



## Südeuropa – Der neue Wachstumsmotor?

Dr. Ralph Solveen <sup>AC</sup>

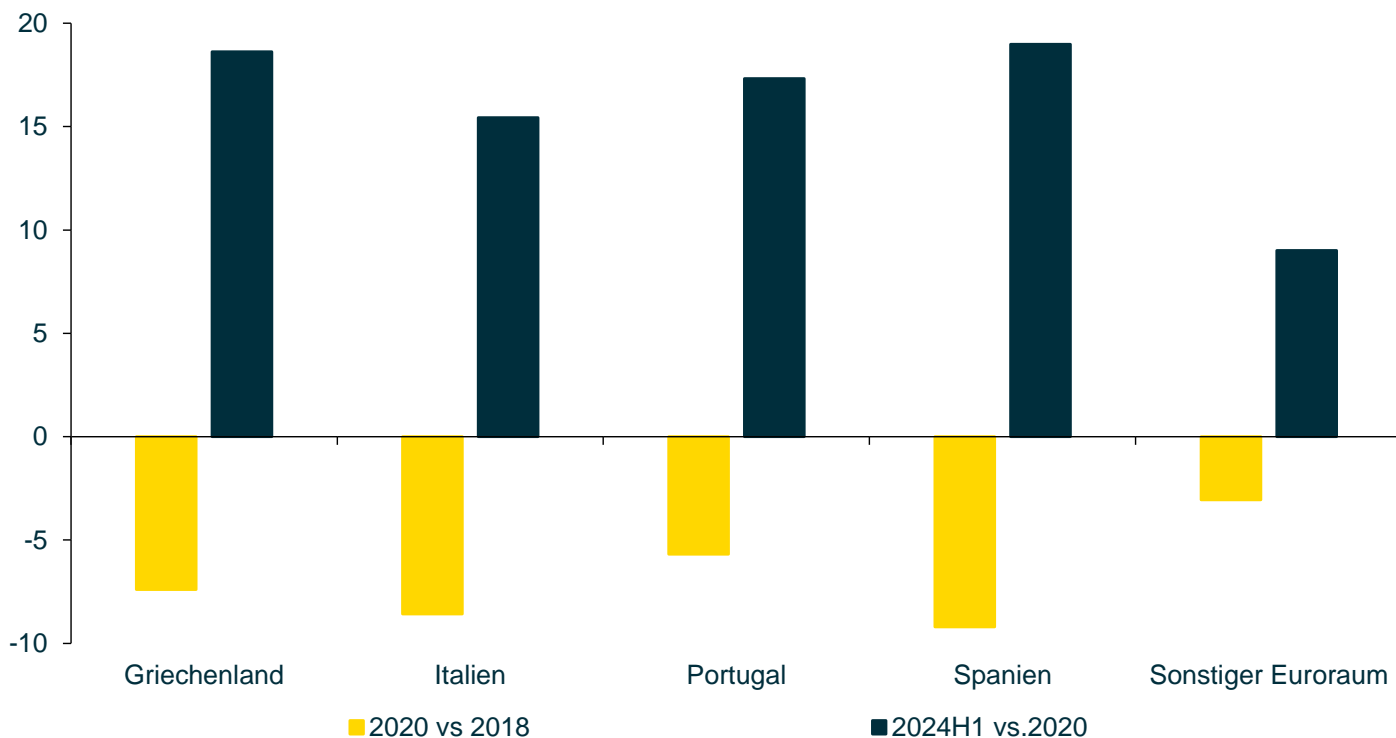
Die Länder im Süden der Währungsunion sind in den vergangenen Jahren deutlich stärker gewachsen als die anderen Euro-Länder. Allerdings bedeutet dies keineswegs, dass sie dies auch in den kommenden Jahren tun werden. Denn gerade in den beiden größeren Ländern Spanien und Italien hat es in den letzten Jahren kaum strukturelle Verbesserungen gegeben, die einem anhaltend stärkeren Wachstum den Boden bereiten könnten. Vielmehr hat ein beträchtlicher Teil des stärkeren Wachstums nur den zumeist deutlich tieferen Einbruch während der Corona-Pandemie ausgeglichen. Hinzu kamen überdurchschnittliche Zuwendungen des Wiederaufbaufonds und eine massive Subvention des Bausektors in Italien, deren Effekt spätestens 2026 abklingen dürfte. Damit dürfte auch die Outperformance dieser Länder enden.

### Peripherie als neuer Wachstumsstar?

Angesichts einer seit mehr als 5 Jahren stagnierenden Wirtschaft in Deutschland setzen viele ihre Hoffnung für den Euroraum auf die Länder im Süden der Währungsunion. Schließlich ist die Wirtschaft in diesen vier Ländern (Griechenland, Italien, Portugal und Spanien) zuletzt deutlich stärker gewachsen als im Rest des Euroraums. So war dort das reale Bruttoinlandsprodukt in der ersten Hälfte dieses Jahres zwischen 15 und 20% höher als im Pandemiejahr 2020, während die Wirtschaft im Rest des Euroraums nur um gut 8% und damit halb so stark zugelegt hat (Chart 1). Diese Tendenz hat bis zuletzt angehalten. So wird die spanische Wirtschaft in diesem Jahr voraussichtlich um mehr als 2½% zulegen, während für den gesamten Euroraum ein Plus von weniger als 1% und für Deutschland sogar ein leichtes Schrumpfen der Wirtschaftsleistung erwartet wird.

**Chart 1 - Südeuropa: Stärkeres Wachstum folgt auf stärkeren Einbruch während der Pandemie**

Reales Bruttoinlandsprodukt, Veränderung 2020 gegenüber 2018 und Durchschnitt erstes Halbjahr gegenüber 2020, in Prozent



Quelle: Eurostat, Commerzbank-Research



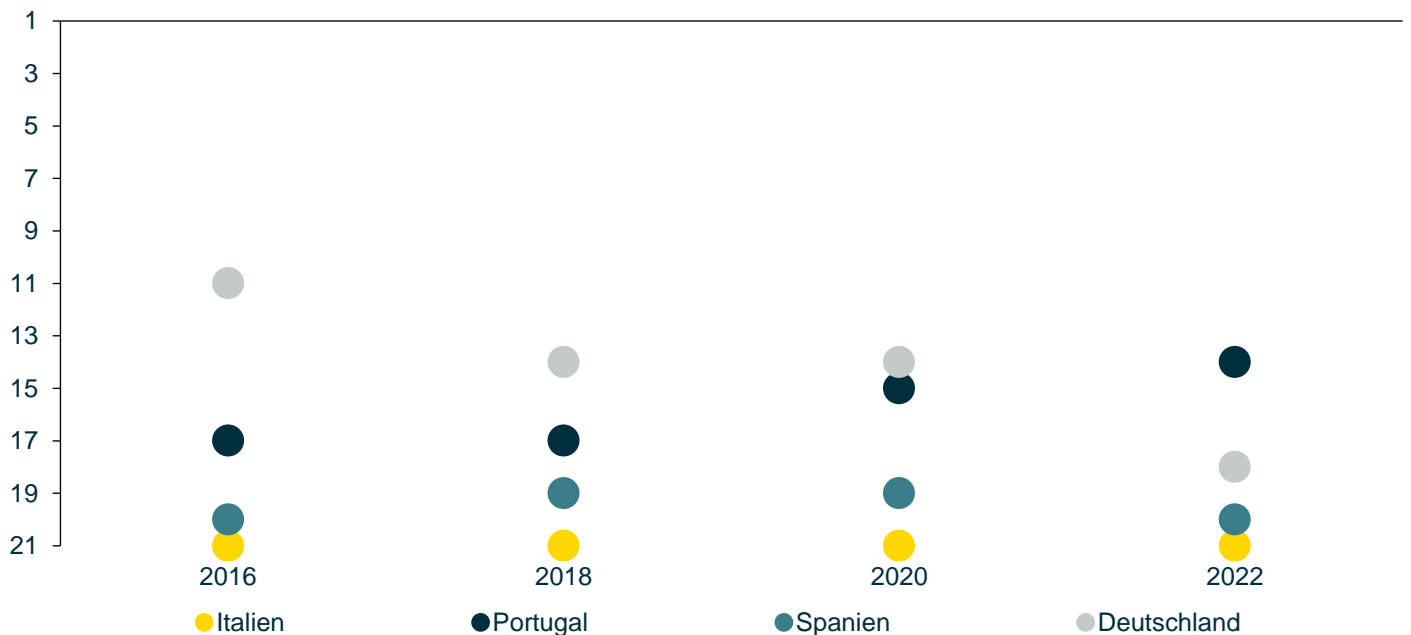
## Keine strukturellen Fortschritte in Italien und Spanien, ...

Wir sind hier aus verschiedenen Gründen skeptisch, ob diese überdurchschnittliche Entwicklung der Länder im Süden der Währungsunion noch viel länger anhalten wird. So können wir nicht erkennen, welche strukturellen Veränderungen es in den vergangenen Jahren gegeben hat, die aus einem Land mit einem über viele Jahre sehr schwachen Wachstum wie Italien nun einen Outperformer gemacht hat. So schnitt Italien zum Beispiel bei der Standortanalyse des ZEWs für die Stiftung Familienunternehmen bei der letzten Untersuchung im Jahr 2022 wie in den drei Studien zuvor von den untersuchten 21 Ländern am schlechtesten ab (Chart 2). Auch im Falle Spaniens ist keine Verbesserung festzustellen. Vielmehr lag das Land 2022 wieder auf dem vorletzten Platz, knapp vor Italien.

Besser ist die Entwicklung in Portugal, dass sich seit 2016 von Platz 17 auf Platz 14 nach vorne gearbeitet hat, wobei sich die Rahmenbedingungen im Vergleich zu den anderen 20 Ländern in erster Linie in den Bereichen "Steuern" und "Energie" verbessert haben. Nicht betrachtet in der Studie wird Griechenland, wo es in den vergangenen zehn Jahren – auch auf Druck der Hilfsprogramme – aber deutliche strukturelle Verbesserungen gab.

### Chart 2 - Nur in Portugal hat sich das Umfeld für Unternehmen verbessert

Platzierungen in den Jahren 2016, 2018, 2020 und 2022 beim "Länderindex Familienunternehmen" unter 21 Ländern



Quelle: Stiftung Familienunternehmen, Commerzbank-Research

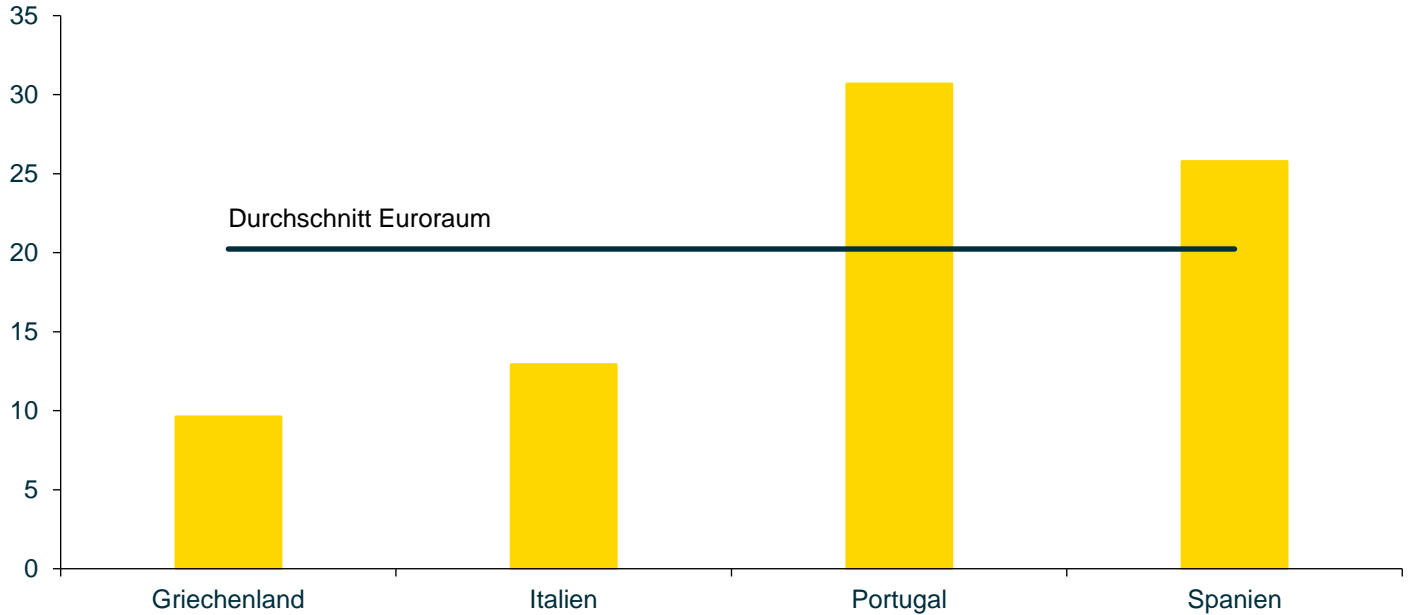
## ... und nur teilweise eine bessere preisliche Wettbewerbsfähigkeit

Auch bei der preislichen Wettbewerbsfähigkeit hat sich die Situation nur teilweise verbessert. So haben die Lohnstückkosten in den letzten sechs Jahren nur in Italien und Griechenland langsamer zugelegt als im Durchschnitt des Euroraums (Chart 3). In Spanien und insbesondere in Portugal sind die Lohnstückkosten hingegen – auch wegen einer deutlichen Erhöhung der Mindestlöhne – klar überdurchschnittlich gestiegen.



**Chart 3 - Portugal und Spanien haben an Wettbewerbsfähigkeit verloren**

Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft, Veränderung erstes Halbjahr 2024 (saisonbereinigt) gegenüber 2018, in Prozent



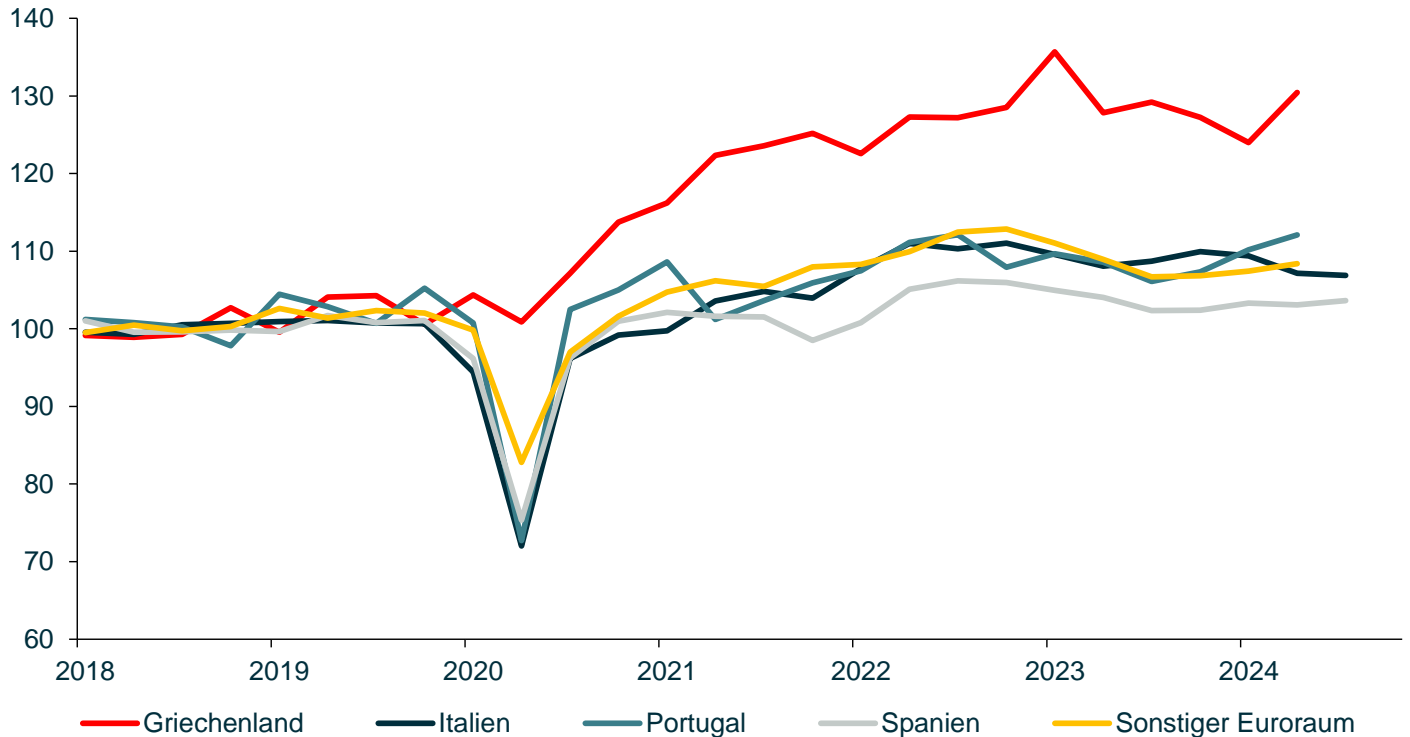
Quelle: Eurostat, Commerzbank-Research

So kann es nicht verwundern, dass sich die Warenexporte von Italien und Portugal seit 2018 nicht besser entwickelt haben als die des restlichen Euroraums. Spanien hinkt hier sogar eher hinterher (Chart 4). Nur Griechenland ist bei diesen Exporten ein klarer Outperformer.



#### Chart 4 - Nur Griechenland kann Warenexporte stärker ausweiten

Exporte von Waren, Volumen, Index 2018=100, saisonbereinigte Quartalswerte



Quelle: Eurostat, Commerzbank-Research

### Starkes Wachstum zunächst Gegenbewegung zu starkem Einbruch während Corona ...

Folglich mögen sich in Griechenland und mit Abstrichen auch in Portugal die Rahmenbedingungen für die Wirtschaft verbessert haben. Insbesondere in Italien und Spanien dürfte die vergleichsweise gute Entwicklung in den vergangenen Jahren allerdings in erster Linie auf einige Sonderfaktoren zurückzuführen sein.

So wird häufig beim Vergleich der Entwicklung in den vergangenen Jahren ausgeblendet, dass die Wirtschaft dieser Länder wesentlich stärker von der Pandemie getroffen wurde als die der anderen Euro-Länder. Folglich wurde durch das seit 2020 zu verzeichnende stärkere Wachstum zunächst einmal nur der dadurch entstandene Rückstand aufgeholt. Erst Anfang des vergangenen Jahres war diese Aufholjagd abgeschlossen (Chart 5).

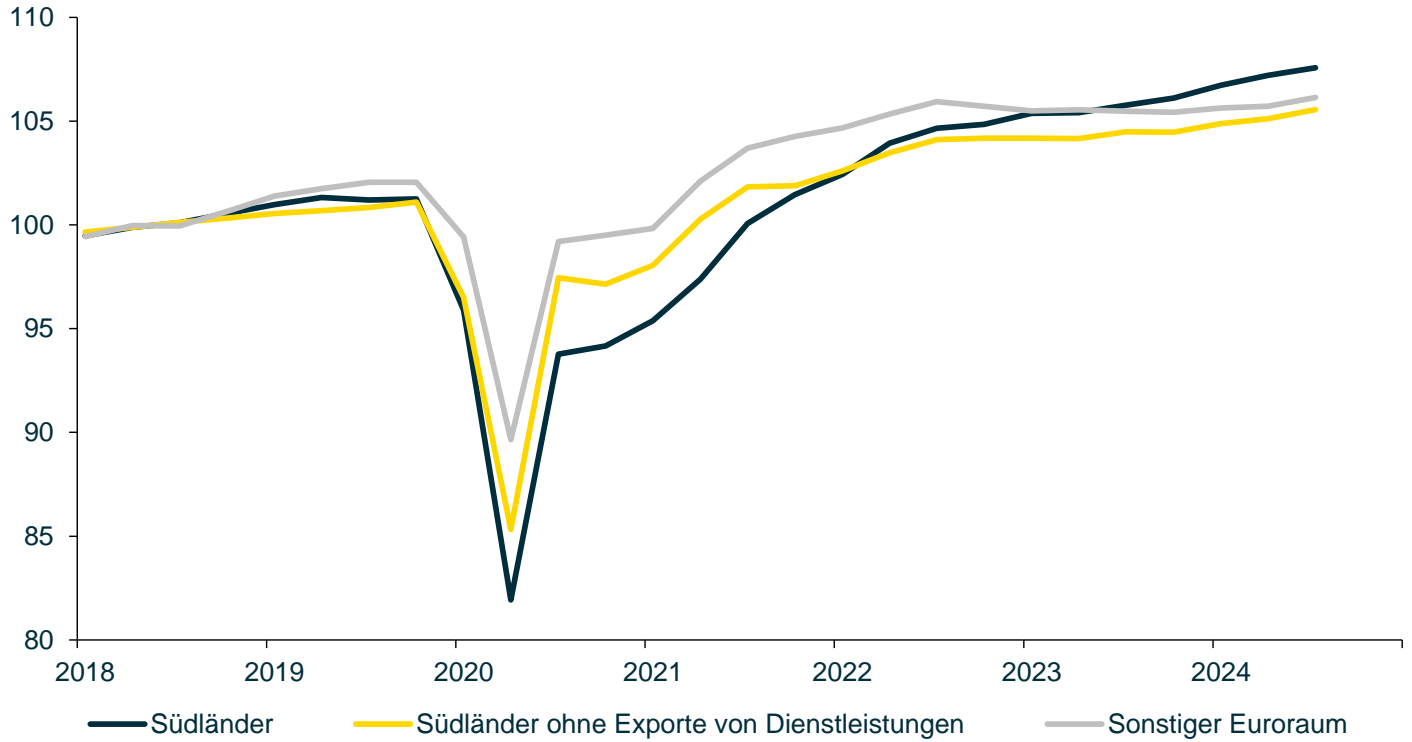
### ... und dann wegen Booms beim Tourismus ...

Dabei ist sowohl der massive Einbruch als auch die danach folgende stärkere Erholung der Wirtschaft zu einem beträchtlichen Teil auf die große Bedeutung des Tourismus für die Wirtschaft der vier Länder zurückzuführen. Denn ohne die Exporte von Dienstleistungen – an denen der Tourismus in allen vier Ländern einen großen Anteil haben dürfte – ergibt sich für 2020 ein deutlich geringeres Minus, und die restliche Wirtschaft ist seit 2018 nicht stärker gewachsen als der sonstige Euroraum (Chart 5).[1] Damit ist die jüngste Outperformance also wohl in erster Linie auf einen – wenn auch für diese Länder wichtigen – Sektor zurückzuführen. Der Rest der Wirtschaft hat sich hingegen in den letzten 1½ Jahren ähnlich (schwach) wie der Rest des Euroraums entwickelt.



**Chart 5 - Tourismus treibt Outperformance**

Real, Index 2018=100, saisonbereinigte Quartalswerte, Werte für 2024Q3 teilweise geschätzt



Quelle: Eurostat, Commerzbank-Research

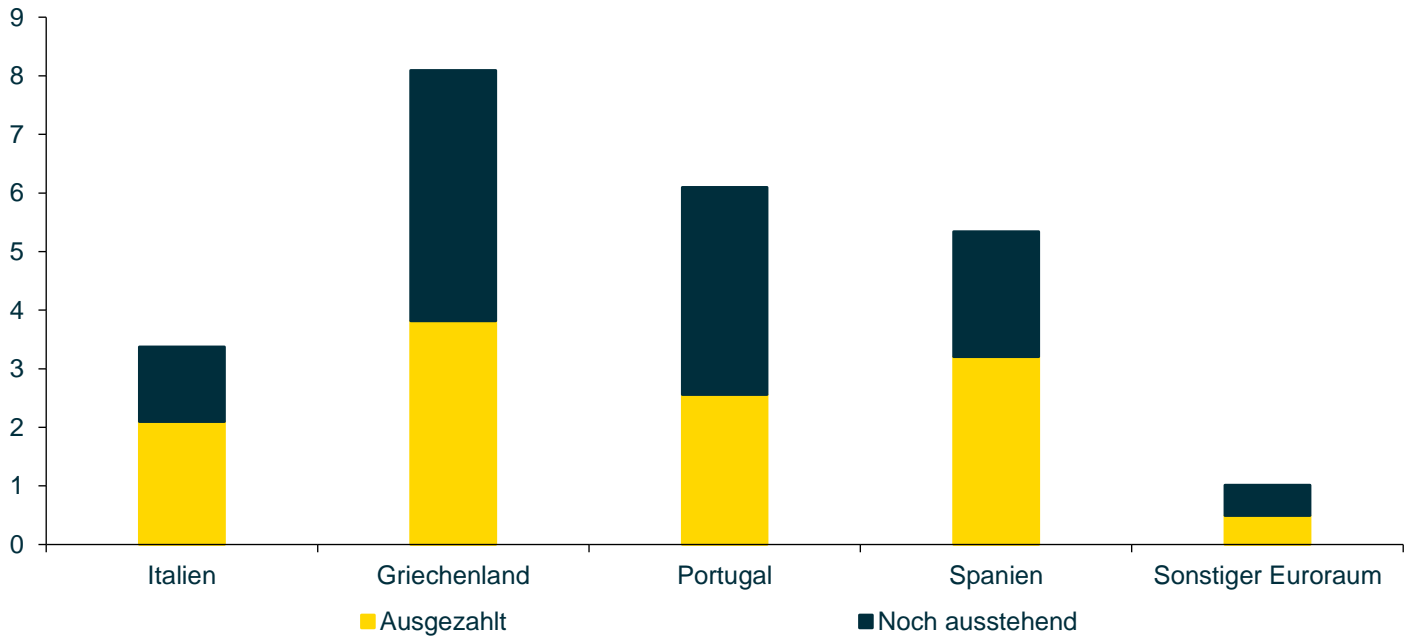
**... umfangreichen Hilfen vom Wiederaufbaufonds ...**

Dabei haben die Südländer in dieser Zeit deutlich größere Zuschüsse des sogenannten "Wiederaufbaufonds" erhalten, die das Wachstum angeschoben haben dürften. Im Falle Griechenlands entsprachen sie bisher fast 4% des Bruttoinlandsproduktes (Chart 6). Und auch Italien, das mit Zuschüssen in einem Umfang von gut 2% seiner Wirtschaftsleistung von diesen vier Ländern noch am wenigsten profitiert hat, erhielt bisher in Relation zum Bruttoinlandsprodukt deutlich höhere Zuwendungen als der Durchschnitt der sonstigen Euro-Länder (0,5% des Bruttoinlandsproduktes).[2]



**Chart 6 - Süden profitiert überdurchschnittlich von Wiederaufbaufonds**

Bereits ausgezahlte und noch ausstehende Zuschüsse der Recovery and Resilience Facility (RRF), in Prozent des Bruttoinlandsproduktes



Quelle: EU-Kommission, Eurostat, Commerzbank-Research

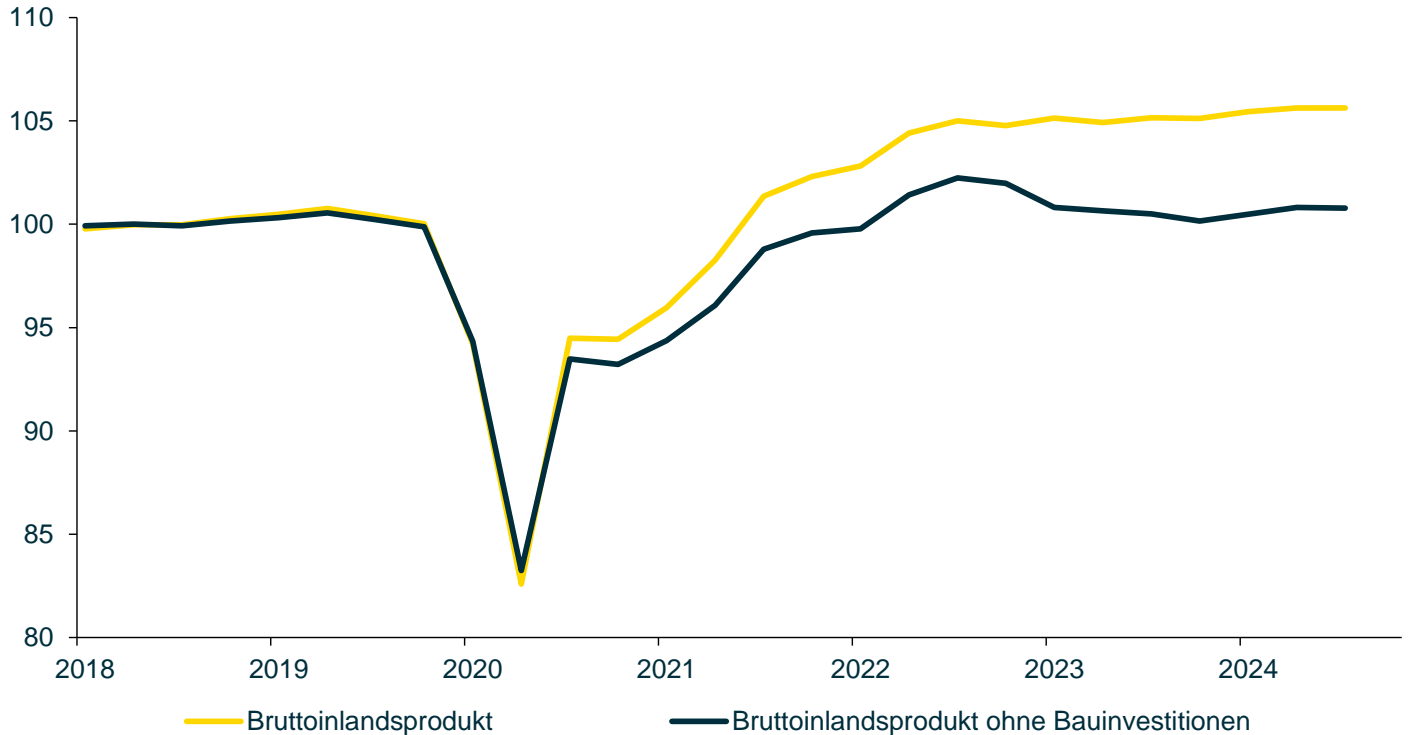
**... und massiven Bau-Subventionen in Italien**

Bei der Entwicklung in Italien ist zudem zu berücksichtigen, dass der Bausektor in den vergangenen Jahren massiv davon profitiert hat, dass der Staat die gesamten Kosten für eine energetische Sanierung von Gebäuden übernommen hat. In der Folge waren die Wohnungsbauinvestitionen im ersten Halbjahr preisbereinigt mehr als 80% höher als im Jahr 2018. Auch die sonstigen Bauinvestitionen, die in den letzten sechs Jahren um fast 50% zugelegt haben, dürften von höheren staatlichen Ausgaben profitiert haben, die zumindest teilweise aus den Zuschüssen des Wiederaufbaufonds finanziert worden sein dürften. Ohne den massiven Anstieg der Bauinvestitionen wäre die Wirtschaftsleistung Italiens 5% niedriger gewesen als dies im zweiten Quartal der Fall war (Chart 7).



### Chart 7 - Italien: Wachstum zuletzt nur wegen höherer Bauinvestitionen

Reales Bruttoinlandsprodukt, Index 2018=100



Quelle: Eurostat, Commerzbank-Research

## Outperformance des Südens kein dauerhaftes Phänomen

Somit mag sich die Wirtschaft in **Griechenland** auch in den kommenden Jahren eher besser als der Rest der Währungsunion entwickeln, weil es hier tatsächlich Fortschritte bei den strukturellen Schwächen gegeben hat und die Wirtschaft den Einbruch nach der Schuldenkrise noch lange nicht aufgeholt hat. Allerdings dürfte der Vorsprung vor dem Euroraum-Durchschnitt wegen des Auslaufens der Zuschüsse vom Wiederaufbaufonds schrumpfen.

Auch in **Portugal** sprechen die strukturellen Verbesserungen für eine überdurchschnittliche Entwicklung. Ein Risikofaktor ist hier aber der starke Anstieg der Lohnstückkosten. Setzt sich dieser fort, würde dies auf Dauer wohl die Outperformance des Landes beenden. In dieser Hinsicht könnten die schwächeren Zuwachsraten im zweiten und dritten Quartal von jeweils nur 0,2% ein Warnzeichen sein.

Auch in **Spanien** dürfte der Rückenwind vom Wiederaufbaufonds an Bedeutung verlieren und sich der Boom im Tourismussektor zumindest abkühlen. Folglich ist damit zu rechnen, dass zumindest der Abstand zu den Wachstumsraten der anderen Euro-Länder deutlich abnehmen wird.

In **Italien** wird sich insbesondere das wegen der auslaufenden Subventionen zu erwartende Ende des Baubooms negativ bemerkbar machen. Als Ergebnis dürfte sich das Wachstum in Italien spätestens ab 2026 merklich verlangsamen.

[1] Mit dem Herausrechnen einzelner Sektoren – hier die Exporte von Dienstleistungen als Proxy für den Tourismus und weiter unten der Bau – kann man den Effekt der Entwicklung in diesen Sektoren auf die Gesamtwirtschaft natürlich nur annäherungsweise abgreifen. Denn sie beeinflussen auch andere Nachfragekomponenten. So führt z.B. ein stärkerer Tourismus zu zusätzlichen Investitionen, was die Wirtschaft weiter beflügelt. Auf der anderen Seite dürften aber für die Versorgung der Touristen auch die Importe steigen, was den positiven Effekt auf die inländische Produktion für sich genommen schmälert. Die in Chart 5 und 7 angestellten Vergleiche geben also nur einen Eindruck von der Größenordnung der Effekte und keine exakte Berechnung wider. ([zurück zum Text](#))

[2] Hier werden nur die von den Ländern nicht zurückzahlenden Zuschüsse betrachtet und nicht die ebenfalls mit Ausnahme von Spanien in großem Ausmaß geflossenen Kredite des Wiederaufbaufonds betrachtet, da Letztere auf die Schulden der Länder angerechnet werden und damit den finanzpolitischen Spielraum der Länder nicht erweitern. ([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 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 6/12/2024 07:34 MEZ fertiggestellt und am 6/12/2024 07:34 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-Swap-Händler 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