



Hoffnungsschimmer für Häuserpreise

Die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland sind bereits deutlich gefallen, und die Korrektur dürfte in den kommenden Monaten weitergehen. Allerdings gibt es erste Hoffnungsschimmer. So hat laut einer EZB-Umfrage unter Banken zumindest die Nachfrage nach Immobilienkrediten etwas angezogen.

| Dr. Marco Wagner

Preiskorrektur in vollem Gange

Die Preise für deutsche Wohnimmobilien sind seit Mitte 2022 deutlich gefallen (Titelchart). Auslöser war der massive Anstieg der Zinsen, nachdem die Notenbanken wegen der anziehenden Inflation eine drastische Wende ihrer Geldpolitik vollzogen hatten. Nach den Daten des Statistischen Bundesamtes sind insbesondere die Preise für bestehende Wohnimmobilien gefallen. Diese waren Ende des vergangenen Jahres im Durchschnitt 14% niedriger als bei ihrem Hoch im Frühjahr 2022. Bei Neubauten steht mit 5% ein deutlich geringeres Minus zu Buche.

Geringe Umsätze deuten auf weiteres Abwärtspotenzial

Die Preiskorrektur dürfte noch nicht beendet sein. Denn trotz der gesunkenen Häuserpreise ist die Zahl der Transaktionen weiterhin deutlich niedriger als vor dem Anstieg der Zinsen. Offensichtlich klafft zwischen den Preisvorstellungen von Käufern und Verkäufern weiterhin eine große Lücke, die dadurch entstanden ist, dass viele potenzielle Käufer zu den aktuellen Finanzierungsbedingungen einen Immobilienkauf bei den aktuellen Preisen nicht finanzieren können.

Viele potenzielle Verkäufer von Bestandsimmobilien sind aber anscheinend zu keinen spürbaren Preiszugeständnissen bereit, auch wenn sie ihre Immobilien zumeist vor längerer Zeit und zu deutlich niedrigeren Preisen gekauft haben, als sie derzeit zu erzielen wären, sie also bei weiteren "nur" auf Buchgewinne verzichten. Viele orientieren sich hingegen nach wie vor an den vor drei Jahren erzielbaren Preisen. Dies gilt umso mehr, als laut einer aktuellen **Bundesbank-Umfrage** noch immer 40% der Privatpersonen davon ausgehen, dass die Immobilienpreise in den nächsten zwölf Monaten steigen werden. Darum dürften in den letzten beiden Jahren die Preise für Bestandsimmobilien in erster Linie gefallen sein, weil ein Teil der Besitzer die Immobilien aus verschiedenen Gründen (z.B. wegen Umzugs, Scheidung, Tod) veräußern musste. Auf Dauer dürfte sich aber auch bei den anderen Eigentümern die Einsicht durchsetzen, dass sie die Preise aus dem Jahr 2021 vorerst nicht mehr erreichen können und Preiszugeständnisse machen müssen.

Wie weit werden die Preise noch fallen?

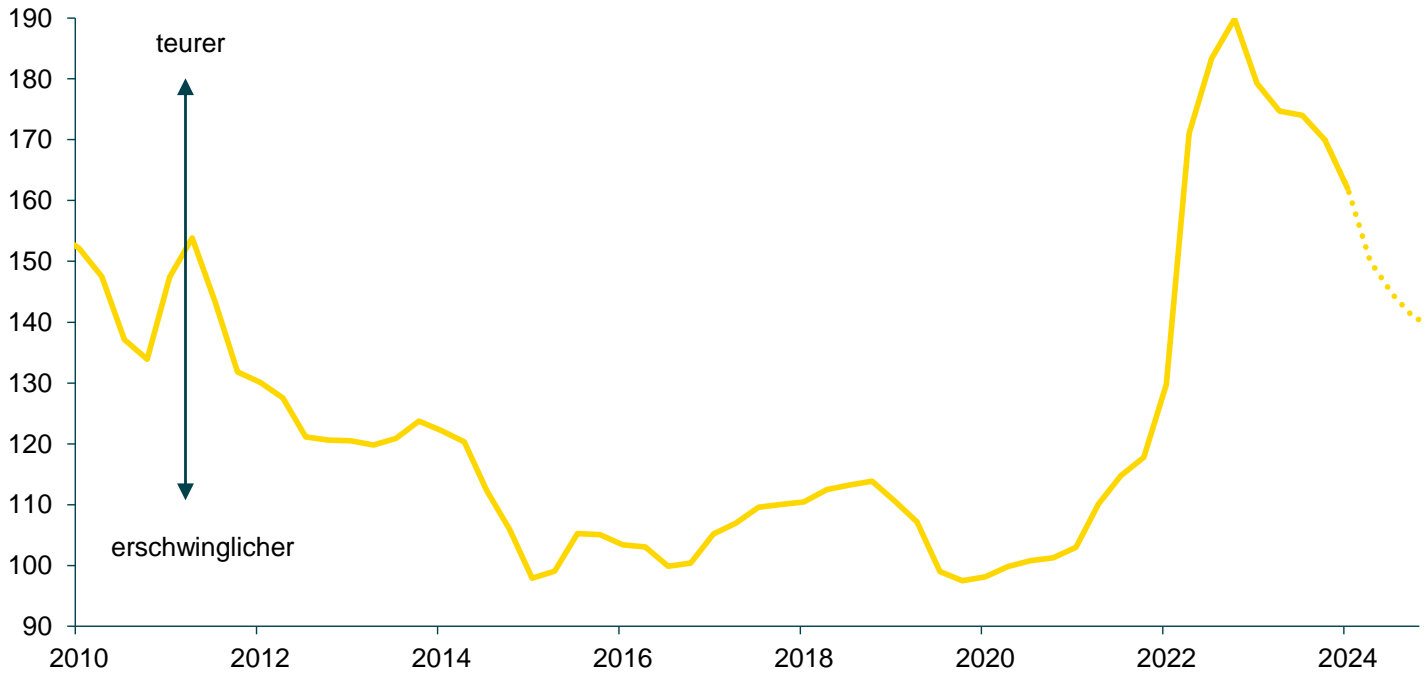
So zeigen die Schätzungen der **Bundesbank** in ihrem Monatsbericht für Februar, dass die Preise noch fallen müssten, um wieder im Einklang mit ihren langfristigen Bestimmungsfaktoren wie Zinsen und Einkommen zu stehen. Verglichen mit dem ersten Quartal 2024 besteht nach ihren Schätzungen noch ein weiteres Korrekturpotenzial von 5% bis 10%.^[1]

Dabei spricht unser Erschwinglichkeitsindex, der den Schuldendienst beim Erwerb einer Immobilie (Zins & Tilgung) in Relation zum Einkommen setzt, eher für die untere Grenze dieser Spannweite. Denn die steigenden Einkommen und die mittlerweile gefallenen Häuserpreise haben diese bereits wieder etwas erschwinglicher gemacht (Chart 1). Nehmen die Einkommen weiter ordentlich zu und bleiben die Zinsen für 10-jährige Hypothekenkredite etwa auf dem aktuellen Niveau von rund 3,5%, würde ein weiterer Rückgang der Häuserpreise um 5% ausreichen, um zum Jahresende den Erschwinglichkeitsindex auf ein ähnliches Niveau wie 2010 zu drücken, als der Immobilienboom begann.



Chart 1 - Immobilien wieder etwas erschwinglicher

Erschwinglichkeitsindex: Schuldendienst (Zins&Tilgung) in Relation zum verfügbaren Einkommen, 2020=100; Ab Q2 2024 Commerzbank-Prognose unter Annahme, dass Einkommen pro Jahr um 4% steigen, Zinsen bei 3,5% liegen, Häuserpreise bis Ende 2024 um 5% fallen



Quelle: Bundesbank, Statistisches Bundesamt, Commerzbank-Research

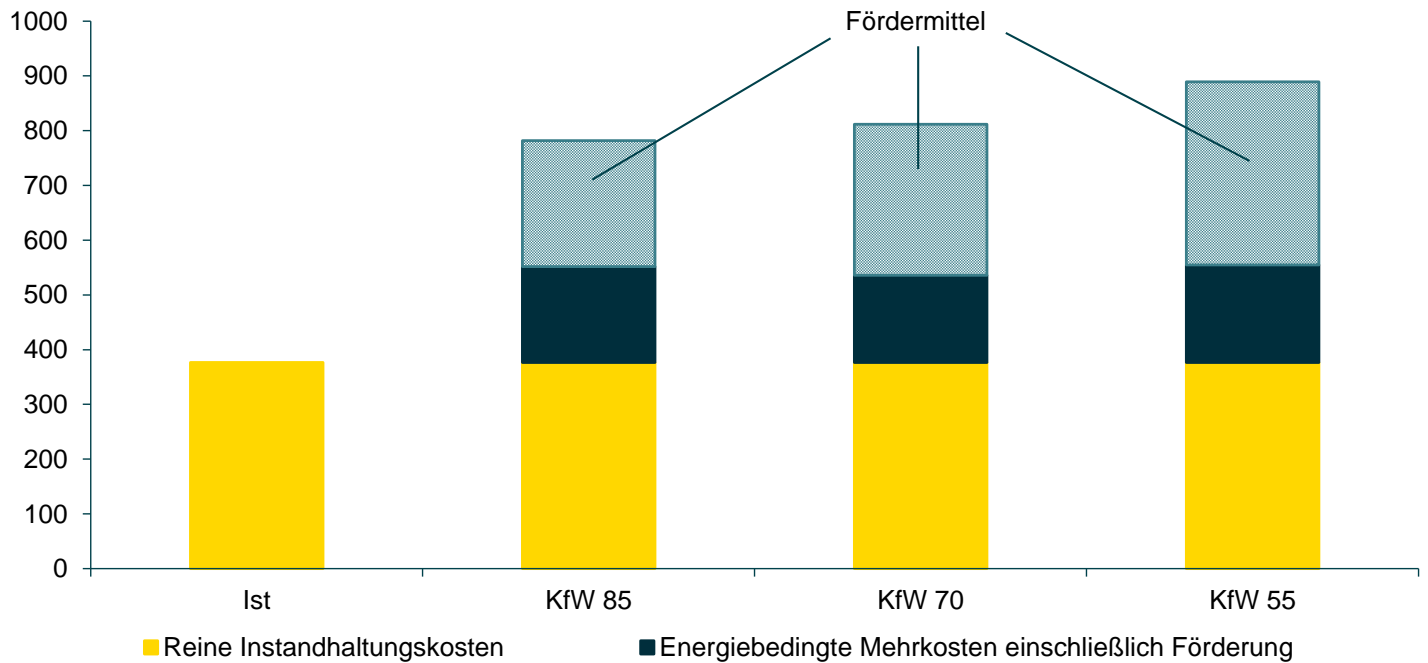
Unsicherheitsfaktor Sanierungskosten

Zusätzliches Abwärtspotenzial für die Preise von Bestandsimmobilien könnte sich aber daraus ergeben, dass in den vergangenen beiden Jahren die Kosten für eine auf mittlere Sicht notwendige energetische Sanierung mehr in das Bewusstsein potenzieller Käufer gerückt ist. Diese sind nicht unerheblich, wie ein **Gutachten für die Verbraucherzentrale** bestätigt (Chart 2). Die Studie errechnet für Gebäude aus den Baujahren 1919 bis 1978, welche Sanierungskosten aufzubringen sind, um diese Immobilien auf den aktuellen Stand zu bringen. Dabei dürften notwendige grundsätzliche Instandsetzungs- bzw. Instandhaltungsmaßnahmen bei der Preisfindung schon immer eine Rolle gespielt haben, während die energetische Sanierung häufig wahrscheinlich zweitrangig war. Letztere belaufen sich der Studie zufolge – je nach angestrebtem Effizienzgrad – zwischen 400 und 510 Euro pro Quadratmeter. Da die Studie 2021 verfasst wurde, dürften die Kosten heute gut 20% höher sein, wenn man die allgemeine Entwicklung der Baukosten zugrundelegt. Damit ergäben sich bei einem Haus mit einer Wohnfläche von 150 Quadratmeter Kosten zwischen 70 Tsd und 90 Tsd Euro. Etwa die Hälfte dieser Kosten konnten zumindest zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie durch Fördermittel finanziert werden, sodass die vom Eigentümer zu tragenden Kosten bei einem Kaufpreis von 500 Tsd Euro etwa 6% des Kaufpreises entsprechen würden. Allerdings dürfte das sich hieraus ergebende weitere Abwärtspotenzial für die durchschnittlichen Kaufpreise einer Bestandsimmobilie in Deutschland kleiner sein. Denn diese Kosten dürften bei der Preisfindung auch in der Vergangenheit eine – wenn auch nicht so prominente – Rolle gespielt haben. Zudem betrachtet die Studie nur vor 1978 gebaute Häuser. Bei den jüngeren Häusern dürfte die Kosten für eine energetische Sanierung – falls diese überhaupt nötig ist – deutlich kleiner ausfallen.



Chart 2 - Sanierungskosten schlagen ordentlich zu Buche

Erforderliche Maßnahmen zur Instandsetzung/-haltung sowie energiebedingte Mehrkosten, um bestimmte energietechnische Standards zu erreichen, Durchschnittskosten für Bauwerke zu verschiedenen Erstellungsjahren, in Euro pro Quadratmeter Wohnfläche



Quelle: Verbraucherzentrale Bundesverband, Commerzbank-Research

Anzahl der Immobilientransaktionen kaum gestiegen, ...

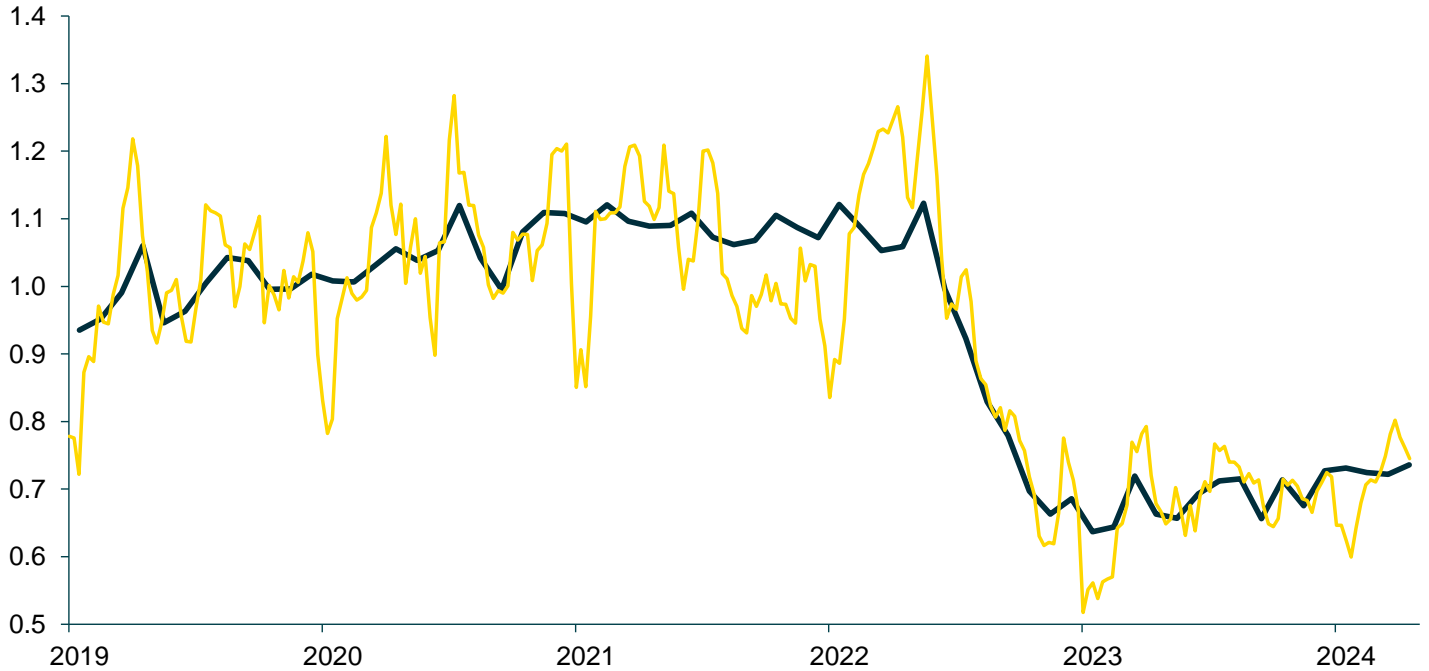
Gegen ein schnelles Ende des Preisrückgangs spricht, dass die Anzahl der Immobilientransaktionen nach ihrem deutlichen Rückgang im Jahr 2022 bisher kaum wieder zugenommen hat. So liegt die Zahl der neu abgeschlossenen Hypothekenverträge, die eine gute Approximation darstellen und die wir auf Monatsbasis saisonbereinigt haben, immer noch ein Drittel unter ihrem Niveau vor der Zinswende, und zuletzt ist allenfalls eine leichte Zunahme zu verzeichnen (Chart 3). Offensichtlich liegen die Preisvorstellungen von potenziellen Verkäufern und Käufern in vielen Fällen immer noch weit auseinander.

Angesichts der gefallen Preise und eines deshalb geringeren Angebots dürfte die Anzahl der Transaktionen zwar wohl kaum wieder das Niveau von 2021 erreichen. Ein spürbarer Anstieg ist aber schon zu erwarten, wenn Wohnimmobilien bei Berücksichtigung von Zinsniveau und Einkommensentwicklung wieder ähnlich erschwinglich wären wie vor der Zinswende.



Chart 3 - Ein Drittel weniger Immobilientransaktionen

Zahl der neu abgeschlossenen Hypothekenverträge, Index 2019=1; Wochendaten und saisonbereinigte Monatsdaten



Quelle: Statistisches Bundesamt, Schufa, Commerzbank-Research

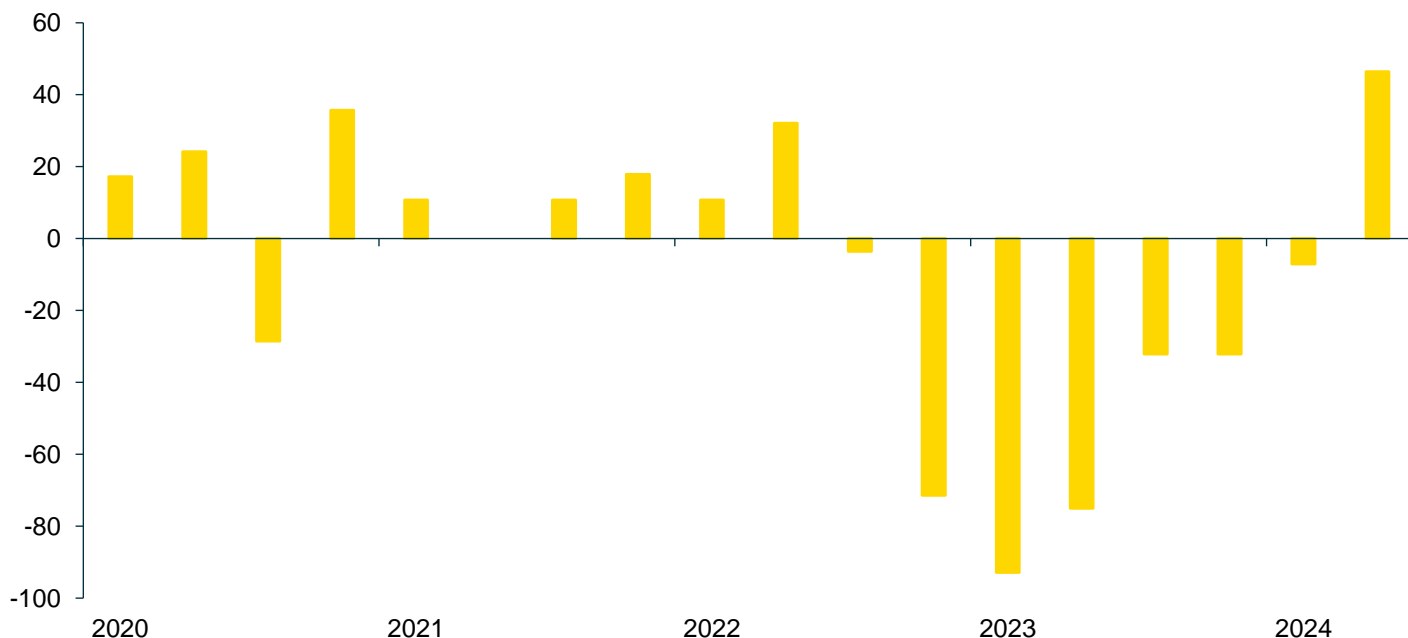
... aber etwas stärkere Kreditnachfrage

Mehr Hoffnung macht der kürzlich veröffentlichte **Bank Lending Survey (BLS)** der EZB, in dem die Banken von einer zuletzt wieder gestiegenen Nachfrage nach Immobilienkrediten berichten (Chart 4). Gefragt wird danach, wie sich in den vergangenen drei Monaten die Nachfrage nach Immobilienkrediten an private Haushalte verändert habe, die per Saldo rund 46% der Banken als positiv beurteilen, nachdem in den sieben Quartalen davor die Mehrheit der Kredithäuser einen Rückgang der Nachfrage berichtet hatten.



Chart 4 - Wieder steigende Nachfrage nach Immobilienkrediten

EZB Bank Lending Survey (BLS): Nachfrage der Haushalte in Deutschland nach Immobilienkrediten gegenüber Vorquartal, saldierte Antworten der Banken in Prozent



Quelle: EZB, Commerzbank-Research

Preise fallen wohl noch bis Ende des Jahres

Trotz dieser ersten Hoffnungszeichen dürften die Preise von Bestandsimmobilien weiter fallen. Dabei dürfte das weitere Abwärtspotenzial auch bei Berücksichtigung der Kosten für energetische Sanierungen bei 5% bis 10% liegen. Kommt es nicht zu einem neuerlichen merklichen Zinsanstieg, dürften sich die Preise um den Jahreswechsel stabilisieren.

Neubau kämpft nach wie vor mit hohen Baukosten

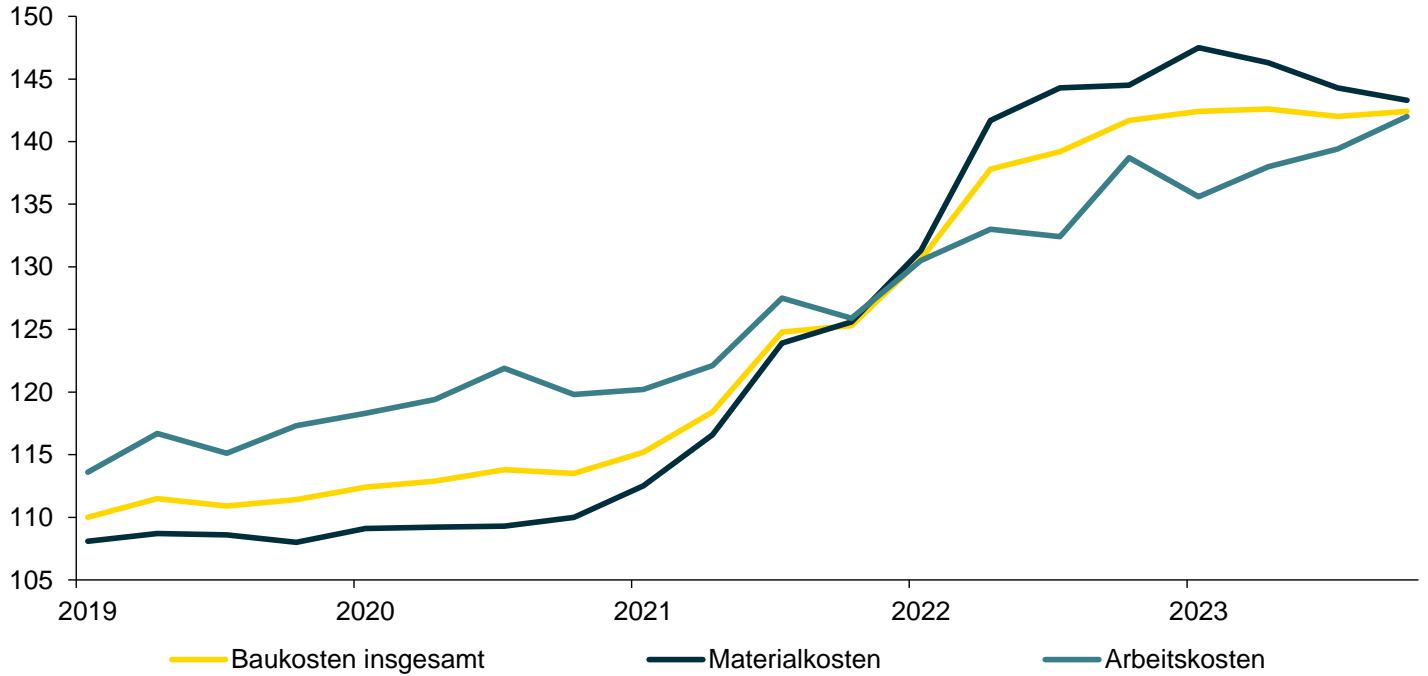
Anders als bei den bisher im Fokus stehenden Bestandsimmobilien ist die Lage bei den Neubauten. Auch hier erschweren die höheren Zinsen potenziellen Käufern die Finanzierung, wodurch die Verkaufspreise unter Druck stehen und seit ihrem Hochpunkt auch um 5% gefallen sind. Allerdings dürften die Verkäufer kaum zu weiteren spürbaren Preiszugeständnissen bereit sein, da sie hierdurch rasch in die Verlustzone gerieten. Denn insbesondere in den Jahren 2021 und 2022 haben die Baukosten drastisch zugelegt. Dieser Anstieg ist zwar weitgehend zum Stillstand gekommen, gefallen sind die Baukosten aber zumindest bis Ende 2023 nicht; etwas niedrigere Materialkosten wurden durch einen weiteren Anstieg der Arbeitskosten ausgeglichen (Chart 5).

Die Arbeitskosten dürften auf absehbare Zeit weiter zulegen. Nach dem sich abzeichnenden Abschluss der diesjährigen Tarifrunde werden die Tariflöhne zum 1. Mai um 250 Euro erhöht, was nach unserer Schätzung einem durchschnittlichen Plus von etwa 6% entspricht. Zum 1. April des kommenden Jahres werden sie wohl um weitere gut 4% steigen. Die Lohnkosten für die unter den Tarifvertrag fallenden Arbeitskräfte werden merklich zulegen. Damit dürften Verkäufer von Neubauten auch in den kommenden Quartalen kaum Preisnachlässe in einem Umfang gewähren, der nötig wäre, um rasch zu einem neuen Marktgleichgewicht zu finden. Darum dürfte die Anpassung hier weiter in erster Linie nicht über den Preis, sondern über die Menge erfolgen, also über die Anzahl an neu gebauten Häusern.



Chart 5 - Baukosten noch nicht gefallen

Baukosten für Wohngebäude, Index 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt, Commerzbank-Research

[1] Gemessen am Durchschnitt für das Jahr 2023 kommt die Bundesbank auf eine Überbewertung von 10% bis 15%. Allerdings sind die Preise im Verlauf des Jahres 2023 gefallen und nach unserer Schätzung dürften diese zum Jahresbeginn weiter zurückgegangen sein, so dass die Immobilienpreise im ersten Quartal rund 5% unter dem Jahres-Durchschnitt 2023 liegen dürften. Damit verbleibt ein Abwärtspotenzial von 5% bis 10%. ([zurück zum Text](#))



Fed-Vorschau: Nicht genug Fortschritte

Der überraschend starke Preisanstieg der letzten Monate hat eine Zinssenkung der Fed erst einmal auf die lange Bank geschoben. Auf der Pressekonferenz dürfte Powell seine jüngsten Aussagen bekräftigen, dass die Fed erst wieder mehr Zuversicht hinsichtlich einer Abschwächung der Inflation gewinnen will, ehe sie über niedrigere Zinsen nachdenkt, und wird wohl noch einige Zeit dauern.

| Bernd Weidensteiner

Fed wird recht lange auf dem Zinsgipfel bleiben...

In den ersten Monaten des Jahres 2024 sind die Preise in den USA deutlich stärker gestiegen als erwartet. Die Verbraucherpreise ohne Nahrung und Energie waren im Q1 um annualisiert 4,3% höher als im Q4. Auch wenn der von der Fed bevorzugte Deflator des privaten Verbrauchs etwas niedrigere Raten anzeigt, haben die Daten den Plänen einer baldigen Zinssenkung einen Strich durch die Rechnung gemacht. Denn die Fed hatte eine etwaige Zinssenkung stets davon abhängig gemacht, dass die Daten der Notenbank die nötige Zuversicht geben würden, dass sich die Inflation nachhaltig in Richtung ihres 2%-Ziels bewegt. Dies sei nach den Zahlen der letzten Zeit nicht der Fall, so Fed-Chef Powell bei einem kürzlichen Auftritt. Wahrscheinlich werde es jetzt länger dauern, bis man sich hier sicher genug sein könne.

Damit wird die Fed auf der Sitzung in der nächsten Woche die Zinsen unverändert lassen und den Zielkorridor für die Fed Funds bei 5,25% bis 5,50% bestätigen. Powell ließ allerdings auch durchblicken, dass die Fed aktuell nicht über Zinsanhebungen nachdenkt. Vielmehr werde man wohl die Zinsen "so lange wie nötig" auf dem aktuellen Niveau belassen. Wir gehen inzwischen davon aus, dass die Fed erst im Dezember einen ersten Zinsschritt vornimmt. Die Fed hätte die Zinsen dann 17 Monate lang auf dem im Juli 2023 erreichten Niveau gehalten. Dies wäre länger als in den vorherigen Zyklen: In den letzten 30 Jahren blieb die US-Notenbank nur zwischen 5 und 15 Monaten auf dem Gipfel (Chart).

... aber wohl bald QT einschränken

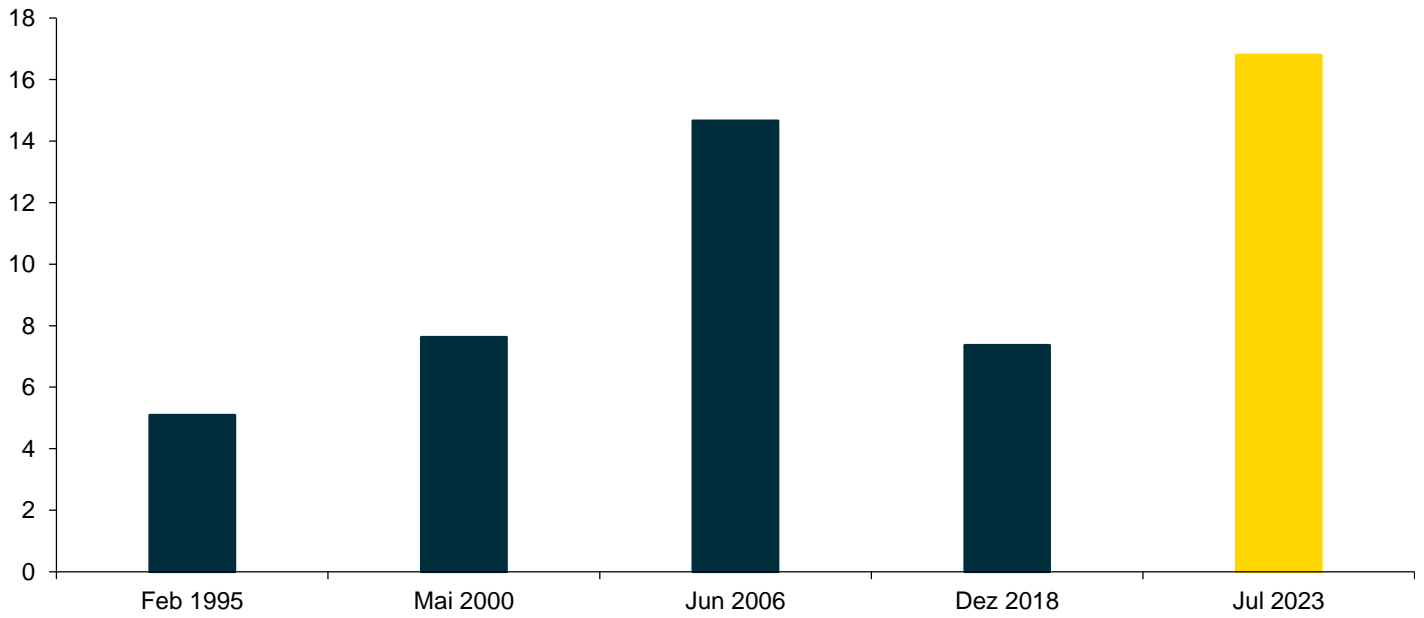
Neuigkeiten könnte es hingegen im Hinblick auf das Wertpapierportfolio der Fed geben. Nachdem die Notenbank dieses im Zuge der Bekämpfung diverser Krisen Wertpapierportfolio massiv ausgeweitet hatte, baut sie es nun seit Juni 2022 wieder ab (dieser Prozess ist als "Quantitative Tightening", QT, bekannt). Seitdem hat die Notenbank ihren Anleihebestand um insgesamt knapp 1,6 Billionen Dollar reduziert, ein Minus von gut 18%. Die Fed will das Abbautempo verringern, um etwaige Verspannungen an den Märkten zu vermeiden. Hier spielen die Erfahrungen vom September 2019 eine wichtige Rolle. Damals hatte die Fed bereits einen Anlauf zur Reduzierung ihrer Bilanz genommen, wodurch sich die Einlagen der Banken bei der Fed (Bankreserven) reduziert hatten. Aufgrund einiger Sondereffekte gingen die Reserven im September noch einmal deutlich zurück und fielen dadurch offenbar unter das von den Banken gewünschte Niveau. In der Folge stiegen die Geldmarktsätze steil an. Eine ähnliche Entwicklung will die Fed jetzt offensichtlich dadurch vermeiden, dass sie den Bilanzabbau rechtzeitig stoppt, um den Banken ein größeres Reservepolster zu ermöglichen.

Laut Protokoll der Fed-Sitzung im März soll der Abbau "ziemlich bald" verlangsamt werden. Langfristig will die Fed zu einem Portfolio zurückkehren, das nur aus US-Staatspapieren besteht. Aktuell hält sie noch 2,4 Billionen Dollar an hypothekengedeckten Anleihen (MBS), die aufgrund ihrer langen Laufzeit nur sehr langsam aus dem Portfolio der Fed herauslaufen. Hier ist keine Anpassung zu erwarten. Dagegen wird die Fed die Obergrenze für die monatliche Reduzierung ihres Staatsanleihenbestandes (derzeit 60 Mrd Dollar) verringern. Möglicherweise wird die Fed bereits nächste Woche eine Entscheidung zum "Quantitative Tightening" verkünden.



Chart 1 - Die Fed bleibt wohl recht lange auf dem Zinsgipfel

Zeit zwischen letzter Zinserhöhung (Bezeichnung der Balken) und erster Zinssenkung im jeweiligen Zyklus, Monate. Aktuell: Erste Zinssenkung im Dezember erwartet.



Quelle: Fed, Commerzbank-Research



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

Dr. Jörg Krämer
Chefvolkswirt
+49 69 136 23650

Economic Research

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

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

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

Dr Vincent Stamer (Euroraum, Welthandel)
 +49 69 935345800

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

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

Christoph Weil (Euroraum, Frankreich,
 Schweiz)
 +49 69 9353 45589

Tung On Tommy Wu (China)
 +65 6311 0166

Zins und Credit Research

Christoph Rieger (Leiter)
 +49 69 9353 45600

Michael Leister (Leiter Zinsen)
 +49 69 9353 45610

Rainer Guntermann
 +49 69 9353 45629

Hauke Siemßen
 +49 69 9353 45619

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

Marco Stöckle
 (Leiter Credit)
 +49 69 9353 45620

FX & Commodites Research

Ulrich Leuchtmann (Leiter)
 +49 69 9353 45700

Antje Praefcke (FX)
 +49 69 9353 45615

Tatha Ghose (FX)
 +44 20 7475 8399

Charlie Lay (FX)
 +65 63 110111

Michael Pfister (FX)
 +49 69 9353 45614

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

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

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



Analysten

Dr. Jörg Krämer

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

Dr. Ralph Solveen

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

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 26/4/2024 07:16 CEST fertiggestellt und am 26/4/2024 07:16 CEST verbreitet wurde.

Für die Erstellung und Veröffentlichung dieser Ausarbeitung sind die Abteilung Group Research (GM-R) im Unternehmensbereich Group Management der Commerzbank AG, Frankfurt am Main, bzw. etwaig in der Ausarbeitung genannte Filialen der Commerzbank außerhalb der USA verantwortlich.

Die Verfasser bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigene Einschätzung zu den betreffenden Wertpapieren und Emittenten genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Dotierung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen wird.

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

Mögliche Interessenkonflikte

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

Für Angaben zu den in Kompendien genannten Unternehmen bzw. den von den Analysten der Commerzbank analysierten Unternehmen folgen Sie bitte diesem Link: <https://commerzbank.bluematrix.com/sellside/Disclosures.action>*

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

Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und ist für Empfänger bestimmt, die wie professionelle Kunden gemäß der MiFID II ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand haben, um kapitalmarktbezogene Information zu verstehen. Es berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers und es stellt keine Anlageberatung dar. Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder irgendeiner anderen Handlung beabsichtigt und dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages. Anleger sollten sich unabhängig und professionell beraten lassen und ihre eigenen Schlüsse im Hinblick auf die Eignung der Transaktion einschließlich ihrer wirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit und Risiken sowie ihrer Auswirkungen auf rechtliche und regulatorische Aspekte sowie Bonität, Rechnungslegung und steuerliche Aspekte ziehen.

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

Um potenziellen Interessenkonflikten vorzubeugen, arbeitet die Research-Abteilung der Commerzbank unabhängig von anderen Geschäftseinheiten der Bank. Dies wird durch physische und administrative Informationsbarrieren und getrennte Berichtslinien sowie durch schriftliche interne Richtlinien und Verfahren erreicht.

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



Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Unternehmensentscheidungen, Nichtverfügbarkeit vollständiger und akkurater Informationen und/oder die Tatsache, dass sich die von der Commerzbank oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen.

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

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

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

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

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

Zusätzliche Informationen für Kunden in folgenden Ländern:

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

Großbritannien: Dieses Dokument ist nicht zur Verteilung an Retail-Kunden bestimmt und wurde von der Commerzbank AG, Filiale London, herausgegeben oder für eine Herausgabe in Großbritannien genehmigt; diese Filiale ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority. Einzelheiten zum Umfang unserer Regulierung durch die Prudential Regulation Authority sind auf Anfrage bei uns erhältlich.

USA: Insoweit diese Ausarbeitung an US-Anleger verteilt wird, darf sie nicht an US-Privatanleger versendet werden. Die Commerz Markets LLC („CMLLC“) ist ein in den USA registrierter Broker-Händler und eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der Commerzbank AG. Für Wertpapierzwecke stellt die Commerzbank AG diese Ausarbeitung als Drittanbieter-Ausarbeitung zur Verfügung; deshalb sind die involvierten Research-Analysten gegebenenfalls nicht bei der FINRA registriert und die Ausarbeitungen unterliegen nicht den gesamten Bestimmungen der FINRA Rule 2242. Aus dieser Ausarbeitung resultierende Wertpapiertransaktionen durch US-Anleger müssen über die CMLLC abgewickelt werden. Die CMLLC ist Mitglied der FINRA und SIPC. Bank- und Swapdienstleistungen in den USA werden von der Commerzbank AG gemäß dem Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act erbracht. Die Commerzbank AG ist kein Mitglied der SIPC und ist bei der CFTC vorläufig als Swaphändler registriert.

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

Europäischer Wirtschaftsraum: Soweit das vorliegende Dokument durch eine außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraumes ansässige Rechtsperson erstellt wurde, erfolgte eine Neuausgabe für die Verbreitung im Europäischen Wirtschaftsraum durch die Commerzbank AG, Filiale London. Die Commerzbank AG, Filiale London, ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority.

Schweiz: Weder diese Research-Studie noch die hierin enthaltenen Informationen sind als persönliche Empfehlungen für Transaktionen in Finanzinstrumenten im Sinne des Finanzdienstleistungsgesetzes zu betrachten.

Singapur: Dieses Dokument wird in Singapur von der Commerzbank AG, Filiale Singapur, zur Verfügung gestellt. Es darf dort nur von institutionellen Investoren, akkreditierten Investoren oder sachkundigen Investoren, jeweils laut Definition in Section 4A des Securities and Futures Act, Chapter 289, von Singapur („SFA“) gemäß Section 274 bzw. Section 275 des SFA, entgegengenommen werden. Dieses



Dokument stellt keine Beratung in bilanziellen, rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, finanziellen oder anderen Fragen und/oder Empfehlungen für den Empfänger dieser Ausarbeitung dar. Darüber hinaus stellen die hierin enthaltenen Mitteilungen/Informationen keine „Finanzberatungs-Dienstleistung“ im Sinne des Financial Advisers Act, Chapter 110, von Singapur („FAA“) dar; deshalb gelten die gegenüber einem Kunden gegebenenfalls zu beachtenden aufsichtsrechtlichen Anforderungen und geschuldeten Pflichten nach oder in Verbindung mit dem FAA nicht in Verbindung mit dieser Ausarbeitung für den Empfänger. Den Empfängern wird empfohlen, zu den hierin enthaltenen Informationen den unabhängigen Rat ihrer eigenen professionellen Berater einzuholen.

Japan: Diese Informationen und ihre Verteilung stellen keine „Aufforderung“ gemäß dem Financial Instrument Exchange Act (FIEA) von Japan dar und sind nicht als solche auszulegen. Diese Informationen dürfen von internationalen Filialen der Commerzbank außerhalb Japans ausschließlich an „professionelle Anleger“ gemäß Section 2(31) des FIEA und Section 23 der Cabinet Ordinance Regarding Definition of Section 2 of the FIEA verteilt werden. Die Commerzbank AG, Tokyo Branch, war nicht an der Erstellung dieser Informationen beteiligt. In dieser Ausarbeitung erwähnte Instrumente können nicht von der Filiale eingeführt werden. Anfragen bezüglich der Verfügbarkeit dieser Instrumente richten Sie bitte an den Bereich Firmenkunden der Commerzbank AG.

Australien: Die Commerzbank AG hat keine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen. Dieses Dokument wird in Australien an Großkunden unter einer Ausnahmeregelung zur australischen Finanzdienstleistungslizenz von der Commerzbank gemäß Class Order O4/1313 verteilt. Die Commerzbank AG wird durch die BaFin nach deutschem Recht geregelt, das vom australischen Recht abweicht.

Volksrepublik China (VRC): Dieses Dokument wird von der Commerzbank AG zur Verfügung gestellt und ist ausschließlich für berechnigte Institute bestimmt. Niemand sonst darf sich auf Informationen verlassen, die in diesem Dokument enthalten sind. Die in diesem Dokument enthaltenen Produkte und Dienstleistungen gelten nur für Institute in der VRC, für die die Bereitstellung dieser Produkte und Dienstleistungen nach den Gesetzen und Vorschriften der VRC zulässig ist. Für jede Person, die dieses Dokument erhält, dürfen die Informationen in diesem Dokument weder als Marketing oder Werbung des Geschäfts noch als buchhalterische, rechtliche, regulatorische, steuerliche, finanzielle oder andere Beratung und/oder Anlageberatung an den Empfänger dieses Dokuments angesehen werden und dem Empfänger wird geraten, sich von seinen eigenen professionellen Beratern über die hierin enthaltenen Informationen unabhängig zu beraten und sich bei der Durchführung von betreffenden Transaktionen an die Gesetze und Vorschriften der VRC zu halten.

© Commerzbank AG 2024. Alle Rechte vorbehalten. Version 24.02

Commerzbank Filiale

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