



## Wen trifft der Handelskonflikt zwischen EU und China?

Nach den jüngsten Zollerhöhungen der USA wird die EU voraussichtlich ebenfalls Zölle auf mehrere Waren aus China erheben – kurzfristig insbesondere auf Elektrofahrzeuge (EVs). China hat bereits mit Vergeltungsmaßnahmen gedroht und dürfte Autos, Flugzeugteile und Spirituosen ins Visier nehmen. Dies könnte die deutsche Autoindustrie in mehrfacher Hinsicht treffen. Der derzeitige Streit dürfte die Inflation nur geringfügig anschieben. Ein ausgewachsener Handelskrieg mit China und eine weltweite Deglobalisierung würden jedoch längerfristig den Inflationsdruck merklich erhöhen und die Wachstumsaussichten langfristig dämpfen.

| Dr. Vincent Stamer

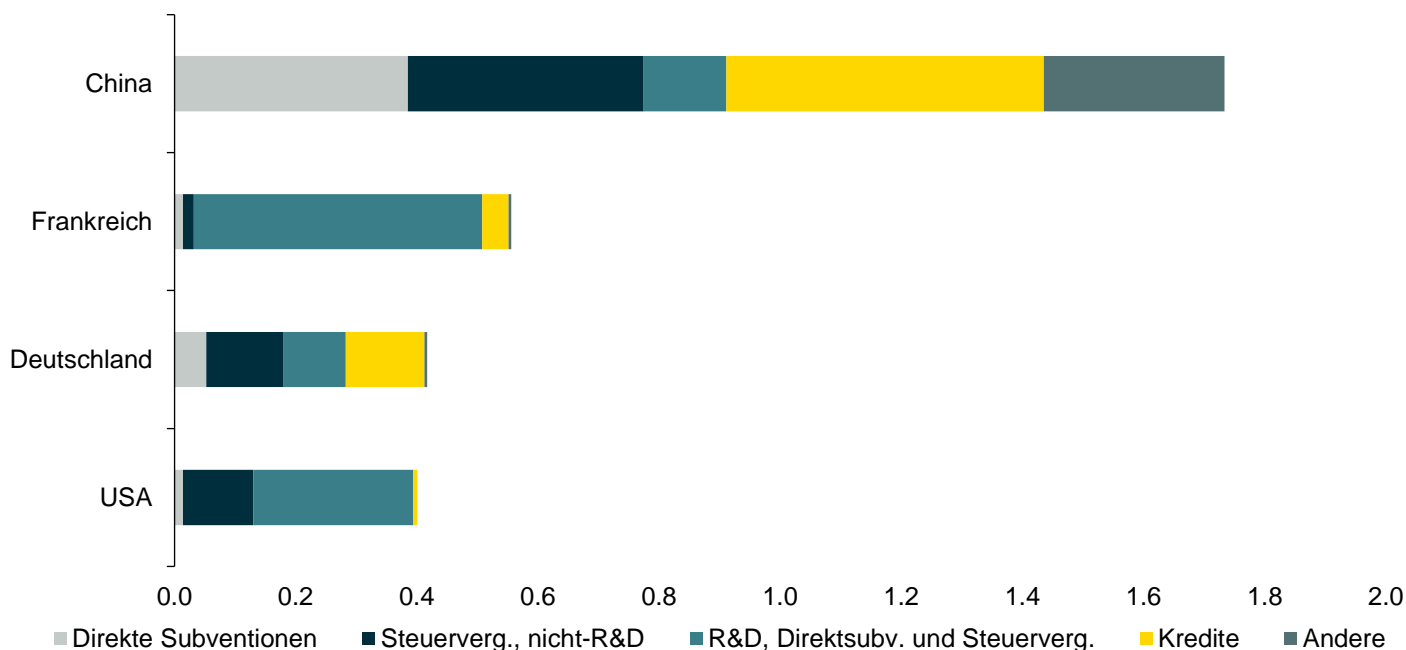
### Der Handelskonflikt droht zu eskalieren

Die geopolitischen Spannungen zwischen China auf der einen Seite und den USA und der EU auf der anderen spitzen sich zu. Rufe nach einer protektionistischeren Handelspolitik gegenüber China werden lauter – insbesondere in den USA, wo sich die beiden Präsidentschaftskandidaten im Wahlkampf durch eine harte Gangart gegenüber China profilieren möchten.

Die Befürworter des Protektionismus verweisen in der Regel auf das hohe Niveau der Industriesubventionen, die chinesischen Unternehmen helfen, Weltmarktpreise zu unterbieten. Schon vor der Pandemie gaben öffentliche Einrichtungen in China 1,7 % des BIP für direkte oder indirekte Formen der Industriesubventionen aus (Chart 1). Das ist mehr als das Vierfache des Anteils, den Deutschland oder die USA für Subventionen aufwenden. Eine neuere **Studie** schätzt sogar, dass China derzeit neunmal so viel ausgibt wie OECD-Länder. Infolgedessen hat die Biden-Regierung in diesem Jahr zusätzliche Zölle auf Einfuhren aus China im Wert von 18 Milliarden US-Dollar erhoben und die Zölle auf Elektrofahrzeuge beispielsweise auf 100 % angehoben. Die USA pochen darauf, dass die EU diesem Beispiel folgt.

**Chart 1 - China subventioniert die Industrie massiv**

Subventionen nach Kategorie im Jahr 2019, in % des BIP.



Quelle: Center for Strategic and International Studies, Commerzbank-Research

Die Europäische Kommission untersucht bereits vermeintlich unlautere Handelspraktiken Chinas. In Anbetracht des kürzlich von der EU gesetzten Ziels, seine Produktionskapazitäten im Bereich der grünen Technologien zu erhöhen, ist es nicht überraschend, dass die gegen China eingeleiteten Untersuchungen auf Elektrofahrzeuge (EVs, Oktober 2023), Biodiesel (Dezember 2023) und Windturbinen



(April 2024) abzielen. Medienberichten zufolge steht die Untersuchung zu Elektrofahrzeugen kurz vor dem Abschluss. Darüberhinaus haben die Brüsseler Behörden auch einzelne chinesische Unternehmen überprüft, die sich um Projekte für Fotovoltaikparks in der EU beworben hatten, hat aber von groß angelegten Verfahren zu Solarzellenimporten abgesehen. Sollten bei den Untersuchungen unlautere Handelspraktiken festgestellt werden, könnte die EU Zölle einführen, die den unlauteren Vorteil der chinesischen Exporteure ausgleichen.

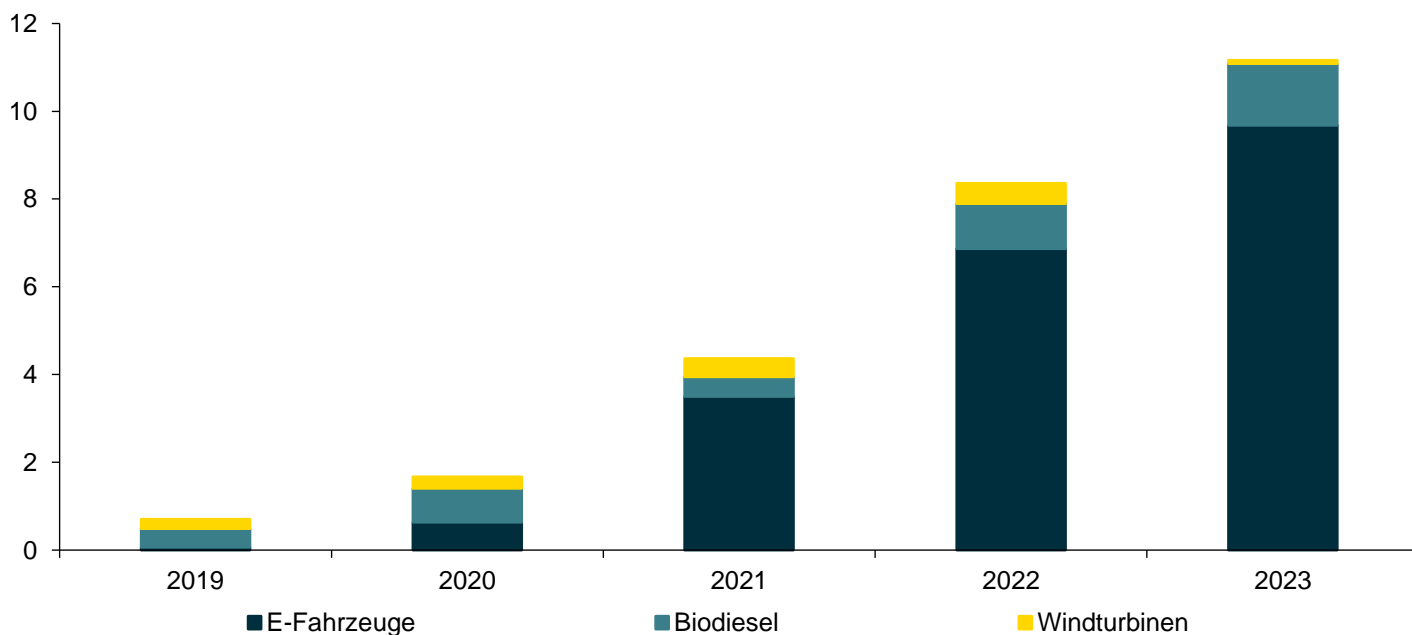
## Europäische Zölle zielen auf explodierende EV-Importe aus China

Bei den potenziell von Zöllen betroffenen Wareneinfuhren handelt es sich mittlerweile durchaus um große Volumen: So ist der Wert der aus China nach Europa importierten Elektroautos von 60 Millionen Euro im Jahr 2019 auf fast 10 Milliarden Euro im vergangenen Jahr gestiegen. Damit stammt beispielsweise ein Viertel aller von Deutschland importierten E-Fahrzeug aus China – kein anderes Land exportiert mehr E-Autos nach Deutschland. Mengenmäßig weniger wichtig sind Biodiesel und Windkraftanlagen, obwohl sich auch die Einfuhr von Biodiesel aus China innerhalb von fünf Jahren mehr als verdreifacht hat. Der Import von Windturbinen erreichte im Jahr 2022 mit einem Volumen von 460 Millionen Euro seinen Höhepunkt. Sollten die europäischen Ermittler Beweise für unfaire Handelspraktiken Chinas finden, wird die Europäische Kommission wahrscheinlich die Zölle auf chinesische Autos von derzeit 10% auf 25% bis 40% anheben (was einen "Antidumping"-Strafzoll von 15% bis 30% bedeutet).

Wie sich diese Zölle auf die Einfuhren der EU auswirken, hängt vor allem davon ab, ob die chinesischen Exporteure ihre Preise in der Folge senken. Eine Studie kommt zu dem Ergebnis, dass chinesische Exporteure aufgrund ihrer sehr hohen Gewinnmargen in der Lage sein könnten, zusätzliche Zölle von bis zu 30% zu kompensieren. Wenn der Einfuhrpreis jedoch steigt, werden die europäischen Verbraucher entweder einen höheren Preis zahlen oder auf Autos aus anderen Quellen umsteigen müssen.

**Chart 2 - Europäische Importe von grünen Technologien aus China sind gestiegen.**

In Milliarden Euro



Quelle: Eurostat, Commerzbank-Research

## Wen trifft die chinesische Vergeltung?

China hat bereits mit Vergeltungsmaßnahmen gedroht, falls die EU Antidumpingzölle erhebt. Die in diesem Zusammenhang genannten Waren sind Molkereiprodukte, Wein, Branntwein und Likör aus Weintrauben wie Brandy, Spezialpolymere, Flugzeugteile, mittelgroße Autos und große Autos ab einem Hubraum von 3 Litern. Es handelt sich ausschließlich um Autos mit Verbrennermotor. Es gibt mehrere Gründe, warum diese Fahrzeuge unter den wahrscheinlichen Zielen Chinas an erster Stelle stehen: Erstens ist der Anteil der deutschen Autoexporte nach China mit 24 % vergleichsweise hoch (Chart 3). Dies macht Deutschland, eine einflussreiche Stimme in Europa, verwundbarer für die chinesische Handelspolitik und führt zu einer weiteren Spaltung innerhalb Europas.



**Chart 3 - Nur wenige Waren hängen vom chinesischen Markt ab**

Anteil der Exporte europäischer Länder nach China an den gesamten Exporten dieser Länder. Nach Produktgruppe, in %. Größe der Bubble zeigt absolutes Handelsvolumen.



Quelle: UN Comtrade, Commerzbank Research

Zweitens zieht es China offenbar vor, nach dem Prinzip „tit-for-tat“ in der gleichen Produktkategorie Strafzölle zu erheben, die den Ursprung des Konflikts darstellt. So eröffnete China eine Untersuchung gegen unlautere Handelspartien bei europäischen Industriekunststoffen der Gruppe Polyoxymethylen-Copolymere nur einen Monat, nachdem Europa Antidumpingzölle auf chinesische Polyethylenterephthalat (PET)-Produkte erhoben hatte. Drittens exportiert Europa PKW mit einem Hubraum ab 2,5 Litern im Wert von 12,4 Milliarden Euro nach China, was in etwa dem Handelsvolumen der europäischen EV-Importe aus China entspricht [1]. Da die chinesische Regierung davon spricht, die Handelspolitik zur Sicherung von Umweltschutzziele einzusetzen, sind auch große Autos ein wahrscheinliches Ziel. Da Frankreich auf eine härtere handelspolitische Gangart gedrängt hat, könnten französischer Brandy und andere Spirituosen ins Fadenkreuz Pekings geraten.

**Die deutsche Autoindustrie verliert zweifach**

Selbst wenn Peking nicht seinerseits mit Zusatzzöllen antworten sollte, treffen die europäischen Zölle die deutschen Autohersteller. Das liegt zunächst daran, dass deutsche Autokonzerne in China E-Fahrzeuge für den europäischen Markt produzieren. Wenn die EU keine Ausnahme für europäische Marken macht, werden auch sie von Antidumpingzöllen betroffen sein. Geht man davon aus, dass chinesische Autohersteller derzeit eine höhere Gewinnspanne haben als ihre deutschen Wettbewerber, werden die Chinesen die Zölle besser kompensieren können und noch größere Marktanteile auf dem europäischen Markt erobern.

Darüber hinaus wären die deutschen Autobauer von den wahrscheinlichen Vergeltungsmaßnahmen der Chinesen betroffen: Weil chinesische Kunden recht sensibel auf Preisänderungen bei ausländischen Autos reagieren, könnte sich ihre Nachfrage um bis zu 60% verringern, wenn die Preise wegen eines chinesischen Vergeltungszolles von 20% ebenfalls um 20% steigen sollten.[2] Alternativ könnten die europäischen Autoexporteure ihre Preise senken, um die Zölle auszugleichen. Das verringert jedoch unweigerlich die Gewinne. Ein denkbarer Mittelweg zwischen diesen beiden extremen Alternativen würde einen leichten Preisnachlass der deutschen Exporteure und eine Verringerung des Handelsvolumens um 30 bis 40% bedeuten. Dies träfe auch die deutsche Wirtschaft: Die entgangenen Exporte nach China könnten sich auf 3 bis 4% der deutschen Automobilproduktion belaufen. Selbst wenn ein Teil der Exporte in Drittländer umgelenkt werden kann, wird dies die deutsche Automobilindustrie belasten.



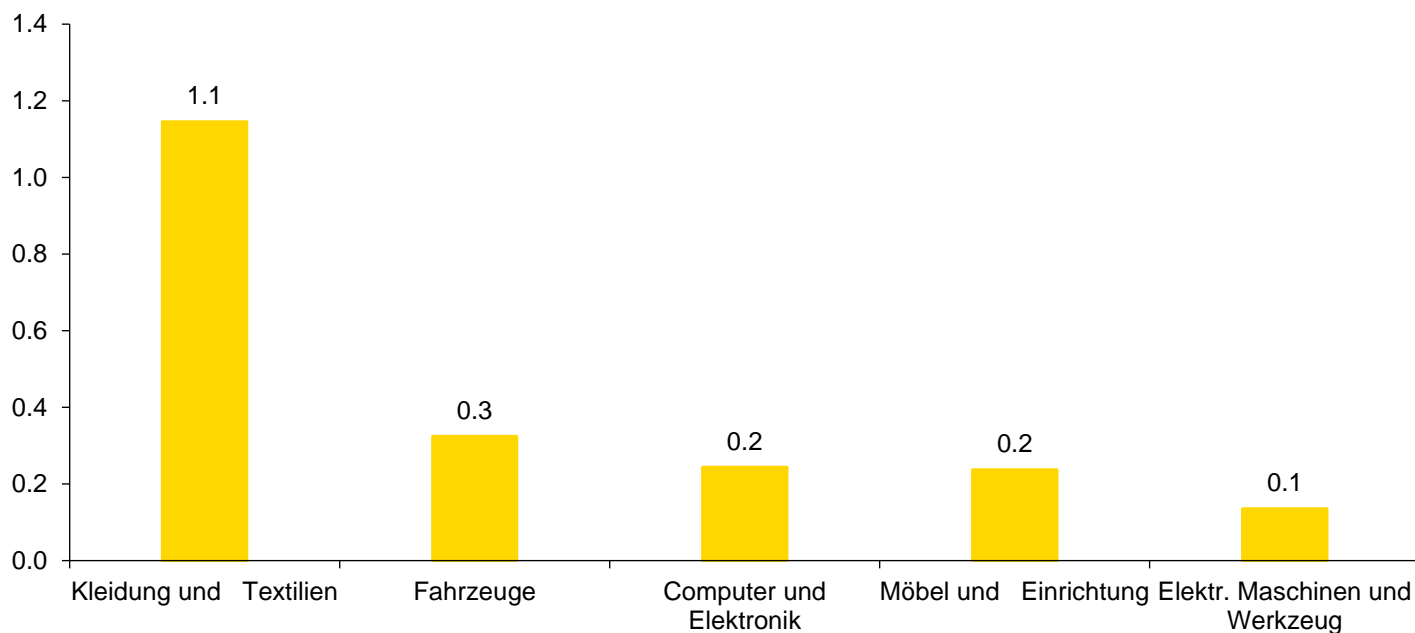
## Handelskonflikte und Deglobalisierung könnten mittelfristig die Inflation erhöhen

Der Protektionismus würde aber nicht nur die Unternehmen treffen, sondern über höherer Preise handelbarer Güter auch die Verbraucher. Eine **Studie der EZB** kommt zwar zu dem Schluss, dass die bisher errichteten Handelsbarrieren und die von Unternehmen darüber hinaus vorgenommenen Produktionsverlagerungen in näher gelegene Regionen die Inflationsrate pro Jahr nur um 0,15 Prozentpunkte höher ausfallen lassen dürfte als dies sonst der Fall gewesen wäre. Eine Eskalation der Handelsstreitigkeiten oder gar eine harte Abkopplung von China würden die Inflationsrisiken allerdings erheblich vergrößern.

Die Auswirkungen des aktuellen Streits auf die deutschen (und europäischen) Verbraucherpreise hängt dabei von mehreren Faktoren ab: Zunächst entspricht ein Antidumpingzoll von beispielsweise bis zu 30% nicht automatisch einer 30%igen Preiserhöhung chinesischer Waren in Deutschland. Deutsche Importeure können zudem auf Lieferanten aus anderen Ländern ausweichen, und chinesische Exporteure dürften ihre Preise senken, um Marktanteile zu verteidigen. Der letztgenannte Effekt wird wahrscheinlich bei E-Fahrzeugen zum Tragen kommen, da die chinesischen Autohersteller hohe Gewinnspannen erzielen und ihren Marktanteil in den USA nicht ausbauen können. Darüberhinaus sollte man den Wertschöpfungsanteil Chinas am deutschen Konsum nicht überschätzen: Von 100 Euro, die der deutsche Durchschnittsverbraucher ausgibt, gehen nur 2,70 Euro auf chinesische Produktion zurück. Der größte Teil davon entfällt auf Bekleidung und Heimtextilien mit einem Anteil von 1,10 Euro.

### Chart 4 - Chinesische Wertschöpfung im deutschen Konsum begrenzt

Anteil der chinesischen Wertschöpfung am deutschen Endkonsum, in %. Die Grafik zeigt die fünf Konsumkategorien mit dem höchsten chinesischen Anteil am Endkonsum.



Quelle: OECD, Eurostat, Commerzbank-Research

Antidumpingzölle in Höhe von zusätzlichen 30% auf E-Autos aus China würden unter weiteren Annahmen zu einem Anstieg der Verbraucherpreise um 0,02 Prozentpunkte in Europa führen. Wenn der Handelskonflikt nicht zu einem ausgewachsenen Handelskrieg eskaliert, der alle handelbaren Güter umfasst, werden die Inflationsauswirkungen dieses Handelsstreits daher begrenzt sein. Dennoch trägt der Handelskonflikt zu einer bereits wieder ansteigenden Inflation bei.

[1] China hatte Fahrzeuge mit einem Hubraum von über 2,5 Litern Hubraum in seiner Kommunikation erwähnt. Laut der Statistikbehörde China hat das Land im Jahr 2023 Autos im Wert von 12,4 Milliarden Euros aus der EU importiert. Eurostat gliedert lediglich nach Fahrzeugen zwischen 1,5 und 3,0 Litern (hier mittelgroße Fahrzeuge genannt) und ab 3,0 Litern Hubraum (große Fahrzeuge). ([Zurück zum Text](#))

[2] Der Vergeltungszoll von 20% ist eine hypothetische Annahme. Denkbar sind geringere und höhere Werte. China hält eine Erhöhung von 10% für konform mit dem WTO-Recht und könnte dies als ersten Vergeltungsschritt ankündigen. ([Zurück zum Text](#))



## Fed-Vorschau: Wann ändern sich die Prioritäten?

| Bernd Weidensteiner

Die Fed wird den Leitzinskorridor in der nächsten Woche bei 5,25% bis 5,50% lassen. Ein Thema auf der Sitzung dürfte das zuletzt schwächere Wachstum sein. Vorerst dürfte die Fed hierin aber eher einen gewünschten Effekt der restriktiven Geldpolitik sehen und als Voraussetzung für eine erfolgreiche Bekämpfung der Inflation einordnen.

Über weite Strecken des vergangenen Jahres konnte es für die US-Notenbank nicht besser laufen: Die Wirtschaft wuchs trotz massiver Zinserhöhungen kräftig, und gleichzeitig schwächte sich die Inflation merklich ab. In den vergangenen Monaten hat sich die Lage aber nach und nach einverschlechtert. So kam der Rückgang der Inflationsrate vorerst zum Stehen, gemessen am Deflator der Konsumausgaben zog sie sogar wieder leicht an. Die Kerninflationsrate verharrte bei 2,8%, also deutlich über dem Ziel der Fed von 2%. Die annualisierte 6-Monatsrate, die die aktuelle Preisdynamik besser abbildet, legte sogar von 1,9% im Dezember auf 3,2% im April zu. Noch ist nicht abschließend geklärt, ob sich der Preisauftrieb wieder nachhaltig verstärkt oder ob sich hierbei nur um einen statistischen Ausreißer handelt, der auf eventuelle Probleme mit der Saisonbereinigung zurückzuführen ist. Der Preisdruck schien im April zwar wieder etwas nachzulassen, eine definitive Antwort auf die Frage kann aber noch nicht gegeben werden.

Gleichzeitig hat sich das Wirtschaftswachstum verlangsamt: Im 1. Quartal legte die Wirtschaft lediglich noch um 1,3% zu, und das 2. Quartal dürfte auch nicht wesentlich besser ausfallen. Starke Anzeichen für eine etwaige Rezession finden sich in den Zahlen zwar nicht. Klar ist aber, dass die Risiken für die Fed nicht mehr so einseitig verteilt sind wie in den letzten Quartalen. Allerdings wird die Fed kaum mit einer raschen Politikänderung auf einige schwächere realwirtschaftliche Zahlen reagieren, zumal es in den letzten Jahren immer wieder einmal kürzere Schwächephasen gab. Gerade die Beruhigung am Arbeitsmarkt dürfte der Fed zudem als Beleg dienen, dass die restriktive Politik wie gedacht wirkt. Schließlich ist eine Voraussetzung für weiter abnehmenden Inflationsdruck, dass die "Übernachfrage" am Arbeitsmarkt abgebaut wird und damit der Lohnanstieg weiter nachlässt. Solange der Arbeitsmarkt im Trend über 100 Tsd neue Stellen pro Monat schafft, wird sich die Fed hier keine allzu großen Sorgen machen.

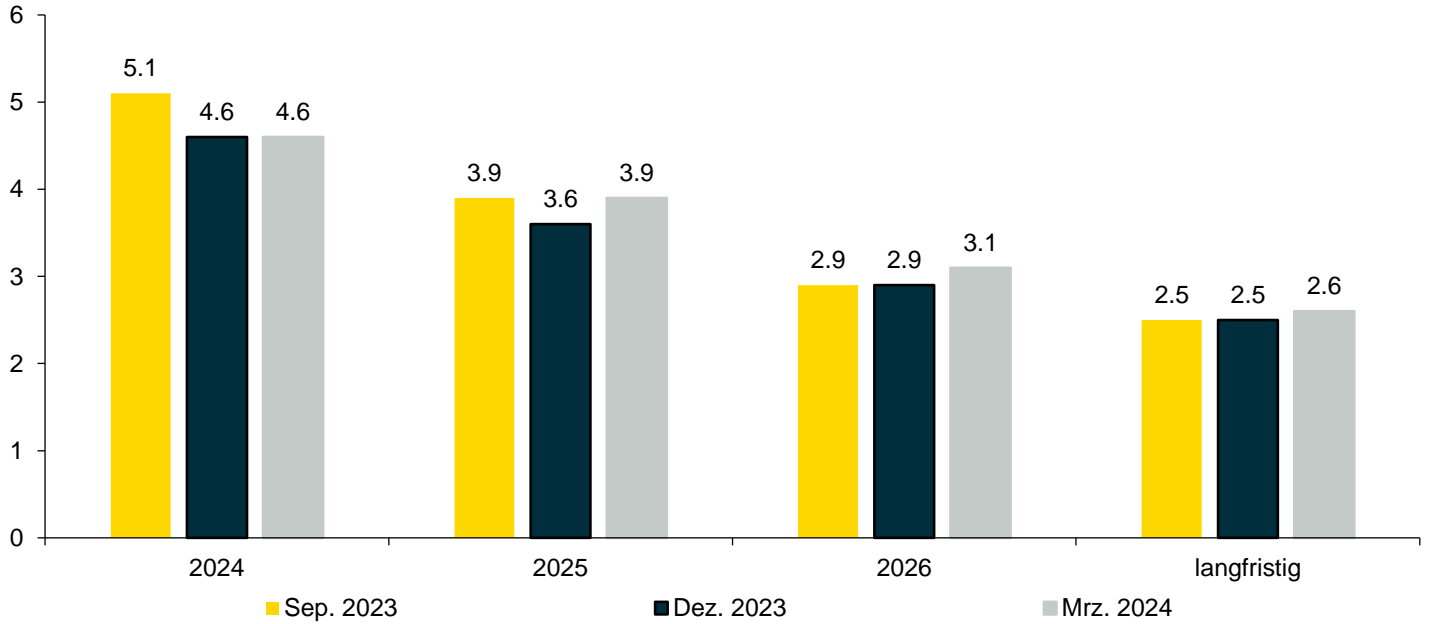
Darum dürfte die Fed noch einige Zeit abwarten, ehe sie die Leitzinsen senkt. Wir gehen daher davon aus, dass sie den Zielkorridor für die Fed Funds auf der Sitzung nächste Woche unverändert bei 5,25% bis 5,50% lässt.

Die Fed wird nächste Woche zudem die aktualisierten Projektionen der Fed-Gouverneure und -Präsidenten veröffentlichen. Im März – beim letzten Update – wurden für 2024 unverändert Zinssenkungen von 75 Basispunkten (also drei Zinsschritte zu je 25 Bp) erwartet. Dagegen hatten die Fed-Oberen für 2025 eine Zinssenkung aus der Projektion gestrichen (Chart 1). Sollte sich die Risikoeinschätzung der Fed geändert haben, könnte die Projektion für die mittlere Frist wieder etwas kräftigere Zinssenkungen zeigen.



### Chart 1 - Wieviel Zinssenkungsspielraum sehen die Fed-Oberen?

Projektionen der FOMC-Sitzungsteilnehmer zum angemessenen Leitzinspfad; Mitte des Zielkorridors in %, Jahresende



Quelle: Fed, Commerzbank Research



## 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 935345800

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

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

**Bernd Weidensteiner**

Senior Economist

+49 69 9353 45625

bernd.weidensteiner@commerzbank.com

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 7/6/2024 07:18 CEST fertiggestellt und am 7/6/2024 07:18 CEST verbreitet wurde.

Für die Erstellung und Veröffentlichung dieser Ausarbeitung sind die Abteilung Group Research (GM-R) im Unternehmensbereich Group Management der Commerzbank AG, Frankfurt am Main, bzw. etwaig in der Ausarbeitung genannte Filialen der Commerzbank außerhalb der USA verantwortlich.

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

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

**Mögliche Interessenkonflikte**

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

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

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

**Disclaimer**

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

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

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

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





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

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

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

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

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

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

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

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

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

**USA:** Diese Ausarbeitung wurde von der Commerzbank AG erstellt, einem Unternehmen, das in Deutschland und dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) zum Wertpapierhandel zugelassen ist. Die Commerzbank AG ist kein in den USA registrierter Broker-Händler und unterliegt daher nicht den US-Vorschriften für die Erstellung von Research und den damit verbundenen Vorschriften für Research-Analysten. Dieses Dokument ist nicht zur Weitergabe an Privatkunden bestimmt. Jegliche Verteilung dieser Ausarbeitung an US-Investoren ist für institutionelle Großanleger mit Hauptsitz in USA unter Berufung auf Befreiung von der Registrierung gemäß Rule 15a-6(a)(2) des U.S. Securities Exchange Act von 1934 in der jeweils gültigen Fassung (der „Exchange Act“) bestimmt. Jeder U.S.-Empfänger dieses Research-Berichts, der auf der Grundlage der in diesem Research-Bericht enthaltenen Informationen Transaktionen zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder damit verbundenen Finanzinstrumenten durchführen möchte, darf dies nur über einen bei der Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) registrierten Broker-Händler tun. Commerz Markets LLC (CMLLC) ist ein in den USA registrierter Broker-Händler und eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der Commerzbank AG. Die Commerzbank AG ist ein bei der Commodity Futures Trading Commission (CFTC) registrierter Derivate-Swaphändler gemäß dem Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. US-Personen und damit verbundene Dodd-Frank-relevante Anleger, die auf der Grundlage der in diesem Research-Bericht enthaltenen Informationen Transaktionen mit nicht auf Wertpapieren basierenden Swaps durchführen möchten, dürfen dies nur über einen bei der CFTC registrierten Swap-Händler tun.

**Kanada:** Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Prospekt, Anzeige, öffentliche Emission oder Angebot bzw. Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der beschriebenen Wertpapiere in Kanada oder einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium beabsichtigt. Angebote oder Verkäufe der beschriebenen Wertpapiere erfolgen in Kanada ausschließlich im Rahmen einer Ausnahme von der Prospektspflicht und nur über einen nach den geltenden Wertpapiergesetzen ordnungsgemäß registrierten Händler oder alternativ im Rahmen einer Ausnahme von der Registrierungspflicht für Händler in der kanadischen Provinz bzw. dem kanadischen Territorium, in dem das Angebot abgegeben bzw. der Verkauf durchgeführt wird. Die Inhalte dieses Dokuments sind keinesfalls als Anlageberatung in einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium zu betrachten und nicht auf die Bedürfnisse des Empfängers zugeschnitten. In Kanada sind die Inhalte dieses Dokuments ausschließlich für Permitted Clients (gemäß National Instrument 31-103) bestimmt, mit denen die Commerzbank AG und/oder die Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler Geschäfte treibt. Die Inhalte dieses Dokuments dürfen sich nicht auf Wertpapiere eines Emittenten beziehen, der nach den Gesetzen Kanadas oder einer kanadischen Provinz bzw. eines kanadischen Territoriums gegründet wurde, da die Commerzbank AG und die Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler gemäß National Instrument 31-103 tätig sind. Keine Wertpapieraufsicht oder ähnliche Aufsichtsbehörde in Kanada hat dieses Material, die Inhalte dieses Dokuments oder die beschriebenen Wertpapiere geprüft oder genehmigt; gegenteilige Behauptungen zu erheben, ist strafbar.

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



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

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

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

**Australien:** Die Commerzbank AG hat keine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen. Dieses Dokument wird in Australien an Großkunden unter einer Ausnahmeregelung zur australischen Finanzdienstleistungslizenz von der Commerzbank gemäß Class Order 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 24.03

#### 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