



Welche Chancen bietet Indien?

Indien war auch 2024 mit einem Wachstum von etwa 7% einer der Stars der Weltwirtschaft. Getragen wird dies durch die weiterhin stark wachsende Bevölkerung und einige in den vergangenen Jahren erfolgte Reformen. Auch in den kommenden Jahren dürfte die indische Wirtschaft stark zulegen. Allerdings weist das Land weiterhin beträchtliche strukturelle Schwächen wie eine immer noch schlechte Infrastruktur und viel Bürokratie auf, weshalb Indien gemessen am Bruttoinlandsprodukt pro Kopf weiterhin ein armes Land ist und als Exportmarkt für deutsche Produkte eine vergleichsweise geringe Bedeutung hat. Als Produktionsstandort dürfte es allerdings Potenzial haben.

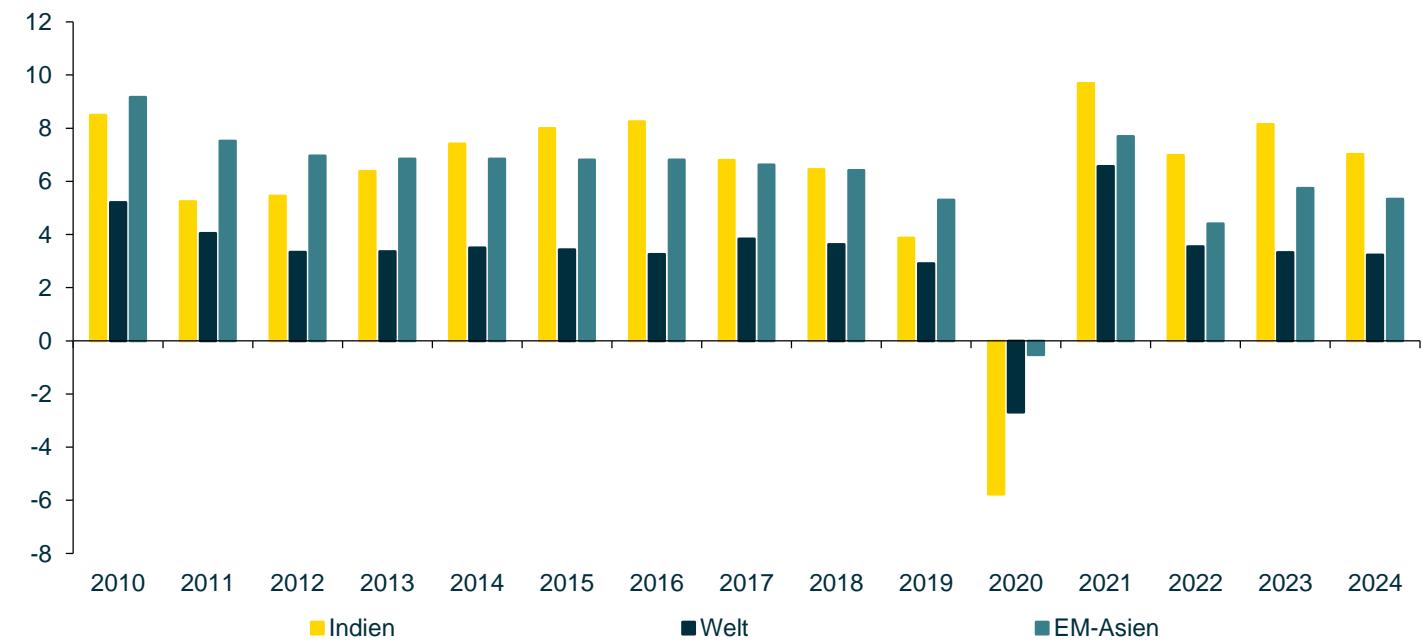
Charlie Lay^{AC}
Dr. Ralph Solveen^{AC}

Indien einer der Wachstumsstars der vergangenen Jahre ...

Angesichts der aggressiven Zollpolitik der Trump-Administration suchen viele Unternehmen nach neuen Absatzmärkten. Auch der zuletzt wieder aufgeflamme Konflikt mit Pakistan dürfte nichts daran ändern, dass dabei häufig Indien in den Fokus rückt. Schließlich wies Indiens Wirtschaft in den vergangenen Jahren regelmäßig eine der weltweit höchsten Wachstumsraten auf. Diese übertraf nicht nur den weltweiten Durchschnitt, sondern in den letzten vier Jahren – also nach dem zwischenzeitlichen Rücksetzer wegen der Corona-Pandemie – auch deutlich den Durchschnitt in Asien, selbst wenn man die langsamer wachsenden entwickelten Volkswirtschaften Japans und Koreas nicht berücksichtigt (Chart 1). In den vergangenen zwölf Jahren hat sich dadurch die gesamtwirtschaftliche Produktion in Indien mehr als verdoppelt.

Chart 1 - Wachstumsstar Indien

Reales Bruttoinlandsprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent, 2024 Schätzung des IWF



Quelle: IWF World Economic Outlook, Commerzbank-Research

Auf Basis der aktuellen Wechselkurse ist Indien inzwischen die fünftgrößte Volkswirtschaft der Welt, und der Internationale Währungsfonds geht davon aus, dass das Land bis 2030 Japan und Deutschland überholen und damit auf den dritten Platz vorrücken wird. Auf der Basis von Kaufkraftparitäten hat Indien diese Position schon lange erreicht.



... wegen starken Bevölkerungswachstums, ...

Begünstigt wird die wirtschaftliche Entwicklung ohne Frage durch die spürbar wachsende Bevölkerung. Zwar nimmt diese nicht mehr ganz so stark zu wie noch in den ersten zehn Jahren dieses Jahrtausends, als die Zahl der Einwohner jedes Jahr um mehr als 11/2% stieg. Mit einem jährlichen Plus von knapp 1% weist Indien aber weiterhin ein sehr starkes Bevölkerungswachstum auf.

Nach den Schätzungen der Weltbank wird die Bevölkerung Indiens von aktuell 1,4 Milliarden bis 2050 auf 1,7 Milliarden zulegen. Dies steht im Gegensatz zu den meisten westlichen Volkswirtschaften und China, wo die Bevölkerung wohl sinken wird. Auch die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter wird in Indien bis 2050 von aktuell rund 960 Millionen auf rund 1,1 Milliarden zulegen.

... verschiedenen Reformen der Regierung ...

Angeschoben wurde das Wirtschaftswachstum auch durch eine Reihe von Reformen, die die indische Regierung in den vergangenen Jahren durchgeführt hat. Die wichtigste unter ihnen ist sicherlich das am 1. Juli 2017 eingeführte landesweite Umsatzsteuersystem (Goods and Services Tax, GST). Durch sie wurden zahlreiche indirekte Steuern auf Bundes- und Landesebene ersetzt, das Steuersystem für Unternehmen also spürbar vereinfacht. Zudem wird bei der GST – analog wie z.B. bei der deutschen Mehrwertsteuer – nur noch der von dem verkaufenden Unternehmen erzeugte Mehrwert besteuert, was die Arbeitsteilung zwischen verschiedenen Unternehmen rentabler macht als beim früheren Steuersystem. Zudem wurde durch diese Steuerreform der Handel zwischen den einzelnen Bundesstaaten deutlich vereinfacht, Indien also auf dem Weg zu einem einheitlichen Binnenmarkt deutlich vorangebracht.

Bereits 2016 wurde das Insolvenzgesetzbuch (Insolvency and Bankruptcy Code, IBC) eingeführt. Auch dieses hat viele verschiedene Regelungen ersetzt und damit das Insolvenzrecht vereinfacht. Zu den wichtigsten Zielen des IBC gehören die Gewährleistung eines zeitgebundenen Abwicklungsprozesses, die Förderung des Unternehmertums und der Kreditvergabe durch Banken, die Maximierung des Wertes der Vermögenswerte insolventer Unternehmen und die Förderung eines fairen Ausgleichs für alle Beteiligten, d. h. für Gläubiger und Schuldner. So schreibt der IBC beispielsweise vor, dass das Unternehmensinsolvenzverfahren (Corporate Insolvency Resolution Process, CIRP) innerhalb von 180 Tagen abgeschlossen werden muss, mit der Möglichkeit einer Verlängerung um maximal 90 Tage. Durch eine Änderung im Jahr 2019 wurde diese Frist auf 330 Tage verlängert. Darüber hinaus wird mit Beginn der Insolvenz eine Moratoriumsfrist erklärt. Diese gilt bis zum Ende des CIRP. Das Moratorium stellt auch sicher, dass der CIRP die volle Kontrolle hat und der einzige Mechanismus ist, über den Forderungen beglichen werden. Als Folge fiel der Anteil der notleidenden Bruttoaktiva an der Bilanzsumme des Bankensystems zwischen 2017 und dem dritten Quartal 2024 von 11% auf ein 12-Jahres-Tief von 2,6 %. Das IBC zielte auch darauf ab, eine größere Disziplin unter den Kreditnehmern und ein besseres Risikomanagement für einen gesünderen und stärkeren Bankensektor einzuführen. Zwischen 2019 und 2020 wurden 10 öffentliche Banken zu vier Einheiten zusammengelegt, um die Effizienz und Skalierbarkeit zu verbessern.

Zudem wurden die Begrenzungen für ausländischer Direktinvestitionen (FDI) gelockert. So lässt die Regierung inzwischen anders als früher in einer Reihe von Sektoren eine 100-prozentige ausländische Beteiligung zu, darunter im Gesundheitswesen, bei der Infrastruktur und im Bausektor. Im Pharmasektor können Ausländer bis zu 100 % in neue Projekte („Greenfield-Projekte“) investieren, für bestehende Unternehmen („Brownfield-Projekte“) liegt die Obergrenze nun bei 74 %. Im Bereich der erneuerbaren Energien, einschließlich Solar-, Wind-, Wasser- und Bioenergie, sind 100 % ausländische Direktinvestitionen sowohl für Greenfield- als auch für Brownfield-Projekte zulässig.

Die Regierung hat 2020 das Programm „Production Linked Incentive“ (PLI) eingeführt. Es zielt darauf ab, die heimische Produktion anzukurbeln, die Importabhängigkeit zu verringern, die Exporte zu steigern und Arbeitsplätze in verschiedenen Sektoren zu schaffen. Das PLI-Programm umfasst 14 Sektoren, darunter Elektronik und IT-Hardware, Pharmazeutika und medizinische Geräte, Automobile und Autokomponenten, erneuerbare Energien und Haushaltsgeräte.

Eine weitere wichtige Reform ist das neue Arbeitsrecht, das auf Bundesebene zwischen 2019 und 2020 verabschiedet wurde und die bisher geltenden 29 Gesetze durch vier neue Gesetze ersetzen soll. Damit sollen die überholten, 70 Jahre alten Arbeitsgesetze drastisch vereinfacht und modernisiert werden. Die neuen Regelungen sollen die Schwarzarbeit verringern, die Belastung der Arbeitgeber verringern, Bürokratie abbauen und mehr ausländische Direktinvestitionen anziehen. Die neuen Regelungen enthalten zusätzliche Rechte für die Arbeitnehmer, aber zum Beispiel auch eine gewisse Lockerung des Kündigungsschutzes für Firmen mit 100 bis 300 Beschäftigten. Ein wichtiges Ziel dabei ist – wie bei der Umsatzsteuer – die Vereinheitlichung der Regeln in den einzelnen Bundesstaaten. Bisher werden diese Regelungen aber noch nicht angewandt, da die Bundesstaaten die entsprechenden Regelungen noch nicht verabschiedet haben. Derzeit ist geplant, dass die Regelungen je nach Größe des Unternehmens ab dem Frühjahr 2026 schrittweise in Kraft treten sollen.



... und einer stabilitätsorientierten Geldpolitik

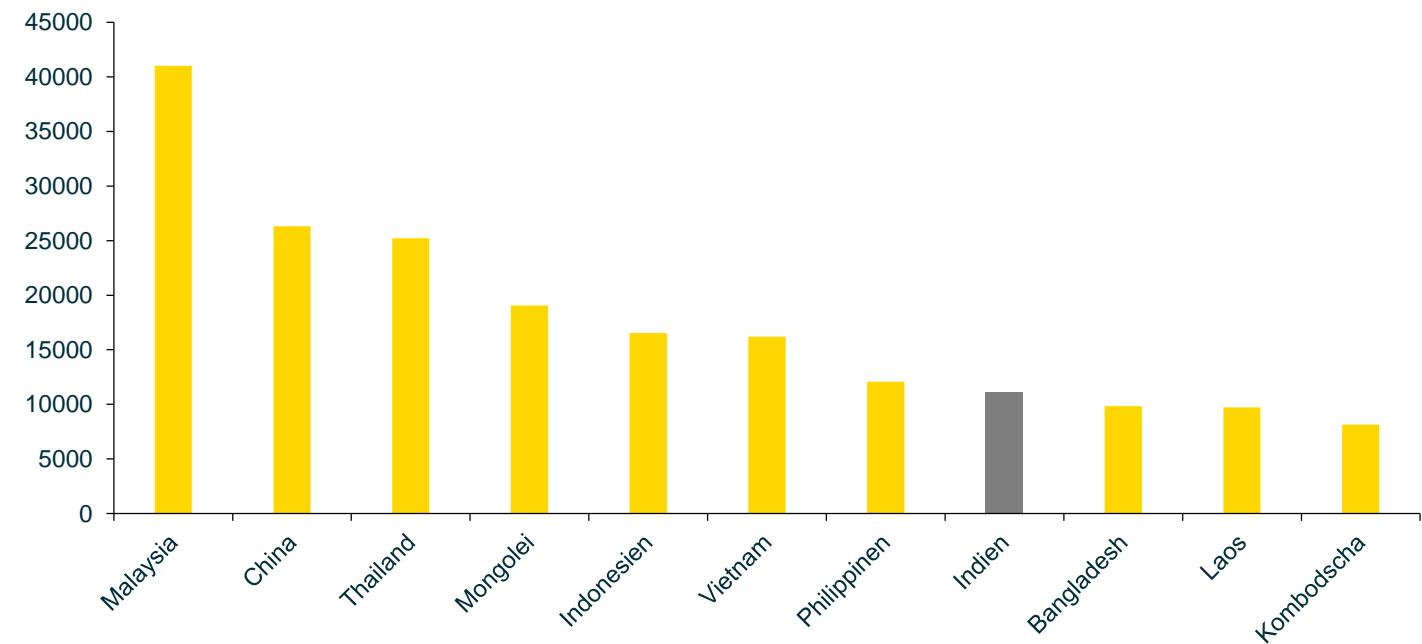
Verbessert haben sich in den vergangenen Jahren zudem die Finanzierungsbedingungen. So verfolgt die Reserve Bank of India (RBI) seit 2016 ein Inflationsziel mit einer Bandbreite von 2-6% und einem Mittelwert von 4 %. Es ist ihr gelungen die Inflationsrate, die 2009 bis 2013 im Durchschnitt noch fast 10 % betrug, im vergangenen Jahr auf knapp über 5% zu drücken. Dies hat dazu beigetragen, dass die Rendite 10-jähriger langfristiger Anleihen von etwa 8,5% Anfang der 2000er Jahre auf derzeit etwa 6,5% gesunken ist.

Aber: Pro-Kopf-BIP weiterhin sehr niedrig, ...

Allerdings weist Indiens Wirtschaft weiterhin viele strukturelle Schwächen auf. Hierauf deutet schon der Umstand, dass der fünfte Platz unter den größten Volkswirtschaften alleine auf die große Bevölkerung zurückzuführen ist. So lag das Pro-Kopf-Bruttoinlandsprodukt im vergangenen Jahr bei Verwendung von Kaufkraftparitäten (PPP) bei etwas mehr als 11 Tsd USD. Dies sind gerade einmal 42% des chinesischen Pro-Kopf-BIP, und unter den größeren Ländern Südostasiens liegt Indien damit nur im hinteren Mittelfeld, wobei Indiens Rückstand gegenüber Vietnam größer ist als sein Vorsprung gegenüber Bangladesh (Chart 2). Bei Verwendung der tatsächlichen Wechselkurse würde Indien in dieser Gruppe sogar auf den vorletzten Platz zurückfallen. Nur Bangladesh läge dann noch knapp hinter Indien.

Chart 2 - Indiens Pro-Kopf-BIP weiter niedrig

Bruttoinlandsprodukt pro Einwohner, in PPP US-Dollar, 2024



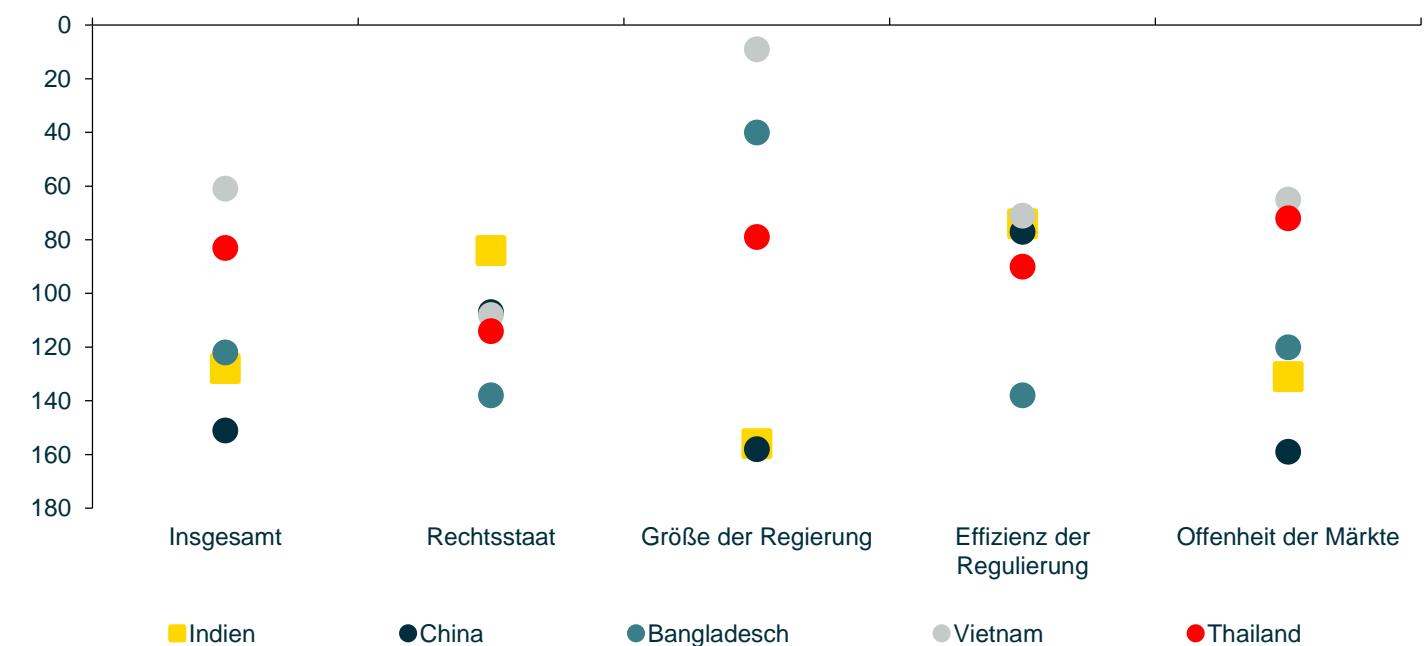
Quelle: IFW World Economic Outlook, Commerzbank-Research

... auch da Staat den Strukturwandel verzögert, ...

Ein Grund für die geringe Wirtschaftskraft pro Kopf sind die immer noch zahlreichen Eingriffe des Staates in die Wirtschaft. So liegt Indien bei dem von der Heritage Foundation berechneten Index für die wirtschaftliche Freiheit unter 176 untersuchten Ländern nur auf Platz 128 (Chart 3). Dabei schneidet Indien in keinem der vier bei diesem Index berücksichtigten Untergruppen gut ab; besonders problematisch erscheinen aber die Bereiche "Größe der Regierung" und "Offenheit der Märkte". Von den anderen größeren Volkswirtschaften in Südost-Asien ist nur China bei diesem Ranking noch schlechter platziert.

**Chart 3 - Indiens Wirtschaft noch mit zahlreichen Schwachpunkten**

Platzierungen Indiens beim Index der wirtschaftlichen Freiheit und seinen Unterkomponenten unter 176 Ländern



Quelle: Heritage Foundation, Commerzbank-Research

So bremst der Staat an vielen Stellen den Strukturwandel. Ein Beispiel ist die Landwirtschaft, die immer noch für ein Sechstel der indischen Wirtschaftsleistung steht und vom Staat stark subventioniert wird. Dies konserviert die ineffizienten Strukturen. In den vergangenen sechs Jahren ist der Anteil der Landwirtschaft an der Beschäftigung sogar gestiegen. In der gleichen Zeit hat der Anteil der Industrie und des Dienstleistungssektors an der Beschäftigung abgenommen.

Gleichzeitig wird die Wirtschaft gegenüber der Außenwirtschaft immer noch in beträchtlichem Umfang abgeschirmt. So sind die Regelungen für ausländische Direktinvestitionen trotz der in den vergangenen Jahren erfolgten Lockerungen immer noch vergleichsweise restriktiv. Dies hat dazu beigetragen, dass in den vergangenen Jahren weniger Direktinvestitionen nach Indien geflossen sind, während die Investitionen zum Beispiel in den ASEAN-Staaten deutlich zugenommen haben (Chart 4).

**Chart 4 - Nur ein kleiner Teil der weltweiten Direktinvestitionen geht nach Indien**

Anteil an den weltweiten Direktinvestitionen, in Prozent



Quelle: UNCTAD, OECD, Commerzbank-Research

Strukturerhaltend wirken auch die vergleichsweise hohen Zölle, die Indien zum Schutz seiner Unternehmen erhebt. Hinzu kommen zahlreiche nicht-tarifäre Handelsbeschränkungen. Diese restriktive Außenhandelspolitik bremst nicht nur den Strukturwandel, sondern könnte kurzfristig auch zu einem Handelskonflikt mit den USA führen. Allerdings besteht hier auch die Chance, dass der Druck aus Washington die indische Regierung zu einer liberaleren Außenhandelspolitik zwingen wird, was kurzfristig die Wirtschaft belasten, sich langfristig aber wohl positiv auf die wirtschaftliche Entwicklung Indiens auswirken würde. Indien befindet sich bereits in Gesprächen mit den USA über ein mögliches Handelsabkommen zur Senkung des Zollsatzes und könnte eines der ersten Länder sein, mit dem die USA ein entsprechendes Abkommen schließen.

... die Infrastruktur teilweise weiter in schlechtem Zustand ist, ...

Nach den beträchtlichen Investitionen der vergangenen Jahre hat sich die Infrastruktur wie Straßen, Autobahnen und Brücken deutlich verbessert, in einigen Städten mehr als in anderen. Allerdings gibt es immer noch beträchtliche Probleme. So ist das Eisenbahnnetz veraltet, überlastet und nicht ausreichend mit Strom versorgt. Dies behindert den Güterverkehr, macht ihn teurer und bremst Indiens Bestreben, die verarbeitende Produktion und den Export zu verbessern. Auch die Energieinfrastruktur, das öffentliche Gesundheitswesen, das Bildungswesen, die Wasserversorgung und die Abwasserentsorgung müssten dringend ausgebaut werden.

... und Steuertransparenz und -vorhersehbarkeit bleiben ein Thema

Zuletzt gab es zudem Berichte über eine hohe Steuerforderung der Regierung in Höhe von 1,4 Milliarden US-Dollar an die lokale Tochtergesellschaft eines großen deutschen Automobilherstellers. Der Vorwurf lautet, dass die Tochtergesellschaft Importe fälschlicherweise als Autoteile klassifiziert habe, für die ein niedrigerer Zollsatz von 5-15 % gilt, anstatt als fast fertiggestellte Autos, für die ein höherer Zollsatz von 30-35 % gilt. Die Regierung behauptet, dass diese Praxis seit 2012 besteht.

Die anhaltenden Steuerstreitigkeiten dürften bei multinationalen Unternehmen (MNCs) Bedenken hinsichtlich der Transparenz und Vorhersehbarkeit der Steuerpraktiken Indiens heraufbeschwören. Im Bundeshaushalt vom Februar dieses Jahres schlug der Finanzminister Änderungen vor, um belastende Vorschriften zu vereinfachen, darunter die Vereinfachung internationaler Transaktionen und die Ausweitung der Safe-Harbour-Regeln (SHRs). Letztere zielen darauf ab, mehr Steuersicherheit zu schaffen und Rechtsstreitigkeiten für MNCs, die grenzüberschreitende Transaktionen tätigen, zu reduzieren. Dies wäre sicherlich ein Schritt in die richtige Richtung, dessen Umsetzung jedoch dauern und eine Herausforderung sein wird.



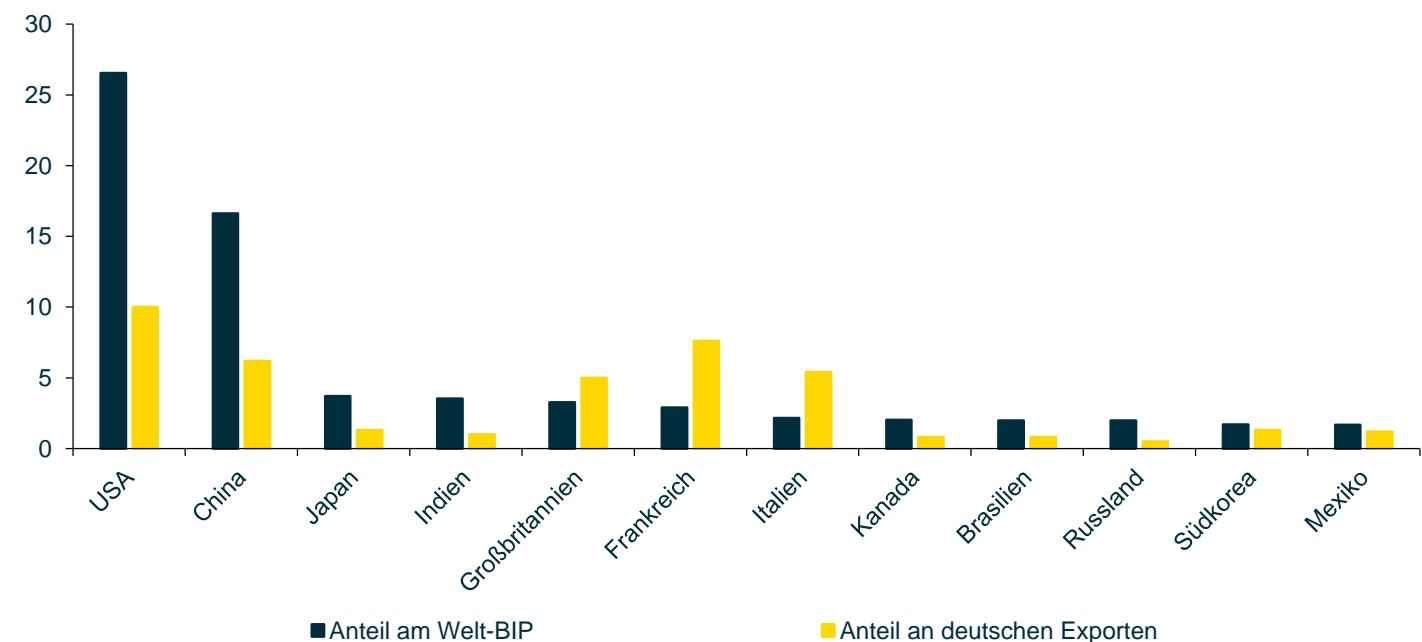
Fazit: Licht und Schatten

Somit bleibt ein gemischtes Bild: Ohne Frage wird die indische Wirtschaft in den kommenden Jahren weiter stark wachsen. Allerdings dürften die Zuwachsraten wegen der weiter bestehenden strukturellen Schwächen und einer gewissen Reformmüdigkeit der Politik, wie sie sich auch in der langsamen Umsetzung der neuen Arbeitsgesetzgebung zeigt, eher etwas niedriger ausfallen als in den vergangenen Jahren, sodass es noch lange dauern wird, bis das Pro-Kopf-BIP zu den anderen größeren Staaten in Asien halbwegs aufschließen wird. Ausländische Unternehmen brauchen in Indien daher einen langen Atem, um von zweifellos bestehenden hohen Chancen des Landes zu profitieren.

Für deutsche Unternehmen dürfte Indien vorerst eher als Produktionsstandort denn als Exportmarkt von Interesse sein. Der Anteil Indiens an den deutschen Exporten betrug im vergangenen Jahr gerade einmal 1% und war damit deutlich kleiner als der anderer großer Volkswirtschaften (Chart 5). Dies dürfte sich auch nur langsam ändern.

Chart 5 - Indien mit geringem Anteil an den deutschen Exporten

Anteil am weltweiten Bruttoinlandsprodukt (in US-Dollar) und an den deutschen Warenexporten, jeweils in Prozent



Quelle: Destatis, IWF Economic Outlook, 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 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 Kraemer^{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 9/5/2025 07:17 CEST fertiggestellt und am 9/5/2025 07:17 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 erforderlich.

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 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 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-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