



Strategie-Revision – Die EZB bleibt weich

Die EZB überprüft gerade ihre geldpolitische Strategie, die Ergebnisse werden in der zweiten Jahreshälfte veröffentlicht. Die Notenbanker werden wohl am symmetrischen Inflationsziel festhalten, allerdings auch an den Anleihekäufen, wenn sich Inflation und Zinsen dem Nullpunkt nähern. Außerdem will die EZB darüber nachdenken, wie sie zukünftig mit Kostenschocks und Angebotsverknappungen umgehen soll. Aus unserer Sicht sollte eine Notenbank selbst bei einer angebotsinduzierten Inflation rasch und entschieden mit einer strafferen Geldpolitik reagieren. Die Diskussion um Angebotsschocks ist aber so facettenreich, dass die Notenbanker letztlich weiterhin freie Hand haben. Dies birgt die Gefahr, dass die Inflation aus dem Ruder laufen wird.

Die EZB überprüft derzeit ihre geldpolitische Strategie, die Ergebnisse sollen in der zweiten Jahreshälfte veröffentlicht werden. Zwei Themen stehen aktuell im Fokus, die wir an dieser Stelle diskutieren:

Symmetrisches Inflationsziel, asymmetrische Reaktion

Die EZB hat in ihrer **Strategieüberprüfung 2021** das Inflationsziel von „nahe, aber unter 2%“ auf ein symmetrisches Ziel von exakt 2% geändert. Die Symmetrie bedeutet in diesem Zusammenhang, dass für die EZB Abweichungen von diesem Zielwert nach unten ebenso unerwünscht sind wie solche nach oben. Um dieses symmetrische Ziel zu erreichen, sieht die EZB allerdings einen asymmetrischen Mitteleinsatz vor. Gegen eine gemessen am 2%-Ziel zu niedrige Inflation plant sie ein entschiedeneres Vorgehen als gegen eine zu hohe Inflation. Denn weil die Leitzinsen nicht beliebig weit gesenkt werden können, sieht sie die Gefahr, dass die Zinspolitik ab einem bestimmten Punkt wirkungslos ist und eine deflationäre Abwärtsspirale droht. Um dies zu verhindern, sind laut EZB in diesem Fall unkonventionelle geldpolitische Instrumente notwendig wie breitangelegte Anleihekäufe (Quantitative Easing, QE), wie sie die EZB von 2015 bis Mitte 2022 in einem Volumen von 5.000 Mrd Euro Anleihen tätigte. Aus Sicht der EZB ist also ein asymmetrischer Mitteleinsatz nötig, um ein symmetrisches Ziel zu erreichen.

Diese Anleihekäufe sind zum Teil heftig kritisiert worden. Unter anderem äußerte EZB-Ratsmitglied Schnabel angesichts der damit einhergehenden Risiken und des fraglichen Erfolgs häufig Bedenken zu der aus ihrer Sicht zu leichtfertigen Anwendung dieses geldpolitischen Instruments. In ihrer **Rede** vom 14. November 2024 forderte sie, dass die Latte für QE höher als in der Vergangenheit liegen sollte. Für die Aktivierung eines umfangreichen Vermögenskaufprogramms müsse eine klare Gefahr für die mittelfristige Preisstabilität vorliegen. Man kann ihre Äußerungen durchaus als Aufforderung

18. Juni 2025

Dr. Marco Wagner ^{AC}

Inhalt

Symmetrisches Inflationsziel,	1
asymmetrische Reaktion	
... bleibt wohl bestehen	2
Wie reagiert EZB auf	2
wohl zunehmende	
Angebotsschocks?	
Dreh- und Angelpunkte sind die	3
Inflationserwartungen, ...	
... für die sich ein Blick unter die	4
Oberfläche lohnt	
Fazit: Vorsicht ist besser als	
Nachsicht	4



verstehen, diesen Punkt im Rahmen der neuen geldpolitischen Strategie zu prüfen und gegebenenfalls anzupassen.

... bleibt wohl bestehen

Danach sieht es derzeit allerdings nicht aus. Laut Medienberichten dürfte es bei der Strategieüberprüfung wenig bis keine Kritik an den unorthodoxen Maßnahmen geben. Vielmehr dürfte die EZB weiterhin auf die Notwendigkeit „besonders kraftvoller oder hartnäckiger“ Maßnahmen für den Fall hinweisen, dass die Inflation und die Zinssätze auf einem Tiefpunkt sind. Ohnehin hat sie im Rahmen ihres **Operational Framework** angekündigt, auf Dauer ein „strukturelles Wertpapierportfolio“ aufzubauen zu wollen. Insofern dürften die Notenbanker die Hürde für Anleihenkäufe kaum erhöhen.

Wie reagiert EZB auf wohl zunehmende Angebotsschocks?

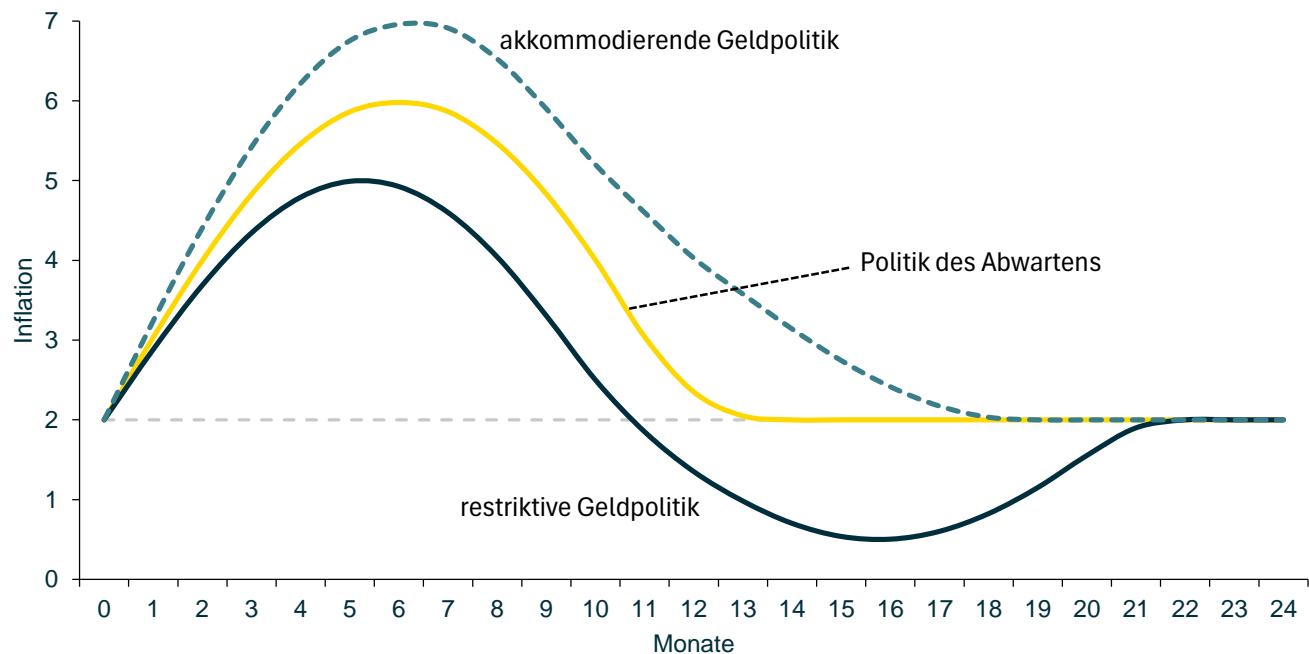
Im Gegensatz dazu dürfte sich die EZB eingehend mit der Frage befassen, wie sie auf Angebotsschocks reagieren will. Denn diese dürften in Zukunft deutlich häufiger auftreten: (Handels-)politische Konflikte oder gar Kriege können Lieferkettenengpässe und Energiekrisen verursachen, die zunehmende Klimaerwärmung und Wetterkapriolen können das Angebot an Nahrungsmitteln verknappen.

Allerdings gibt es auf die Frage nach der optimalen geldpolitischen Reaktion auf den ersten Blick keine einhellige Antwort. In der Literatur werden drei geldpolitische Antworten auf eine Situation beschrieben, in der eine Angebotsverknappung die Kosten und damit die Verbraucherpreisinflation treibt. **Bandera et al. (2023)** diskutieren folgende Optionen:

- Nach einer weit verbreiteten Lehrbuchmeinung ist die optimale Reaktion einer Notenbank eine **Politik des Abwartens** (Chart 1, gelbe Linie), bei der darauf vertraut wird, dass der Kostenschock nur vorübergehend ist und wieder abebbt. Beispielsweise schränken auftretende Lieferkettenengpässe die Produktion ein und verringern damit das gesamtwirtschaftliche Angebot, was letztlich die Preise treibt. Sobald sich die Lieferprobleme lösen, können die Produktion und das Angebot wieder hochgefahren werden; der preistreibende Effekt verschwindet.

Chart 1 - Ein Angebotsschock - drei geldpolitische Reaktionen

Stilisierte Darstellung eines inflationären Angebotsschocks und geldpolitische Reaktionen, in Prozent



Quelle: Commerzbank-Research

- Sofern aber nicht davon ausgegangen werden kann, dass der Angebotsschock nur temporär auftritt und sich wieder löst, wäre es für die Notenbank angezeigt, auf ihn mit einer **restriktiven Geldpolitik** zu reagieren. Diese bremst die Nachfrage, weshalb die Inflation weniger stark steigen und womöglich früher zum Inflationsziel konvergieren sollte (Chart 1, anthrazitfarbene Linie). Allerdings besteht die Gefahr, dass die Inflation in den Folgemonaten unter das Ziel fällt, wenn etwa die Verbraucher durch die gestiegene Inflation einen deutlichen Kaufkraftverlust erleiden und ihren Konsum einschränken, sodass zusätzlich zur restriktiven Geldpolitik ein Kaufkrafteffekt die Nachfrage verringert.
- Um dies zu vermeiden, könnte eine Notenbank auf einen Angebotsschock mit einer **akkommodierenden Geldpolitik** reagieren (Chart 1, petrofarbene Linie). Die lockere Geldpolitik würde zwar die Nachfrage anstacheln und damit die Inflation kurzfristig sogar weiter nach oben treiben. Allerdings könnte die Inflation mittelfristig ohne ein oben beschriebenes "Durchsacken" zum Inflationsziel zurückkehren.

Dreh- und Angelpunkte sind die Inflationserwartungen, ...

Welche dieser Reaktionen angemessen ist, hängt zu einem beträchtlichen Teil von den Inflationserwartungen ab. Wie sich in den Jahren seit der Corona-Krise einmal mehr gezeigt hat, führen höhere Inflationserwartungen zu merklich höheren Lohnforderungen. Sind Arbeitskräfte knapp, können diese auch durchgesetzt werden, was wiederum insbesondere bei Dienstleistungen die Inflation anschiebt. Dabei kann die Inflation bei einem besonders engen Arbeitsmarkt rasch steigen kann. Volkswirte sprechen hier von einer nicht-linearen Phillips-Kurve, die wir für den Euroraum identifiziert haben (siehe Economic Insight "[EZB - Wie steil ist die Phillips-Kurve?](#)" und EZB-Ratsmitglied Schnabel in ihrer Rede vom 20. Mai "[Keeping a steady hand in an unsteady world](#)").



... für die sich ein Blick unter die Oberfläche lohnt

Für die Glaubwürdigkeit einer Notenbank ist es daher zentral, die Inflationserwartungen fest am Zielwert zu verankern. Zur Beurteilung der Inflationserwartungen genügt es allerdings nicht, diese oberflächlich zu betrachten, da beispielsweise Median-Werte zu behäbig reagieren. Vielmehr lohnt sich laut dem Ökonomen Ricardo Reis (**2022, 2024**) ein Blick unter die Oberfläche, um die Risiken eines Ausbrechens der Inflationserwartungen frühzeitig zu erkennen. So gebe es einzelne gut informierte Beobachter, die Inflationstrends und -gefahren früher erkennen. Sie wechseln früher als die Masse in das Lager der Inflationsskeptiker. Entsprechend verschiebt sich die Verteilung der Inflationserwartungen, bevor dies in zusammenfassenden Maßen wie dem Mittelwert oder Median sichtbar wird.

Fazit: Vorsicht ist besser als Nachsicht

Darum sollte eine Notenbank auf eine angebotsinduzierte Inflation rasch und entschieden reagieren. Sollten die Inflationserwartungen (abrupt) steigen, könnte dies die Inflation nachhaltig anschieben. Dies gilt umso mehr, als ein enger Arbeitsmarkt das Risiko birgt, dass höhere Inflationserwartungen in umso höheren Lohnforderungen resultieren. Die vergangenen Jahre haben gezeigt, dass Arbeitskräfte nicht nur in Deutschland selbst in Konjunkturkrisen knapp bleiben – wozu auch eine steigende Nachfrage des Staates nach Arbeitskräften beiträgt. Abgesehen davon halten wir die apodiktische Angst der Notenbanken vor einer Deflationsspirale für übertrieben, sodass die Sorge eines späteren Unterschießens der Inflation unter das Ziel kein maßgeblicher Entscheidungsgrund sein sollte.

Wir gehen zwar davon aus, dass sich die EZB bei der Überprüfung ihrer Strategie mit Angebotsschocks auseinandersetzen und deren Bedeutung herausstellen wird. Sie dürfte sich aber nicht im Sinne eines Handbuchs dazu äußern, wie die Geldpolitik auf derartige Schocks konkret reagieren sollte. Die facettenreiche Diskussion um Angebotsschocks und deren Implikationen deutet aber darauf, dass die EZB sich ihre Hände nicht binden wird und die Notenbanker weiter entsprechend ihrer geldpolitischen Grundhaltung handeln können. Darüber hinaus will die EZB offenbar am asymmetrischen Einsatz ihrer Instrumente festhalten, womit ein groß angelegter Ankauf von Anleihen ein fester Bestandteil ihrer Geldpolitik bleiben wird. Insgesamt dürfte dies nach unserem Dafürhalten auch nach der Revision auf eine im Zweifel zu lockere Geldpolitik mit dem Risiko einer erhöhten Inflation hinauslaufen.



Analysts

Dr. Marco Wagner ^{AC}

Senior Economist

+49 69 9353 45623

marco.wagner@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 18/6/2025 08:29 CEST fertiggestellt und am 18/6/2025 08:29 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 Sachverständnis 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 Meinungsaussagen 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 akkurate 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 Prospektflicht 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: 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 einzuhören.

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 berechtigte 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

Commerzbank Filiale

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