



## Chinas neue Wachstumsstrategie

China will seine Abhängigkeit von westlichen Technologien und Märkten verringern und modernisiert dazu seinen Produktionssektor, richtet den Handel auf den globalen Süden aus und stärkt den Binnenmarkt. Wir analysieren Chinas Wirtschaftsstrategie und was sie für ausländische Investoren und Unternehmen auf dem globalen Markt bedeutet.

| Tommy Wu

### Chinesische Wirtschaft hat Wachstumsmotor verloren...

Die chinesische Führung muss mit den Auswirkungen der geplatzten Immobilienblase und der Sanierung der lokalen Staatsschulden fertig werden. Mit dem Ende des Baubooms hat Chinas Wirtschaft ihren wichtigsten Wachstumsmotor verloren und durchläuft derzeit eine Umstrukturierung. Es wird einige Zeit dauern, bis die aufstrebenden Branchen wie Technologie, neue Energien, fortschrittliche Fertigung und Biotechnologie den Immobiliensektor ersetzen können. Die aufstrebenden Branchen machen nach Angaben der chinesischen Regierung zusammen etwa 13 % des BIP aus. Zum Vergleich: Der Immobiliensektor stand zeitweise direkt (durch das Baugewerbe) und indirekt (durch vor- und nachgelagerte Industrien wie Baumaterialien und Haushaltsgeräte) für ein Viertel des BIP.

### ... und die Begeisterung ausländischer Investoren

Hinzu kommt, dass China bei westlichen Unternehmen als Investitionsstandort an Attraktivität verloren hat. Westliche Firmen beklagen sich seit langem darüber, dass sie auf dem chinesischen Markt keine fairen Wettbewerbsbedingungen haben. Sie machen sich auch Sorgen um die Sicherheit ihrer Unternehmensdaten. So behindern chinesischen Vorschriften den grenzüberschreitenden Datentransfer, und das kürzlich überarbeitete chinesische Gesetz zur Spionageabwehr könnte chinesischen Behörden mehr Zugang zu und Kontrolle über Firmendaten geben. Und schließlich müssen sie damit rechnen, dass normale Geschäftsaktivitäten wie Marktforschung gegen Gesetze verstoßen könnten. Das harte Durchgreifen gegen westliche Beratungsunternehmen wegen Bedenken hinsichtlich der nationalen Sicherheit Chinas ist ebenfalls nicht dazu angetan, das Investitionsklima zu verbessern. Generell erschweren die geringere Transparenz der politischen Entscheidungen und die regulatorischen Unsicherheiten in Bezug auf Datentransfer, Cybersicherheit und nationale Sicherheit es ausländischen Unternehmen, sich auf den chinesischen Märkten zurechtzufinden. Dies hatte bereits erhebliche Auswirkungen auf den Zufluss ausländischer Direktinvestitionen (Foreign Direct Investment, FDI).

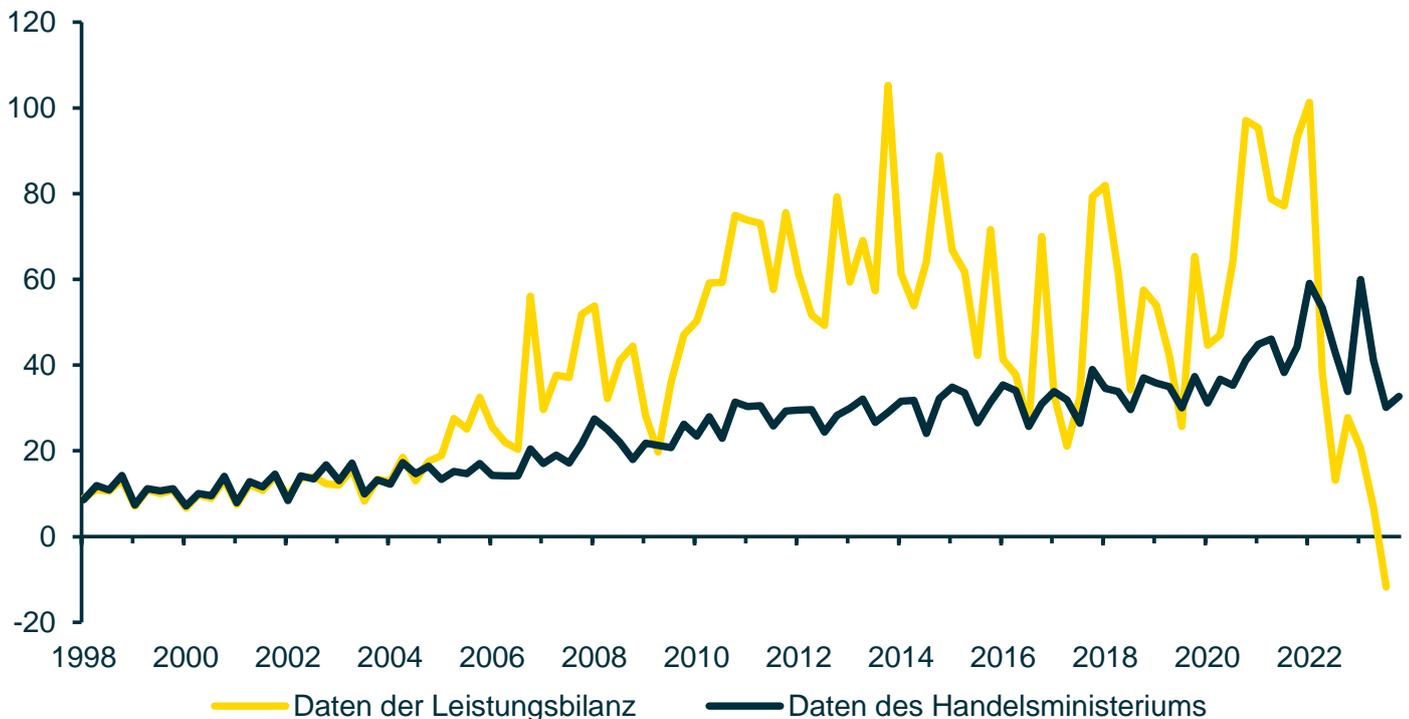
Es gibt zwei offizielle Datenreihen zu FDI, die sich in mehreren Punkten unterscheiden. Der wichtigste Unterschied ist, dass die Zahlen des Handelsministeriums (MofCom) nur die Bruttozuflüsse abbilden, außerdem berücksichtigen sie nicht die Investitionen in den Finanzsektor, reinvestierte Gewinne und einige weitere Posten. Die FDI-Daten aus der Leistungsbilanz sind dagegen eine Nettogröße, also der Saldo von Zu- und Abflüssen bei FDI:

- Die Zahlen des MofCom zeigen für 2023 einen in Dollar gerechneten Rückgang der (Brutto-) Direktinvestitionen um 10 % (Chart 1).
- Spektakulärer sind die Leistungsbilanzdaten. Diese zeigen im dritten Quartal 2023 erstmals in der Datenhistorie einen Netto-Abfluss an. Ausländische Unternehmen haben folglich Direktinvestitionen aus China abgezogen.



### Chart 1 - China: Ausländische Direktinvestitionen im Rückwärtsgang

MofCom: misst FDI-Zuflüsse ohne den Finanzsektor. Leistungsbilanzdaten enthalten alle FDI-Zuflüsse incl. reinvestierter Gewinne, Offshore-IPOs und ausländ. Venture Capital abzgl. alle FDI-Abflüsse. Daten in Mrd. \$, Quartale



Quelle: SAFE, MofCom (Handelsministerium), Commerzbank Research

### "China + 1" - Unternehmen diversifizieren ihre Lieferketten

Eine sinkende Rentabilität ausländischer Direktinvestitionen angesichts der schwächeren Wachstumsperspektiven in China (Titelchart) und der hohen globalen Zinssätze sowie die immer komplexer werdende geopolitische Lage spielen bei den Investitionsentscheidungen westlicher Unternehmen eine wichtige Rolle. Außerdem sehen sich westliche Unternehmen bereits jetzt einem verstärkten Wettbewerb durch chinesische Unternehmen ausgesetzt, und dieser Wettbewerb wird sich in Zukunft wahrscheinlich noch verschärfen.

Immer mehr westliche Unternehmen haben ihre Geschäfte in China aufgrund regulatorischer Probleme abgekapselt, anstatt sie in ihre globalen Geschäfte zu integrieren. Um ihre Abhängigkeit von China zu reduzieren, setzen immer mehr Unternehmen auf die Strategie "China plus eins"; sie wollen mindestens eine andere Quelle für ihre Zulieferungen haben und ihre eigene Produktion nicht zu stark in China konzentrieren. Allerdings kommen die meisten Zwischenprodukte und kritischen Materialien nach wie vor aus China, bevor sie zur Weiterverarbeitung nach Südostasien, Indien, Mexiko und Osteuropa verschifft werden. Diese Umstrukturierung der Produktion dürfte aber in zunehmendem Maße dazu führen, dass immer weniger Waren das Etikett "Made in China" tragen werden, auch wenn ein erheblicher Teil der Produktinhalte nach wie vor aus China stammt. Trotzdem wird China Produktion an andere Länder verlieren.

Die offenkundig nachlassende Attraktivität Chinas für Direktinvestitionen und Produktionsverlagerungen sind ein wichtiger Indikator dafür, dass der Wirtschaftsstandort China Probleme hat. Und dies betrifft nicht nur ausländische Unternehmen, sondern auch chinesische. Auch das Vertrauen der einheimischen Betriebe ist offenbar angeschlagen. In diesem Umfeld erscheint es umso schwieriger, das Wachstum der Wirtschaft wieder zu erhöhen.

### Die wirtschaftspolitische Antwort: Fokus auf Industrie

Für die chinesische Führung scheint die Lösung für die verschiedenen Herausforderungen in einer erneuten Konzentration auf die Industrie zu liegen, die durch verstärkte Entwicklung einheimischer Technologien unterstützt werden soll. Der chinesische Präsident Xi Jinping bezeichnete die industrielle Produktion als "Lebensader" und "Fundament" Chinas:

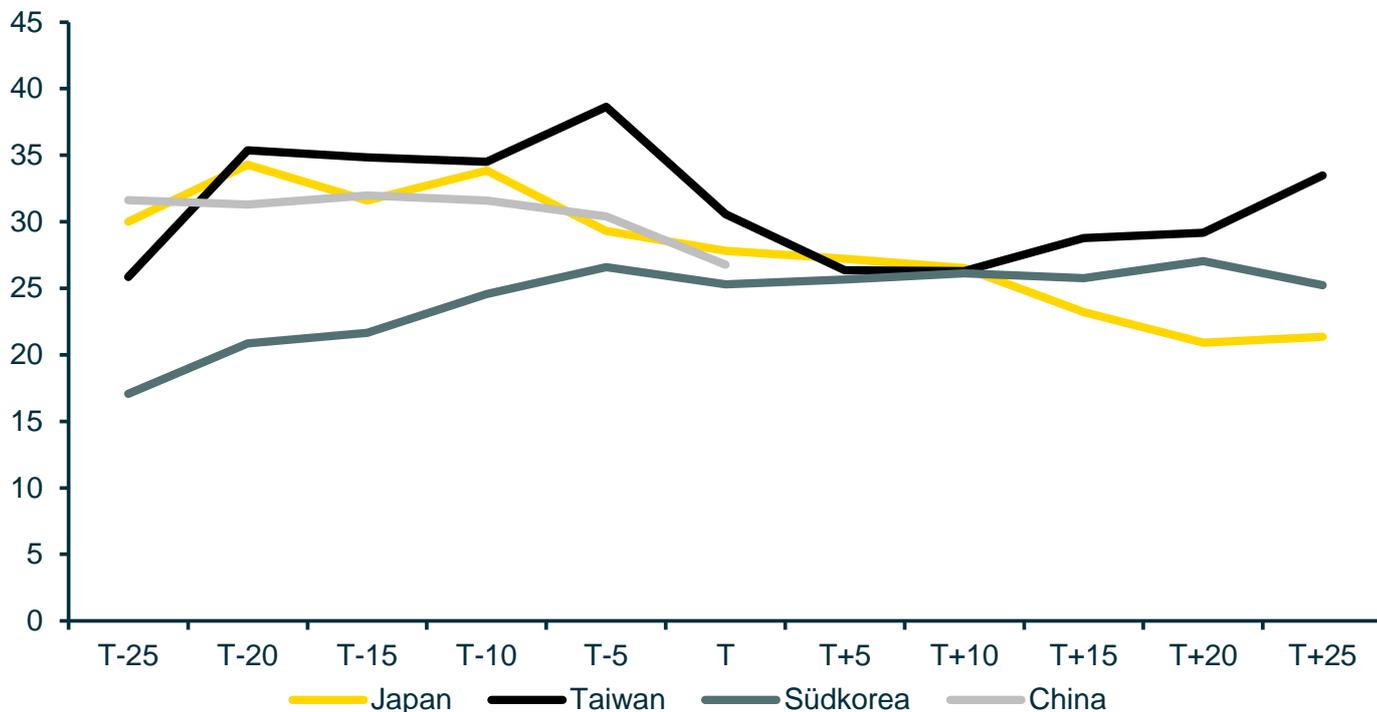


- Die chinesische Regierung setzt alles daran, Vollbeschäftigung zu erreichen. Man scheint davon auszugehen, dass durch eine Förderung des verarbeitenden Gewerbes direkt und indirekt mehr neue und gutbezahlte Jobs entstehen können als bei einer Ausweitung der Dienstleistungsbranchen.
- Der verarbeitenden Industrie wird auch ein größerer "Technologiemultiplikator" zugeschrieben, d.h. man geht davon aus, dass Investitionen in neue Produktionsanlagen eine Breitenwirkung für den technologischen Fortschritt und eine Steigerung der Produktivität der Wirtschaft zur Folge haben. Das relativ langsame Produktivitätswachstum und die geringe Kapitalrendite sind seit langem ein Problem der chinesischen Wirtschaft.
- Eine starke Produktionsbasis hat auch eindeutige Vorteile im Verteidigungsbereich. Die in den USA zu hörenden Klagen über eine Aushöhlung der Rüstungswirtschaft, die sich in unzureichender Produktion von Munition für den Bedarf in der Ukraine, in Israel oder eigene Zwecke niederschlägt, unterstützt dieses Argument.

Die Erhöhung des Anteils des verarbeitenden Gewerbes an der chinesischen Wirtschaft ist jedoch ein schwieriges Unterfangen. Erfahrungen aus anderen Ländern der Region zeigen, dass der Anteil des verarbeitenden Gewerbes nur noch wenig gesteigert werden kann, sobald eine Volkswirtschaft ein gewisses Einkommens- und Entwicklungsniveau erreicht hat. Diese Länder haben die Erfahrung gemacht, dass ab einem bestimmten Einkommensniveau vor allem die Nachfrage nach Dienstleistungen steigt. So ist beispielsweise der Anteil des verarbeitenden Gewerbes in Japan zurückgegangen, nachdem das Pro-Kopf-BIP die 10.000-USD-Marke erreicht hatte, während der Anteil in Südkorea nur leicht gestiegen ist (Chart 2). Taiwan ist eine Ausnahme, dies ist aber auf dessen Dominanz in einer bestimmten Branche – der Halbleiterindustrie – zurückzuführen.

**Chart 2 - China hat möglicherweise wenig Spielraum, um die Bedeutung der Industrie zu steigern**

Verarb. Gewerbe in % des BIP. T: Jahr, in dem betreffende Wirtschaft Pro-Kopf-BIP von 10.000 Dollar erreicht hat. Japan (T=1981), Taiwan (T=1992), Südkorea (T=1994), China (T=2019)



Quelle: Economic and Social Research Institute (Japan), Directorate-General of Budget (Taiwan), Bank von Korea, BNS (China), Commerzbank-Research

**... aber China muss auch Märkte für höhere Produktion finden**

Um dieses Problem zu umgehen, scheint China auf den Export zu setzen. Die durch den Fokus auf die Industrie vergrößerte Produktionsbasis würde sonst nur zu noch größeren Überkapazitäten führen. Es könnte allerdings schwerfallen, eine verstärkte

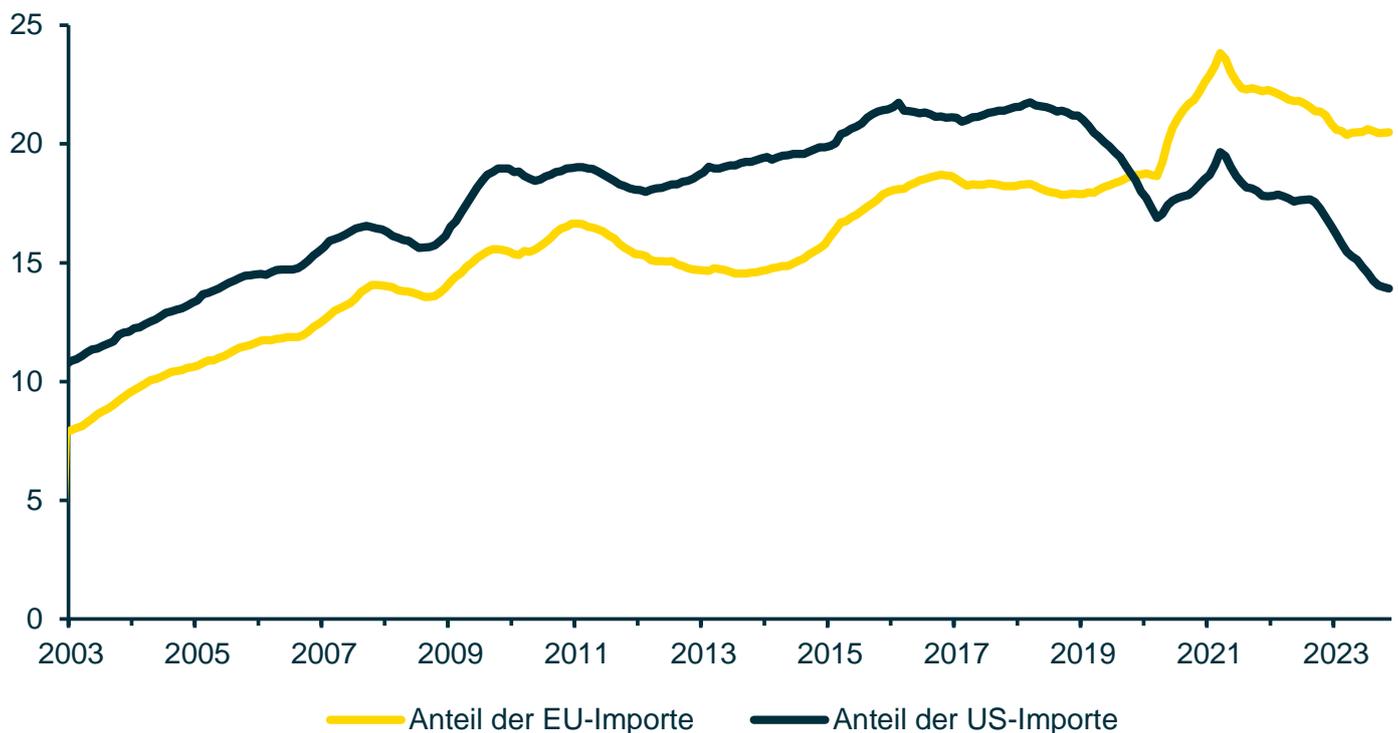


chinesischen Produktion zu exportieren, ungeachtet des jüngsten Anstiegs der Autoexporte. Gerade die USA und die EU werden dies wohl nicht hinnehmen. So erwägt die EU zusätzliche Antidumpingmaßnahmen, um "billige" chinesische Importe zu verhindern.

Es ist daher unwahrscheinlich, dass China seinen Anteil an den Einfuhren der EU und der USA wesentlich erhöhen kann. Derzeit entfallen über 20 % der EU-Einfuhren und 14 % der US-Einfuhren auf China (Chart 3). Der Anteil Chinas an den US-Einfuhren ging 2023 aufgrund der Verschlechterung der Beziehungen zwischen den USA und China erneut deutlich zurück. Darin spiegelt sich die Verlagerung von Lieferketten aus China in südostasiatische Länder, insbesondere Vietnam, sowie ein gewisses "Nearshoring", vor allem nach Mexiko, wider.

### Chart 3 - Chinas Anteil an US-Importen hat abgenommen, bleibt hoch an EU-Importen

Anteil Chinas an den Importen der EU und der USA, gleitender 12-Monatsdurchschnitt in %



Quelle: Eurostat, Census Bureau, Commerzbank Research

### ... vielleicht hilft der "Globale Süden"

Da die westlichen Märkte für chinesische Exporte schwieriger werden, zunehmend auch aufgrund nationaler Sicherheitserwägungen, richtet China sein Augenmerk mehr und mehr auf den globalen Süden. China setzt auf verstärkten Handel mit den Mitgliedern der "Belt and Road Initiative" (BRI). Diese umfasst über 150 Länder in Asien (mit den wichtigen Ausnahmen Japan und Indien), dem Nahen Osten, Afrika, Osteuropa und Südamerika (Ausnahmen sind hier Brasilien, Argentinien und Kolumbien). Auf China entfallen mehr als 45 % des gesamten Außenhandels der BRI-Ländern, 25 % der ausländischen Direktinvestitionen Chinas werden dort getätigt.

Andere Initiativen haben einen stärker politischen Fokus. Hier steht die BRICS-Gruppe (Brasilien, Russland, Indien, China, Südafrika) im Zentrum, die jüngst um sechs neue Mitglieder erweitert wurde (BRICS Plus). Die im Rahmen dieser Gruppe verstärkte Zusammenarbeit soll die Interessen des globalen Südens besser vertreten. China versucht darüber hinaus, seinen globalen Einfluss durch weitere Initiativen, wie zum Beispiel die Globale Entwicklungsinitiative (GDI), auszubauen. Immerhin könnte sich der dadurch gestiegene Einfluss Chinas in einem verbessertem Marktzugang in den betreffenden Ländern niederschlagen.

### ... und das Anschieben heimischen Konsums

Chinas Konzentration auf das verarbeitende Gewerbe – eine angebotsseitige Strategie – zielt auch darauf ab, die Binnennachfrage zu steigern, indem der Anteil des Haushaltseinkommens durch die Schaffung von Arbeitsplätzen mit höheren Einkommen erhöht wird. Eine



ernsthafte Reform des schwachen sozialen Sicherheitsnetzes ist ebenfalls dringend erforderlich, um den Bedarf an Vorsorgesparen der Haushalte zu verringern.

### **Kann China damit Erfolg haben?**

Der chinesischen Führung ist bewusst, dass die Beziehungen zum Westen gefährdet sind und will sie stabilisieren, nicht zuletzt, um sich den Zugang zu den westlichen Märkten zu erhalten und die Versorgung Chinas mit technischem Know-how sicherzustellen. Die chinesische Regierung hat daher auch versucht, auf westliche Unternehmen zuzugehen und deren Bedenken auszuräumen. Um hier wirklich Erfolg zu haben, sind aber wohl konkretere Maßnahmen und Verbesserungen erforderlich. Allerdings erschwert eine mögliche chinesische Exportoffensive eine nachhaltige Verbesserung der Beziehungen zum Westen.

Es ist außerdem ungewiss, ob der globale Süden in der Lage sein wird, die westlichen Märkte für chinesische Produkte wirklich zu ersetzen. Schließlich haben die betroffenen Länder recht disparate Interessen und das Wohlstandsniveau ist mit der EU oder den USA nicht zu vergleichen. Außerdem sind diese Länder möglicherweise nicht der endgültige Bestimmungsort für chinesische Produkte, sondern nur eine Zwischenstation, bevor sie doch in den Westen verschifft werden.

Und schließlich ist auch nicht abzusehen, ob eine industriezentrierte Strategie dabei hilft, das zweifellos vorhandene Potenzial des chinesischen Binnenmarkts (der Verbrauch der privaten Haushalte macht immer noch weniger als 40 % des BIP aus) zu heben. Einige wohlhabendere Küstenprovinzen haben in jüngster Zeit Schritte zur Reform der sozialen Sicherheitsnetze unternommen, was im Prinzip die Konsumausgaben ankurbeln sollte. Die meisten Lokalregierungen in den anderen Provinzen zögern jedoch mit solchen Reformen, sie fürchten die Folgen für die soziale Stabilität und die Kosten dieser Maßnahmen.

Alles in allem ist es daher nicht zu erwarten, dass die Neuausrichtung der Wirtschaftspolitik durchschlagenden Erfolg haben wird. Vielmehr ist eine Fortsetzung des Trends zu niedrigeren Wachstumsraten zu erwarten.



## Fed-Vorschau: Diskussion über QT?

Die Fed wird ihre Zinsen auf der Sitzung nächste Woche nicht verändern, den Zielkorridor für die Fed Funds also bei 5,25%-5,50% belassen. Es ist allerdings möglich, dass die Fed allmählich in die Diskussion darüber einsteigt, wie lange und in welchem Tempo sie den Abbau ihrer Bilanz noch fortführen will.

| Bernd Weidensteiner

### Die Leitzinsen bleiben vorerst, wo sie sind

Die Fed dürfte kommende Woche keinen Anlass sehen, ihre Leitzinsen zu verändern. Der Zielkorridor für die Fed Funds dürfte daher dort bleiben, wo er seit Juli 2023 steht, nämlich bei 5,25%-5,50%. Die Fed wird versuchen, Hoffnungen auf rasche Zinssenkungen keine Nahrung zu geben. Zuerst will man sich sicher sein, dass die Inflation tatsächlich nachhaltig auf das 2%-Ziel fällt. Immerhin bewegen sich die Daten – und auf diese kommt es an, wie die Fed immer wieder betont – insgesamt in die richtige Richtung:

- Die Inflationsrate (auf Basis des von der Fed bevorzugten Deflators des privaten Verbrauchs berechnet) ist im November auf 2,6% gefallen, die Kernrate auf 3,2%. Auf kürzere Sicht ist das Ziel der Fed bereits erreicht: In den letzten sechs Monaten sind die Preise insgesamt auf Jahrerate hochgerechnet um 2% gestiegen, die Kernrate lag mit 1,9% sogar etwas unter der 2%-Marke.
- Das starke Wachstum der Wirtschaft hat sich im Q4 beruhigt, die Zuwachsrate von 3,3% war aber wohl immer noch zu stark für den Geschmack der Fed. Eher im Sinne der Fed ist, dass der Nachfragedruck am Arbeitsmarkt deutlich nachgelassen hat. Die Zahl der monatlich neu geschaffenen Stellen ist 2023 kontinuierlich gesunken, von durchschnittlich 312 Tsd im ersten Quartal auf 165 Tsd im vierten Quartal. Gleichzeitig fiel die Zahl offener Stellen, und die durchschnittlich gearbeitete Wochenstundenzahl ging zurück. Damit reduziert sich auch das Risiko einer Lohn-Preis-Spirale.

Der Kampf gegen die überhöhte Inflation ist somit nicht mehr das alles dominierende Thema. Vielmehr dürfte sich die Fed jetzt verstärkt darauf konzentrieren, die weiche Landung der Wirtschaft zu ermöglichen und eine Rezession zu verhindern.

Die Fed selbst erwarten für 2024 – ausweislich der im Dezember aktualisierten Projektionen – drei Zinssenkungen. Um ein fortgesetztes Wachstum der Wirtschaft zu ermöglichen, wird die Fed großes Interesse daran haben, unnötige Volatilität an den Märkten zu vermeiden. Eine verfrühte Zinssenkung soll auf jeden Fall vermieden werden. Denn wenn die Inflation dann wieder anspringen sollte, müsste man den Kurs erneut wechseln. Wir halten es daher nach wie vor für wahrscheinlich, dass die Fed mit der ersten Zinssenkung bis Mai wartet, um sich über den Inflationstrend sicher zu sein.

### Und was ist mit QT?

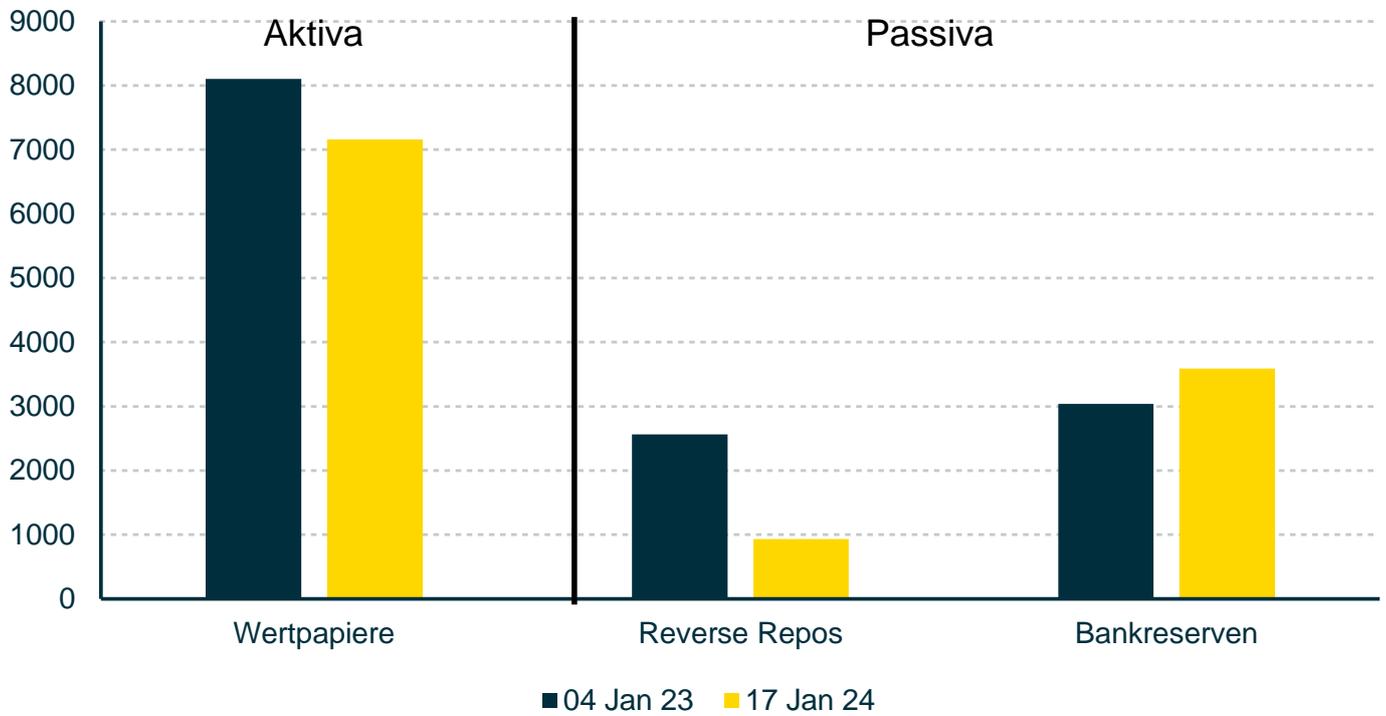
Die Fed hat ihr Wertpapierportfolio in den letzten sechs Monaten durchschnittlich um knapp 80 Mrd Dollar pro Monat verringert. Seit Beginn des "Quantitative Tightening" (QT) im Sommer 2022 wurde der Anleihebestand um insgesamt 1,3 Billionen Dollar auf zuletzt 7,2 Billionen Dollar abgebaut. Im Protokoll der letzten Fed-Sitzung regten die Sitzungsteilnehmer an, die technischen Einzelheiten einer Verlangsamung des Bilanzabbaus rechtzeitig zu klären. Für die Fed maßgebend ist dabei der Umfang der Bankreserven (Einlagen der Banken bei der Fed, ein Passiv-Posten der Fed-Bilanz). Der Bilanzabbau wird beendet werden, wenn diese Reserven auf ein Niveau gesunken sind, das mit der Vorgabe eines "reichlichen" Umfangs vereinbar ist. Fed-Gouverneur Waller sieht die Zielgröße bei 10%-11% des BIP. Das entspricht rund 3 Billionen Dollar.

Aktuell weist die Fed-Bilanz Bankreserven in Höhe von gut 3<sup>1</sup>/<sub>2</sub> Billionen Dollar aus. Diese liegen damit trotz fortgesetzter Bilanzverkürzung sogar höher als Anfang 2023 (Chart 1). Das wurde dadurch ermöglicht, dass diese Verkürzung auf der Passivseite der Fed-Bilanz mit einer deutlichen Reduzierung der Reverse Repos – diese Fazilität haben u.a. Geldmarktfonds als Parkplatz für ihre Liquidität genutzt – einherging. Dieser Parkplatz hat sich jetzt aber ziemlich geleert, sodass fortgesetztes QT in den nächsten Monaten für einen Rückgang der Bankreserven sorgen wird. Es ist daher zu erwarten, dass die Fed auf den kommenden Sitzungen verstärkt über die Modalitäten einer Beendigung von QT diskutieren wird. Ein abruptes Ende der Bilanzverkürzung ist nicht zu erwarten, sondern ein "Ausschleichen" (Tapering) von QT. Dieses Tapering dürfte in der zweiten Jahreshälfte einsetzen, also vermutlich erst nach der ersten Zinssenkung.



**Chart 1 - Zielgröße bei Bankreserven: 3 Billionen Dollar**

Wichtige Aktiva und Passiva der Fed, in Mrd. Dollar



Quelle: Fed, S&P Global, Commerzbank Research



## Research-Kontakte (E-Mail: [vorname.nachname@commerzbank.com](mailto: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. Marco Wagner (EZB, Deutschland, Italien)  
 +49 69 9353 45623

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

Christoph Weil (Euroraum, Frankreich,  
 Schweiz)  
 +49 69 9353 45589

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

You-Na Park (FX)  
 +49 69 9353 45616

Michael Pfister (FX)  
 +49 69 9353 45614

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

**Dr. Ralph Solveen**

Stellv. Leiter Economic Research  
+49 69 9353 45622  
ralph.solveen@commerzbank.com

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 26/1/2024 07:31 MEZ fertiggestellt und am 26/1/2024 07:31 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.

**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:** Insoweit diese Ausarbeitung an US-Anleger verteilt wird, darf sie nicht an US-Privatanleger versendet werden. Die Commerz Markets LLC („CMLLC“) ist ein in den USA registrierter Broker-Händler und eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der Commerzbank AG. Für Wertpapierzwecke stellt die Commerzbank AG diese Ausarbeitung als Drittanbieter-Ausarbeitung zur Verfügung; deshalb sind die involvierten Research-Analysten gegebenenfalls nicht bei der FINRA registriert und die Ausarbeitungen unterliegen nicht den gesamten Bestimmungen der FINRA Rule 2242. Aus dieser Ausarbeitung resultierende Wertpapiertransaktionen durch US-Anleger müssen über die CMLLC abgewickelt werden. Die CMLLC ist Mitglied der FINRA und SIPC. Bank- und Swapdienstleistungen in den USA werden von der Commerzbank AG gemäß dem Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act erbracht. Die Commerzbank AG ist kein Mitglied der SIPC und ist bei der CFTC vorläufig als Swaphändler registriert.

**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 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 24.01

**Commerzbank Filiale**

<b>Frankfurt</b>	<b>London</b>	<b>New York</b>	<b>Singapore</b>
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