



Was die Wahl für die Wirtschaft bedeutet

CDU und CSU werden aller Voraussicht nach die Bundestagswahl am Sonntag gewinnen und damit den Kanzler stellen. Allerdings dürfte die neue Regierungskoalition erneut aus Parteien bestehen, die sehr unterschiedliche wirtschaftspolitische Vorstellungen haben. Dies dämpft die Hoffnung, dass nach der Wahl die Schwächen des Standorts Deutschland spürbar verringert werden.

Dr. Ralph Solveen^{AC}

Friedrich Merz wird wohl Kanzler, ...

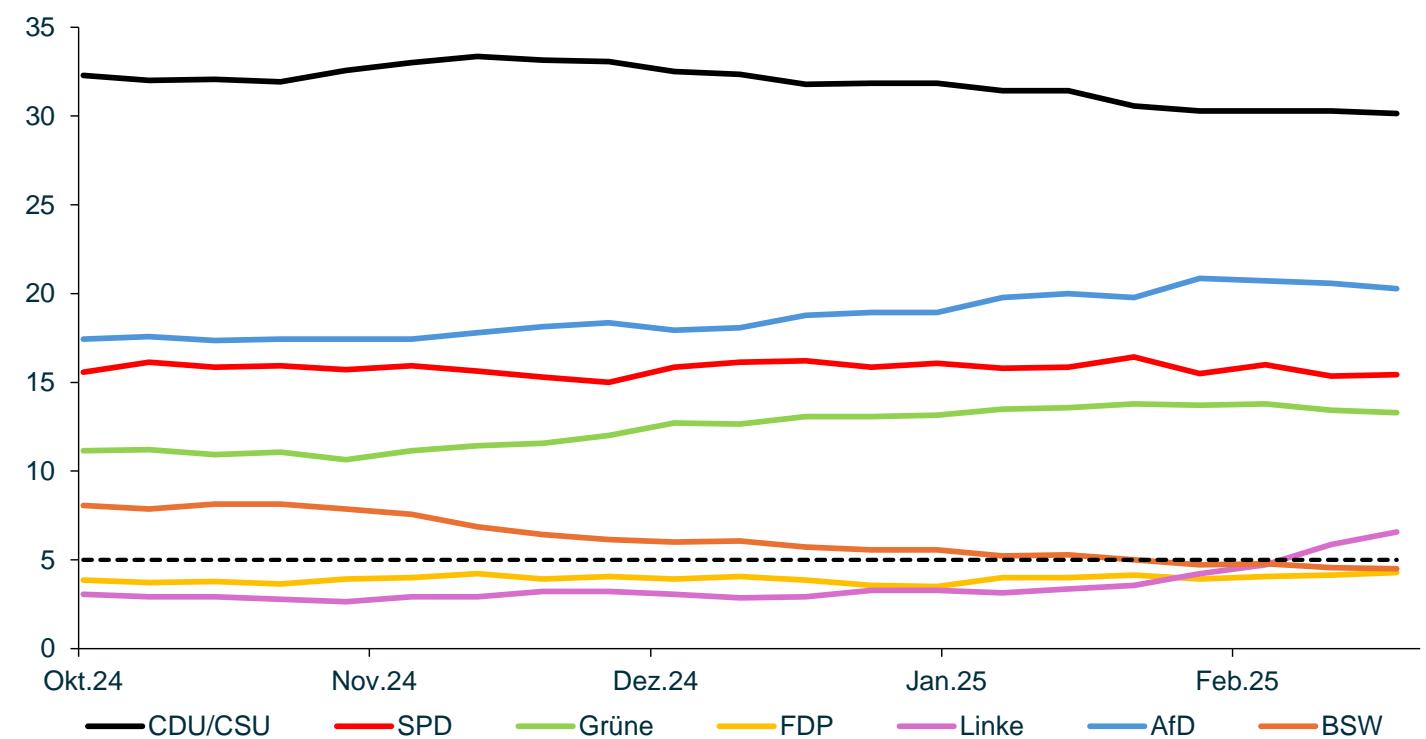
Kurz vor der Wahl zum Bundestag scheint eines klar: CDU/CSU werden diese Wahl deutlich gewinnen, und ihr Vorsitzender Friedrich Merz wird der nächste Kanzler sein. Denn trotz einer leichten Abwärtstendenz liegen die durchschnittlichen Umfragewerte der beiden Parteien immer noch knapp über 30% und damit deutlich über den Werten der anderen Parteien (Chart 1).

Auch bei den anderen "größeren" Parteien gab es in den vergangenen Wochen kaum Bewegung. Die AfD liegt klar an zweiter Position, dahinter folgen SPD und Grüne, wobei der Abstand zwischen den beiden Parteien recht gering ist.

Mehr Bewegung gab es zuletzt bei den "kleineren" Parteien. So haben sich die Umfragewerte der Linkspartei in den vergangenen Wochen deutlich verbessert; inzwischen spricht vieles dafür, dass diese Partei auch dem nächsten Bundestag angehören wird. Hingegen zeigt der Trend bei den Umfragewerten für das "Bündnis Sahra Wagenknecht" (BSW) weiter nach unten, sodass diese Partei inzwischen im Durchschnitt der von uns berücksichtigten sieben Meinungsforschungsinstituten unter 5% liegt. Letzteres gilt auch für die FDP, die zuletzt in zwei Umfragen allerdings wieder auf 5% taxiert wurde, was für den Einzug in den Bundestag reichen würde.

Chart 1 - CDU/CSU weiter klar vorne

Anteil der Parteien an den Stimmen bei der nächsten Bundestagswahl, Durchschnitt der jeweils aktuellsten Projektion von 7 Meinungsforschungsinstituten, in Prozent



Quelle: wahlrecht.de, Commerzbank-Research



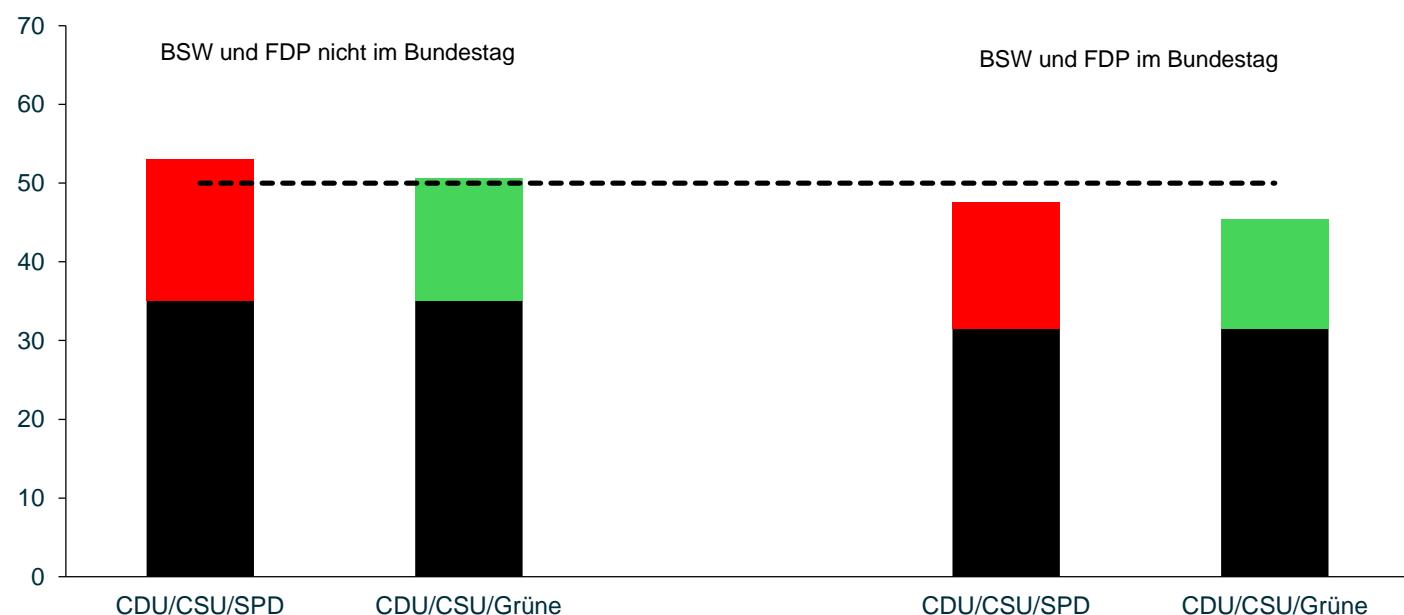
... aber mit welcher Koalition?

Ob BSW und FDP in das Parlament einziehen, könnte darüber entscheiden, welche Koalitionen gebildet werden. Scheitern beide an der 5%-Hürde, hätten auf Basis der jüngsten Umfragen CDU/CSU und SPD zusammen eine Mehrheit im Bundestag (Chart 2). Gleiches würde voraussichtlich für eine Kombination aus CDU/CSU und den Grünen gelten, wobei die Mehrheit allerdings sehr klein wäre.

Anders sähe es aus, wenn BSW und FDP im nächsten Bundestag vertreten wären. Dann müssten CDU/CSU und SPD sich voraussichtlich einen zusätzlichen Partner suchen, was dann wohl entweder die Grünen oder die FDP wären. Rechnerisch wäre wohl auch eine "Jamaika-Koalition" aus CDU/CSU, Grüne und FDP möglich. Allerdings hat die FDP eine Zusammenarbeit mit den Grünen ausgeschlossen.

Chart 2 - Abschneiden der kleineren Parteien entscheidet über Koalitionsmöglichkeiten

Anteile der Parteien an den Mandaten im Bundestag in Prozent, wenn BSW, FDP und Linkspartei an der 5%-Hürde scheitern (linke Säulen) oder sie alle mindestens 5% erhalten (rechte Säulen), auf Basis des Durchschnitts der aktuellsten Umfrage von 7 Instituten



Quelle: wahlrecht.de, Commerzbank-Research

Streit über Wirtschaftspolitik vorprogrammiert

Keine Mehrheit im Bundestag werden aller Voraussicht nach die "klassischen" Koalitionen aus CDU/CSU und FDP sowie SPD und Grüne haben. Damit steht jetzt schon so gut wie fest, dass in der neuen Koalition – wie zuvor auch in der "Ampel-Koalition" – Parteien zusammenarbeiten müssen, die unterschiedliche Vorstellungen davon haben, wie man die deutsche Wirtschaft wieder in Schwung bekommt. Dies dämpft die Hoffnung, dass die neue Bundesregierung tatsächlich durchgreifende Maßnahmen beschließen wird, um der deutschen Wirtschaft neuen Schwung zu geben.

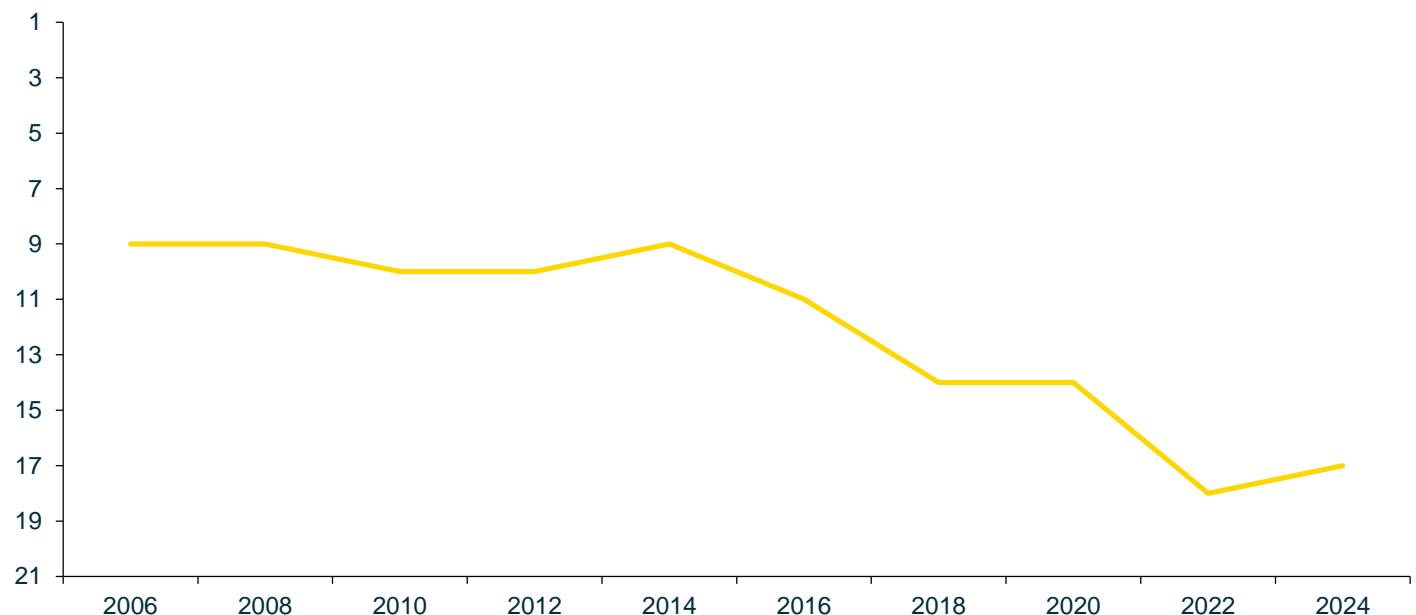
Wettbewerbsfähigkeit erodiert seit zehn Jahren ...

Dabei besteht dringender Handlungsbedarf. Dies zeigt nicht nur der Umstand, dass die deutsche Wirtschaft in den vergangenen fünf Jahren per Saldo nicht mehr gewachsen ist. Vielmehr belegen viele Studien, dass Deutschland als Standort deutlich an Wettbewerbsfähigkeit verloren hat. So ist Deutschland beim Länderindex der Stiftung Familienunternehmen seit 2014 stetig zurückgefallen. Lag es unter den 21 untersuchten Ländern bis dahin im Mittelfeld, befindet es sich nun in der Rangliste sehr weit hinten (Chart 3). Dabei kann wenig trösten, dass mit Frankreich, Spanien und Italien die anderen großen Volkswirtschaften des Euroraums noch schlechter abschneiden.



Chart 3 - Standort Deutschland im Abwärtstrend ...

Platzierungen Deutschlands beim "Länderindex Familienunternehmen" unter 21 Ländern



Quelle: Stiftung Familienunternehmen, Commerzbank-Research

Handlungsbedarf bei Infrastruktur und Energie, ...

Bei einem Blick auf die Unterkomponenten des Index zeigt sich, dass Deutschland bei zwei Bereichen, die häufig als dringende Problemfelder genannt werden, nicht am Ende der Tabelle, sondern eher im Mittelfeld platziert ist: Bei der Infrastruktur und bei Energie (Chart 4). Dabei wirkt sich die in vielen Bereichen noch vorhandene Substanz positiv aus. So wird das Ergebnis im Bereich der Energie durch die bisher sehr hohe Versorgungssicherheit positiv beeinflusst, wo Deutschland den Spitzenplatz einnimmt. Bei den Strompreisen hängt das Ergebnis sehr stark vom Verbrauch des jeweiligen Unternehmens ab. Insbesondere bei energieintensiven Unternehmen sind die Kosten deutlich höher als in einer Reihe von anderen Ländern, wobei die Unterschiede zu den USA größer sind als zum Durchschnitt der europäischen Länder.

Der Unterpunkt Infrastruktur profitiert zum einen davon, dass hier auch Faktoren wie die Rechtssicherheit und eine weitgehend funktionierende Korruptionskontrolle berücksichtigt werden. Aber auch die Transportinfrastruktur im engeren Sinne schneidet besser ab als mancher wohl erwarten würde. Zwar wird der Zustand eher schlecht beurteilt, was aber teilweise durch die gute Erschließung ausgeglichen wird.

Dies heißt nicht, dass es in diesen Bereichen keinen Handlungsbedarf gibt. Denn ohne Investitionen in das Stromnetz und Reservekapazitäten bei den Kraftwerken könnte die Versorgungssicherheit bei einem weiteren Ausbau der erneuerbaren Energien gefährdet werden, und ohne Investitionen in die Transportinfrastruktur dürfte deren Verfall die prinzipiell gute Erschließung der Regionen mehr als ausgleichen. Die größten Schwachpunkte des Standorts Deutschland liegen aber nach der Studie woanders.



Chart 4 - ... mit Schwächen insbesondere bei Steuern, Arbeitskosten und Regulierung

Platzierungen Deutschlands in den Jahren 2014, 2022 und 2024 beim "Länderindex Familienunternehmen" und dessen Unterkomponenten unter 21 Ländern



Quelle: Stiftung Familienunternehmen, Commerzbank-Research

... aber wesentlich dringender bei Steuern, Arbeitskosten und Regulierung

Denn der Abstieg in der Rangliste liegt in erster Linie an drei anderen Bereichen, bei denen Deutschland inzwischen sehr schlecht abschneidet: Bei den Steuern, den Arbeitskosten/Humankapital sowie der Regulierung. Dabei liegt dies nicht unbedingt an einer absoluten Verschlechterung der Situation in Deutschland, sondern darin, dass andere Länder gehandelt haben, die deutsche Regierung aber nicht. So haben in den vergangenen Jahren viele Länder die Steuersätze für Unternehmen gesenkt, während sie in Deutschland unverändert blieben.

Werden die Schwächen nach der Wahl angegangen?

Einige der in dieser Studie identifizierten Schwachpunkte werden in den meisten Wahlprogrammen auch an prominenter Stelle genannt. So wollen die meisten Parteien die Energiekosten senken, mehr in die Infrastruktur investieren und die Bürokratie abbauen. Bei dem "wie" gibt es aber häufig Unterschiede. So wollen viele Parteien kurzfristig die Stromsteuer senken und die bisher in den Strompreisen enthaltenen Netzkosten auf den Staat überwälzen. Allerdings gibt es durchaus Unterschiede bei den Vorstellungen, wie die Strompreise langfristig durch einen Ausbau des Angebots verringert werden können.

Beim Bürokratieabbau dürfte es deutliche Meinungsunterschiede geben, welche Regulierung entbehrlich ist. Nicht umsonst steht dieser Punkt schon seit vielen Jahren in den Wahlprogrammen, und trotzdem hat sich die Situation bis zuletzt verschlechtert.

Zwei der Schwachpunkte im Standortranking werden hingegen von einem Teil möglicher Regierungsparteien nicht als vordringlich angesehen. So fordern SPD und Grüne zwar eine Entlastung niedrigerer Einkommen, den Spaltensteuersatz wollen sie aber eher erhöhen, was auch viele Unternehmen treffen würde. Ein niedrigerer Körperschaftssteuersatz steht bei ihnen, anders als bei CDU/CSU und FDP, nicht auf der Tagesordnung. Dagegen wollen sie den Standort Deutschland für Unternehmen unter anderem durch eine Prämie für Investitionen – also Subventionen – attraktiver machen.

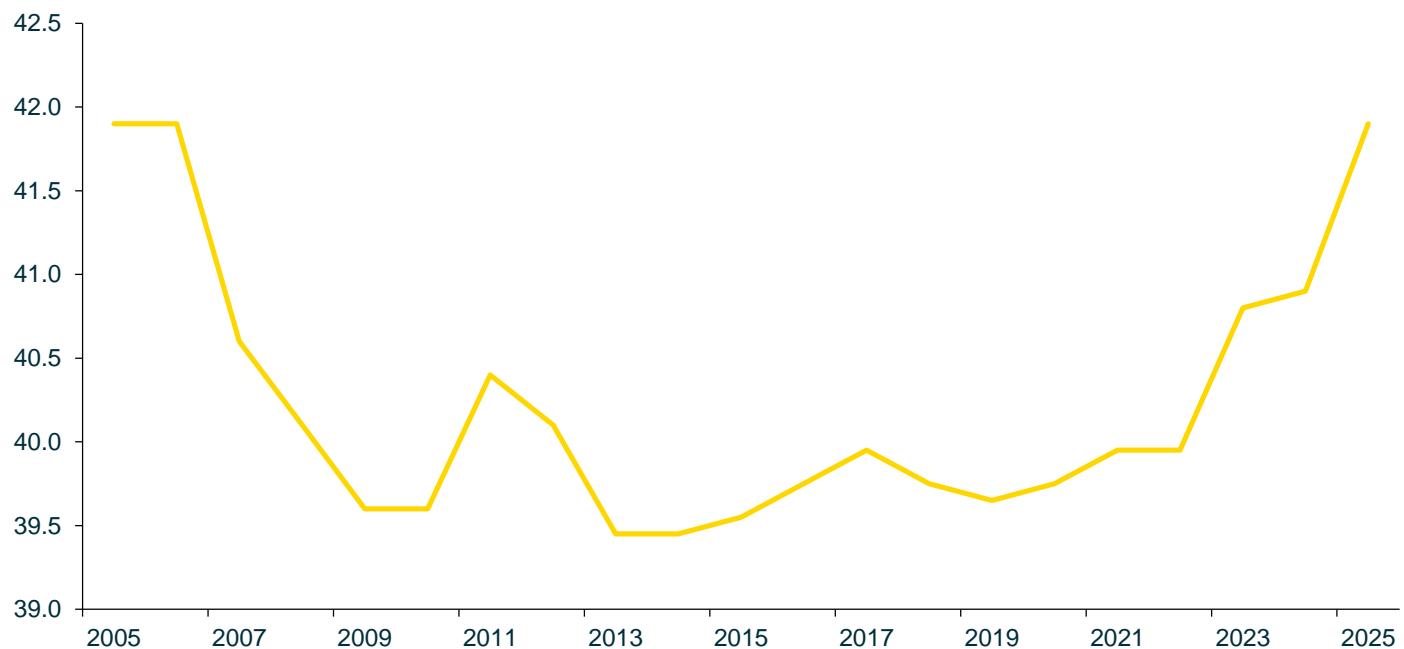
Stiefmütterlich behandelt werden in den Programmen wichtige Aspekte des Themas "Arbeitskosten und Humankapital". Zwar fordern alle Parteien mehr Ausgaben für Bildung, die sich allerdings wohl nur langfristig positiv auswirken würden.^[1] Zu den hohen Arbeitskosten findet sich allerdings nur wenig in den Programmen. Zwar wollen sich CDU und CSU bei den in den letzten zwei Jahren deutlich gestiegenen Sozialversicherungsbeiträgen (Chart 5) "wieder auf die 40% hinbewegen". Konkrete Vorschläge hierfür gibt es aber kaum. Auch bei Grünen und SPD spielen die hohen Arbeitskosten als Probleme für die Wirtschaft praktisch keine Rolle. Vielmehr soll der Mindestlohn auf 15 Euro pro Stunde angehoben werden, und die versprochene Stabilisierung des Rentenniveaus bei 48% des



Durchschnittseinkommens würde die Beiträge zur Rentenversicherung wegen der demographischen Entwicklung in den kommenden Jahren deutlich steigen lassen.

Chart 5 - Sozialversicherungsbeiträge deutlich gestiegen

Beiträge zu den Sozialversicherungen, in Prozent



Quelle: www.sozialpolitik.de, Bundesministerium für Arbeit und Soziales, Commerzbank-Research

Lockeung der Schuldenbremse – Heilt mehr Geld alle Probleme?

Am ehesten dürfte die nächste Koalition bei den Punkten Energie und Infrastruktur für Verbesserungen sorgen. Auf Investitionen in diesen Bereichen dürften sie sich am ehesten einigen können. Allerdings müsste hierfür die Finanzierungsfrage gelöst werden, zumal hohe zusätzliche Ausgaben für die Verteidigung anfallen werden. Darum wird der Druck nach der Wahl groß sein, die Vorgaben des Grundgesetzes für die Neuverschuldung zu lockern. Dabei halten wir zumindest auf kurze Sicht ein oder zwei zusätzliche Sondervermögen für diese beiden Bereiche für wahrscheinlicher als eine formale Lockerung der Schuldenbremse (siehe auch [hier](#)).

Ein größerer Spielraum für zusätzliche Schulden könnte der Koalition auch helfen, in anderen Feldern zu einer Einigung zu kommen. Denn ist mehr Geld vorhanden, müsste eine künftige Bundesregierung weniger Prioritäten setzen, sodass alle Partner ein Teil ihrer Vorstellungen gleichzeitig umsetzen könnten, was die Koalition sicherlich stabilisieren würde. Allerdings wäre dies nur eine vorübergehende Lösung, die mit einer noch höheren Verschuldung des Staates und Belastungen in der Zukunft erkauft würde. Zudem würde dies den Bundeshaushalt und damit den Einfluss des Staates auf die Wirtschaft weiter steigen lassen, was auf Dauer wohl kaum zu einer effizienteren Verwendung der volkswirtschaftlichen Ressourcen führen würde.

[1] Im Bereich "Humankapital" wird die Situation in Deutschland in der Studie bei einem Punkt zu schlecht beurteilt. Denn einer von drei Punkten ist der Anteil der Arbeitnehmer mit Hochschulabschluss, bei dem Deutschland unter den 21 Ländern nur den 16. Platz erreicht. Allerdings wird hierbei dem hohen Anteil der betrieblichen Ausbildung keine Rechnung getragen, deren Qualität häufig gerade als Standortvorteil Deutschlands genannt wird. Darum könnte der Handlungsbedarf im Bereich Bildung nicht ganz so groß sein wie es die Studie zeigt. ([zurück zum Text](#))



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

Dr. Jörg Krämer
Chefvolkswirt
+49 69 136 23650

Economic Research

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

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

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

Dr. Vincent Stamer (Euroraum, Welthandel)
+49 69 9353 45800

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

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

Tung On Tommy Wu (China)
+65 6311 0166

Zins und Credit Research

Christoph Rieger (Leiter)
+49 69 9353 45600

Michael Leister (Leiter Zinsen)
+49 69 9353 45610

Rainer Guntermann
+49 69 9353 45629

Hauke Siemßen
+49 69 9353 45619

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

Marco Stöckle
(Leiter Credit)
+49 69 9353 45620

FX & Commodities Research

Ulrich Leuchtmann (Leiter)
+49 69 9353 45700

Antje Praefcke (FX)
+49 69 9353 45615

Tatha Ghose (FX)
+44 20 7475 8399

Charlie Lay (FX)
+65 63 110111

Michael Pfister (FX)
+49 69 9353 45614

Volkmar Baur (FX)
+49 69 9353 26854

Thu-Lan Nguyen (FX, Rohstoffe)
+49 69 9353 45617

Carsten Fritsch (Rohstoffe)
+49 69 9353 45647

Barbara Lambrecht (Rohstoffe)
+49 69 9353 45611

Tung On Tommy Wu (China)
+65 63110166

Weitere Publikationen (in Auszügen)

Economic Research: Economic Briefing (zeitnahe Kommentierung wichtiger Indikatoren und Ereignisse)
Economic Insight (Umfassende Analyse ausgewählter Themen)
Konjunktur und Finanzmärkte (Chart-Buch, das monatlich unser weltwirtschaftliches Bild darstellt)

Commodity Research: Rohstoffe Aktuell (Kommentar und Nachrichten zu Rohstoffmärkten, zweimal pro Woche)
Rohstoffe kompakt (umfassende Analyse und Prognosen zu Rohstoffmärkten)

Zins und Credit Research: Ahead of the Curve (Flaggschiffpublikation mit Analysen und Strategien für die globalen Rentenmärkte)
European Sunrise (täglicher Marktkommentar für die Europäischen Rentenmärkte)
Covered Bond Weekly (wöchentliche Übersicht und Analysen für die Covered Bond-Märkte)
Rates Radar (ad-hoc Specials und Handelsideen für die Rentenmärkte)

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

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



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 21/2/2025 07:21 MEZ fertiggestellt und am 21/2/2025 07:21 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 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 Kurserwicklung 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 25.01

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