten abzugleichen, um das Vertrauen in die zukünftige Entwicklung zu stärken, aber die Zinsentscheidungen eher an der Prognose auszurichten. Darüber hinaus dürfte die schwächere Konjunktur eher ein Streitthema unter den Ratsmitgliedern sein. Denn etliche, insbesondere konservative Ratsmitglieder sehen darin keine Gefahr für ein Unterschießen der Inflation.

Auf die Kommunikation kommt es an

Bei der Kommunikation dürfte nächste Woche die Herausforderung darin liegen, der Auffassung der Tauben im Rat Ausdruck zu geben, gleichzeitig aber nicht Erwartungen auf einen schnellen weiteren Schritt zu schüren. Sicherlich wird die EZB im Kommuniké weiterhin betonen, dass die Zinsentscheidungen datenabhängig seien und von Sitzung zu Sitzung getroffen würden. Doch selbst diese recht neutralen Aussagen könnten mittlerweile Sprengkraft besitzen. Denn angesichts der niedrigen Inflation und schwächeren Konjunktur, die den Tauben Auftrieb geben, könnten viele dies durchaus als Hinweis auf eine unmittelbar folgende Zinssenkung interpretieren. Dies dürfte die EZB allerdings vermeiden wollen, zumal sie nicht von ihrem Konzept abweichen dürfte, sich nicht vorab festzulegen. Insofern dürfte EZB-Präsidentin Lagarde während der Pressekonferenz auf die Sondereffekte zur Inflation hinweisen, die unterschiedlichen Meinungen im Rat zur Konjunktur sowie die besondere Bedeutung der Projektionen hervorheben.

Grundsätzlich weitere Zinssenkungen bis Mitte 2025

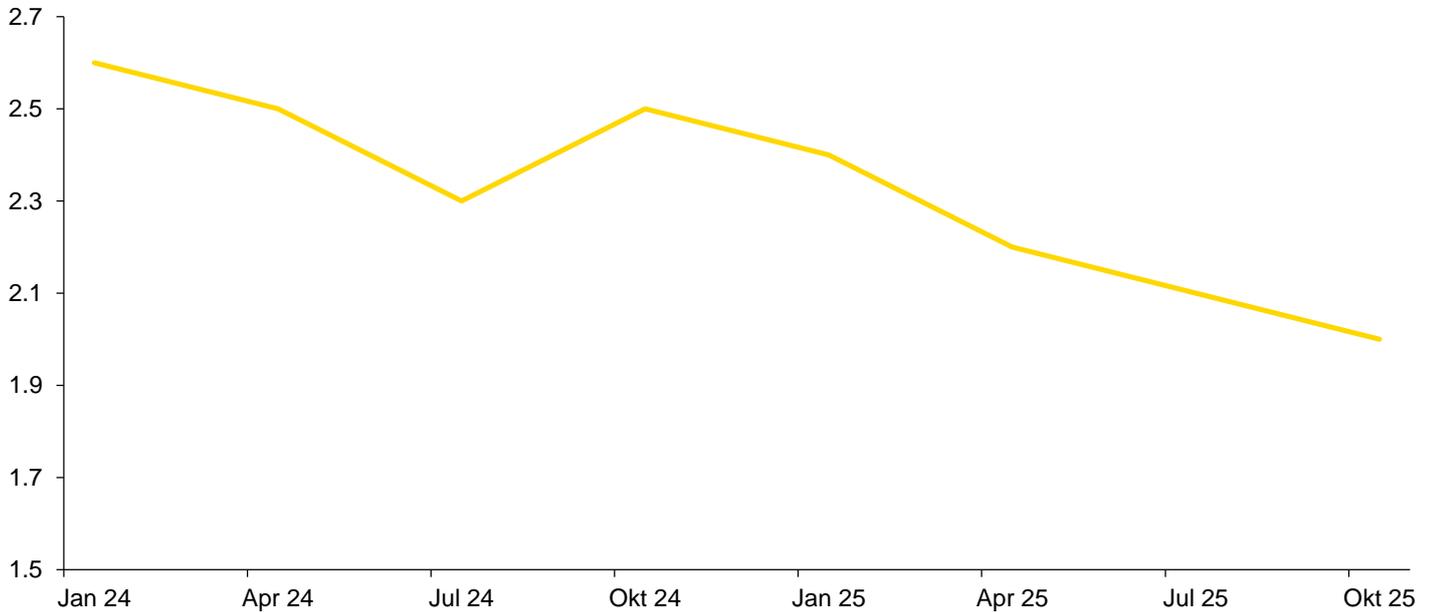
Dies ändert allerdings nichts daran, dass es in den folgenden Monaten weitere Zinssenkungen geben wird. Erstens ist der EZB-Rat von geldpolitischen Tauben dominiert, die über kurz oder lang den Druck auf die restlichen Ratsmitglieder erhöhen werden, die geldpolitischen Zügel zu lockern. Und hier dürfte auch für manchen Falken etwas Spielraum bestehen. Denn die EZB verortet den natürlichen Zins – der die Wirtschaft weder anschiebt noch bremst und mit einer Inflation von 2% vereinbar ist – (nominal) bei 2% bis 2,5%. Insofern dürften aus der Sicht der meisten Ratsmitglieder die nächsten Zinssenkungen vertretbar sein, weil diese lediglich den Grad der Restriktion vermindern, aber nicht die geldpolitischen Zügel schleifen lassen.

Zweitens haben sich mittlerweile etliche Ratsmitglieder dahingehend geäußert, dass Zinssenkungen möglich seien, solange sich die Inflation im Rahmen der Erwartungen, sprich: der EZB-Projektionen, bewegt. In diesem Zusammenhang sagte beispielsweise Lettlands Notenbankchef Mārtiņš Kazāks, den wir als geldpolitischen Falken einordnen, in einem Interview im August, dass aus seiner Sicht Zinssenkungen auch dann möglich seien, wenn sich die Inflation seitwärts bewege. Diese Einschätzung gab der geldpolitische Falke zu einem Zeitpunkt, als die Inflationsrate noch 2,6% betrug. Insofern ist durchaus vorstellbar, dass die von Tauben dominierte Notenbank die Zinsen auch im Dezember senkt, wenn die Inflation zwischenzeitlich und wie in den Projektionen erwartet noch einmal anziehen sollte. So sind aus Sicht von Kroatiens Notenbankchef Boris Vujčić, den wir als "neutrales" Ratsmitglied einschätzen, "graduelle Zinssenkungen" möglich, wenn der Inflationsausblick Bestand hat. Und immerhin hat die EZB in Ihrer Projektion ein zwischenzeitliches Wiederanziehen der Inflation integriert, bevor die Inflation im Laufe des Jahres 2025 wieder fallen sollte (Chart 1).



Chart 1 - EZB erwartet Inflationsbuckel zum Jahreswechsel

Inflation laut EZB-Projektion vom Juni, in Prozent



Quelle: EZB, Commerzbank-Research

Drittens bleibt das Wachstum wohl vorerst verhalten. So verzögert sich die von vielen bereits erwartete Belebung der Konjunktur. Wir gehen sogar davon aus, dass diese noch einige Quartale auf sich warten lassen wird, was den Tauben ein weiteres Argument für Zinssenkungen liefern würde. Konkret rechnen wir mit Zinssenkungen im Dezember, März und Juni um jeweils 25 Basispunkte.

Sommer 2025: Ende der Zinssenkungen

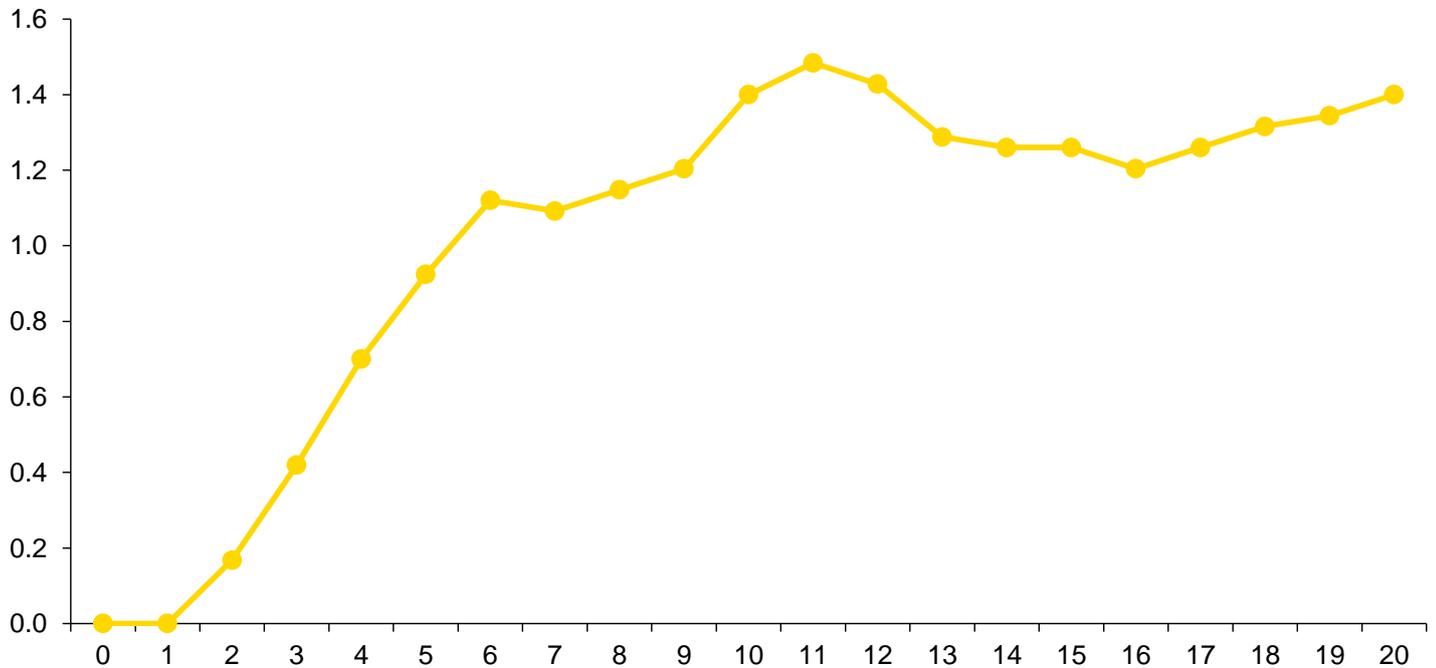
Mit einem dann erreichten Einlagensatz von 2,75% dürften die Zinssenkungen aber auf absehbare Zeit zu Ende sein. Denn im Laufe des kommenden Jahres sollte sich allmählich die Einsicht durchsetzen, dass die Inflation doch hartnäckiger ist als gedacht, sie also noch nicht vollends besiegt ist. Dafür sprechen auf lange Frist strukturelle Inflationstreiber wie die De-Globalisierung, die sich in den kommenden Jahren fortsetzen dürfte. Hinzu kommen die kostenintensiven Investitionen in die Energiewende sowie die Alterung der Gesellschaft und der damit zusammenhängende Arbeitskräfterrückgang.

Aber selbst zyklische Faktoren werden die Inflation weiter spürbar treiben. Auf Basis einer **Studie** der Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) und unseren eigenen Schätzungen wird sich der kräftige Lohnanstieg der vergangenen Quartale auf Jahre hinaus in der Verbraucherpreisinflation niederschlagen. Demnach dauert es rund drei Jahre, bis sich der Lohnanstieg vollständig auf die Verbraucherpreisinflation übertragen hat. Der Lohnanstieg der letzten Jahre von rund 5% pro Jahr wird also erst in den kommenden Quartalen seine höchste Durchschlagskraft entfalten und dann einen Inflationsdruck von rund 1½ Prozentpunkt erzeugen (Chart 2).^[1]



Chart 2 - Lohninflation schlägt erst allmählich auf Verbraucherpreisinflation durch

Modell-Schätzung: Auswirkung eines Lohnanstiegs um 5% über vier Quartale auf die Verbraucherpreisinflation, basierend auf einer BIZ-Studie, in Prozentpunkten, Quartalswerte



Quelle: BIZ, Commerzbank-Research

Um die kräftigen Lohnanstiege abzufedern, setzt die EZB auf die Annahme wieder zunehmender Produktivität. Konkret rechnet die EZB damit, dass die Produktivität ab 2025 wieder mit einer Rate von gut 1% steigen wird. Das dürfte allerdings eine hehre Annahme sein. Denn zwischen 2015 und 2019 – also in den Jahren bis zur Corona-Pandemie und in einer Zeit mit einem durchaus passablen Wirtschaftswachstum – betrug diese Rate gerade einmal 0,6% pro Jahr.

Fazit: Graduelle Zinssenkungen bis Mitte 2025

Alles in allem rechnen wir weiterhin mit Zinssenkungen im September, Dezember, März und Juni – um jeweils 25 Basispunkte. Sofern sich die Inflation im Rahmen der Erwartungen der EZB-Ratsmitglieder bewegt, die Inflationsaussichten aus deren Sicht in die richtige Richtung weisen, dürfte dem nichts entgegenstehen. Zumal sich die konjunkturelle Erholung wohl weiter verzögern wird, was für viele Ratsmitglieder ein weiteres Argument sein dürfte, die geldpolitischen Zügel zu lockern. Die Zinssenkungen sollten enden, wenn sich im Laufe des nächsten Jahres zeigt, dass die Inflation doch hartnäckiger ist als gedacht. Mit unserer Einschätzung, dass die Zinssenkungen im Mitte nächsten Jahres Enden – dann wäre ein Einlagensatz von 2,75% erreicht – sind wir deutlich konservativer als der Markt, der zum Jahresende 2025 einen Einlagensatz von 2,25% einpreist.

[1] Die BIS untersucht in ihrer [Studie](#) die Wirkung von Lohnsteigerungen auf die Erzeugerpreise. Nach dieser führt eine Lohnerhöhung um 1% nach knapp drei Jahren zu einer Steigerung der Produzentenpreise von gut 0,5%. Wir schätzen, inwieweit sich eine Erhöhung der Produzentenpreise auf die Verbraucherpreise überträgt – differenziert nach Waren und Dienstleistungen. Für Waren im Euroraum deuten unsere Schätzungen auf einen Faktor von knapp 0,4. Da für Dienstleistungen keine ausreichend langen Datenreihen zur Verfügung stehen, verwenden wir näherungsweise Zahlen für die USA, die einen Faktor von rund 0,8 nahelegen (wobei Schätzungen für den Euroraum über einen kurzen Zeitraum zu einem ähnlichen Ergebnis führen). Mit einer entsprechenden Gewichtung für Waren und Dienstleistungen am Verbraucherpreisindex errechnen wir einen Faktor von insgesamt 0,56, mit dem sich Erzeugerpreissteigerungen auf die Verbraucherpreise übertragen. ([Zurück zum Text](#))



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

Dr. Jörg Krämer
Chefvolkswirt
+49 69 136 23650

Economic Research

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

Dr. Ralph Solveen (stv. Leiter, Deutschland)
 +49 69 9353 45622

Dr. Christoph Balz (USA, Fed)
 +49 69 9353 45592

Dr. Vincent Stamer (Euroraum, Welthandel)
 +49 69 9353 45800

Dr. Marco Wagner (EZB, Deutschland, Italien)
 +49 69 9353 45623

Bernd Weidensteiner (USA, Fed)
 +49 69 9353 45625

Tung On Tommy Wu (China)
 +65 6311 0166

Zins und Credit Research

Christoph Rieger (Leiter)
 +49 69 9353 45600

Michael Leister (Leiter Zinsen)
 +49 69 9353 45610

Rainer Guntermann
 +49 69 9353 45629

Hauke Siemßen
 +49 69 9353 45619

Ted Packmohr
 (Leiter Cov. Bonds und Financials)
 +49 69 9353 45635

Marco Stöckle
 (Leiter Credit)
 +49 69 9353 45620

FX & Commodites Research

Ulrich Leuchtmann (Leiter)
 +49 69 9353 45700

Antje Praefcke (FX)
 +49 69 9353 45615

Tatha Ghose (FX)
 +44 20 7475 8399

Charlie Lay (FX)
 +65 63 110111

Michael Pfister (FX)
 +49 69 9353 45614

Volkmar Baur (FX)
 +49 69 9353 26854

Thu-Lan Nguyen (FX, Rohstoffe)
 +49 69 9353 45617

Carsten Fritsch (Rohstoffe)
 +49 69 9353 45647

Barbara Lambrecht (Rohstoffe)
 +49 69 9353 45611

Tung On Tommy Wu (China)
 +65 63110166

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: Rohstoffe Aktuell (Kommentar und Nachrichten zu Rohstoffmärkten, zweimal pro Woche)
 Rohstoffe kompakt (umfassende Analyse und Prognosen zu Rohstoffmärkten)

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)
 Covered Bond Weekly (wöchentliche Übersicht und Analysen für die Covered Bond-Märkte)
 Rates Radar (ad-hoc Specials und Handelsideen für die Rentenmärkte)

FX Strategy: Tagesinfo Devisen (Tageskommentar und -ausblick für die Devisenmärkte)
 FX Hotspot (zeitnahe Kommentierung wichtiger Ereignisse für den Devisenmarkt)

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



Analysten

Dr. Jörg Krämer

Chefvolkswirt
+49 69 136 23650
joerg.kraemer@commerzbank.com

Dr. Ralph Solveen

Stellv. Leiter Economic Research
+49 69 9353 45622
ralph.solveen@commerzbank.com

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 6/9/2024 07:17 CEST fertiggestellt und am 6/9/2024 07:17 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 berechnigte 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 24.04

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