



COMMERZBANK

Economic Research

Economic Briefing

# Trump ist zurück

**Donald Trump wird wohl neuer US-Präsident. Dabei kann er sich auf republikanische Mehrheiten im Senat und vermutlich auch im Repräsentantenhaus stützen. Wir erläutern, was dies für den Wirtschaftsausblick bedeutet.**

## Trump gewinnt ...

Donald Trump wird wohl nach vier Jahren Pause wieder in das Weiße Haus einziehen. Gemäß ersten überregionalen US-Medien wird er genügend Staaten gewinnen, um eine Mehrheit im entscheidenden Wahlkollegium zu erreichen.

## ... und der Kongress steht wohl hinter ihm

Dabei kann sich Trump wohl auf eine Mehrheit in beiden Kammern des Kongresses stützen. Im Senat können die Republikaner mit mindestens 51 von 100 Sitzen rechnen. Bisher waren sie dort in der Minderheit. Im Repräsentantenhaus wird das endgültige Ergebnis erst in einigen Tagen feststehen. Nach dem aktuellen Zwischenstand haben die Republikaner dort bei den schon entschiedenen Rennen netto ein Sitz gewonnen. Bei etlichen Sitzen steht der Sieger zwar noch nicht fest, sodass eine republikanische Mehrheit nicht garantiert ist. Die Erfahrung spricht aber dafür, dass angesichts des Erfolgs von Trump dieser bei den noch offenen Rennen eher weitere Parteikollegen mitgezogen hat. Damit dürften die Republikaner ihre knappe Mehrheit im Repräsentantenhaus zumindest halten oder sogar leicht ausbauen können.

Besonders die Mehrheit im Senat ist für einen reibungslosen Übergang der Regierung wichtig, da die zuständigen Senatsausschüsse die Personalauswahl des Präsidenten für Ministerposten und andere hohe Regierungsämter bestätigen müssen.

Im Vergleich zu 2020 hat das Team Trump die Übernahme der Regierungsgeschäfte deutlich besser vorbereitet. So wurden bereits zahlreiche Kandidaten für die wichtigen Ämter begutachtet.

Als Kandidat für den Finanzminister sind gemäß Medienberichten im Gespräch die Investmentbanker John Paulson und Howard Lutnick, Hedge Fonds-Manager Scott Bessent sowie die bereits in Trumps erster Amtszeit aktiven Robert Lighthizer (damals Handelsbeauftragter), Jay Clayton (damals Vorsitzender der Börsenaufsicht SEC), Larry Kudlow (damals Direktor des Wirtschaftsbeirats des Präsidenten) und Bill Hagerty (damals Botschafter in Japan).[1]

06. November 2024

Bernd Weidensteiner<sup>AC</sup>

Dr. Christoph Balz<sup>AC</sup>

### Inhalt

Trump gewinnt ...	1
... und der Kongress steht wohl hinter ihm	1
Was sind seine wichtigsten wirtschaftspolitischen Vorhaben?	2
Wirkung auf Wachstum... ... und Inflation	4
Droht ein Konflikt mit der Fed?	4
Wie reagieren die Märkte?	5



Für den Posten des Handelsbeauftragten – ein angesichts der Zollpläne Trumps wichtiges Amt – wird neben Lighthizer und Hagerty auch Jamieson Greer gehandelt, der früher die rechte Hand von Lighthizer war.

## Was sind seine wichtigsten wirtschaftspolitischen Vorhaben?

Das Problem bei einer Einschätzung der wirtschaftlichen Folgen einer erneuten Präsidentschaft Trumps ist, das er Wahlkampf viele und teilweise einander widersprechende Ideen vorgestellt hat. Vieles davon ist sicherlich Wahlkampfgetöse, und vieles dürfte den Kontakt mit der politischen Realität nicht unbeschadet überstehen. Außerdem werden einige Maßnahmen, gerade im außenwirtschaftlichen Bereich, Gegenreaktionen hervorrufen. Es ist kaum verlässlich abzuschätzen, was unter dem Strich als Netto-Wirkung auf Wachstum und Inflation übrigbleibt. Wir haben daher einige der wesentlichen Politikfelder herausgegriffen und Annahmen über Umfang und Wirkung der Maßnahmen getroffen. Diese sind nur als erste Einsschätzung zu verstehen.

### (a) Zölle

Der rote Faden des wirtschaftspolitischen Ansatzes von Donald Trump ist seine Neigung zu Zöllen, die ihm als wirtschaftspolitisches Allheilmittel gelten. Diskutiert werden dabei ein mindestens 10%-iger allgemeiner Zoll und ein Zollsatz von 60% auf Importe aus China. Sollte dies alles umgesetzt werden, würde der durchschnittliche Zollsatz der USA auf den höchsten Wert seit den 1930er Jahren steigen.

Trump hat in seiner ersten Amtszeit bereits zahlreiche Zölle erhöht, vor allem im Warenverkehr mit China. Die Befugnis zur Erhebung einzelner Zölle fand auf Basis einschlägiger Gesetze (Trade Expansion Act von 1962 und der Trade Act von 1974) statt. Diese erfordern, dass durch unbeschränkte Importe ein klares Risiko für die nationale Sicherheit besteht bzw. dass einzelne Länder klar gegen Handelsabkommen verstoßen. [2]

Allerdings ist es rechtlich unklar, dass der Präsident auch die Vollmacht zur Einführung eines allgemeinen Zolls hat. Denn laut Verfassung hat der Kongress *"die Befugnis, Steuern, Zölle und Abgaben festzulegen und zu erheben, ... den Handel mit ausländischen Nationen zu regeln."* (Artikel 1, Sektion 8). Nach herrschender Ansicht hat der Kongress nicht das Recht, solche verfassungsmäßigen Befugnisse an jemanden anders, also etwa den Präsidenten, zu delegieren.

Die Einführung eines allgemeinen Zolls durch den Präsidenten wäre nur in einem Notfall erlaubt. Ein Präzedenzfall hierfür ist die zeitweise Einführung eines 10-igen Zolls durch Nixon im Jahre 1971. Dieser berief sich auf das Vorliegen einer Zahlungsbilanzkrise; damals waren die USA noch im Festkurssystem von Bretton Woods, und ihnen drohte das Gold auszugehen, um den Dollar zu stützen.

Wir gehen daher davon aus, dass Trump seine Drohungen nur teilweise umsetzt, wobei vor allem wohl erneut China ins Visier geraten dürfte. Zudem sind seine aggressiven Forderungen wohl auch Verhandlungstaktik, und die USA würden sich wohl mit einigen Partnern auf einen Kompromiss einigen.

### (b) Steuern

Ende 2025 laufen die Einkommensteuersenkungen aus, die Trump in seiner ersten Amtszeit verabschiedet hatte. Trump will sie komplett verlängern und hat zudem eine weitere Senkung der Körperschaftssteuer (aktuell: 21%) in Aussicht gestellt, wobei hier die Details unklar sind.

Insgesamt sind die Pläne teuer:



- Das Center for a Responsible Federal Budget (CRFB) schätzt, dass die Verlängerung der Einkommensteuersenkungen das Defizit binnen 10 Jahren um 5,4 Billionen Dollar erhöht.
- Die weitere Absenkung der Körperschaftssteuer würde laut CRFB zwischen 150 Mrd. und 600 Mrd. Dollar kosten. Die weite Spanne erklärt sich durch die bislang völlig unklaren Details dieser Senkung.
- Die vom Trump ebenfalls versprochene Steuerfreiheit der Rentenbezüge würde das Defizit um weitere 1,3 Billionen Dollar erhöhen.

Sämtliche Steuerpläne würden das Defizit in den kommenden zehn Jahren zwischen 6,8 Billionen und 15,7 Billionen Dollar erhöhen, mit einer zentralen Schätzung von 10 Billionen Dollar. Das Budgetmodell von Penn-Wharton kommt über zehn Jahre auf Einnahmeausfälle von 5,8 Billionen Dollar, hier sind aber einige der unklarerer Pläne Trumps nicht berücksichtigt.

Zur Gegenfinanzierung verweist Trump auf die von ihm erwarteten umfangreichen Einnahmen aus dem erhöhten Zöllen. Das CRFB kommt hier aber allenfalls auf Einnahmen in Höhe von 2 Billionen bis 4 Billionen Dollar. "Dynamische" Effekte, also zusätzliche Steuereinnahmen durch die unterstellten wachstumsfördernden Wirkung der Trump'schen Maßnahmen dürften recht gering ausfallen (siehe dazu unten die Abschätzung der Wachstumsauswirkung).

Zusammen mit den erhöhten Ausgaben in einigen Bereichen (vor allem der Verteidigung) drohen bei einer Umsetzung der Vorhaben Trumps zusätzliche Defizite von 7 bis 8 Billionen Dollar. Zum Vergleich: Das Haushaltsbüro des Kongresses rechnet auf Basis der aktuellen Gesetze mit einem Defizit von 22 Billionen Dollar über zehn Jahre, dies entspricht durchschnittlich 6,3% des BIP. Trump würde das Defizit wohl über 8% treiben.

### **(c) Einwanderung**

Die hohe Einwanderung, insbesondere die illegale Zuwanderung, war eines der zentralen Themen im Wahlkampf. Donald Trump hat versprochen, illegal Zuwanderer auszuweisen. Zahlreiche dieser Einwanderer sind in personalintensiven Bereichen wie Bau, Landwirtschaft oder Gastgewerbe beschäftigt. Sollte es hier zu massenhaften Ausweisungen kommen, dürfte dies die Löhne in diesen Bereichen nach oben treiben. Dies würde einen weiteren inflationserhöhenden Effekt zur Folge haben.

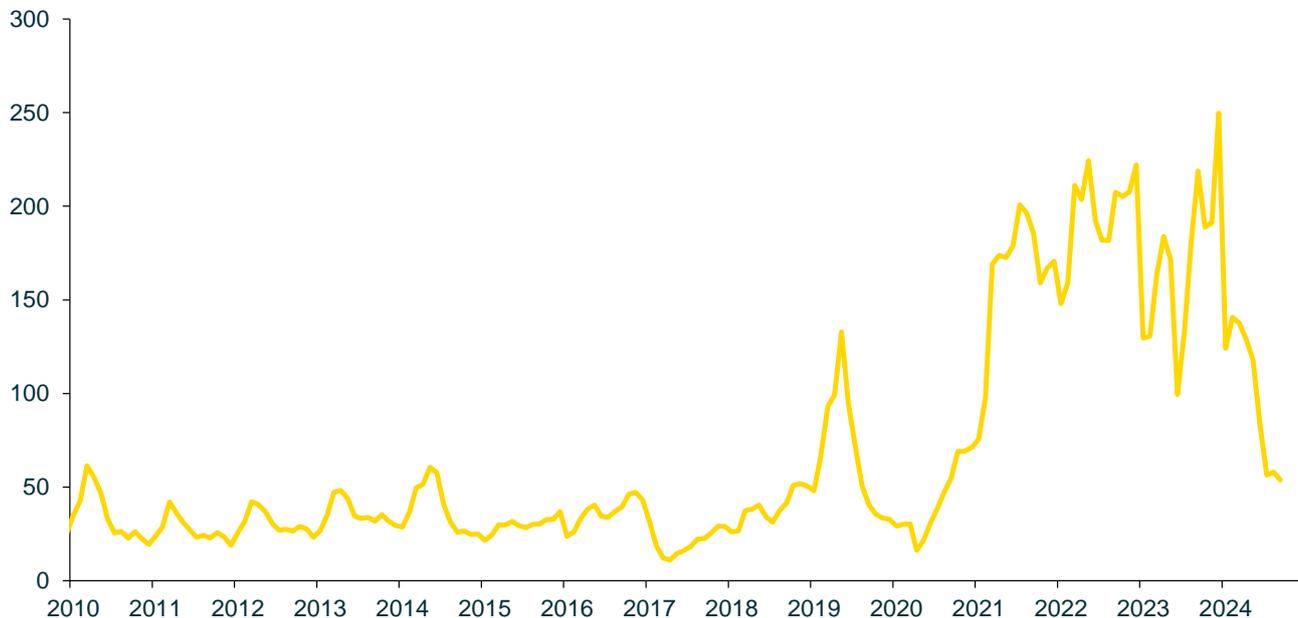
Allerdings scheinen die USA das Einwanderungsproblem allmählich in den Griff zu bekommen, wozu auch ein Kurswechsel der Biden-Administration beigetragen hat. Die Zahl der Aufgriffe illegaler Zuwanderer an der Grenze zu Mexiko ist in den letzten Monaten drastisch zurückgegangen (Chart 1).

Donald Trump könnte sich daher mit einigen tausend medienwirksam inszenierten Abschiebungen begnügen und sich ansonsten auf die Sicherung der Grenze konzentrieren. Dies würde die wirtschaftlich nachteiligen Folgen großangelegter Abschiebungen vermeiden, gleichzeitig aber den politischen Gewinn sichern. Wir gehen daher nicht davon aus, dass er seine Drohungen hier umsetzt.



### Chart 1 - Ist die Einwanderungswelle schon gebrochen?

Aufgriffe von Einwanderern durch den US-Grenzschutz an der südwestlichen Grenze der USA, Monatsdaten in Tsd.



Quelle: US Customs and Border Protection, Commerzbank Research

### Wirkung auf Wachstum...

Die Zollerhöhungen dürften kurzfristig einen gewissen positiven Effekt auf das Wachstum haben, schließlich wird ein Teil der US-Nachfrage auf inländische Produkte umgelenkt. Allerdings ist mit Gegenmaßnahmen der Handelspartner zu rechnen, was die Wirkung mittelfristig abschwächt. Eskalierende Handelsstreitigkeiten – oder allein ein entsprechendes Risiko – werden die Unsicherheit in der Wirtschaft erhöhen. Unternehmen müssen ihre Lieferketten umstellen, was zu zusätzlichen Kosten führt. Die Planungssicherheit wird zumindest zeitweise reduziert. Unternehmen dürften sich in einem solchen Umfeld mit Investitionen eher zurückhalten.

### ... und Inflation

Die klarste Wirkung der Trump'schen Pläne ist bei der Inflation zu erwarten. Sollte er tatsächlich einen Zollsatz von 60% auf Importe aus China und 10% auf alle weiteren Importe erheben, könnten beide Effekte zu einem Preisschub von jeweils 1 Prozent führen. Eine geringere Überwälzung auf die Konsumenten und eine Aufwertung des Dollar könnten diese Effekte aber dämpfen. Eine aus unserer Sicht realistische Annahme ist, dass etwa ab Mitte 2025 neue Zölle in Kraft treten, die das Preisniveau auf Sicht von zwölf Monaten um etwa 1 Prozentpunkt erhöhen könnten.

### Droht ein Konflikt mit der Fed?

Die Fed gerät durch den anstehenden Politikwechsel in eine schwierige Lage. Bereits jetzt sind sich weder der Markt noch die Fed-Mitglieder selbst völlig sicher, dass die ursprünglich einmal erwartete Serie von Zinssenkungen tatsächlich umgesetzt wird. Die Fed fährt auf Sicht. Die Zinssenkung morgen und vermutlich auch die im Dezember sind relativ sicher. Spätestens im Frühjahr, wenn sich eine Umsetzung der Zollpläne abzeichnet, hat sich das Umfeld für die Fed-Entscheidungen aber deutlich verschoben. Wir gehen daher davon aus, dass die Fed die Zinssenkungen bei 4,00% stoppt (bisherige Prognose: 3,50%; aktuell steht die Obergrenze des Zielkorridors bei 5,00%). Die Notenbank wird allerdings kaum offiziell das Ende des Zinssenkungszyklus ausrufen, sondern auf die Datenlage verweisen.



Präsident Trump würde einen für längere Zeit so hohen Leitzins aber wohl als unfreundlichen Akt auffassen und Gegenwind für seine Pläne befürchten. Wir erwarten gleichwohl nicht, dass er sich zu einem direkten Angriff auf die Unabhängigkeit der Fed hinreißen lässt. Dies würde an den Finanzmärkten für massive Verwerfungen sorgen. Trump hat in seiner ersten Amtszeit schon immer großen Wert auf eine gute Entwicklung der Finanzmärkte gelegt. Trump wird es daher wohl bei öffentlicher Kritik belassen und darauf warten, dass er die Sitze im Fed Board neu besetzen kann (die Amtszeit von Jerome Powell als Vorsitzender des Board endet im Frühjahr 2026).

## Wie reagieren die Märkte?

Erste Marktreaktionen zeigen einen deutlichen Anstieg der Treasury-Renditen, bei zehnjährigen Papieren um etwa 15 Basispunkte. Dies dürfte Sorgen vor einem höheren Angebot an Staatsanleihen aufgrund steigender Haushaltsdefizite und Inflationsrisiken widerspiegeln.

Gleichzeitig konnte der Dollar sehr deutlich zulegen, gegenüber dem Durchschnitt der G10-Währungen rund 1,1%. Offensichtlich glauben die Investoren, dass die Trump-Präsidentschaft USD-positiv sein wird. Das mag so sein. Falls der zukünftige Amtsinhaber tatsächlich seine inflationstreibenden Maßnahmen wahrmacht (insbesondere hohe Importzölle und Deportation eines nennenswerten Teils der US-Arbeitskräfte), aber gleichzeitig entgegen seinen Andeutungen die Fed-Unabhängigkeit nicht antastet, wird der Dollar zulegen.

Wir sind allerdings vorsichtiger, insbesondere weil es zwar unwahrscheinlich aber nicht ausgeschlossen ist, dass die Fed-Unabhängigkeit beschädigt wird. Daher sehen wir den Trend in Richtung zusätzlicher USD-Stärke solange als übertrieben an, bis feststeht, dass es wirklich zu der vom Markt unterstellten USD-günstigen Kombination kommt.

Würden nämlich die inflationären Maßnahmen kommen, aber gleichzeitig die Fed an die Kette gelegt, würde solch ein Politik-Mix zu sehr deutlicher USD-Schwäche führen. Summa summarum sehen wir daher die mittel- bis langfristigen USD-Risiken als asymmetrisch an. Es mag mit höherer Wahrscheinlichkeit zu weiterer USD-Stärke kommen, aber eher in moderatem Umfang und schrittweise. Andererseits hätte alles, was die Fed-Unabhängigkeit infrage stellt, das Potenzial, erhebliche USD-Schwäche auszulösen. Das ist weniger wahrscheinlich, hätte aber größere Auswirkungen.

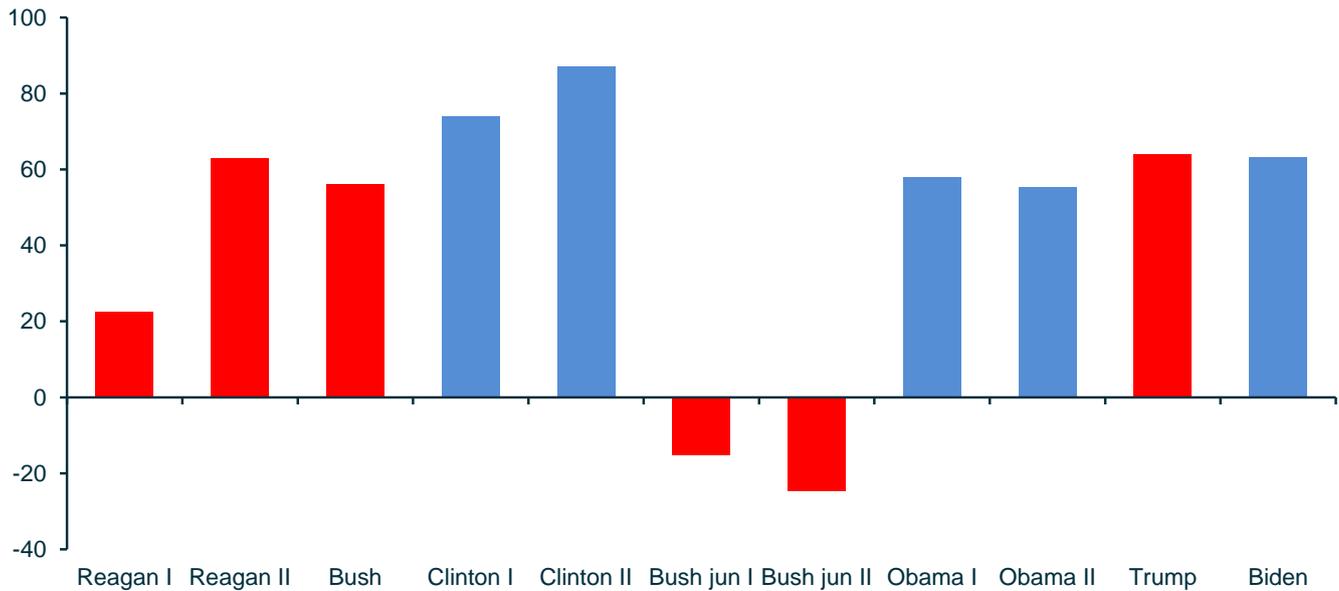
Dass 1Y-EURUSD-Riskies weiterhin im negativen Bereich notieren, passt nicht dazu. Da hat der FX-Markt Anpassungsbedarf.



Am Aktienmarkt sollte längerfristig der Markteinfluss der Politik nicht überschätzt werden. So verzeichnete der S&P 500-Aktienindex unter den letzten Präsidenten relativ ähnliche Zuwächse (Chart 2). Aus dem Rahmen fallen nur die beiden Amtszeiten von George W. Bush, in denen die Technologieblase platzte und die Lehman-Pleite die Märkte erschütterte.

**Chart 2 - Präsidenten haben begrenzten Einfluss auf den Aktienmarkt**

Entwicklung des S&P-500 in den Amtszeiten der Präsidenten (berechnet vom November des Wahljahres bis zur nächsten Wahl), Veränderung in %. Rote Balken: Republikanische Präsidenten; blaue Balken: Demokratische Präsidenten



Quelle: S&P Global, Commerzbank Research

[1] Robert Lighthizer ist in vielerlei Hinsicht der intellektuelle Kopf hinter einer protektionistischen US-Außenhandelspolitik. Seine Kernthese fasst er in der Einführung zu seinem Buch "No trade is free" (2023) so zusammen : "Simply put, I believe that American trade policy should revolve around helping working-class American families. Enhancing corporate profits, increasing economic efficiency, and lowering consumer prices are important but, in my view, secondary to this goal. When I look at the world today, the only practical way to help the working people I see is to support the American manufacturing sector". ([zurück zum Text](#))

[2] Diese Einschätzung folgt der Analyse "[Trump II Tariffs: Who said he could do that?](#)", Alan Wm. Wolff, Peterson Institute for International Economics. ([zurück zum Text](#))



## Analysten

**Bernd Weidensteiner** <sup>AC</sup>  
Senior Economist  
+49 69 9353 45625  
bernd.weidensteiner@commerzbank.com

**Dr. Christoph Balz** <sup>AC</sup>  
Senior Economist  
+49 69 9353 45592  
christoph.balz@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 6/11/2024 07:58 MEZ fertiggestellt und am 6/11/2024 07:58 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 berechnigte 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