



Es tut sich was in Deutschland

Wichtige deutsche Konjunkturindikatoren scheinen ihr Tief durchschritten zu haben. Das liegt vor allem an den zurückliegenden Leitzinssenkungen der EZB. Das riesige Fiskalpaket der Bundesregierung dürfte die Konjunktur ebenfalls bald anschieben. Die Zeit negativer Wachstumsüberraschungen ist erst einmal vorbei. Mit einem starken, langanhaltenden Aufschwung rechnen wir allerdings nicht, weil die USA ihre Zölle erhöhen und der notwendige wirtschaftspolitische Neustart in Deutschland wohl ausbleibt.

Dr. Jörg Krämer^{AC}
Dr. Ralph Solveen^{AC}

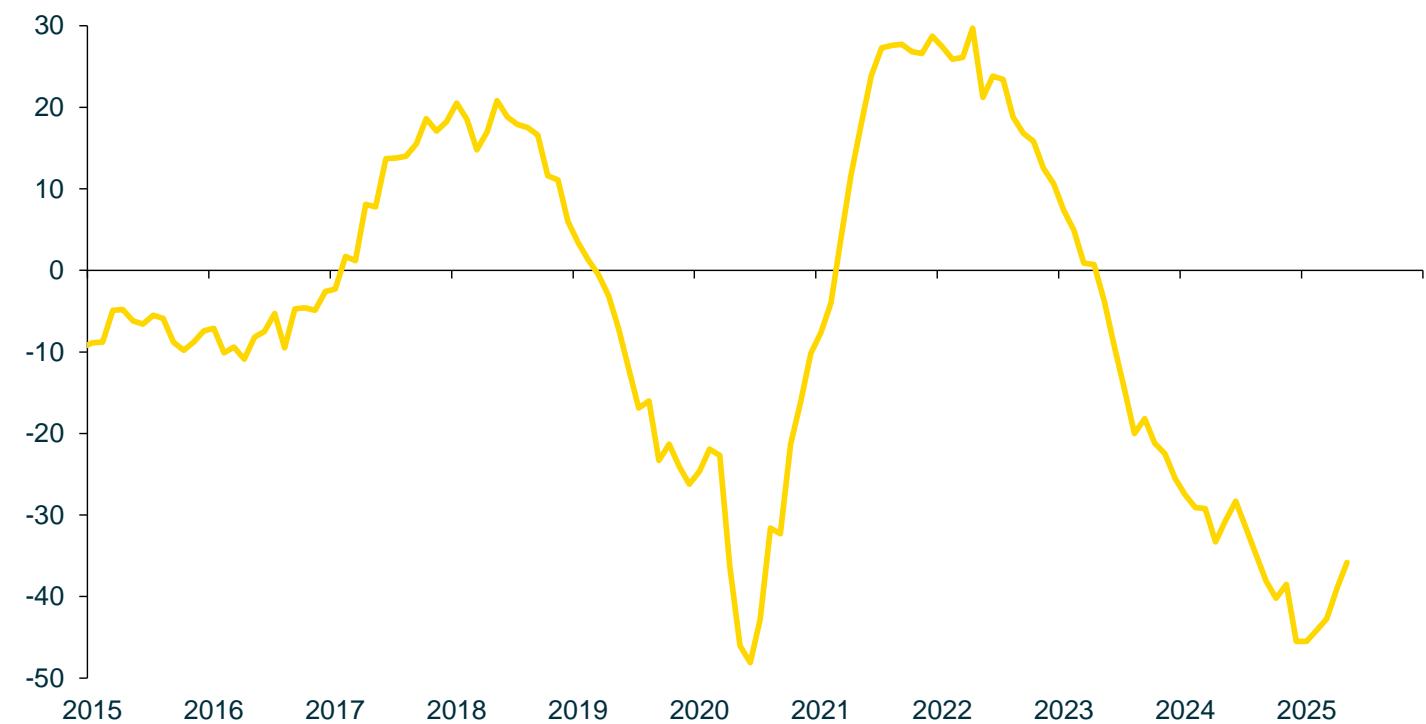
Konjunkturindikatoren haben Tief durchschritten

Die deutsche Wirtschaft stagniert seit mehr als fünf Jahren. Aber mittlerweile dürfte das tonangebende verarbeitende Gewerbe den Tiefpunkt durchschritten haben:

- Die Auftragseingänge (bereinigt um schwankungsanfällige Großaufträge) und die Produktion lagen im ersten Quartal über dem Stand des vierten Quartals des Vorjahrs. Das ist ein positives Signal, auch wenn die März-Daten etwas davon profitierten, dass Unternehmen Ausfuhren wegen der Aussicht auf höhere US-Zölle vorgezogen haben.
- Das Ifo-Geschäftsklima ist seit Januar trotz Trumps Zollankündigungen deutlich gestiegen.
- Seit Januar bewerten die Unternehmen ihren Auftragsbestand bei der Umfrage des Ifo-Instituts wieder etwas positiver (**Chart 1**). Da dieser Indikator sich in der Vergangenheit recht stetig entwickelt hat, geht dies wohl nicht auf zufällige Schwankungen zurück und ist deshalb aussagekräftig.

Chart 1 - Unternehmen beurteilen ihre Auftragsbestände weniger negativ

Industrie, Beurteilung der Auftragsbestände durch die Unternehmen, Ergebnisse der Ifo-Umfrage, saisonbereingte Monatswerte



Quelle: Ifo, S&P Global, Commerzbank-Research

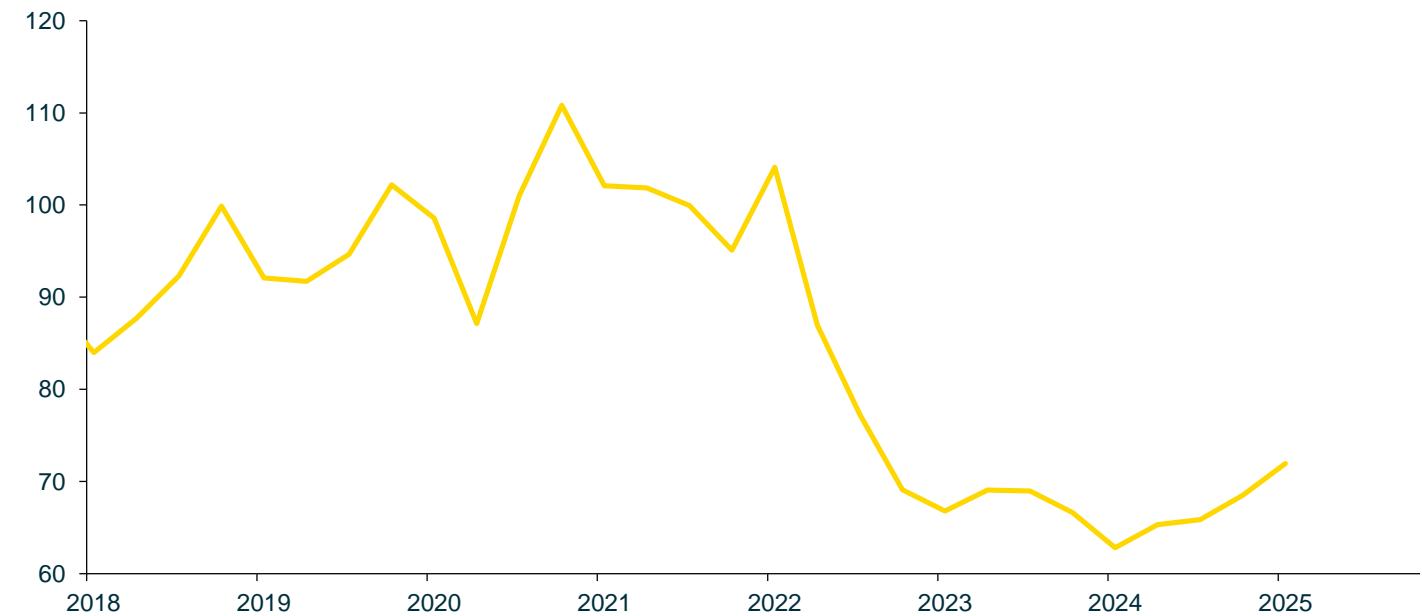
Auch außerhalb des verarbeitenden Gewerbes mehren sich die Zeichen einer Erholung. So steigen die Einzelhandelsumsätze (bereinigt um Inflationseinflüsse) seit Mitte vergangenen Jahres wieder an. Auch der Bausektor scheint gerade die Wende zum



Besseren zu vollziehen. So legen die Auftragseingänge hier seit etwa einem Jahr wieder zu. Dies gilt auch für den Wohnungsbau, der seine in den vergangenen Jahren durchlebte Krise anscheinend allmählich überwindet (**Chart 2**).

Chart 2 - Lebenszeichen beim Wohnungsbau

Auftragseingänge im Wohnungsbau, Volumen, saisonbereinigte Quartalswerte, Index 2021=100



Quelle: Destatis, S&P Global, Commerzbank-Research

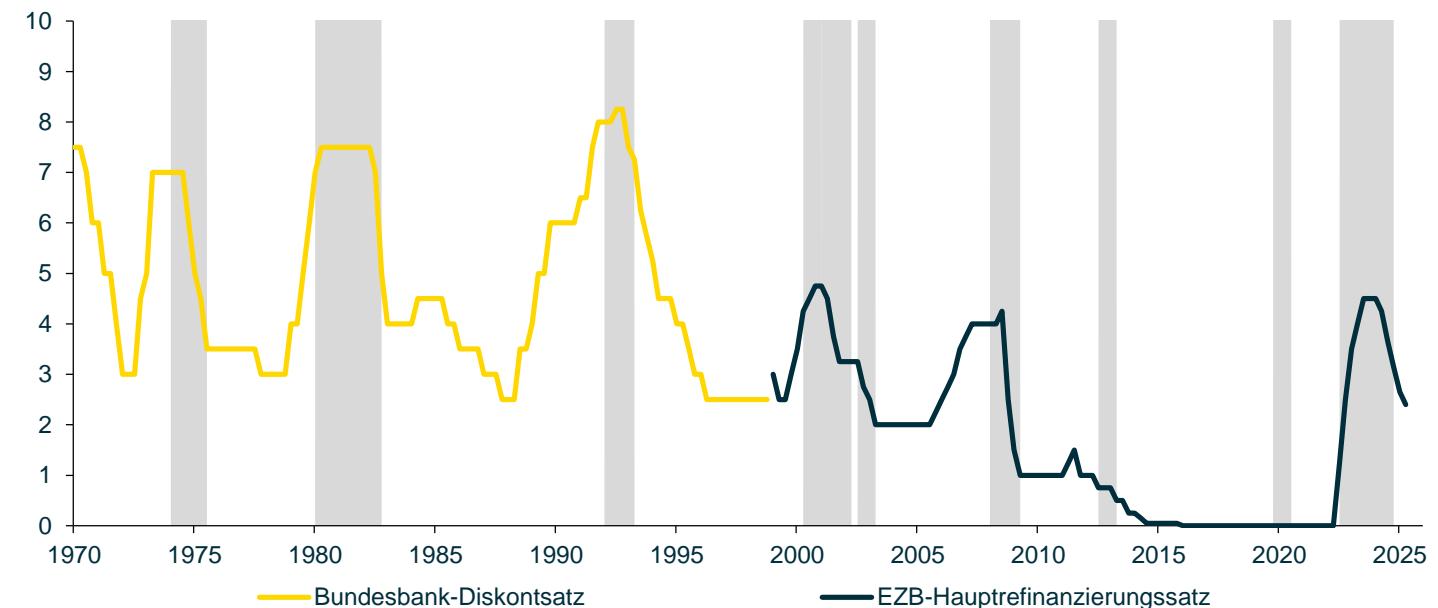
Erster Treiber: Zinsschock verdaut, ...

Alles in allem mehren sich die Zeichen, dass die deutsche Wirtschaft die Stagnation langsam hinter sich lässt. Dabei ist es kein Zufall, dass gerade aus der Industrie und dem Bausektor zuletzt gute Nachrichten kamen. Denn diese beiden Sektoren sind kapitalintensiv und hatten besonders darunter gelitten, dass die EZB ihren Leitzins zwischen Sommer 2022 und Herbst 2023 massiv um 450 Basispunkte angehoben hatte. Durch diesen Zinsschock verschlechterten sich die Finanzierungsbedingungen spürbar, wodurch viele Investitionsprojekte unrentabel wurden. Nicht umsonst ging in den letzten 50 Jahren fast jeder Rezession eine spürbare Straffung der Geldpolitik voraus (**Chart 3**). [1]



Chart 3 - Bisher immer Rezession nach starken Zinserhöhungen

Leitzinsen der Bundesbank (Diskontsatz, bis 1998) und der EZB (Hauptrefinanzierungssatz, ab 1999), in Prozent; graue Flächen zeigen Rezessionen in Deutschland



Quelle: Bundesbank, destatis, Commerzbank-Research

... Zinssenkungen entfalten allmählich ihre Wirkung

Inzwischen dürften sich die Unternehmen an das höhere Zinsniveau angepasst haben und alle Projekte eingestellt haben, die nach den Zinserhöhungen der EZB nicht mehr rentabel waren. Die höheren Zinsen dürften die Konjunktur also nicht mehr bremsen. Vielmehr dürften allmählich die seit dem vergangenen Sommer erfolgten Zinssenkungen der Notenbank um bald 200 Basispunkte ihre Wirkung entfalten und insbesondere in der Industrie und im Bausektor die Nachfrage anschieben.

Zweiter Treiber Fiskalpolitik zunehmend locker

Im kommenden Jahr wird mit einer deutlich expansiveren Finanzpolitik ein weiterer Treiber für die Wirtschaft hinzukommen. Während die Finanzpolitik die Konjunktur in diesem Jahr wegen des Auslaufens einiger während der Corona-Pandemie beschlossenen Entlastungen und der vorläufigen Haushaltsführung bremst, dürfte sie 2026 expansiv wirken. Die deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute kommen in ihrer **Gemeinschaftsdiagnose** zum Schluss, dass die für das kommende Jahr geplanten Maßnahmen für sich genommen die Defizitquote des Staates – also das Budgetdefizit des gesamten Staats in Prozent des Bruttoinlandsproduktes – um etwa einen halben Prozentpunkt vergrößern werden. In diesem Jahr drückt die Finanzpolitik durch ihre Maßnahmen die Defizitquote hingegen wohl etwa im gleichen Umfang. Die sich daraus ergebende Änderung des Fiskalimpulses um rund einen Prozentpunkt ist beträchtlich. Das Wirtschaftswachstum dürfte also 2026 entsprechend höher ausfallen als 2025.

Dabei gehen die Wirtschaftsforscher davon aus, dass die Verteidigungsausgaben und die Investitionen in die Infrastruktur vergleichsweise langsam hochgefahren werden, obwohl nach der Änderung des Grundgesetzes umfangreiche Mittel zur Verfügung stehen. So wird der Anstieg der Verteidigungsausgaben durch die begrenzten Kapazitäten der Industrie gebremst; zusätzliche Infrastrukturinvestitionen müssen zunächst geplant und dann genehmigt werden.

Am Ende könnte der Fiskalimpuls trotzdem etwas größer ausfallen. Denn die Institute haben einige der im Koalitionsvertrag vereinbarten Maßnahmen noch nicht einbezogen, da sie bei der Erstellung der Studie noch nicht vereinbart waren. Dabei geht es etwa um die Ausweitung der Mütterrente, die Senkung der Mehrwertsteuer in der Gastronomie, bessere Abschreibungsbedingungen für Unternehmen, eine Subventionierung des Strompreises für Unternehmen und private Haushalte sowie eine Prämie beim Kauf von Elektro-Autos. Da bei der Schuldenbremse im regulären Haushalt in Zukunft weniger Verteidigungsausgaben angerechnet werden und zudem wohl einige Investitionen über das neue Sondervermögen finanziert werden dürfen, werden sich im regulären Haushalt zusätzliche Speilräume ergeben. Folglich dürften die genannten Projekte zumindest teilweise bereits Anfang des kommenden Jahres umgesetzt werden, sodass der Fiskalimpuls wohl um mehr als 1 Prozent des Bruttoinlandsproduktes steigen wird.



Aber Trumps Zölle bremsen ebenso wie ...

Die sinkenden Leitzinsen und die lockerere Fiskalpolitik werden die Konjunktur für sich genommen deutlich anschieben. Aber die deutsche Wirtschaft ist starkem Gegenwind durch Trumps Zölle ausgesetzt.

Am Ende dürften die USA Waren aus der EU mit einem durchschnittlichen Zoll in der Größenordnung von 15% belegen. Das wäre weniger als die 25%, mit denen wir für China rechnen, dem größten politischen und militärischen Widersacher der USA. Aber ein Zoll von 15% würde bewirken, dass die deutschen Unternehmen schätzungsweise ein Drittel ihres US-Exportgeschäfts verlieren werden. Selbst wenn sie einen Teil der Waren in anderen Ländern verkaufen, würde dies das deutsche Bruttoinlandsprodukt innerhalb von zwei Jahren um rund 0,5% senken. Hinzu kommt die Unsicherheit über den Ausgang des Zollkonflikts, der das eine oder andere deutsche Unternehmen dazu veranlassen könnte, eigentlich geplante Investitionen zunächst abzusagen, um Zeit zu gewinnen.

... der fehlende Neustart der deutschen Wirtschaftspolitik

Die lockere Geld- und Fiskalpolitik fielet auf fruchtbaren Boden, wenn der Bundesregierung nach vielen Jahren mit einer erodierenden Standortqualität ein Neustart in der Wirtschaftspolitik gelänge. Zwar gibt es im Koalitionsvertrag einige Punkte, die den Unternehmen etwas helfen – wie die Abschaffung des deutschen Lieferkettengesetzes oder Entlastungen bei den Stromkosten. Aber alles in allem handelt es sich wohl nicht um einen echten Neustart. So sollen die Unternehmensteuern erst von 2028 an sinken, sofern das Geld reicht. Beim Thema Bürokratieabbau dominieren Absichtserklärungen, ohne dass alle Koalitionsparteien den Unternehmen und Märkten grundsätzlich vertrauen, was eine Voraussetzung für weniger Bürokratie ist. Die Erneuerung der Verkehrsinfrastruktur wird trotz des vielen Geldes nicht rasch vorankommen, weil die überbordenden Mitwirkungs- und Klagerechte der Umweltverbände wohl nicht entschieden gestrafft werden. Außerdem dürften die Lohnnebenkosten weiter rasant steigen, weil die Koalition am Rentenniveau von 48% und an der Subventionierung der Frühverrentung festhalten will.

Fazit: Zyklische Erholung, aber langfristig magere Wachstumsaussichten

Die Konjunkturindikatoren haben mit der üblichen zeitlichen Verzögerung begonnen, auf die Lockerung der EZB-Geldpolitik positiv zu reagieren. Von nun an sollte sich die deutsche Wirtschaft langsam erholen, wobei Trumps Zölle die Aufwärtsbewegung dämpfen und das Bruttoinlandsprodukt nach einem überraschend starken ersten Quartal (0,4% ggü. Q4) im zweiten Quartal noch einmal stagnieren lassen könnte. Unsere Wachstumsprognose für das gesamte Jahr 2025 hatten wir vor einer Woche von 0,0 auf 0,2% erhöht. Die Zeit negativer Wachstumsüberraschungen dürfte erst mal vorbei sein; für 2026 erwarten wir wegen des massiven Fiskalimpulses vorübergehend sogar ein hohes Wachstum von 1,4%. Trotz der sich bessernden Aussichten sollte man aber realistisch bleiben. Im Durchschnitt der kommenden zehn Jahre ist wegen des fehlenden Neustarts in der Wirtschaftspolitik nur ein Wachstum von jährlich knapp 1/2% wahrscheinlich.

[1] Ausnahmen sind die Rückgänge der Wirtschaftsleistung im Zuge der Staatsschuldenkrise und der Corona-Pandemie. Bei beiden lagen die Gründe offensichtlich nicht in einer strafferen Geldpolitik. ([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 Sølveen (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 & Commodities 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.



Analysts

Dr. Jörg Krämer AC

Chefvolkswirt

+49 69 136 23650

joerg.kraemer@commerzbank.com

Dr. Ralph Solveen AC

Stellv. Leiter Economic Research

+49 69 9353 45622

ralph.solveen@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 30/5/2025 07:19 CEST fertiggestellt und am 30/5/2025 07:19 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 Aussügen 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 Prospektpflicht 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