



## Der Abstiegskampf des Exportweltmeisters

Die deutschen Warenexporte befinden sich in einem kontinuierlichen Abwärtstrend.

Exportweltmeister ist Deutschland schon lange nicht mehr. Verantwortlich dafür dürften China und Deutschlands sinkende Wettbewerbsfähigkeit sein. Trumps Zollpolitik und ein langsames Wachstum in Europa trüben den Ausblick sogar noch. Der Trend zu höheren Investitionen im Ausland und einer Deindustrialisierung im Inland dürfte sich fortsetzen.

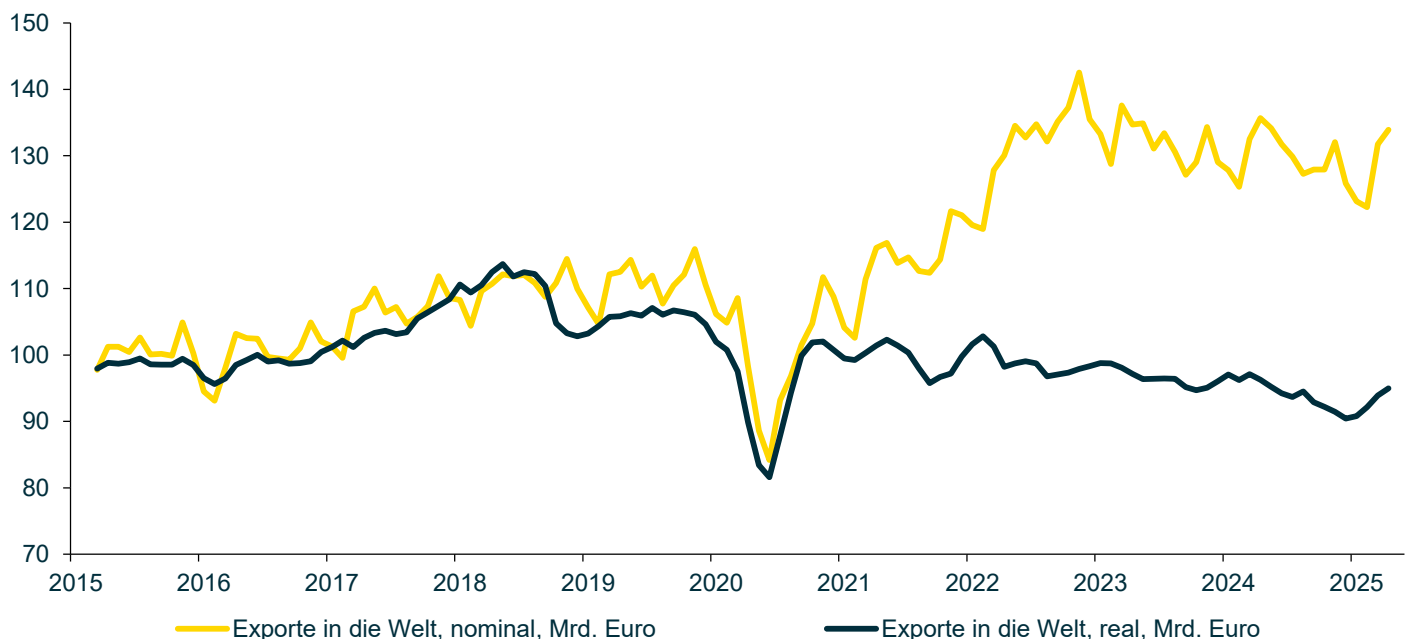
Dr. Vincent Stamer<sup>AC</sup>

### Die realen Exporte sinken

Es ist nun 17 Jahre her, seitdem sich die deutsche Wirtschaft das letzte Mal "Exportweltmeister" nennen konnte. Mittlerweile muss sich Deutschland mit dem dritten Platz hinter China und den USA abfinden. Unsere Analyse zeigt, dass hinter dem Abstieg im Exportranking ein bedrohlicher Trend liegt: Zwar sind die Exporte in aktuellen Preisen (nominal) in den Jahren 2021 und 2022 stark gestiegen, dies liegt aber nur an der hohen Inflation [1]. Preisbereinigt (real) sind die Exporte bereits seit 2018 gefallen (Chart 1). Wir untersuchen, warum Deutschland immer weniger Waren exportiert und geben einen Ausblick.

#### Chart 1 - Die preisbereinigten Warenexporte sinken seit 2018

Exporte Deutschlands in aktuellen Preisen (nominal) und in Preisen von 2015 (real), 3-Monatsdurchschnitt in Mrd. Euro



Quelle: Eurostat, Commerzbank-Research

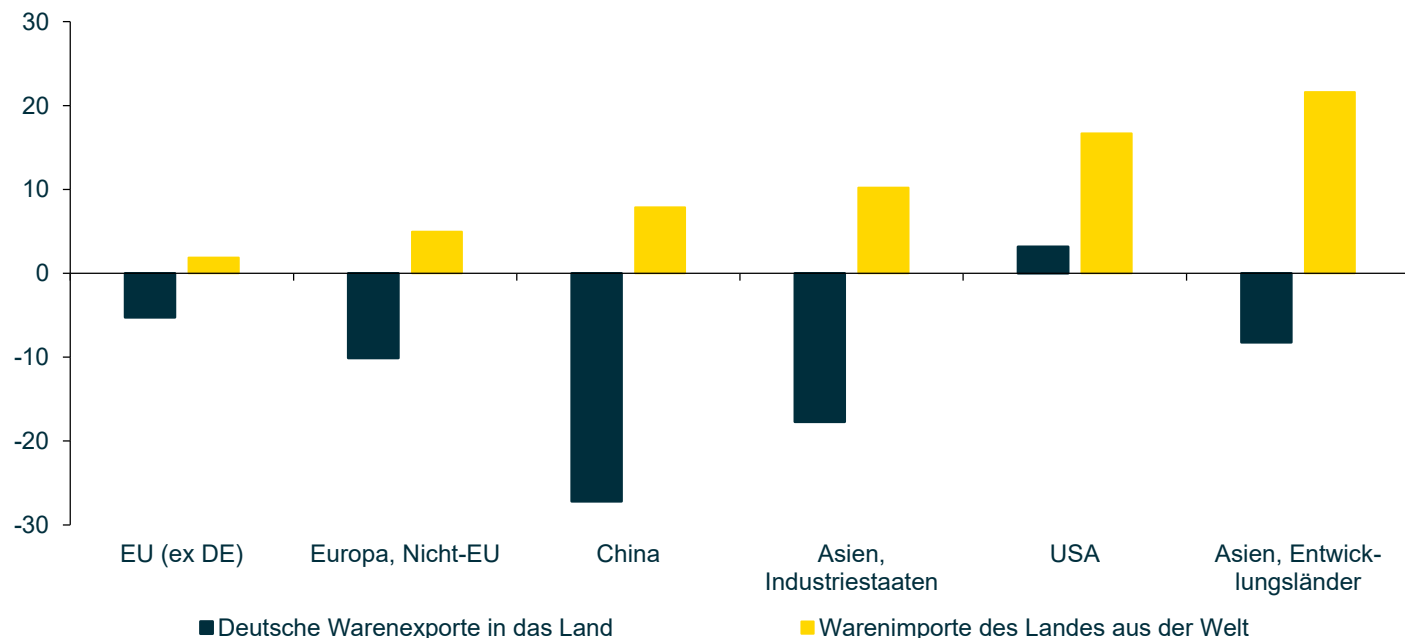
### Das Problem betrifft nur Deutschland

Eine mögliche Erklärung könnte sein, dass die Abnehmerländer weniger importieren, weil etwa ihre Wirtschaft stagniert. Dann müssten allerdings auch andere Länder Exportrückgänge verzeichnen. Dies ist aber nicht der Fall: Denn die Industriestaaten ohne Deutschland haben preisbereinigt ihre Warenexporte gesteigert (Titelchart). Die wichtigsten Importeure von deutschen Produkten haben im Zeitraum von 2019 bis 2024 sogar insgesamt mehr Waren eingeführt – nur eben nicht aus Deutschland (Chart 2). Besonders eklatant ist dieser Verlust von Marktanteilen in Asien. Deutschlands Exporte nach China sanken in dem Zeitraum von fünf Jahren preisbereinigt um mehr als ein Viertel. Chinas gesamte Importe stiegen hingegen. Auch die asiatischen Entwicklungsländer steigerten ihre Importe aus der Welt insgesamt um mehr als 20%. Die deutschen Exporte in diese Länder sanken aber um etwa 8%.



## Chart 2 - Die Welt importiert mehr, nur nicht aus Deutschland

Veränderungen von preisbereinigten Warenflüssen zwischen 2019 und 2024, Exporte Deutschlands in verschiedene Länder und Warenimporte der Länder insgesamt, in Prozent



Quelle: Eurostat, CPB, Commerzbank-Research

## Die Wettbewerbsfähigkeit sinkt ...

Ein wichtiger Grund für Deutschlands sinkende Exporte ist die fallende preisliche Wettbewerbsfähigkeit. In den 2000er Jahren haben deutsche Firmen noch stark von einem sehr langsamen Lohnwachstum profitiert, was ihnen eine kostengünstige Produktion erlaubte. Auch der Euro hatte im Zuge der Staatsschuldenkrise ab 2010 deutlich an Wert gegenüber anderen Währungen verloren, sodass die deutschen Waren aus der Perspektive von ausländischen Importeuren günstiger wurden.

Beide Trends haben sich seitdem aber umgekehrt: Ab 2012 haben sich die Lohnkosten je Arbeitnehmer um jährlich mindestens 2% erhöht. Der Wert des Euro hat sich seit 2015 stabilisiert und ist in der Tendenz sogar gestiegen. Die Bundesbank fasst beide Trends zusammen und berechnet, wie sich die effektiven Preise deutscher Waren für Importeure entwickelt ("preisliche Wettbewerbsfähigkeit"). Seit 2015 werden deutsche Waren für Importeure wieder teurer (Chart 3). Insbesondere gegenüber den asiatischen Exporteuren wie China, Südkorea und Japan verliert Deutschland damit Wettbewerbsfähigkeit.

Allerdings dürfte sich der Trend der Wettbewerbsfähigkeit aufgrund der gemeinsamen Währung und einer vergleichbaren Inflation in den anderen Euro-Ländern seit 2015 ähnlich entwickelt haben und dennoch sinken die deutschen Exporte schneller als die anderer Länder des Euroraums. Was belastet die deutsche Wirtschaft zusätzlich?



### Chart 3 - Für Handelspartner werden deutsche Waren wieder teurer

Der Außenwert einer fiktiven D-Mark gegenüber 60 Handelspartnern, Anstieg bedeutet teurere Exporte und eine sinkende preisliche Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands, Indexwert



Quelle: Bundesbank, Commerzbank-Research

### ... vor allem gegenüber China

Der chinesische Markt ist für deutsche Exporteure wichtiger gewesen als für die anderen großen Euroländer. Im Vergleich zu den europäischen Nachbarn belastet ein sinkender Handel mit China die deutsche Volkswirtschaft damit besonders stark.

Der technologische Fortschritt in China hat dazu geführt, dass chinesische Unternehmen viele Waren – auch komplexere Maschinen – kostengünstiger produzieren können. In einer vergangenen **Woche im Fokus** hatten wir bereits von deutschen Unternehmen berichtet, die nun nicht mehr nach China exportieren, sondern direkt von Ort produzieren und ihre Kapazitäten dort mit reinvestierten Gewinne gesteigert haben. In China ansässige Maschinen- und Autobauer exportieren darüberhinaus zunehmend die Produkte in andere Staaten. Damit sinkt nicht nur die Bedeutung des chinesischen Marktes für deutsche Exporteure, sondern China hat sich zunehmend auch zu einem Wettbewerber für deutsche Exporteure auf Drittmärkten gewandelt.

Die zunehmende Konkurrenz durch China ist besonders gut im Autosektor zu beobachten: Viele Industriestaaten wie das Vereinigte Königreich, Japan, Italien und Spanien importieren deutlich weniger Autos und Autoteile aus Deutschland, haben aber die Importe in diesem Sektor aus China spürbar erhöht. Insgesamt könnte die sich wandelnde Rolle Chinas für knapp die Hälfte der deutschen Exportschwäche verantwortlich sein.

### Eine Besserung zeichnet sich nicht ab

Ein Lichtblick für die deutschen Exporteure stellt die Geldpolitik dar. Denn die fallenden Leitzinsen in Europa und Amerika dürften dazu führen, dass Unternehmen weltweit deutsche Investitionsgüter wie Maschinen leichter finanzieren können und daher mehr davon nachfragen. Dieser positive Effekt der Geldpolitik dürfte aber durch eine Reihe belastender Faktoren überlagert werden:

1. Die **Abschottung der USA** durch Zölle erschwert den Export auf den letzten großen Absatzmarkt, der in den letzten fünf Jahren für deutsche Exporteure noch gewachsen ist. Trumps Zölle dürften die Ausfuhren aus der EU in die USA in den kommenden zwei Jahren um 20 bis 25% reduzieren.
2. Darüber hinaus dürfte **die Nachfrage aus europäischen Partnerländern** wie Frankreich und Italien in den kommenden Quartalen nachlassen, weil deren Volkswirtschaft durch geringere Staatsausgaben langsamer wachsen könnte als zuvor.
3. Die **deutschen Standortbedingungen** verteuern die Exporte. In den kommenden Jahren dürfte die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter spürbar sinken und die Lohnkosten damit weiter steigen. Auch ein Neustart im Kampf gegen Bürokratie ist unter der neuen Regierung nicht erkennbar. Damit bleiben deutsche Exporte im Vergleich teuer.

Somit bleiben die Aussichten für das Exportgeschäft für die kommenden Jahre trübe.



## Fazit: Die Wirtschaft Deutschlands wird sich wandeln

Auch in Zukunft werden viele deutsche Unternehmen, gerade Weltmarktführer aus dem Mittelstand, erfolgreich exportieren können. Dennoch dürfte insgesamt die Bedeutung der Warenexporte für die deutsche Wirtschaft abnehmen. Freihandelsabkommen mit großen Entwicklungsländern wie Indien oder den südamerikanischen Staaten können diesen Prozess möglicherweise verlangsamen, aber nicht aufhalten.

Schon seit einiger Zeit verlagern Unternehmen Produktion ins Ausland. Dieser Trend zum Offshoring dürfte anhalten. In Deutschland bleiben Dienstleistungen rund um die Konzernzentralen zurück. Auch der demografische Wandel dürfte dazu führen, dass Serviceleistungen weiter an Bedeutung für Deutschlands Wirtschaft gewinnen – und die Bedeutung des verarbeitenden Gewerbes abnimmt. Das ist für sich genommen ein natürlicher Prozess von hoch entwickelten Volkswirtschaften. Seit dem Jahr 2000 hat der Anteil der Industrie am Bruttoinlandsprodukts beispielsweise in den USA und Frankreich abgenommen und liegt nun bei etwa 10%. In Deutschland nahm die Bedeutung des verarbeitenden Gewerbes in den letzten 30 Jahren zwar auch ab, aber nicht in der selben Geschwindigkeit wie in anderen Ländern und liegt nun mit 18% vergleichsweise hoch. Mit dem Abschwung der Exporte könnte sich der Trend zur Deindustrialisierung nun auch in Deutschland verschärfen.

---

[1] Zur Preisbereinigung unterscheiden wir die Warenexporte nach 1200 Produkten (Harmonized System Headings) und berechnen den Wert in Euro pro Tonne im Jahr 2015. Wir multiplizieren diesen Wert pro Tonne mit den in Tonnen gemessenen Warenmengen der Folgejahre. Diese Methode kann Qualitätsverbesserungen unterschätzen, dies trifft aber zu einem gewissen Grad auf alle Preisbereinigungsmethoden zu. Der daraus resultierende Trend für die realen Exporte Deutschlands liegt zwischen dem von Eurostat und des CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis. ([Zurück zum Text](#))



## Analysts

**Dr. Jörg Krämer**<sup>AC</sup>  
Chefvolkswirt  
+49 69 136 23650  
joerg.kraemer@commerzbank.com

**Dr. Ralph Solveen**<sup>AC</sup>  
Stellv. Leiter Economic Research  
+49 69 9353 45622  
ralph.solveen@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 15/8/2025 07:09 CEST fertiggestellt und am 15/8/2025 07:09 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, die am Anfang dieses Berichts mit AC bezeichnet werden, bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigene Einschätzung zu den betreffenden Wertpapieren und Emittenten genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Vergütung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen.

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 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 Neuauflage 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 25.03

<b>Frankfurt</b>	<b>London</b>	<b>New York</b>	<b>Singapore</b>
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