



## Ausblick 2025 – die Folgen der großen Zinswende

Seit Mitte dieses Jahres senken die westlichen Zentralbanken ihre Leitzinsen. Die große Zinswende dürfte die Konjunktur 2025 anschieben, wobei die geldpolitische Lockerung in wirtschaftlich geschwächten Ländern wie Deutschland weniger wirkt.

Dr. Jörg Krämer<sup>AC</sup>

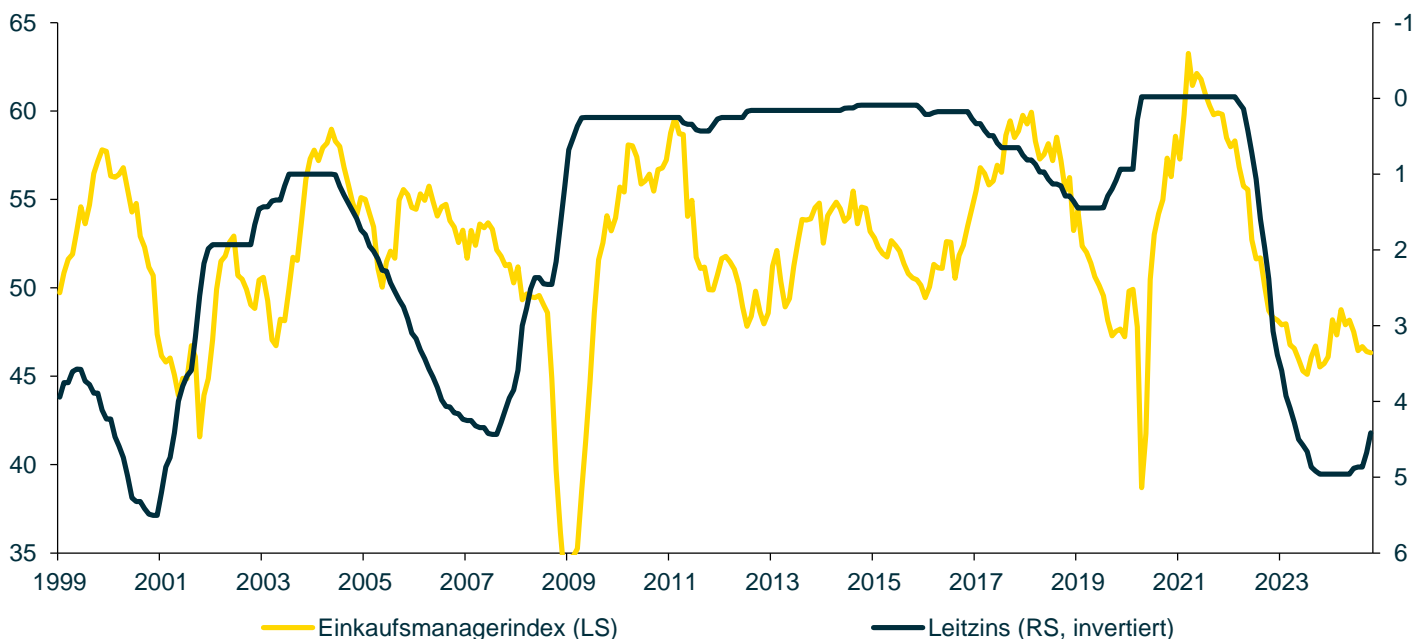
### Die große Zinswende im Westen

Die große Inflation des Jahres 2022 hatte die westlichen Zentralbanken gezwungen, ihre Leitzinsen massiv anzuheben. So erhöhte die US-Notenbank ihren Leitzins von 0,25 auf 5,5%, bei der EZB ging es von -0,5% auf 4,0% nach oben. Diese geldpolitische Straffung ließ Konjunkturindikatoren wie den Einkaufsmangerindex vor allem 2022 einbrechen (**Chart 1**).

Seit Mitte 2024 sinken die Leitzinsen wieder. EZB und Fed haben sie jeweils um insgesamt 75 Basispunkte gesenkt, die Terminmärkte preisen weitere deutliche Schritte ein. Diese große Zinswende nach unten verbessert die konjunkturellen Rahmenbedingungen deutlich. Ab dem Frühjahr dürften sich die auf Umfragen basierenden Stimmungsindikatoren wieder erholen. Allerdings dürften die verschiedenen Volkswirtschaften unterschiedlich auf die geldpolitische Entspannung reagieren – abhängig von strukturellen Problemen, der Fiskalpolitik und anderen Faktoren.

#### Chart 1 - Zinswende verbessert konjunkturelles Umfeld

Einkaufsmanagerindex verarbeitendes Gewerbe (USA: ISM; Euroraum: PMI) und Leitzins in Prozent, jeweils mit dem Bruttoinlandsprodukt gewichteter Durchschnitt für USA und Euroraum



Quelle: Markit, Bloomberg, S & P Global, Commerzbank-Research

### Deutschland: Erosion der Standortqualität schwächt Effekt der geldpolitischen Lockerung

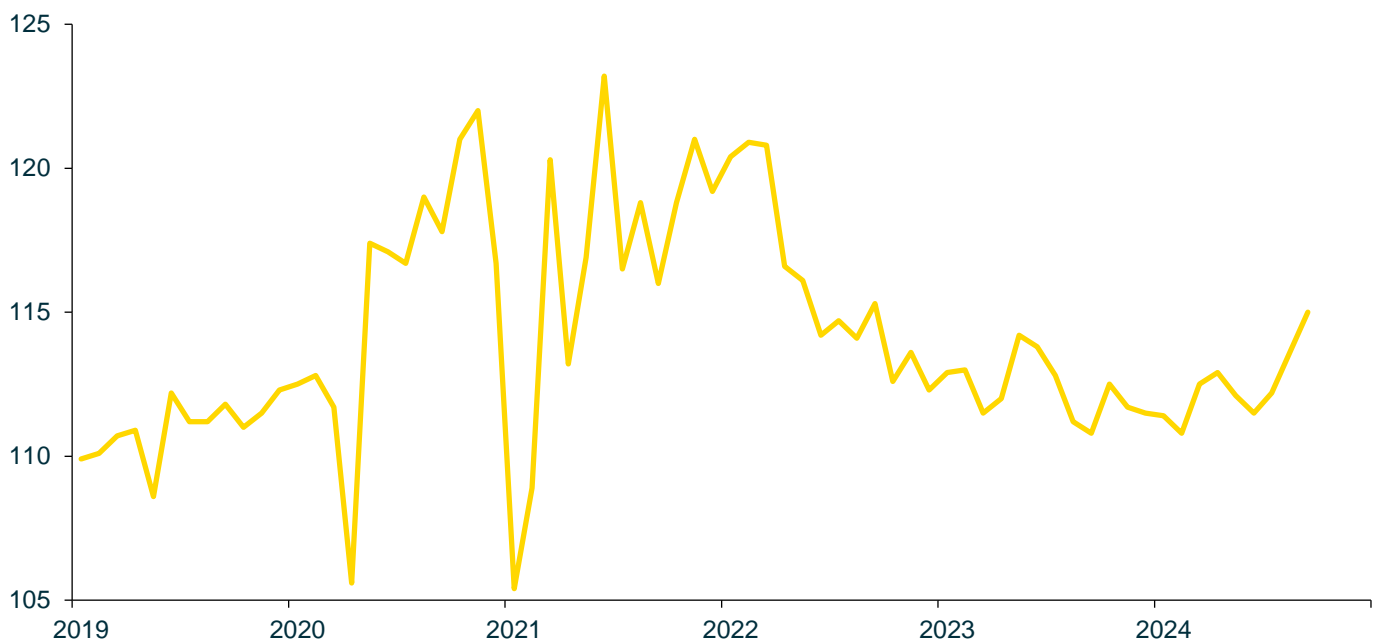
Die seit dem Frühjahr 2024 fallenden Frühindikatoren deuten für Deutschland auf ein schwieriges Winterhalbjahr, in dem das deutsche Bruttoinlandsprodukt bestenfalls stagniert. Aber der nachlassende Schmerz von der Geldpolitik spricht ab dem Frühjahr auch hierzulande für eine gewisse wirtschaftliche Aufwärtsbewegung – zumal der Energiepreisschock des Jahres 2022 zu rund zwei Drittel rückgängig gemacht ist und der private Verbrauch nach dem Rückgang der Inflation mit einer gehörigen zeitlichen Verzögerung endlich seinen Tiefpunkt erreicht haben sollte (**Chart 2**).



Aber wegen der seit den Merkel-Jahren erodierenden Standortqualität halten sich viele Unternehmen desillusioniert mit Investitionen in Deutschland zurück, zumal auch die nächste Bundesregierung aus Parteien bestehen könnte, die ähnlich wie die Ampel-Parteien keine gemeinsamen Vorstellungen über die notwendigen wirtschaftspolitischen Reformen haben. Hinzu kommt die nachlassende Nachfrage aus China, die Deutschland lange Rückenwind gegeben hatte. Die geldpolitisch angelegte merkliche Konjunkturerholung dürfte also deutlich gedämpft werden. Wir rechnen für 2025 nur mit einem Wachstum von 0,2% und für 2026 von 1,0%, wobei das Wachstum 2026 ohne die ungewöhnlich hohe Zahl der Arbeitstage nur 0,7% betragen würde.

### Chart 2 - Deutsche Einzelhandelsumsätze haben den Tiefpunkt durchschritten

Einzelhandelsumsätze, real, Index 2015=100



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

### Euroraum: Weniger EU-Geld für Südeuropa neutralisiert Teil der Zinssenkungen

Auch der restliche Euroraum sollte von den in Gang gekommenen EZB-Zinssenkungen profitieren. Allerdings wird dies teilweise durch Sonderfaktoren in einzelnen Ländern gebremst:

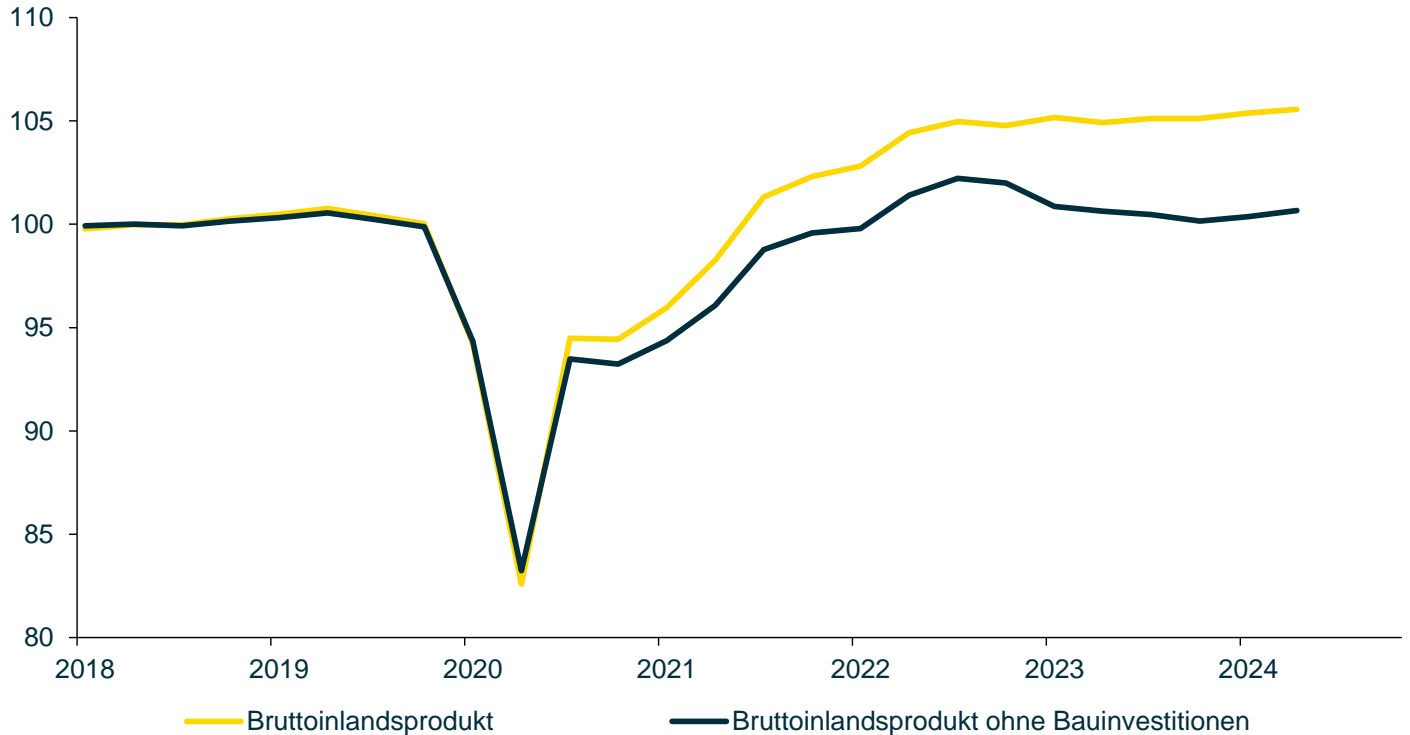
- Italien: Hohe staatliche Zuschüsse für die energetische Sanierung von Häusern haben in Italien maßgeblich zum starken Wachstum der Bauinvestitionen beigetragen. Ohne diesen Boom wäre das italienische Bruttoinlandsprodukt rechnerisch 4% kleiner (**Chart 3**). Das Auslaufen der Zuschüsse dürfte eine Normalisierung der Bauinvestitionen auslösen, was das Wirtschaftswachstum merklich dämpfen sollte. Wir erwarten für Italien trotz der Zinssenkungen keinerlei Anziehen des Wirtschaftswachstums (2025 & 2026 jeweils 0,6% nach geschätzten 0,7% 2024).
- Spanien: Die Erholung des Tourismus nach dem Ende von Corona sowie der Schub durch den Wiederaufbaufonds (allein die Zuschüsse entsprechen mehr als 5% des jährlichen Bruttoinlandsprodukts) haben die spanische Wirtschaft bereits 2023 um starke 2,7% wachsen lassen, für dieses Jahr zeichnet sich ebenfalls 2,7% ab. Mit dem Abebben der Sondereffekte sollte sich das Wirtschaftswachstum in Spanien normalisieren (2025: 1,6%; 2026: 1,2%).
- Frankreich dürfte in diesem Jahr ein Haushaltsdefizit von 6% des Bruttoinlandsprodukts aufweisen. Ohne ein Gegensteuern würde es 2025 auf 7% steigen. Um eine gefährliche Schuldendynamik zu vermeiden, will die Regierung die Defizitquote 2025 durch Steuererhöhungen und Einsparungen um 60 Mrd. Euro senken. Das entspricht immerhin 2% des Bruttoinlandsprodukts. Auch wenn nicht sicher ist, ob die Regierung ihre Pläne eins zu eins durchsetzen kann, dürfte die Fiskalpolitik die französische Konjunktur 2025 bremsen.

Alles in allem rechnen wir für den gesamten Euroraum ab dem Frühjahr mit einer moderaten konjunkturellen Erholung mit einem erwarteten Wachstum von 0,9% für 2025 und 1,0% für 2026.



### Chart 3 - Italien: Wachstum zuletzt nur wegen höherer Bauinvestitionen

Reales Bruttoinlandsprodukt, Index 2018=100



Quelle: Eurostat, Commerzbank-Research

## EZB-Geldpolitik legt den Keim für eine mittelfristig zu hohe Inflation

Als Nachwirkung des konjunkturell schwachen Winterhalbjahrs 2024/5 dürften die Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel bis zum Jahresende 2025 noch mit annualisierten Raten zulegen, die ungefähr dem 2%-Ziel der EZB entsprechen. Entsprechend wird die EZB ihren Einlagensatz von gegenwärtig 3,25% bis Mitte 2025 wohl auf 2,0% senken. Aber damit liegt der Leitzins deutlich unter dem sogenannten neutralen Zins, der die Konjunktur weder anschiebt noch bremst und den wir mit Blick auf die langfristigen Wachstumsaussichten von rund 1% und das 2%-Inflationsziel der EZB bei 3% sehen. Die Geldpolitik wird 2025 also zu locker sein. Das spricht bei einer sich langsam belebenden Konjunktur und zu hohen Lohnabschlüssen dafür, dass sich die Inflation 2026 mit 2,4% oberhalb des EZB-Ziels einpendelt. In diese Richtung wirken auch strukturelle Inflationstreiber wie die Demographie, die De-Karbonisierung und die De-Globalisierung, die wegen der Wahl von Donald Trump voranschreiten sollte.

## USA 2025 mit ordentlichem Wachstum

Die massiven Zinserhöhungen von 2022 bis 2023 haben die US-Wirtschaft 2024 nicht in die befürchtete Rezession gestürzt. Die Arbeitslosenquote ist nur wenig gestiegen, die Kapazitätsauslastung ist kaum gefallen. Insofern besteht anders als nach einer Rezession kaum Raum, das US-Wachstum durch die geldpolitische Lockerung weiter anzufachen. Stattdessen sollte es sich 2025 auf 2,3% normalisieren, nachdem das Wachstum mit schätzungsweise 2,7% das mittelfristig erwartbare Wachstum (Trendwachstum: 1 3/4%) 2024 erneut deutlich übertroffen hat.

Trotz des recht starken Wirtschaftswachstums ist die US-Inflation deutlich gesunken. Sie dürfte jedoch von Mitte 2025 bis Mitte 2026 um rund 1 Prozentpunkt zulegen, wenn Trump zumindest die Hälfte seiner Zollpläne in die Realität umsetzen wird.

Die US-Notenbank dürfte ihre Leitzinsen zunächst weiter von gegenwärtig 4,75% bis zum Frühjahr 2025 auf 4,0% senken. Wegen der zollbedingt gestiegenen Inflationsrisiken und einem weiterhin stabilen Arbeitsmarkt dürfte sie den Zinssenkungsprozess dann beenden, wobei sie das nicht explizit ankündigen wird, sondern kommunikativ lediglich den Autopiloten ausschalten wird. Die Fed dürfte nicht so weit gehen, wegen der wieder steigenden Inflation die Zinsen zu erhöhen. Schließlich wird Donald Trump die Fed öffentlich unter Druck setzen, seine Politik durch niedrige Zinsen zu unterstützen. Man sollte nicht annehmen, dass die US-Notenbank davon gänzlich unbeeindruckt lässt. All das spricht dafür, dass die Inflation langfristig nicht zum Ziel von 2,0% zurückgeht.



## China: Geldpolitik wirkt wegen ungelöster Strukturprobleme kaum

Auch die chinesische Notenbank hat ihre Geldpolitik gelockert. So hat sie ihre Leitzinsen gesenkt, worauf die Zinsen für neue und bestehende Hypotheken gesunken sind. Das hilft den vielen privaten Immobilienkäufern, die ohnehin unter fallenden Immobilienpreisen leiden. Außerdem gibt die Zentralbank Staatsunternehmen Kredite, um nicht verkaufte Appartements vom Markt zu nehmen und in Mietwohnungen umzuwandeln.

Die geldpolitische Lockerung entspannt zusammen mit fiskalpolitischen Maßnahmen wie der Umschuldung der Regionalregierungen die wirtschaftliche Situation ein wenig, ändert aber kaum etwas an den grundsätzlichen Problemen der chinesischen Volkswirtschaft. So muss der gemessen am Bruttoinlandsprodukt aufgeblähte Bau- und Immobiliensektor schrumpfen, was die Bauinvestitionen auf Jahre dämpft. Außerdem setzt die Regierung wegen des Konflikts mit den USA auf Autarkie, was die Produktivität senkt. Darüber hinaus hat sich das Umfeld für private Unternehmen verschlechtert, die mittlerweile weniger investieren als die Staatsunternehmen. Alles in allem bleiben wir für China verhalten. Für 2025 erwarten wir nur ein Wachstum von 4,3%, und für 2026 von 4,0%.

## Was das alle für die Finanzmärkte bedeutet

An den westlichen Finanzmärkten schaffen die sinkenden Leitzinsen ein günstiges Umfeld. Das gilt besonders für die Aktienmärkte in den USA. In der Vergangenheit profitierten die großen US-Aktienindizes regelmäßig von Leitzinssenkungen, sofern die US-Wirtschaft eine Rezession vermied und die Unternehmensgewinne nicht einbrachen. Insofern dürfte 2025 wieder ein gutes Aktienjahr werden, wobei wie in diesem Jahr mit zwischenzeitlichen Rückschlägen wegen der hohen Bewertung der Technologieaktien zu rechnen ist.

Im Gegensatz zu den Aktienkursen entwickelten sich die Kurse amerikanischer Anleihen nur im Vorfeld von Leitzinssenkungen positiv. Nach dem Beginn von Zinssenkungen zeigte sich bisher kein einheitliches Bild. Mit Blick auf 2025 erwarten wir leicht steigende Anleiherendite erst für die zweite Jahreshälfte, wenn die US-Inflation zollbedingt steigen sollte und sich Trump zunehmend in die Geldpolitik einmischt. Das sollte auf längerlaufende Bundesanleihen abstrahlen. (siehe ausführlicher: [Ahead of the Curve](#))

Der Dollar dürfte bis zum Frühjahr noch ein wenig von den geplanten US-Steuersenkungen und der Deregulierung profitieren, die die Rentabilität von Sachkapitalinvestitionen erhöhen. Wenn sich aber später abzeichnet, dass die US-Notenbank nicht unbeeindruckt von Trumps Druck ist, dürfte der Dollar wieder nachgeben und sich EUR-USD entsprechend erholen.



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

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

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 15/11/2024 09:49 MEZ fertiggestellt und am 15/11/2024 09:49 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 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:** Dieses Dokument ist grundsätzlich nicht zur Verteilung an Retail-Kunden bestimmt. Weder diese Research-Studie noch die hierin enthaltenen Informationen sind als persönliche Empfehlungen für Transaktionen in Finanzinstrumenten im Sinne des Finanzdienstleistungsgesetzes zu betrachten..

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

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

**Australien:** Die Commerzbank AG hat keine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen. Dieses Dokument wird in Australien an Großkunden unter einer Ausnahmeregelung zur australischen Finanzdienstleistungslizenz von der Commerzbank gemäß Class Order O4/1313 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 24.05

#### 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