



Mega-Finanzpaket, Zölle und unsere Prognosen

Union und SPD haben sich auf ein riesiges Finanzpaket verständigt, und die Wahrscheinlichkeit für Zölle gegen die EU ist deutlich gestiegen. Wir passen unsere Prognosen an. So erwarten wir für Deutschland wegen der Zölle für dieses Jahr etwas weniger Wachstum (0,0% statt 0,2%) und für 2026 wegen staatlicher Mehrausgaben mehr Wachstum (1,5% statt 1,0%). Wegen massiv steigender Staatsschulden haben wir unsere Renditeprognosen nach oben angepasst.

Dr. Jörg Krämer^{AC}

Dr. Ralph Solveen^{AC}

Handelskonflikt zwischen EU und USA wahrscheinlicher, ...

Mit der US-Zollpolitik und der deutschen Finanzpolitik haben sich zwei wichtige Inputs für unsere Prognosen anders entwickelt, als wir bisher unterstellt hatten. So hat das aggressive Vorgehen der Trump-Administration gegen Kanada und Mexiko (auch wenn die Maßnahmen inzwischen wieder teilweise eingeschränkt wurden) die Gefahr erhöht, dass es zu einem ausgeprägten Handelskonflikt zwischen den USA und der EU kommen wird. Wir halten es nun für das wahrscheinlichste Szenario, dass die USA zumindest einige wichtige Branchen wie die Auto- und Pharmaindustrie mit hohen Zöllen von 25% belegen werden.

... aber deutsche Finanzpolitik wird deutlich expansiver

Zudem haben sich Union und SPD in dieser Woche auf eine deutlich expansivere Finanzpolitik geeinigt, als wir bisher unterstellt hatten. So sollen die Verteidigungsausgaben zum überwiegenden Teil nicht mehr auf die Schuldenbremse angerechnet werden. Zudem sollen in den kommenden zehn Jahren über einen Schattenhaushalt ("Sondervermögen") 500 Mrd Euro für Investitionen in Infrastruktur aufgenommen werden, wobei diese Schulden ebenfalls nicht auf die Schuldenbremse angerechnet werden sollen. Schließlich soll die Schuldenbremse für die Bundesländer gelockert werden. Wir gehen davon aus, dass es für die notwendige Änderung des Grundgesetzes am Ende sowohl im Bundestag als auch im Bundesrat eine 2/3-Mehrheit geben wird, wobei dies nicht völlig sicher ist.

Deutschland: 2025 weniger und 2026 mehr Wachstum, ...

Für die deutsche Wirtschaft ergeben sich damit zwei entgegengesetzte Effekte. Auf der einen Seite werden die US-Zölle den betroffenen Unternehmen den Zugang zum US-Markt spürbar erschweren. Folglich dürften die deutschen Exporte in die USA merklich zurückgehen. Wir schätzen, dass dies das deutsche Bruttoinlandsprodukt für sich genommen in diesem und dem nächsten Jahr insgesamt um etwa ½% drücken wird.

Auf der anderen Seite wird die zusätzliche staatliche Nachfrage die Konjunktur spürbar anschieben. So sollen in den kommenden zehn Jahren zusätzlich 500 Mrd Euro in Infrastruktur investiert werden, womit sich rein rechnerisch pro Jahr eine zusätzliche Nachfrage von 50 Mrd Euro ergibt, was derzeit gut einem Prozent des Bruttoinlandsprodukts entspricht. Hinzu kommen die zusätzlichen Investitionen für die Verteidigung. Geht man davon aus, dass Deutschland in Zukunft 3½% des Bruttoinlandsprodukts ausgeben wird, ergäbe sich hierdurch für die kommenden Jahre eine zusätzliche Nachfrage von etwa 1½% des Bruttoinlandsproduktes. Zusammen mit den potenziellen zusätzlichen Ausgaben für die Infrastruktur ergäbe sich damit ein sehr starker Impuls von 2½% des Bruttoinlandsproduktes.

Allerdings ist unsicher, wie schnell dieser Impuls wirksam werden wird. So zeigen die Erfahrungen mit dem ersten Bundeswehr-Sondervermögen, dass die heimische Industrie bestellte Militärgüter erst mit einer beträchtlichen Verzögerung liefern kann. Auch die zusätzlichen Infrastrukturinvestitionen müssen erst geplant und dann auch genehmigt werden, ganz abgesehen davon, dass die Kapazitäten in den entsprechenden Bausektoren bereits hoch ausgelastet sind. Aus diesen Gründen sind in den vergangenen Jahren die im Haushalt vorgesehenen Mittel für Investitionen nicht vollständig ausgegeben worden. Darum gehen wir davon aus, dass die Änderungen an der Schuldenbremse die Wirtschaft in diesem Jahr kaum und im kommenden Jahr bei weitem nicht so stark anschieben wird, wie die oben beschriebene Zahlen suggerieren könnten.

In diesem Jahr dürfte deshalb aus Sicht der deutschen Wirtschaft der negative Effekt der zu erwartenden US-Zölle dominieren. Darum senken wir unsere Wachstumsprognose für dieses Jahr von 0,2% auf 0,0%. Im kommenden Jahr dürfte sich dann allmählich der positive Effekt höherer Staatsausgaben und zusätzlicher Investitionen entfalten und den negativen Effekt der Zölle mehr als ausgleichen. Darum erhöhen wir unsere deutsche Wachstumsprognose für 2026 von 1,0 auf 1,5%.

Auf Dauer dürfte die stärkere staatliche Nachfrage, die auf eine bereits recht hoch ausgelastete Wirtschaft trifft, auch die Preise stärker steigen lassen. Allerdings dürfte sich dieser Effekt wohl erst mit einer beträchtlichen Verzögerung zeigen, also frühestens



gegen Ende des kommenden Jahres. Darum haben wir unsere Inflationsprognose für dieses und das nächste Jahr nicht geändert und rechnen für beide Jahre weiterhin mit einer Inflationsrate von 2,5%.

... was in abgeschwächter Form auch für den Euroraum gilt

Mit Blick auf den Euroraum wirken sich die lockere Fiskalpolitik und die Zölle ähnlich aus – allerdings etwas abgeschwächt. Zum einen sind die US-Exporte für den Durchschnitt der Euro-Länder (8% der gesamten Exporte) nicht ganz so wichtig wie für Deutschland (10%). Zum anderen steigt das Haushaltsdefizit in den anderen Ländern des Euroraums nicht so stark wie in Deutschland, weil sie meist bereits sehr hoch verschuldet sind und weniger Spielraum als Deutschland haben. Alles in allem senken wir unsere 2025er Wachstumsprognose für den Euroraum nur um 0,1 Prozentpunkte auf 0,7% und erhöhen die für 2026 von 1,0% auf 1,3%.

Wie in Deutschland dürfte die höhere Nachfrage zwar auch im Euroraum am Ende des kommenden Jahres zu schneller steigenden Preisen führen. Aber zu Beginn des kommenden Jahres wirkt noch die Konjunkturschwäche aus 2025 nach. Daher belassen wir die Inflationsprognose für 2026 bei 2,4%.

Mit Blick auf die längere Sicht erwarten wir weiter, dass sich die Inflation wegen struktureller Inflationstreiber wie De-Globalisierung, Demographie, De-Karbonisierung und Defense (Verteidigung) über dem EZB-Ziel von 2% einpendeln wird.

Für die EZB-Politik in den kommenden Monaten dürften die makroökonomischen Änderungen in der Summe kaum Auswirkungen haben. Zwar dämpfen Trumps Zölle mit Blick auf 2025 das Wirtschaftswachstum. Aber die Lockerung der Fiskalpolitik erhöht langfristig die Inflationsrisiken. Wir erwarten weiter, dass die EZB ihren Einlagensatz nach der gestrigen Senkung auf 2,5% bis zur Jahresmitte noch zwei Mal auf dann 2,0% reduziert. Dann läge er im unteren Bereich der Spannbreite, in der die meisten EZB-Ratsmitglieder den neutralen Zins sehen, der die Konjunktur weder anschiebt noch dämpft und langfristig für die angestrebte Inflationsrate von 2% sorgt.

USA: Weniger Wachstum und mehr Inflation

Donald Trump will mit höheren Zöllen bewirken, dass ausländische Unternehmen ihre Produktion in die USA verlagern. Dazu mag es in der längeren Sicht kommen. Aber mit Blick auf dieses Jahr überwiegen die Risiken für die US-Konjunktur. Denn die Zölle schaffen eine enorme Unsicherheit für US-Unternehmen. Man denke nur an die US-Autobauer, die im Glauben an die nordamerikanische Freihandelszone ihre Produktion diesseits und jenseits der US-mexikanischen Grenzen organisiert haben. Deren Produktionssystem wird durch Importzölle auf mexikanische Importe über den Haufen geworfen, was auch zu massiven Abschreibungen auf Fabriken führen dürfte. Alles in allem haben wir unsere US-Wachstumsprognose für 2025 von 2,3 auf 2,0% gesenkt. Die Wachstumsprognose für 2026 bestätigen wir bei 2,0%.

Weil die US-Zölle früher kommen als bisher unterstellt, haben wir unsere US-Inflationsprognose für dieses Jahr von 3,0% auf 3,5% erhöht; die für 2026 ändern wir nicht.

Mit Blick auf die US-Notenbank heben sich die Effekt von weniger Wachstum und mehr Inflation in etwa auf. Anders als die Terminmärkte erwarten wir die nächste Zinssenkung (von 4,50% auf 4,25%) weiter erst für das Jahresende, gefolgt von einer weiteren Reduktion auf 4,00% nach der Jahreswende.

Steigende Staatsschulden, höhere Renditen

Für die Rentenmärkte hat das von Union und SPD beschlossene Fiskalpaket eine große Bedeutung. Denn die deutschen Staatsschulden relativ zum Bruttoinlandsprodukt dürften nicht weiter um die Marke von 60% schwanken (2024: 63,6%), sondern in den kommenden Jahren rasant steigen. So wird der Schattenhaushalt ("Sondervermögen") für Infrastruktur in Höhe von 500 Mrd Euro die Staatsschuldenquote um etwa zehn Prozentpunkte erhöhen. Sollten die Ausgaben für Verteidigung auf 3,5% des Bruttoinlandsprodukts steigen, würde der Schuldenstand in jedem Jahr um zusätzliche 2,5 Prozentpunkte zulegen; über zehn Jahre gerechnet stiege die Staatsschuldenquote um weitere 25 Prozentpunkte. Alles in allem könnte die gesamtstaatliche Schuldenquote in zehn Jahren auf 90 bis 100% des Bruttoinlandsprodukts gestiegen sein, wobei das auch von der Inflation abhängt.

Wegen der faktischen Abschaffung der Schuldenbremse und der Aussicht auf rasant steigende Staatsschuldenquoten ist die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe am Morgen nach Verkündung des Fiskalpakets ungewöhnlich kräftig um 20 Basispunkte gestiegen. In den nächsten Wochen werden die Staatsanleihenmärkte nervös bleiben, weil nicht nur in Deutschland, sondern auch im Euroraum immer mehr Informationen über steigende Haushaltsdefizite durchsickern dürften. Mit Blick auf das Jahresende sollte die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen tendenziell höher sein. Wir bleiben wegen der Schuldenpolitik der Staaten vorsichtig und erwarten, dass die Renditen das Hoch noch nicht gesehen haben.



Dollar leidet am Ende unter Trump

Als sich im Herbst ein Wahlsieg von Donald Trump abzeichnete, begann der Dollar gegenüber dem Euro aus zwei Gründen deutlich aufzuwerten. Zum einen versprechen sich viele Anleger von Trump wegen Steuersenkungen und Deregulierung bessere Wachstumsbedingungen für US-Unternehmen. Zum anderen gehen viele davon aus, dass die Fed gegen eine zollbedingt höhere Inflation in dem Sinne entschieden vorgehen wird, dass ihre Leitzinsen stärker steigen als die Inflation, was den Realzins erhöht und damit auch den Dollar stärkt.

Zuletzt hat der Dollar einen Teil seiner Stärke aufgegeben, weil die Risiken von Trumps Zollpolitik auch für US-Unternehmen mehr in den Fokus rückten. Bis in den Sommer dürfte sich der Dollar wieder etwas erholen (Punktprognose EUR-USD Ende Q2: 1,05). Schließlich dürfte die Fed – anders als an den Terminmärkten erwartet – ihren Leitzins nicht bereits im Sommer und Herbst zweimal senken; diese Zinssenkungserwartungen dürften also ausgepreist werden.

Wenn aber im späteren Verlauf des Jahres deutlich wird, dass Donald Trump nicht möchte, dass die Aufwertung des Dollar die Wirkungen seiner Zollerhöhungen teilweise kompensiert, dürfte er öffentlich Druck auf die US-Notenbank Fed ausüben, zumal er ohnehin aggressiv gegen Bundesbehörden vorgeht. In diesem Umfeld dürften die Anleger zunehmend an einem entschiedenen Vorgehen der Fed zweifeln, was den Dollar wieder belasten würde. Mit Blick auf das Jahresende dürfte EUR-USD wieder steigen (Jahresend-Prognose: 1,08).



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 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 & 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

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.



Analysten

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 7/3/2025 07:18 MEZ fertiggestellt und am 7/3/2025 07:18 MEZ verbreitet wurde.

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

Analyst Certification (AC): Die Verfasser, der am Anfang dieses Berichts mit AC bezeichnet wird, bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigene Einschätzung zu den betreffenden Wertpapieren und Emittenten genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Dotierung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen wird.

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

Mögliche Interessenkonflikte

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

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

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

Disclaimer

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

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

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

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



oder die Tatsache, dass sich die von der Commerzbank oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen.

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

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

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

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

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

Zusätzliche Informationen für Kunden in folgenden Ländern:

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

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

USA: Diese Ausarbeitung wurde von der Commerzbank AG erstellt, einem Unternehmen, das in Deutschland und dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) zum Wertpapierhandel zugelassen ist. Die Commerzbank AG ist kein in den USA registrierter Broker-Händler und unterliegt daher nicht den US-Vorschriften für die Erstellung von Research und den damit verbundenen Vorschriften für Research-Analysten. Dieses Dokument ist nicht zur Weitergabe an Privatkunden bestimmt. Jegliche Verteilung dieser Ausarbeitung an US-Investoren ist für institutionelle Großanleger mit Hauptsitz in USA unter Berufung auf Befreiung von der Registrierung gemäß Rule 15a-6(a)(2) des U.S. Securities Exchange Act von 1934 in der jeweils gültigen Fassung (der „Exchange Act“) bestimmt. Jeder U.S.-Empfänger dieses Research-Berichts, der auf der Grundlage der in diesem Research-Bericht enthaltenen Informationen Transaktionen zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder damit verbundenen Finanzinstrumenten durchführen möchte, darf dies nur über einen bei der Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) registrierten Broker-Händler tun. Commerz Markets LLC (CMLLC) ist ein in den USA registrierter Broker-Händler und eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der Commerzbank AG. Die Commerzbank AG ist ein bei der Commodity Futures Trading Commission (CFTC) registrierter Derivate-Swap-Händler gemäß dem Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. US-Personen und damit verbundene Dodd-Frank-relevante Anleger, die auf der Grundlage der in diesem Research-Bericht enthaltenen Informationen Transaktionen mit nicht auf Wertpapieren basierenden Swaps durchführen möchten, dürfen dies nur über einen bei der CFTC registrierten Swap-Händler tun.

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

Europäischer Wirtschaftsraum: Soweit das vorliegende Dokument durch eine außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraumes ansässige Rechtsperson erstellt wurde, erfolgte eine 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 einzuholen.

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

Australien: Die Commerzbank AG hat keine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen. Dieses Dokument wird in Australien an Großkunden unter einer Ausnahmeregelung zur australischen Finanzdienstleistungslizenz von der Commerzbank gemäß Class Order 04/1313 verteilt. Die Commerzbank AG wird durch die BaFin nach deutschem Recht geregelt, das vom australischen Recht abweicht.

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

© Commerzbank AG 2025. Alle Rechte vorbehalten. Version 25.01

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