



Finanzpaket – mehr Wachstum oder mehr Inflation?

Das Finanzpaket von mehr als 1200 Mrd Euro stellt einen gewaltigen Fiskalimpuls dar. Wir analysieren, ob der auf Pump finanzierte Anstieg der Nachfrage auf eine Volkswirtschaft mit viel oder wenig freien Kapazitäten trifft. Am Ende dürfte ein beträchtlicher Teil des Pakets in höheren Preisen verpuffen.

Dr. Jörg Krämer^{AC}

Ein gewaltiger Fiskalimpuls

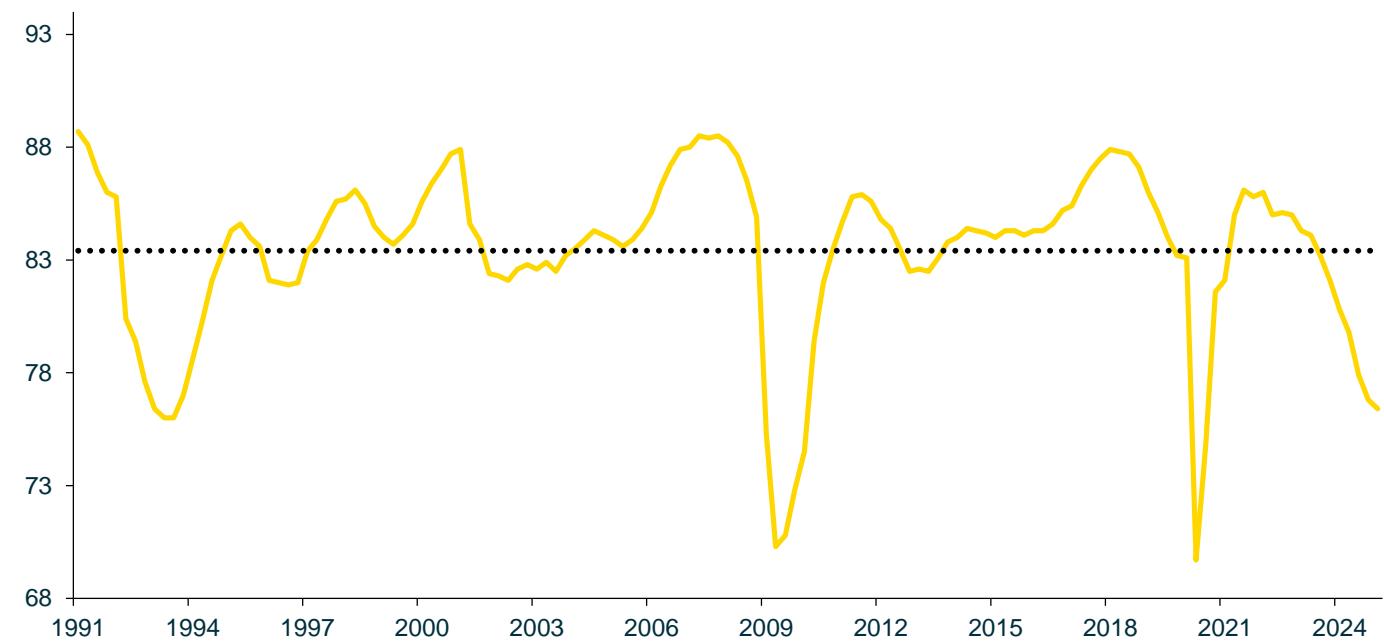
Das Finanzpaket sieht für die kommenden zwölf Jahre zusätzliche Ausgaben für Infrastruktur in Höhe von 500 Mrd Euro vor, wobei jeweils 100 Mrd an den Klima- und Transformationsfonds und an die Bundesländer fließen. Außerdem dürften die Änderungen an der Schuldenbremse dazu führen, dass die Verteidigungsausgaben von derzeit 2% des Bruttoinlandsprodukts mittelfristig auf 3,5% steigen, was in Preisen von heute über zwölf Jahre zu Mehrausgaben von insgesamt 750 Mrd Euro führen würde. Alles in allem geht es – abhängig von der Inflation – um deutlich mehr als 1200 Mrd Euro, was pro Jahr rund 2 1/4% des Bruttoinlandsprodukts entspricht. Es handelt sich also um einen gewaltigen Fiskalimpuls.

Niedrig ausgelastete Kapazitäten, ...

Ob die massiv expansive Fiskalpolitik in den kommenden Jahren die Konjunktur anschiebt oder in höheren Preisen verpufft, hängt davon ab, ob der auf Pump finanzierte Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage auf eine Volkswirtschaft mit viel oder wenig freien Kapazitäten trifft. Auf den ersten Blick sind die Kapazitäten des verarbeitenden Gewerbes in Deutschland verglichen mit den zurückliegenden gut 30 Jahren weit unterdurchschnittlich ausgelastet, wenn man sich auf die entsprechenden Umfragen des Ifo-Instituts stützt (Chart 1).

Chart 1 - Deutsche Industrie mit niedrig ausgelasteten Kapazitäten

Umfrageergebnisse unter deutschen Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes zur Auslastung der Anlagen, in %



Quelle: Europäische Kommission, Commerzbank-Research

... aber nach wie vor ein Mangel an Fachkräften, ...

Allerdings leiden die Unternehmen Umfragen zufolge noch immer unter einem Mangel an Fachkräften. Zwar ist der Anteil der Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe deutlich gesunken, die sich in ihrer Geschäftstätigkeit durch einen Mangel an Fachkräften beeinträchtigt sehen. Aber der Anteil liegt noch immer deutlich über dem langjährigen Durchschnitt (Chart 2). Das erklärt auch,

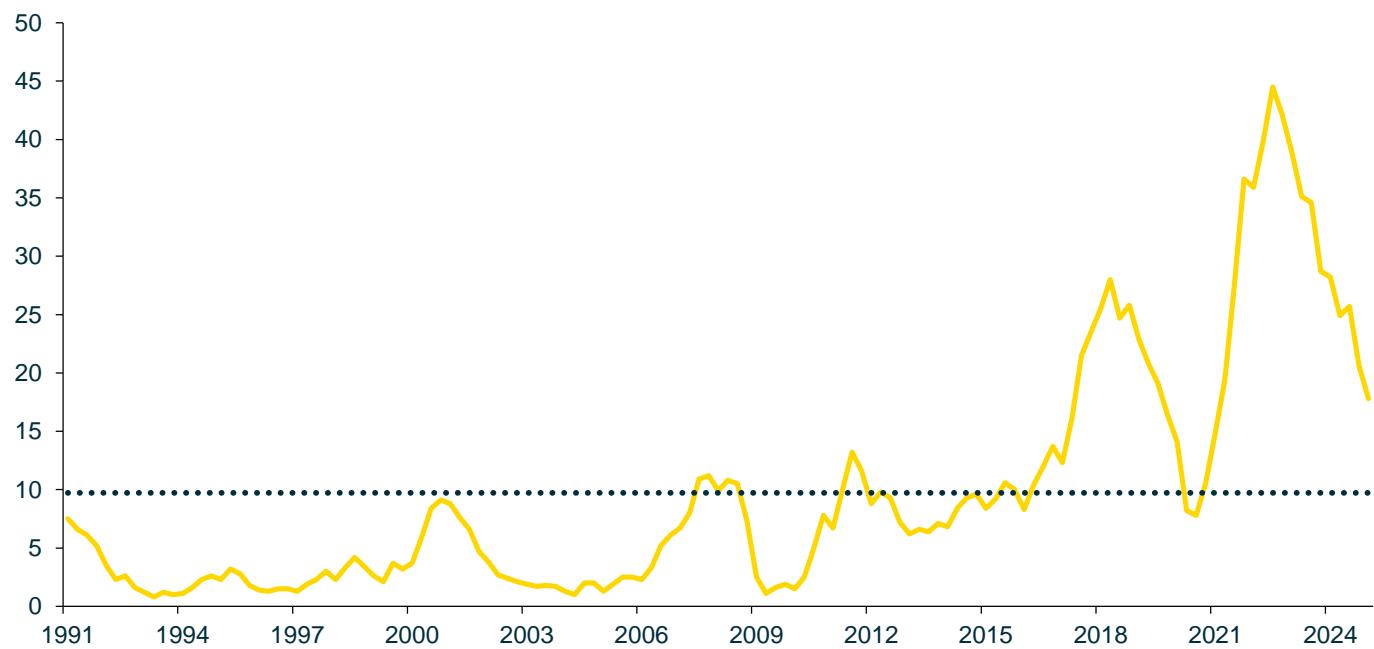


warum viele unserer mittelständischen Kunden aus dem verarbeitenden Gewerbe in Gesprächen noch immer über einen Mangel an Fachkräften klagen.

Im Tiefbau, der in Zukunft viele zusätzliche Staatsaufträge erhalten dürfte, haben in den vergangenen zwölf Monaten sogar fast ein Drittel der Unternehmen über einen Mangel an Arbeitskräften geklagt (Chart 3). Das sind fast so viele wie beim Hochpunkt im Jahr 2022 und deutlich mehr als über den größten Teil der vergangenen 30 Jahr.

Chart 2 - Der Fachkräftemangel in der Industrie bleibt über dem langfristigen Durchschnitt

Anteil der vom Fachkräftemangel betroffenen Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe in Deutschland, gepunktete Linie: Durchschnitt seit 1991, in %

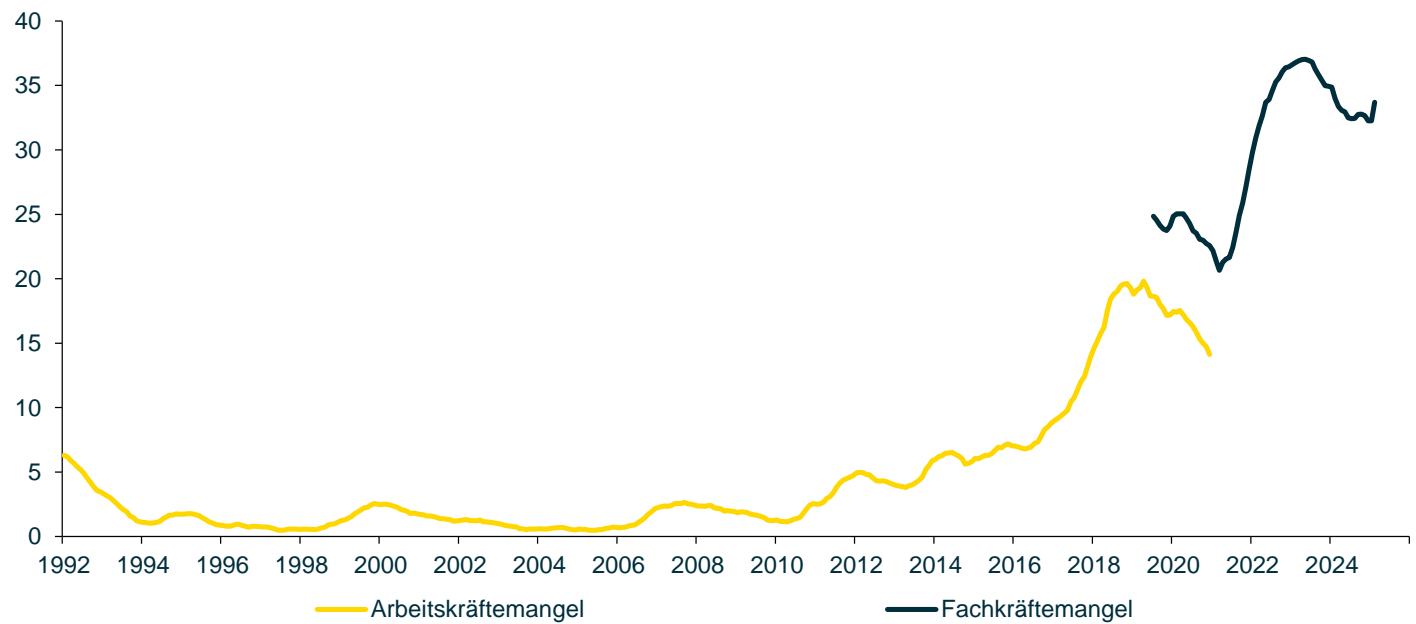


Quelle: ifo Institut, Commerzbank-Research



Chart 3 - Viele Tiefbauunternehmen suchen Mitarbeiter

Tiefbau, Anteil der vom Fachkräftemangel/Arbeitskräftemangel betroffenen Tiefbauunternehmen, Monatswerte, Durchschnitt der letzten 12 Monate, in %



Quelle: Ifo, Commerzbank-Research

... der sich in den kommenden Jahren verschärfen wird

Hinzu kommt, dass sich die erwähnten Umfragen auf das Hier und Jetzt beziehen. Aber die Nachfrage nach mehr Rüstung und Infrastruktur wird nicht bereits in diesem Jahr zulegen, sondern erst vom nächsten Jahr an:

- Im Bereich der Rüstung dauert es erfahrungsgemäß lange, bis Rüstungsgüter bestellt, produziert und ausgeliefert werden. So hat der 2022 geschaffene Sonderhaushalt ("Sonervermögen") für die Bundeswehr in Höhe von 100 Mrd Euro bisher nur 23,6 Mrd Euro an Schulden aufgenommen, also maximal diesen Betrag in Form von An- und Abschlagszahlungen an die Rüstungsfirmen ausgezahlt (Chart 4).
- Im Bereich der Infrastruktur im engeren Sinne (Brücken, Straßen, Schienen, Gebäude) dauert es häufig mehrere Jahre, bis Baurecht geschaffen ist, ohne dass wie bei LNG-Terminals ein Beschleunigungsgesetz in Sicht ist.

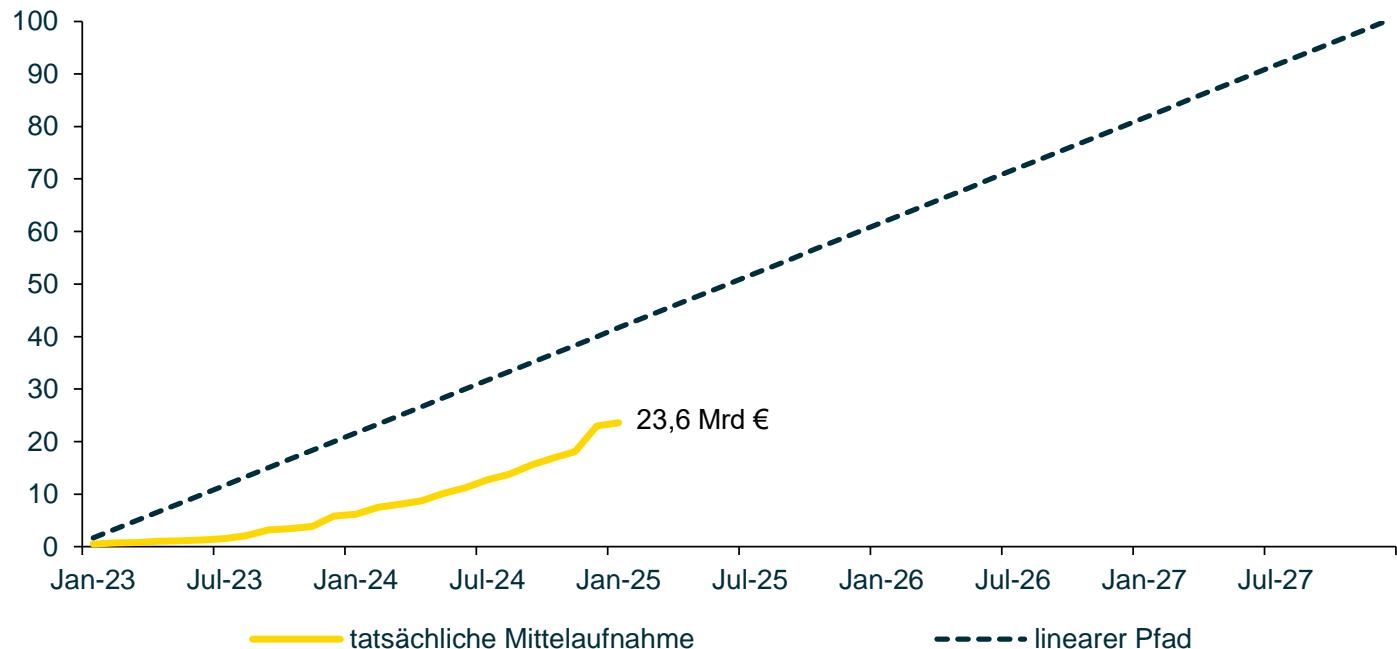
Wenn die Nachfrage erst vom kommenden Jahr an zulegt, dürfte sich der Fachkräftemangel aus zwei Gründen verschärft haben:

- Dass zuletzt nicht mehr ganz so viele Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe über Fachkräftemangel klagen, liegt auch daran, dass die zurückliegenden massiven Zinserhöhungen der EZB und anderer westlicher Zentralbanken die Konjunktur gedämpft haben. Diese zyklische Belastung dürfte in den kommenden Quartalen wegen der Leitzinssenkungen nachlassen, so dass auch deshalb die Nachfrage nach Fachkräften wieder steigen dürfte.
- Die Zahl der Menschen im erwerbsfähigen Alter wird in Deutschland nach einer Projektion des Statistischen Bundesamtes bis 2030 trotz Zuwanderung jährlich um mehr als 300 Tausend oder gut 0,5% sinken.



Chart 4 - Die Aufrüstung verläuft langsam

Tatsächliche Mittelaufnahme des Sondervermögens Bundeswehr und linearer Finanzierungspfad, in Mrd. Euro



Quelle: DFA, Commerzbank-Research

Neustart in der Wirtschaftspolitik?

Alles in allem wird die durch Schulden angefachte Nachfrage vom kommenden Jahr an auf eine Volkswirtschaft mit Fachkräftemangel treffen. Dagegen mag man einwenden, dass das Finanzpaket und die angestrebten wirtschaftspolitischen Entscheidungen die Standortqualität verbessern und damit das Wachstum der Produktivität erhöhen werden, wodurch Arbeit weniger knapp würde. Aber wir bezweifeln, dass es dazu kommen wird:

- Infrastruktur: Es ist gut, dass in Zukunft viel Geld für Infrastruktur bereitgestellt wird, auch wenn es nicht ausschließlich in Straßen, Brücken, Schienen und Gebäude fließen wird. Aber leider findet sich im **Sondierungspapier** von Union und SPD kein Wort zu einem Gesetz, um die quälend langsamen Genehmigungsverfahren für Infrastrukturvorhaben zu beschleunigen und die unterbesetzten Bauämter aufzustocken. Die Situation wird sich wohl nur langsam verbessern.
- Unternehmenssteuern: Im Sondierungspapier ist nur die Rede von einem "Einstieg" in eine Unternehmenssteuerreform in der kommenden Legislaturperiode. Offenbar genießt dieses Projekt keine hohe Priorität, obwohl es für die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen wichtig ist.
- Energiepolitik: Laut dem Sondierungspapier sollen in Zukunft mehr energieintensive Unternehmen vom subventionierten Industriestrompreis profitieren. Für alle Unternehmen sollen die Stromsteuer und die Netzentgelte gesenkt werden. Das ist für sich genommen positiv, wobei Energie in Deutschland teuer bleiben wird.
- Lohnnebenkosten: Die Sozialversicherungsbeiträge der Unternehmen dürften in den kommenden Jahren weiter deutlich steigen, weil die künftigen Koalitionspartner das Renteneintrittsalter trotz einer steigenden Lebenserwartung nicht erhöhen möchten und eine Senkung des Rentenniveaus ausschließen. Außerdem wird die Frühverrentung weiter subventioniert.
- Bürokratie: Hier finden sich im Sondierungspapier nur Absichtserklärungen, aber wenig Konkretes.

Alles in allem dürfte es in den kommenden Jahren zu einer gewissen Verbesserung der öffentlichen Infrastruktur kommen. Aber wir erwarten keinen wirtschaftspolitischen Neustart in der Breite. Das Produktivitätswachstum bleibt niedrig, Fachkräfte bleiben tendenziell knapp.



Fazit: Die Konjunktur wird nur moderat profitieren

Die kreditfinanzierte massiv gestiegene Nachfrage nach Rüstungsgütern und Infrastruktur wird vom kommenden Jahr an auf eine Volkswirtschaft mit Fachkräftemangel treffen. Ein beträchtlicher Teil der Mehrausgaben von jährlich gut 2% des Bruttoinlandsprodukts wird also in höheren Preisen verpuffen. Das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt dürfte deutlich weniger steigen, als es die Mehrausgaben vermuten lassen. So hatten wir unsere deutsche Wachstumsprognose für das kommende Jahr vor zwei Wochen nur moderat von 1,0% auf 1,5% angehoben.

Was machen die Märkte daraus?

Anleger und Marktbeobachter vor allem aus dem angelsächsischen Bereich haben teilweise enthusiastisch auf die faktische Aushebelung der Schuldenbremse reagiert. Deutschland habe sich von fiskalischen Fesseln befreit. Jetzt könnten nicht nur einzelne Branchen wie Rüstung oder Tiefbau durchstarten (eine berechtigte Annahme), sondern die gesamte deutsche Wirtschaft, was wir aus den oben genannten Gründen nicht erwarten. Aber es kann durchaus mehr als ein Jahr dauern, bis sich der Enthusiasmus der Anleger legt.

An den Rentenmärkten war die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen in der Woche, als das Finanzpaket angekündigt worden war, so stark gestiegen wie noch nie seit Anfang der 90er Jahre. Zum einen haben die Rentenanleger sehr positive Erwartungen, was die konjunkturelle Wirkung des Fiskalpakets anbelangt, weshalb sie nun etwas weniger Zinssenkungen durch die EZB erwarten. Zum anderen dürfte das Verhältnis der Staatsschulden zum nominalen Bruttoinlandsprodukt in den kommenden zwölf Jahren von zuletzt 63% in Richtung 90% steigen, so dass die Anleger höhere Risikoprämien verlangen. Aber nach dem jüngsten Ausverkauf dürften sich die Rentenmärkte in den kommenden Monaten erst einmal entspannen und die Renditen wieder etwas fallen. Schließlich dürfte der Bund für dieses Jahr noch nicht viel mehr Anleihen emittieren. Aber auf die längere Sicht (12 Monate und mehr) sehen wir durchaus höhere Anleiherenditen. Schließlich dürften parteipolitische Gegensätze auch in anderen Ländern des Euroraums tendenziell durch mehr Schulden übertüncht werden. Außerdem wird sich die Inflation im Euroraum am Ende wohl über 2% einpendeln.



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 21/3/2025 07:12 MEZ fertiggestellt und am 21/3/2025 07:12 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