



## Deutschland – Warten auf die Wende

Wegen der erodierten Standortqualität ist unsere Konjunkturprognose für Deutschland seit langem niedriger als die der meisten Volkswirte. Trotzdem dürfte die Konjunktur im kommenden Jahr ein wenig anziehen, weil der Gegenwind von der Geldpolitik und dem zurückliegenden Inflationsschock allmählich nachlässt.

| Dr. Ralph Solveen

### Anhaltende Schwäche der deutschen Wirtschaft ...

In den vergangenen Wochen gab es wieder eine Reihe schlechter Nachrichten von der deutschen Wirtschaft. Im zweiten Quartal ist sie leicht geschrumpft, der Start in das dritte Quartal fiel mit einem Minus von 2,4% bei der Industrieproduktion sehr schwach aus, und der erneute Rückgang der Stimmungsindikatoren macht wenig Hoffnung, dass die Zahlen schnell deutlich besser ausfallen werden.

### ... rückt strukturelle Probleme in den Mittelpunkt, ...

Damit wird die Wirtschaftsleistung Deutschlands wohl auch im zweiten Halbjahr nicht höher sein als vor der Pandemie. Angesichts dieser seit fünf Jahren andauernden Stagnation – wenn man von dem zwischenzeitlichen durch die Corona-Pandemie verursachten Einbruch absieht – gewinnt die Überzeugung immer mehr Anhänger, dass diese schwache Entwicklung strukturelle Ursachen hat. Tatsächlich zeigen Studien, dass der Standort Deutschland in den vergangenen Jahren im Verhältnis zu anderen Ländern immer weiter an Attraktivität verloren hat. (für eine Studie siehe [hier](#))

### ... die auch kaum schnell überwunden werden dürften

Als Antwort auf die Diskussion um die Probleme des Standorts Deutschland hat die Bundesregierung eine "Wachstumsinitiative" gestartet. Viele der dort aufgelisteten 49 Punkte weisen sicherlich in die richtige Richtung. Allerdings ist unsicher, ob sie tatsächlich alle umgesetzt werden, und es lässt sich aus heutiger Sicht kaum sagen, ob sie das Wachstum spürbar anschieben werden. Zudem zeigt die Erfahrung, dass solche eher strukturellen Maßnahmen erst mit zeitlicher Verzögerung ihre Wirkung entfalten. Damit spricht vieles dafür, dass diese Maßnahmen der Wirtschaft zumindest in diesem Jahr und auch über weite Strecken des kommenden Jahres kaum nennenswerte Impulse geben dürften, von dieser Seite eine Wende zum Besseren also nicht ausgelöst werden dürfte.

### Aber: Belastung durch Geldpolitik lässt nach, ...

Allerdings ist die lang anhaltende Schwäche der deutschen Wirtschaft nicht nur auf diese strukturellen Faktoren zurückzuführen, sondern auch auf andere Belastungen. Als Erstes ist hier die Geldpolitik zu nennen, die 2022 und 2023 im Euroraum und allen anderen westlichen Industrieländern massiv gestraft wurde. Eine [Studie der EZB](#) zeigt zudem, dass der Effekt der Geldpolitik auf die kapitalintensive Industrie deutlich größer ist als auf die Dienstleistungen, sodass die deutsche Wirtschaft angesichts des recht hohen Anteils der Industrie an ihrer Wertschöpfung stärker unter den Zinserhöhungen gelitten haben dürfte als die meisten anderen Volkswirtschaften des Euroraums. Zudem ist die deutsche Industrie besonders stark im Bereich der Investitionsgüter positioniert, wo die Nachfrage im In- und Ausland besonders stark unter den ungünstigeren Finanzierungsbedingungen gelitten hat.

Nach und nach dürfte der Gegenwind von der Geldpolitik allerdings abnehmen. Denn die Zinserhöhungen liegen zum allergrößten Teil mehr als ein Jahr zurück, sodass sich die Wirtschaft zunehmend an das höhere Zinsniveau angepasst haben dürfte. Außerdem hat die EZB ihre Leitzinsen schon zwei Mal reduziert, und der Markt preist weitere Zinssenkungen ein. Damit dürfte die Belastung durch die zurückliegenden Zinserhöhungen im kommenden Jahr nachlassen, auch wenn sich die Produktion im zinsensitiven Hochbau noch nicht vollständig an das deutlich niedrigere Niveau der Auftragseingänge angepasst hat.

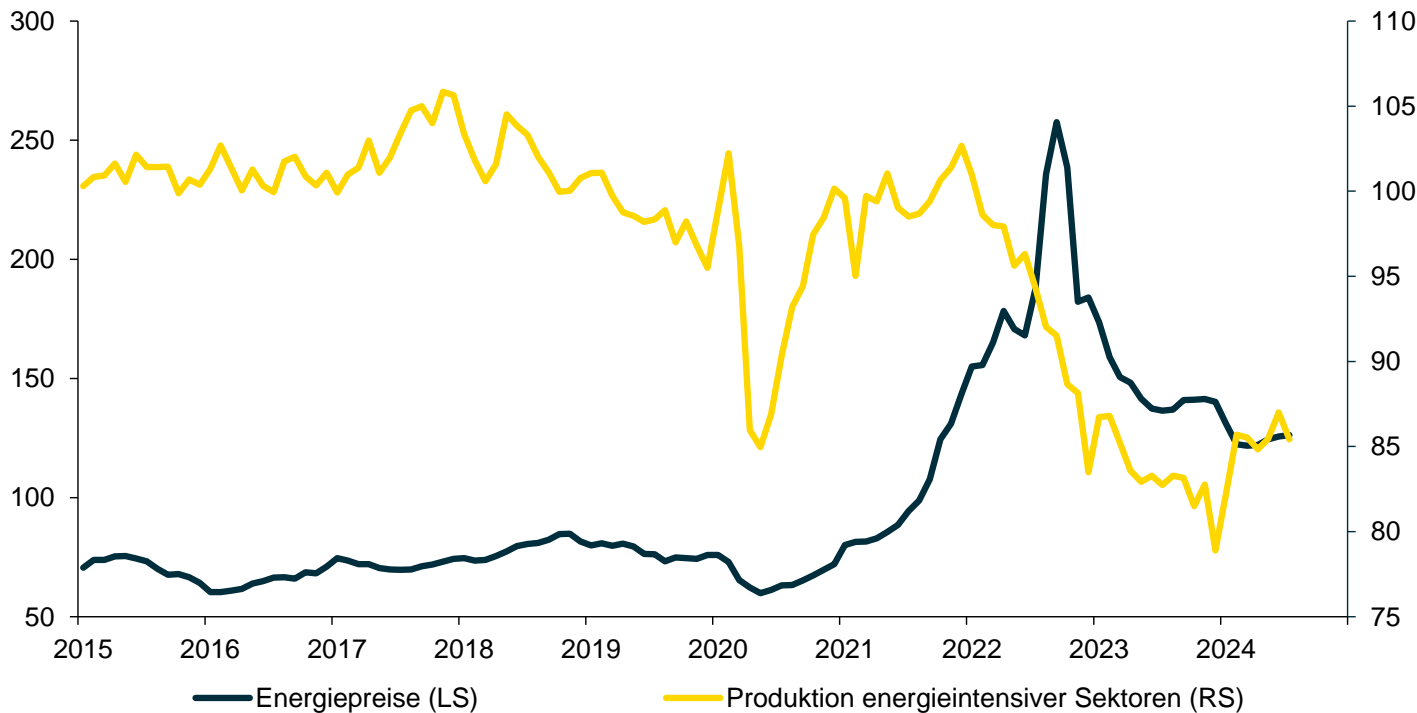
### ... wie auch die durch höhere Energiepreise

Mit den Energiepreisen dürfte auch ein anderer Belastungsfaktor für die Konjunktur an Bedeutung verlieren. Ihr explosionsartiger Anstieg in den Jahren 2021 und 2022 hat ohne Frage maßgeblich dazu beigetragen, dass die Produktion in den energieintensiven Sektoren der Industrie zuletzt deutlich niedriger war als im Sommer 2022 (Chart 1). Trotz des Rückgangs in den vergangenen beiden Jahren sind die Energiekosten zwar immer noch deutlich höher als vor der Pandemie, was die Attraktivität des Standorts Deutschland gerade gegenüber der USA und China sicherlich verringert hat und auf lange Sicht zu einer Verlagerung von Produktionskapazitäten führen dürfte. Für die kurzfristige Entwicklung – also den Rest dieses Jahres und im kommenden Jahr – dürfte aber wichtiger sein, dass durch den Rückgang der Energiekosten die Herstellung mancher Produkte in Deutschland wieder rentabel ist, weshalb die Produktion in diesen Sektoren zuletzt wieder etwas zugelegt hat.



**Chart 1 - Energiepreise deutlich niedriger, aber immer noch hoch**

Energiepreise: Mit dem Anteil am Energieverbrauch der Industrie im Jahr 2021 gewichteter Durchschnitt der Erzeugerpreise von Braunkohle, Erdgas, Heizöl und Strom; Produktion der energieintensiven Industrie-Sektoren; jeweils Monatswerte und Index 2021=100



Quelle: Destatis, Commerzbank-Research

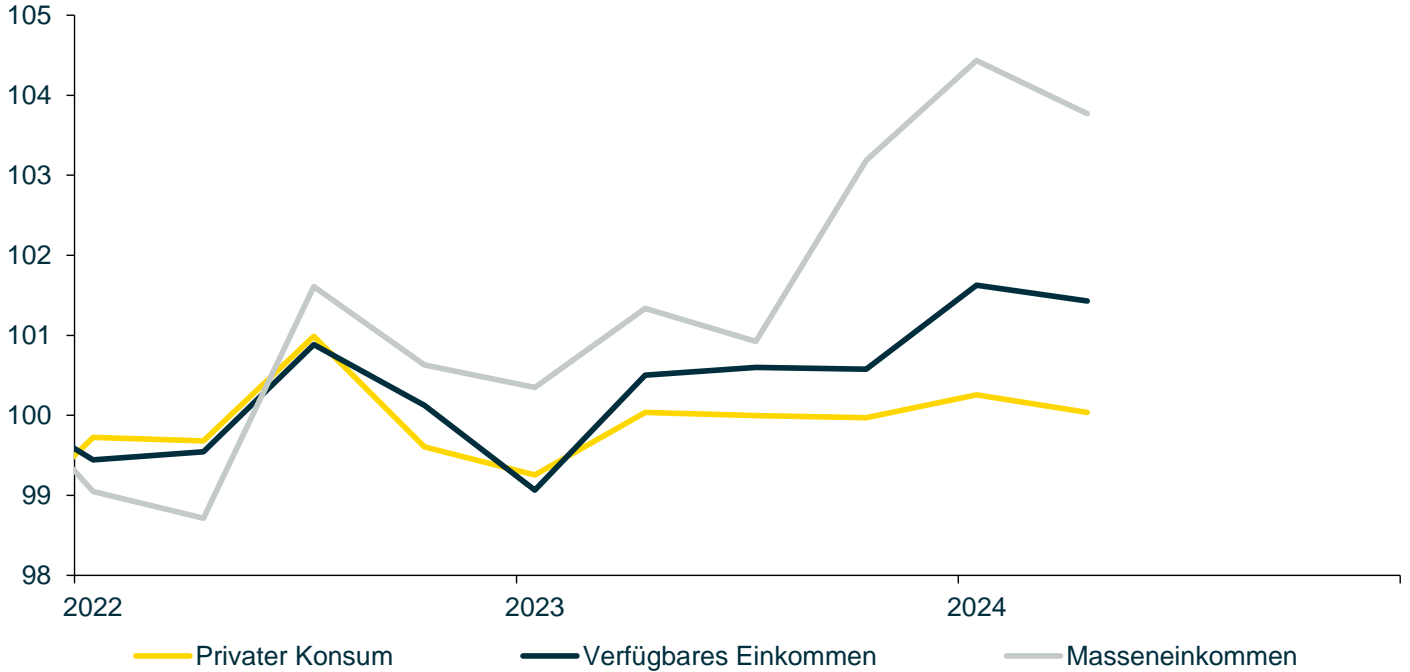
**Warten auf den Konsumenten**

Enttäuscht hat in den vergangenen Quartalen immer wieder der Konsum der privaten Haushalte. Denn er hat in preisbereinigter (realer) Rechnung in den vergangenen zweieinhalb Jahren stagniert, obwohl die Summe der verfügbaren Einkommen aller privaten Haushalte wegen der steigenden Beschäftigung seit 2022 schneller zugelegt hat als die Preise. Dadurch steht bei den Realeinkommen ein Plus von 1½% zu Buche steht (Chart 2). Die Masseneinkommen - also die Nettolöhne plus Transfers -, die für die Entwicklung des privaten Verbrauchs wahrscheinlich wichtiger sind, sind in realer Rechnung sogar fast 4% höher als im Durchschnitt des Jahres 2022.



**Chart 2 - Aufwärtspotenzial für privaten Verbrauch**

Real, jeweils deflationiert mit dem Deflator des privaten Verbrauchs, 2022=100

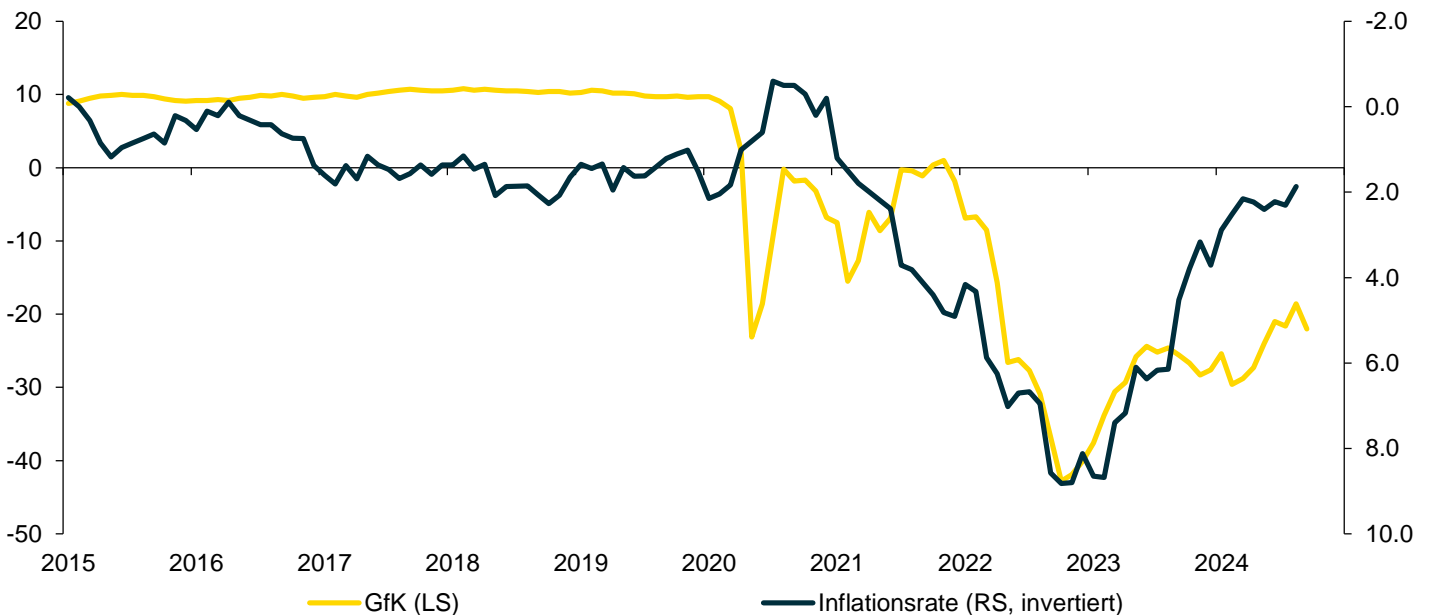


Quelle: Destatis, S&P Global, Commerzbank-Research

Auf Dauer wird das höhere Realeinkommen den Konsum anschieben. Allerdings scheinen die privaten Haushalte bisher den Schock der vergangenen beiden Jahren noch nicht überwunden zu haben, als die massiv anziehende Inflation ihre Realeinkommen zeitweise deutlich fallen ließ. So hat sich das Konsumklima von seinem unter dem Eindruck der massiven Preissteigerungen erlittenen Einbruch bei weitem noch nicht erholt, obwohl die Inflationsrate wieder auf ihre früheren Niveaus zurückgefallen ist (Chart 3).

**Chart 3 - Inflationsschock bei Verbrauchern sitzt offensichtlich tief**

Deutschland, GfK-Konsumklima, saisonbereinigte Monatswerte; Verbraucherpreisindex, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent



Quelle: Destatis, GfK, S&P Global, Commerzbank-Research



Wie lange die Kaufzurückhaltung der privaten Haushalte anhält, lässt sich kaum abschätzen. Eine schnelle Wende zeichnet sich aber nicht ab, sodass auch von dieser Seite wohl erst im kommenden Jahr positive Impulse auf die Konjunktur kommen werden.

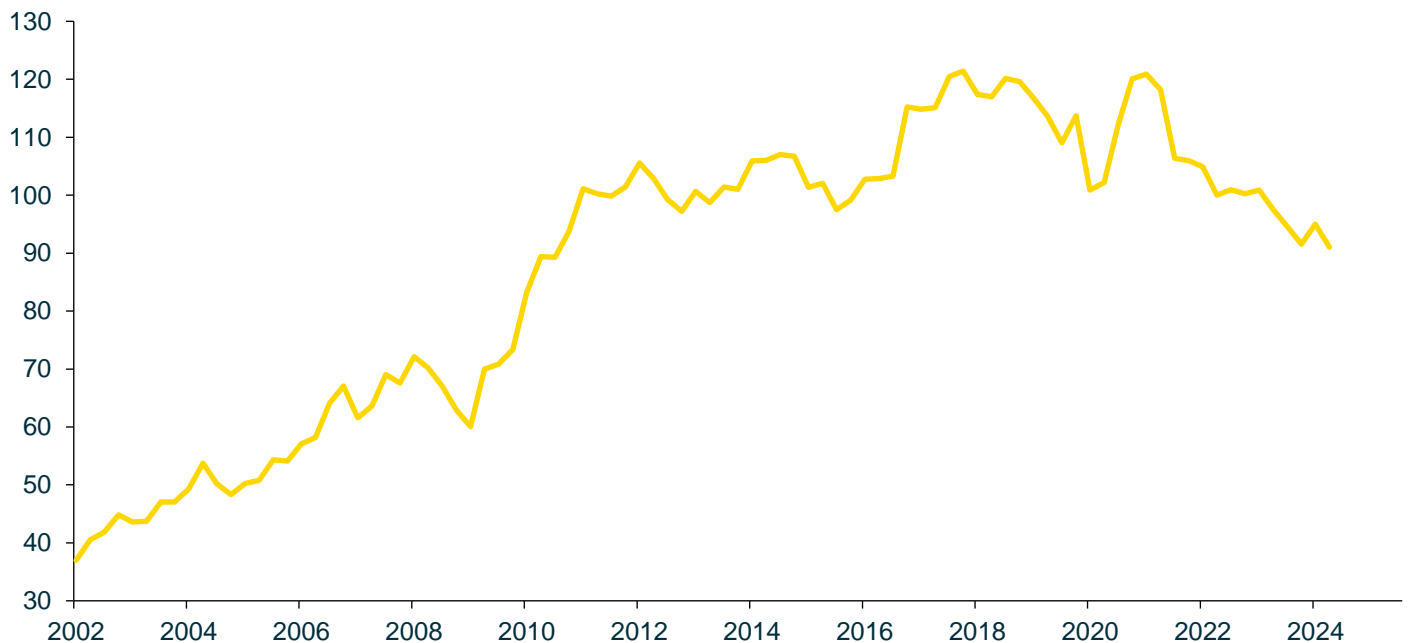
## Ein Belastungsfaktor bleibt: China

Nicht an Wirkung verlieren dürfte ein anderer Belastungsfaktor: Der sich abschwächende Handel mit China. Lange Zeit war die starke Nachfrage aus China nach deutschen Produkten und die starke Position der deutschen Unternehmen auf dem chinesischen Markt ein wichtiger Wachstumstreiber für die deutsche Wirtschaft, der maßgeblich dazu beigetragen hat, dass diese über mehrere Jahre deutlich stärker zulegen als der Durchschnitt des Euroraums. In den vergangenen Jahren sind die Exporte des Euroraums – nur für diese Abgrenzung liegen deflationierte und saisonbereinigte Werte vor – nicht mehr gestiegen, sondern gefallen (Chart 4). Neben der schwachen Binnennachfrage in China ist dies wohl darauf zurückzuführen, dass die deutschen Unternehmen mehr vor Ort produzieren und die chinesische Politik gerade bei Investitionsgütern darauf drängt, durch die Förderung heimischer Produzenten unabhängiger von ausländischen Lieferungen zu werden (siehe auch [hier](#)).

An all diesen Faktoren dürfte sich nichts Durchgreifendes ändern. Vielmehr dürfte sich angesichts der in China in vielen Bereichen bestehenden Überkapazitäten auf vielen Märkten die Konkurrenz durch chinesische Anbieter verschärfen und damit insbesondere die Industrie belasten.

### Chart 4 - Exporte des Euroraums nach China fallen

Warenexporte des Euroraums nach China und HongKong, Volumen, saisonbereinigte Quartalswerte, Index 2015=100



Quelle: Eurostat, Commerzbank-Research

## Fazit: Gute Chance auf Belebung, aber erst im kommenden Jahr ...

Angesichts der nachlassenden Belastung durch die Geldpolitik und die Energiepreise stehen die Chancen trotz der Probleme in China und der strukturellen Probleme gut, dass sich die Wirtschaft in den kommenden Quartalen ein wenig beleben wird. Allerdings lässt sich kaum sagen, wann dies der Fall ist. Denn sowohl die Länge der Wirkungsverzögerung der Geldpolitik als auch die Dauer des Inflationsschocks bei den privaten Haushalten ist sehr unsicher. Die zuletzt wieder schwächeren Stimmungsindikatoren und die offensichtlich noch nicht abgeschlossene Korrektur am Bau sprechen aber dafür, dass mit dieser Belebung nicht vor dem kommenden Jahr zu rechnen ist.

## ... und sehr verhalten

Gleichzeitig spricht manches gegen einen kräftigen Aufschwung. Vielmehr ist nur mit einer sehr verhaltenen Belebung zu rechnen. Neben den strukturellen Problemen der deutschen Wirtschaft spricht hierfür, dass die Geldpolitik wohl nur langsam gelockert werden dürfte, sodass von dieser Seite zwar der Gegenwind nachlässt, aber – anders als in früheren Zyklen – mit keinem starken Rückenwind



zu rechnen ist. Hinzu kommen die Probleme mit China. Darum gehen wir davon aus, dass die deutsche Wirtschaft im kommenden Jahr im Jahresdurchschnitt nur geringfügig um 0,5% zulegen wird, nachdem sie in diesem Jahr wohl stagnieren dürfte.



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

**Dr. Jörg Krämer**  
**Chefvolkswirt**  
**+49 69 136 23650**

### Economic Research

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

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

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

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

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

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

Tung On Tommy Wu (China)  
+65 6311 0166

### Zins und Credit Research

Christoph Rieger (Leiter)  
+49 69 9353 45600

Michael Leister (Leiter Zinsen)  
+49 69 9353 45610

Rainer Guntermann  
+49 69 9353 45629

Hauke Siemßen  
+49 69 9353 45619

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

Marco Stöckle  
(Leiter Credit)  
+49 69 9353 45620

### FX & Commodites Research

Ulrich Leuchtmann (Leiter)  
+49 69 9353 45700

Antje Praefcke (FX)  
+49 69 9353 45615

Tatha Ghose (FX)  
+44 20 7475 8399

Charlie Lay (FX)  
+65 63 110111

Michael Pfister (FX)  
+49 69 9353 45614

Volkmar Baur (FX)  
+49 69 9353 26854

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

Carsten Fritsch (Rohstoffe)  
+49 69 9353 45647

Barbara Lambrecht (Rohstoffe)  
+49 69 9353 45611

Tung On Tommy Wu (China)  
+65 63110166

## Weitere Publikationen (in Auszügen)

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

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

**Zins und Credit Research:** Ahead of the Curve (Flaggschiffpublikation mit Analysen und Strategien für die globalen Rentenmärkte)  
European Sunrise (tägliches 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**

Chefvolkswirt

+49 69 136 23650

joerg.kraemer@commerzbank.com

**Bernd Weidensteiner**

Senior Economist

+49 69 9353 45625

bernd.weidensteiner@commerzbank.com

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 20/9/2024 07:13 CEST fertiggestellt und am 20/9/2024 07:13 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.

**Die Verfasser bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigene Einschätzung zu den betreffenden Wertpapieren und Emittenten genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Dotierung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen wird.**

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

**Mögliche Interessenkonflikte**

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

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

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

**Disclaimer**

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

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

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

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



Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Unternehmensentscheidungen, Nichtverfügbarkeit vollständiger und akkurater Informationen und/oder die Tatsache, dass sich die von der Commerzbank oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen.

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

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

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

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

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

#### **Zusätzliche Informationen für Kunden in folgenden Ländern:**

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

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

**USA:** Diese Ausarbeitung wurde von der Commerzbank AG erstellt, einem Unternehmen, das in Deutschland und dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) zum Wertpapierhandel zugelassen ist. Die Commerzbank AG ist kein in den USA registrierter Broker-Händler und unterliegt daher nicht den US-Vorschriften für die Erstellung von Research und den damit verbundenen Vorschriften für Research-Analysten. Dieses Dokument ist nicht zur Weitergabe an Privatkunden bestimmt. Jegliche Verteilung dieser Ausarbeitung an US-Investoren ist für institutionelle Großanleger mit Hauptsitz in USA unter Berufung auf Befreiung von der Registrierung gemäß Rule 15a-6(a)(2) des U.S. Securities Exchange Act von 1934 in der jeweils gültigen Fassung (der „Exchange Act“) bestimmt. Jeder U.S.-Empfänger dieses Research-Berichts, der auf der Grundlage der in diesem Research-Bericht enthaltenen Informationen Transaktionen zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder damit verbundenen Finanzinstrumenten durchführen möchte, darf dies nur über einen bei der Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) registrierten Broker-Händler tun. Commerz Markets LLC (CMLLC) ist ein in den USA registrierter Broker-Händler und eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der Commerzbank AG. Die Commerzbank AG ist ein bei der Commodity Futures Trading Commission (CFTC) registrierter Derivate-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 Prospektspflicht und nur über einen nach den geltenden Wertpapiergesetzen ordnungsgemäß registrierten Händler oder alternativ im Rahmen einer Ausnahme von der Registrierungspflicht für Händler in der kanadischen Provinz bzw. dem kanadischen Territorium, in dem das Angebot abgegeben bzw. der Verkauf durchgeführt wird. Die Inhalte dieses Dokuments sind keinesfalls als Anlageberatung in einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium zu betrachten und nicht auf die Bedürfnisse des Empfängers zugeschnitten. In Kanada sind die Inhalte dieses Dokuments ausschließlich für Permitted Clients (gemäß National Instrument 31-103) bestimmt, mit denen die Commerzbank AG und/oder die Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler Geschäfte treibt. Die Inhalte dieses Dokuments dürfen sich nicht auf Wertpapiere eines Emittenten beziehen, der nach den Gesetzen Kanadas oder einer kanadischen Provinz bzw. eines kanadischen Territoriums gegründet wurde, da die Commerzbank AG und die Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler gemäß National Instrument 31-103 tätig sind. Keine Wertpapieraufsicht oder ähnliche Aufsichtsbehörde in Kanada hat dieses Material, die Inhalte dieses Dokuments oder die beschriebenen Wertpapiere geprüft oder genehmigt; gegenteilige Behauptungen zu erheben, ist strafbar.

**Europäischer Wirtschaftsraum:** Soweit das vorliegende Dokument durch eine außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraumes ansässige Rechtsperson erstellt wurde, erfolgte eine Neuausgabe für die Verbreitung im Europäischen Wirtschaftsraum durch die Commerzbank AG, Filiale London. Die Commerzbank AG, Filiale London, ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority.





**Schweiz:** Weder diese Research-Studie noch die hierin enthaltenen Informationen sind als persönliche Empfehlungen für Transaktionen in Finanzinstrumenten im Sinne des Finanzdienstleistungsgesetzes zu betrachten.

**Singapur:** Dieses Dokument wird in Singapur von der Commerzbank AG, Filiale Singapur, zur Verfügung gestellt. Es darf dort nur von institutionellen Investoren, akkreditierten Investoren oder sachkundigen Investoren, jeweils laut Definition in Section 4A des Securities and Futures Act, Chapter 289, von Singapur („SFA“) gemäß Section 274 bzw. Section 275 des SFA, entgegengenommen werden. Dieses Dokument stellt keine Beratung in bilanziellen, rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, finanziellen oder anderen Fragen und/oder Empfehlungen für den Empfänger dieser Ausarbeitung dar. Darüber hinaus stellen die hierin enthaltenen Mitteilungen/Informationen keine „Finanzberatungs-Dienstleistung“ im Sinne des Financial Advisers Act, Chapter 110, von Singapur („FAA“) dar; deshalb gelten die gegenüber einem Kunden gegebenenfalls zu beachtenden aufsichtsrechtlichen Anforderungen und geschuldeten Pflichten nach oder in Verbindung mit dem FAA nicht in Verbindung mit dieser Ausarbeitung für den Empfänger. Den Empfängern wird empfohlen, zu den hierin enthaltenen Informationen den unabhängigen Rat ihrer eigenen professionellen Berater einzuholen.

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

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

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

© Commerzbank AG 2024. Alle Rechte vorbehalten. Version 24.04

#### Commerzbank Filiale

Frankfurt	London	New York	Singapore
Commerzbank AG	Commerzbank AG	Commerz Markets LLC	Commerzbank AG
DLZ - Gebäude 2, Händlerhaus	PO BOX 52715	225 Liberty Street, 32nd floor,	128 Beach Road
Mainzer Landstraße 153	30 Gresham Street	New York,	#17-01 Guoco Midtown
60327 Frankfurt	London, EC2P 2XY	NY 10281-1050	Singapore 189773
Tel: + 49 69 136 21200	Tel: + 44 207 623 8000	Tel: + 1 212 703 4000	Tel: +65 631 10000