

# EZB-Strategie-Revision: Mehr Toleranz bei der Inflation?

**Die EZB überprüft derzeit ihre geldpolitische Strategie. Die Ergebnisse könnten schon in der kommenden Woche veröffentlicht werden. Wir geben einen Überblick. Die EZB will offenbar ihre Analysen stärker auf (politische und Klima-) Krisen ausrichten und in ihre Kommunikation Szenarioanalysen einarbeiten. Die Anleihenkäufe und Forward Guidance werden wohl Teil des Instrumentenkastens bleiben. Außerdem könnte sich die EZB etwas mehr Toleranz bei leichten Abweichungen vom Inflationsziel zugestehen. Diese Anpassungen in der geldpolitischen Strategie dürften nicht zu einer grundlegend anderen Geldpolitik führen, so dass diese auch in Zukunft taubenhaft geprägt sein dürfte.**

Die EZB überprüft gerade ihre geldpolitische Strategie. Die Ergebnisse waren für die zweite Jahreshälfte angekündigt. Möglicherweise könnten die Notenbanker diese aber schon beim geldpolitischen Forum der EZB in Sintra präsentieren, das vom 30. Juni bis 2. Juli stattfindet. Im Folgenden klären wir die wichtigsten Fragen rund um die Strategie-Revision.

## Was ist die Strategie-Revision?

Eine geldpolitische Strategie beschreibt, wie eine Zentralbank ihre Entscheidungen trifft, um ihr Mandat zu erfüllen. Dazu zählt unter anderem die konkrete Definition ihres Inflationsziels, wie sie dieses erreichen will, und in welcher Art und Weise sie ihre geldpolitischen Ziele und Entscheidungen der Öffentlichkeit kommuniziert. In einer sich verändernden Welt ist es nur konsequent, wenn die geldpolitische Strategie regelmäßig auf den Prüfstand gestellt und angepasst wird. Damit soll sichergestellt werden, dass die geldpolitischen Maßnahmen und Ziele der EZB wirksam und den aktuellen wirtschaftlichen Bedingungen angemessen sind. Auch andere Zentralbanken – zur Zeit etwa die Federal Reserve – überprüfen ihre geldpolitischen Strategien.

Die geldpolitische Strategie der EZB wurde erstmals 1998 festgelegt, als diese ihre Arbeit aufnahm. Im Jahr 2003 wurde diese Strategie überprüft und präzisiert; beispielsweise wurde als Inflationsziel eine Rate von "unter, aber nahe 2%" festgelegt. Erst 2020/21 fand die nächste Strategieüberprüfung der EZB statt, die angesichts der langen Zeit einer unveränderten geldpolitischen Strategie recht umfangreich ausfiel. 2024 hat die EZB die aktuelle Strategie-Revision angestoßen.

26. Juni 2025

Dr. Marco Wagner <sup>AC</sup>

### Inhalt

Was ist die Strategie-Revision?	1
Was brachte die Strategie-Revision 2020/21?	2
Was bringt die Strategie-Revision 2024/25?	2
Eine veränderte Umwelt bedingt umfassende Analyse und klare Kommunikation	2
Die Anleihenkäufe und Forward Guidance werden bleiben	3
Mehr Toleranz bei kleinen Abweichungen vom Inflationsziel	4
Fazit: An der taubenhaften Geldpolitik wird sich wohl nichts ändern	4



## Was brachte die Strategie-Revision 2020/21?

Die Strategieüberprüfung 2020/21 fiel recht umfangreich aus. Zum einen hatte seit 2003 keine Überprüfung der Strategie stattgefunden. Zum anderen hatten sich die Welt und Geldpolitik grundlegend verändert. Im Euroraum folgte auf die Finanzkrise der Jahre 2008/9 die Staatsschuldenkrise 2011/12. Im Anschluss daran kämpfte die EZB gegen eine deutlich unter dem 2%-Ziel liegende Inflation und führte als neues Instrument Quantitative Easing (QE) ein, im Rahmen dessen sie 2015 begann im großen Stil Staatsanleihen zu kaufen. Außerdem rückte der Klimaschutz mehr und mehr in den gesellschaftlichen Vordergrund. Die Kernpunkte der 2021-Strategie-Revision waren die folgenden:

- Das **Inflationsziel** wurde neu definiert. Statt des bisherigen Ziels von "knapp, aber nahe 2%" wird nun eine Inflation von 2% angestrebt. Die EZB versteht darunter ein "symmetrisches" Inflationsziel, was bedeutet, dass sie sowohl Abweichungen über als auch unter diesem Zielwert als gleich unerwünscht ansieht.
- **Instrumentenmix**: Die Leitzinsen sind das zentrale Werkzeug der EZB. Darüber hinaus bleiben unorthodoxe Maßnahmen wie Anleihekaufprogramme Teil des Instrumentenkastens. Auch längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LTROs) bleiben im Werkzeugkasten der EZB.
- Die EZB hat Maßnahmen zur Verbesserung ihrer **Kommunikation** und Transparenz beschlossen, um die Öffentlichkeit und die Märkte besser über ihre geldpolitischen Entscheidungen und Ziele zu informieren. Dies war bereits ein Anliegen von EZB-Präsidentin Lagarde bei ihrem Amtsantritt. Ziel ist es seitdem, neben Fachleuten auch die breite Bevölkerung zu informieren. Laut dem Flesch-Kincaid-Lesbarkeitsindex sind die geldpolitischen Beschlüsse mittlerweile leichter verständlich. Außerdem werden seit der Strategieüberprüfung 2021 "Beschlüsse auf den ersten Blick" veröffentlicht, die sich etwa auf dem Leseniveau von "Harry Potter" bewegen.
- Außerdem will die EZB den **Klimawandel** stärker in ihre geldpolitischen Überlegungen einbeziehen. So sollen klimabezogene Risiken stärker berücksichtigt und eine nachhaltige Finanzpolitik gefördert werden. Das heißt, Klimarisiken werden stärker in ihren Analysen und Entscheidungen berücksichtigt. Außerdem sollen bei geldpolitischen Maßnahmen nachhaltige Investments gefördert und Umwelt-, soziale und Governance-Kriterien (ESG) beachtet werden.

## Was bringt die Strategie-Revision 2024/25?

Derzeit wird allseits viel spekuliert, was die aktuelle Revision der geldpolitischen Strategie bringen wird. Indes gibt es dazu wenig Greifbares. Selbst nach der informellen Klausurtagung am 6./7. Mai in Porto, bei der die EZB-Ratsmitglieder über die Strategie-Revision debattierten, ist darüber nichts Verwertbares nach außen gedrungen. Sicher ist, dass die aktuelle Revision weniger umfassend ist als die vorangegangene. Das hat EZB-Präsidentin Lagarde bereits vor einem Jahr klargestellt, als viele Beobachter begannen ihre Wünsche und Erwartungen zu äußern.

## Eine veränderte Umwelt bedingt umfassende Analyse und klare Kommunikation

Dennoch hat Lagarde in ihrer Rede "A robust strategy for a new era" vom 12. März auf der EZB-Watchers-Konferenz Hinweise auf einzelne – wenngleich nicht sämtliche – Inhalte der Strategieüberprüfung gegeben:

- Als ein Kernelement der geldpolitischen Strategie dürfte die Überprüfung **umfassende Analysen** neuer Rahmenbedingungen und Schocks nennen. Während die



Strategieüberprüfung 2020/21 auf eine jahrelang zu niedrige Inflation zurückblickte, ist die Welt mittlerweile deutlich weniger vorhersagbar geworden. Dies dürfte auch in den kommenden Jahren gelten. Insofern dürfte die Strategie-Revision einen Schwerpunkt darauf legen, die Effekte von politischer Unsicherheit, Handelskonflikten, Kriegen und Verteidigungspolitik, Klimawandel etc. auf die Inflation zu untersuchen. Die EZB will besser verstehen, in welche Richtung derartige Schocks wirken, mit welcher Intensität und wie persistent diese die Inflation beeinflussen. Immerhin musste die EZB herbe Kritik über sich ergehen lassen, da sie den Inflationsschock 2021 lange Zeit fälschlicher Weise als "temporär" einstufte und daher zu spät reagierte. Zudem kümmert sich dem Vernehmen nach eine Arbeitsgruppe bei der Strategieüberprüfung um langfristige Effekte auf die Inflation.

- Ein weiterer Fokus liegt offenbar auf der Analyse und dem Monitoring der **Inflationserwartungen**. Die vergangenen Jahre haben in Erinnerung gebracht, dass diese enorme Rückwirkungen auf die Inflation haben können. Auch EZB-Ratsmitglied Schnabel – die in der Regel akademisch geprägte Reden hält und darin gerne die Analysen der EZB-Ökonomen verarbeitet, was darauf hindeuten könnte, dass dies auch Themen in der Strategie-Review sein könnten – hat in ihrer **Rede "Keeping a steady hand in an unsteady world"** vom 10. Mai auf die herausragende Bedeutung der Inflationserwartungen hingewiesen.
- In der Strategieüberprüfung dürfte die EZB auch Wert auf eine **klarere Kommunikation** legen, damit laut Lagarde die Öffentlichkeit die Reaktionsfunktion der EZB besser verstehen kann. Dies bedeutet zu allererst, die **Ergebnisse der Analysen** der EZB zu erklären und wie diese die Geldpolitik beeinflussen. Darüber hinaus dürften **Szenarioanalysen** einen größeren Stellenwert einnehmen. Derartige Analysen wurden beispielsweise beim Ausbruch der Coronapandemie 2020 veröffentlicht, dem Beginn des Russland-Ukraine-Kriegs 2022 und im Herbst 2023, als die Hamas Israel attackierte. Fortan dürften Szenarioanalysen wohl regelmäßiger veröffentlicht werden. Schließlich dürfte die EZB in Zukunft konsequenter erläutern, auf welche Daten sie bei der Entscheidungsfindung fokussiert und welche Entscheidungskriterien sie anwendet. So sieht es auch EZB-Chefvolkswirt Lane laut seiner **Rede "The communication of monetary policy decisions: incorporating risks and uncertainty"** vom 16. Mai als hilfreich für das öffentliche Verständnis, wenn die EZB klar die Kriterien kommuniziert, an denen sich die Reaktionsfunktion der Notenbank orientiert. So verfährt die EZB allerdings bereits seit März 2023, indem sie die drei **Kerngrößen für die geldpolitischen Entscheidungen** klar kommuniziert: 1) der Inflationsausblick, 2) die Dynamik der unterliegenden Inflation sowie 3) die Stärke der geldpolitischen Transmission.

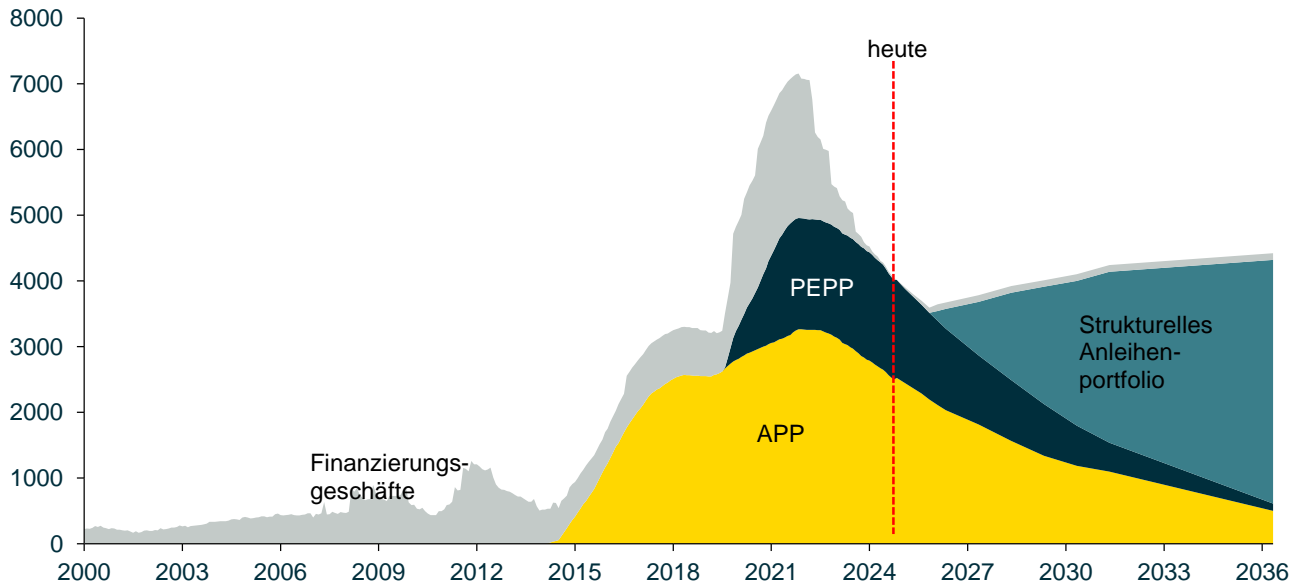
## Die Anleihenkäufe und Forward Guidance werden bleiben

Während die Strategie-Revision die Analyse und Kommunikation erweitern dürfte, werden die unkonventionellen geldpolitischen Instrumente wie die **Anleihenkäufe** wohl nicht einer kritischen Überprüfung unterzogen. Die Strategie 2020/21 sieht die Möglichkeit zu Anleihenkäufen vor, wenn die Zinsen soweit gesunken sind, dass diese wirkungslos sind – Geldpolitiker sprechen hier von der effektiven Untergrenze (Effective Lower Bound – ELB). Diese Anleihenkäufe sind zum Teil heftig kritisiert worden. Laut Medienberichten haben aber mit der Angelegenheit vertraute Personen durchblicken lassen, dass diese nicht überprüft würden. Ohnehin will die EZB laut dem **geldpolitischen Handlungsrahmen** auf Dauer ein "strukturelles Wertpapierportfolio" aufbauen (Chart 1). Auch das 2022 aufgesetzte Notfallprogramm **TPI** (Transmission Protection Instrument), sieht für den Fall "ungeordneter Marktentwicklungen" Anleihekäufe vor.



### Chart 1 - Anleihenkäufe dauerhaft im Werkzeugkasten

Ausgewählte Aktiv-Positionen der Bilanz des Eurosystems, in Mrd Euro, ab Juli 2025  
Commerzbank-Projektion



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Auch die Forward Guidance dürfte Teil des Instrumentenkastens der EZB bleiben. So sprach EZB-Präsidentin Lagarde in der oben genannten Rede davon, dass die Forward Guidance in zwei Situationen ein probates Mittel der Geldpolitik sein könne: Erstens, wenn persistente Schocks die Inflation klar in eine Richtung drücken und sich die Leitzinsen der effektiven Untergrenze näherten. Dies würde der Öffentlichkeit Vertrauen schenken, dass die Geldpolitik energisch genug reagiert. Zweitens, wenn nach einer längeren Phase an der effektiven Untergrenze inflationstreibende Schocks eintreten. In diesem Fall könnte die Forward Guidance die Bedingungen für eine Zinswende festlegen.

### Mehr Toleranz bei kleinen Abweichungen vom Inflationsziel

Des weiteren könnte die Strategie-Revision zu mehr Toleranz bei Abweichungen vom Inflationsziel führen. Wir erinnern uns an Zeiten, in denen die EZB nervös wurde, wenn die Inflation um ein Zehntel vom Zielwert abwich. Die Strategie-Revision könnte argumentieren, dass die EZB in Zukunft auf kleine Abweichungen weniger sensibel reagieren sollte. Dafür sprechen Lagardes Ausführungen in der oben genannten Rede, dass die EZB agil auf neue Schocks reagieren sollte, allerdings innerhalb eines wohldefinierten Rahmens, der "kurzsichtige Reaktionen" begrenzt. Auch EZB-Ratsmitglied Schnabel argumentierte in ihrer **Rede "Keeping a steady hand in an unsteady world"** vom 10. Mai, dass es in bestimmten Situationen angemessen sein könnte, "moderate Abweichungen vom Inflationsziel" zu tolerieren.

### Fazit: An der taubenhaften Geldpolitik wird sich wohl nichts ändern

Alles in allem dürfte es mit der Strategie-Revision nicht zu grundlegenden Änderungen kommen. Mit der umfangreichen Analyse aller möglicher wirtschaftspolitischer Schocks schreibt sich die EZB lediglich ins Pflichtenheft, was die akademische Welt – einschließlich der EZB-Ökonomen – ohnehin bereits unternimmt. Die Kommunikation wird etwas erweitert, und die unkonventionellen Maßnahmen bleiben im Werkzeugkasten



der EZB. Schlussendlich dürften diese Anpassungen in der geldpolitischen Strategie nicht zu einer grundlegend anderen Geldpolitik führen, so dass diese auch in Zukunft taubenhaft geprägt sein dürfte.



## Analysts

**Dr. Marco Wagner** <sup>AC</sup>

Senior Economist

+49 69 9353 45623

marco.wagner@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 26/6/2025 07:57 CEST fertiggestellt und am 26/6/2025 07:57 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.

**Analyst Certification (AC):** Die Verfasser, der am Anfang dieses Berichts mit AC bezeichnet wird, 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-Swap-Händler 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 Neuauflage 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:** Dieses Dokument ist grundsätzlich nicht zur Verteilung an Retail-Kunden bestimmt. 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 Article 2(31) des FIEA und Article 23 der Cabinet Ordinance Regarding Definition of Article 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 04/1313 verteilt. Die Commerzbank AG wird durch die BaFin nach deutschem Recht geregelt, das vom australischen Recht abweicht.

**Volksrepublik China (VRC):** Dieses Dokument wird von der Commerzbank AG zur Verfügung gestellt und ist ausschließlich für 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 2025. Alle Rechte vorbehalten. Version 25.02

<b>Frankfurt</b>	<b>London</b>	<b>New York</b>	<b>Singapore</b>
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