

# Economic Insight

4. Februar 2019

## EZB: Auf Dauer eine Riesen-Bilanz?

**Dass die EZB ihre aufgeblähte Bilanz irgendwann wieder auf das schlanke Vorkrisen-Niveau herunterfährt, sollte eigentlich selbstverständlich sein. Aber offenbar stehen nicht mehr alle in der EZB hinter dieser Selbstverständlichkeit. Wir zeigen, wie weit hergeholt die Argumente für eine dauerhaft große EZB-Bilanz sind und wie diese die wirtschaftliche Dynamik im Euroraum belasten würde.**

Vor kurzem sah sich Bundesbank-Präsident Jens Weidmann dazu genötigt, daran zu erinnern, dass die EZB nicht auf Dauer mit einer riesigen Bilanz operieren könne.<sup>1</sup> Aber der Konsens für eine schrittweise Rückkehr zu einer schlanken Bilanz scheint zu bröckeln. So plädierte der damalige EZB-Vizepräsident Vitor Constancio im Frühjahr letzten Jahres für eine dauerhaft große EZB-Bilanz.<sup>2</sup>

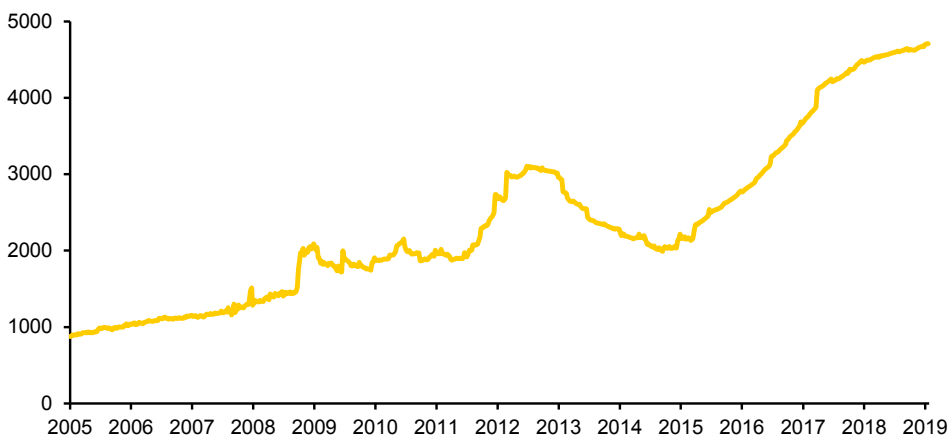
Bei diesem Konflikt geht es um sehr viel Geld. Denn die EZB hat den Banken im großen Stil Staats- und Unternehmensanleihen abgekauft und ihnen den Gegenwert auf ihren EZB-Konten gutgeschrieben. Außerdem hat sie den Banken gegen Sicherheiten anders als früher unbegrenzt Zentralbankgeld geliehen. Dadurch wuchs die Bilanz der EZB seit Ausbruch der Finanzkrise rund um das Vierfache auf zuletzt 4670 Milliarden Euro (Grafik 1); das entspricht rund 40 Prozent des Bruttoinlandsprodukts des Euroraums. Auch andere Zentralbanken haben ihre Bilanzen aufgebläht. So kommt die US-Notenbank auf 19 Prozent des Bruttoinlandsprodukts und die japanische Zentralbank sogar auf 100 Prozent. Insofern wird auch außerhalb des Euroraums darüber diskutiert, wie es mit diesen Riesenbilanzen langfristig weitergehen soll.

## Eine dauerhaft große Bilanz für mehr Finanzstabilität?

Die Befürworter dauerhaft großer Notenbankbilanzen argumentieren mit geänderten Rahmenbedingungen, die vermeintlich sehr viel Zentralbankgeld und eine große Bilanz erforderlich machten. So betonen die Harvard-Ökonomen Robin Greenwood, Samuel Hanson und Jeremy Stein<sup>3</sup>, dass Kreditinstitute auf Geheiß der Bankenaufsicht heute mehr

### GRAFIK 1: Die Riesen-Bilanz der EZB

Aktiva des Euro-Systems, in Mrd Euro



Quellen: EZB, Commerzbank-Research

<sup>1</sup> „Vom Außergewöhnlichen zum Normalen – Gedanken zum künftigen geldpolitischen Instrumentarium“. Rede gehalten am 16.11.2018 auf dem European Banking Congress.

<sup>2</sup> „Past and future of the ECB monetary policy“, Rede gehalten am 4. Mai 2018 bei der Zentralbank von Malta.

<sup>3</sup> „The Federal Reserve's Balance Sheet as a financial stability tool“. Vortrag gehalten auf dem geldpolitischen Symposium 2016 in Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City.

**Bitte beachten Sie die rechtlichen Hinweise auf den Seiten 4 und 5**

[research.commerzbank.com](http://research.commerzbank.com) / Bloomberg: CBKR

Autor:

**Dr. Jörg Krämer**

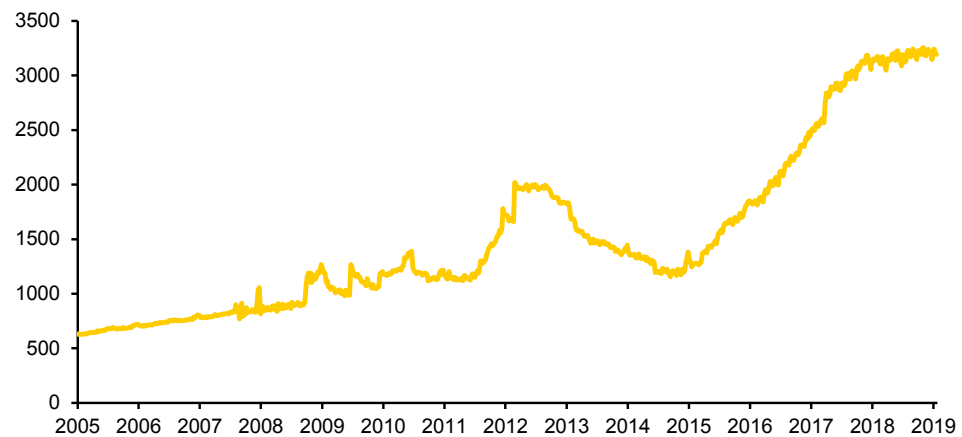
Chefvolkswirt

+49 69 136 23650

[joerg.kraemer@commerzbank.com](mailto:joerg.kraemer@commerzbank.com)

**GRAFIK 2: Die Geldflut der EZB**

Zentralbankgeld (Einlagen der Banken beim Euro-System, umlaufende Banknoten), in Mrd Euro



Quellen: EZB, Commerzbank Research

sichere und liquide Vermögenswerte halten müssten. Die sollten Banken in einer Finanzkrise rasch zu Geld machen, falls nervös gewordene Bankkunden die Auszahlung ihrer Guthaben fordern. Die gestiegene Nachfrage der Banken nach solchen liquiden Vermögenswerten könnten zwar private Investoren bedienen und entsprechende Anleihen begeben. Aber mit den Emissionserlösen könnten sie angeblich riskante Investments finanzieren – so die Argumentation. Um dieses Risiko für die Finanzstabilität zu vermeiden, sollten nicht private Investoren, sondern Zentralbanken mehr sichere und liquide Vermögenswerte schaffen und den Banken deshalb mehr Guthaben auf ihren Konten einräumen. Damit könnten die Kreditinstitute die verschärften Liquiditätsanforderungen erfüllen.

Dieser gedrechselten Argumentation schloss sich Vitor Constancio von der EZB an. Aber dabei übersieht er, dass es nicht Aufgabe der EZB ist, mehr sichere und liquide Vermögenswerte zu schaffen. Es gibt schließlich ausreichend Staatsanleihen. Sollten Banken an der Bonität einzelner Staaten wie Griechenland zweifeln, liegt es an den Finanzministern dieser Länder, derartige Sorgen durch eine solide Haushaltspolitik auszuräumen.

**Kommen die EZB-Zinsen wirklich nicht in der Realwirtschaft an?**

Auch andere Argumente für eine dauerhaft große Zentralbankbilanz mit hohen Einlagen für Banken sind weit hergeholt. So schlagen die Stanford-Ökonomen Darrell Duffie und Arvind Krishnamurthy vor, dass die US-Notenbank nicht nur wenigen ausgewählten, sondern vielen Finanzinstitutionen Zentralbankgeld leihen sollte, damit sich mehr Banken bei ihren Ausleihungen am Leitzins der Notenbank orientieren.<sup>4</sup> So gelänge es der US-Zentralbank angeblich besser, mit ihrem Leitzins die Kreditzinsen aller Banken zu beeinflussen, die letztlich für die Investitions- und Konsumentscheidungen der Unternehmen und Konsumenten entscheidend sind. Vitor Constancio sieht hier mit dem Verweis auf unveröffentlichte Studien der EZB Handlungsbedarf auch für den Euroraum. Aber seine Argumentation mutet skurril an, weil doch der negative EZB-Einlagensatz über die Märkte jeden Winkel des Finanzsystems erreicht hat.

**Tatsächlich geht es um den Süden der Währungsunion**

Wenn sich Zentralbanker aus dem Süden der Währungsunion mit weit hergeholtten Argumenten für eine dauerhaft große Bilanz aussprechen, dann liegt die Vermutung nahe, dass andere Motive dahinter stehen – etwa der Wunsch, ihren Banken zu helfen. Denn im Süden leiden viele Institute unter faulen Krediten. So sind in Griechenland 41 Prozent der Bankkredite ausfallgefährdet, in Zypern 26 Prozent und in Italien 8 Prozent, während es in Deutschland nur 1 Prozent sind. Wenn aber die EZB zu einer schlanken Bilanz zurückkehrte und Zentralbankgeld wieder zu einem knappen Gut machte, müssten sich die Banken fehlende Liquidität – wie in der Vorkrisenzeit üblich – von anderen Banken leihen; längerlaufende Mittel müssten sie sich bei privaten Anlegern besorgen. Um ausreichend kreditwürdig zu sein, wären sie gezwungen, ihre

<sup>4</sup> "Pass-through efficiency in the Fed's new monetary policy setting". Vortrag gehalten auf dem geldpolitischen Symposium 2016 in Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City.

vielen faulen Kredite abzuschreiben. Aber das bringt Insolvenzverfahren gegen überschuldete Unternehmen und Entlassungen mit sich.

### **Große EZB-Bilanz behindert wirtschaftliche Dynamik**

Banken können eine solche Bereinigung fauler Kredite vermeiden, wenn sie sich Geld nicht von fordernden privaten Anlegern leihen, sondern von der EZB, die gegen halbwegs solide Sicherheiten jeden gewünschten Betrag bereitstellt (Grafik 2, vorherige Seite). Das erspart den Kreditinstituten zwar kurzfristig schmerzhaft Abschreibungen, verhindert aber langfristig das Ausscheiden überschuldeter und unproduktiver Unternehmen. Diese binden weiter Arbeitskräfte und Kapital, was natürlich das Wirtschaftswachstum belastet.

Mit einer dauerhaft großen Bilanz hilft die EZB aber nicht nur Banken, sondern auch den Finanzministern der hoch verschuldeten Länder. Die EZB parkt nämlich in ihrer Bilanz rund ein Fünftel aller Staatsanleihen der Mitgliedsländer. Hinzu kommt, dass sie den Banken Zentralbankgeld auch für mehrere Jahre leiht, so dass Banken damit ihre hohen Bestände an längerlaufenden Staatsanleihen finanzieren können.<sup>5</sup> Die Finanzminister hängen deshalb weniger von privaten Investoren ab und können sich billiger verschulden. Aber damit sinkt auch der Druck, ihre Volkswirtschaften und Staatsfinanzen auf Vordermann zu bringen.

### **Der Patient Euroraum muss weg von der Beatmungsmaschine**

Mit einer dauerhaft großen Bilanz entzieht die EZB die Banken und die Staaten dem heilsamen Druck privater Anleger. Das raubt dem Euroraum wirtschaftliche Dynamik. Bundesbank-Präsident Jens Weidmann vergleicht das zu Recht mit einer zu langen künstlichen Beatmung, die die Atemmuskeln der Patienten erschlaffen lässt. Um das zu verhindern, lassen Ärzte die Patienten nicht zu lange an Beatmungsmaschinen. Das sollte auch für den Euroraum gelten. Die EZB muss zu einer schlanken Bilanz zurückkehren, wobei ich allerdings nicht erwarte, dass sie das in den kommenden Jahren tun wird.

---

<sup>5</sup> Wir erwarten, dass die EZB in den kommenden Monaten beschließt, den Banken erneut mehrjährige Refinanzierungstender (LTROs) anzubieten.

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 04/02/2019 07:26 CET fertiggestellt und am 04/02/2019 07:27 CET verbreitet wurde.

Für die Erstellung dieser Ausarbeitung sind die Abteilung Research im Bereich Firmenkunden der Commerzbank AG, Frankfurt am Main, bzw. etwaig in der Ausarbeitung genannte Filialen der Commerzbank verantwortlich. Die Commerzbank AG ist bei der CFTC vorläufig als Swaphändler registriert.

**Sofern diese Ausarbeitung eine Analyse eines oder mehrerer Beteiligungspapiere enthält, sei darauf hingewiesen, dass die Verfasser bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigenen Einschätzungen genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Dotierung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen wird. Der (bzw. die) in dieser Ausarbeitung genannte(n) Analyst(en) ist (sind) nicht bei der FINRA als Research-Analysten registriert/qualifiziert. Solche Research-Analysten sind möglicherweise keine assoziierten Personen der Commerz Markets LLC und unterliegen daher möglicherweise nicht den Einschränkungen der FINRA Rule 2241 in Bezug auf die Kommunikation mit einem betroffenen Unternehmen, öffentliche Auftritte und den Handel mit Wertpapieren im Bestand eines Analysten.**

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

#### Mögliche Interessenkonflikte

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

Für Angaben zu den in Kompendien genannten Unternehmen bzw. den von den Analysten der Commerzbank analysierten Unternehmen folgen Sie bitte diesem Link: <http://research.commerzbank.com/web/commerzbank-research-portal/public-page/disclosures>\*

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

#### Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers. Es stellt keine Anlageberatung dar. Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder irgendeiner anderen Handlung beabsichtigt und dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages. Anleger sollten sich unabhängig und professionell beraten lassen und ihre eigenen Schlüsse im Hinblick auf die Eignung der Transaktion einschließlich ihrer wirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit und Risiken sowie ihrer Auswirkungen auf rechtliche und regulatorische Aspekte sowie Bonität, Rechnungslegung und steuerliche Aspekte ziehen.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Großbritannien:** Dieses Dokument wurde von der Commerzbank AG, Filiale London, herausgegeben oder für eine Herausgabe in Großbritannien genehmigt. Die Commerzbank AG, Filiale London, ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und von der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt nur in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority. Einzelheiten über den Umfang der Genehmigung und der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority erhalten Sie auf Anfrage. Diese Ausarbeitung richtet sich ausschließlich an „Eligible Counterparties“ und „Professional Clients“. Sie richtet sich nicht an „Retail Clients“. Ausschließlich „Eligible Counterparties“ und „Professional Clients“ ist es gestattet, die Informationen in dieser Ausarbeitung zu lesen oder sich auf diese zu beziehen. Commerzbank AG, Filiale London bietet nicht Handel, Beratung oder andere Anlagendienstleistungen für „Retail Clients“ an.

**USA:** Die Commerz Markets LLC („Commerz Markets“) hat die Verantwortung für die Verteilung dieses Dokuments in den USA unter Einhaltung der gültigen Bestimmungen übernommen. Wertpapiertransaktionen durch US-Bürger müssen über die Commerz Markets, Swaptransaktionen über die Commerzbank AG abgewickelt werden. Nach geltendem US-amerikanischen Recht können Informationen, die Commerz Markets-Kunden betreffen, an andere Unternehmen innerhalb des Commerzbank-Konzerns weitergegeben werden. Sofern dieses Dokument zur Verteilung in den USA freigegeben wurde, ist es ausschließlich nur an "US Institutional Investors" und "Major Institutional Investors" gerichtet, wie in Rule 15a-6 unter dem Securities Exchange Act von 1934 beschrieben. Commerz Markets ist Mitglied der FINRA und SIPC. Derivatetransaktionen mit US-Personen sind nach den Bestimmungen des Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act durchzuführen.

**Kanada:** Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Prospekt, Anzeige, öffentliche Emission oder Angebot bzw. Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der beschriebenen Wertpapiere in Kanada oder einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium beabsichtigt. Angebote oder Verkäufe der

beschriebenen Wertpapiere erfolgen in Kanada ausschließlich im Rahmen einer Ausnahme von der Prospektspflicht und nur über einen nach den geltenden Wertpapiergesetzen ordnungsgemäß registrierten Händler oder alternativ im Rahmen einer Ausnahme von der Registrierungspflicht für Händler in der kanadischen Provinz bzw. dem kanadischen Territorium, in dem das Angebot abgegeben bzw. der Verkauf durchgeführt wird. Die Inhalte dieses Dokuments sind keinesfalls als Anlageberatung in einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium zu betrachten und nicht auf die Bedürfnisse des Empfängers zugeschnitten. In Kanada sind die Inhalte dieses Dokuments ausschließlich für Permitted Clients (gemäß National Instrument 31-103) bestimmt, mit denen Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler Geschäfte treibt. Soweit die Inhalte dieses Dokuments sich auf Wertpapiere eines Emittenten beziehen, der nach den Gesetzen Kanadas oder einer kanadischen Provinz bzw. eines kanadischen Territoriums gegründet wurde, dürfen Geschäfte in solchen Wertpapieren nicht durch Commerz Markets LLC getätigt werden. Keine Wertpapieraufsicht oder ähnliche Aufsichtsbehörde in Kanada hat dieses Material, die Inhalte dieses Dokuments oder die beschriebenen Wertpapiere geprüft oder genehmigt; gegenteilige Behauptungen zu erheben, ist strafbar.

**Europäischer Wirtschaftsraum:** Soweit das vorliegende Dokument durch eine außerhalb des Europäischen Wirtschafts-raumes ansässige Rechtsperson erstellt wurde, erfolgte eine Neuausgabe für die Verbreitung im Europäischen Wirtschaftsraum durch die Commerzbank AG, Filiale London.

**Singapur:** Dieses Dokument wird in Singapur von der Commerzbank AG, Filiale Singapur, zur Verfügung gestellt. Es darf dort nur von institutionellen Investoren oder akkreditierten 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 erörterten Informationen den unabhängigen Rat ihrer eigenen professionellen Berater einzuholen.

**Hongkong:** Dieses Dokument wird in Hongkong von der Commerzbank AG, Filiale Hongkong, zur Verfügung gestellt und darf dort nur von „professionellen Anlegern“ im Sinne der Securities and Futures Ordinance (Cap.571) von Hongkong und etwaigen hierin getroffenen Regelungen sowie von Personen, deren gewöhnliche Geschäftstätigkeit im Kauf oder Verkauf von Aktien oder Schuldverschreibungen besteht, entgegengenommen werden.

**Japan:** Diese Informationen und ihre Verteilung stellen keine „Aufforderung“ gemäß dem Financial Instrument Exchange Act (FIEA) 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. Nicht alle Finanz- oder anderen Instrumente, auf die in diesen Informationen Bezug genommen wird, sind in Japan verfügbar. 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 Institute bestimmt, die Finanztransaktionen durchführen dürfen. Niemand sonst darf sich auf Informationen verlassen, die in diesem Dokument enthalten sind. Derivatetransaktionen von VRC-Personen dürfen nur von VRC-Finanzinstituten eingegangen werden, denen Derivategeschäfte in der VRC gestattet sind und die alle notwendigen aufsichtsrechtlichen Genehmigungen in der VRC eingeholt haben.

© Commerzbank AG 2019. Alle Rechte vorbehalten. Version 9.27

#### Commerzbank Firmenkunden

Frankfurt	London	New York	Singapore	Hong Kong
Commerzbank AG	Commerzbank AG	Commerz Markets LLC	Commerzbank AG	Commerzbank AG
DLZ - Gebäude 2, Händlerhaus Mainzer Landstraße 153 60327 Frankfurt	PO BOX 52715 30 Gresham Street London, EC2P 2XY	225 Liberty Street, 32nd floor, New York, NY 10281-1050	71, Robinson Road, #12-01 Singapore 068895	15th Floor, Lee Garden One 33 Hysan Avenue, Causeway Bay Hong Kong
Tel: + 49 69 136 21200	Tel: + 44 207 623 8000	Tel: + 1 212 703 4000	Tel: +65 631 10000	Tel: +852 3988 0988