



## Was Trump für unsere Prognosen bedeutet

Donald Trump hat die Wahlen klar gewonnen und wird am 20. Januar sein Amt als 47. Präsident der Vereinigten Staaten antreten. Mit dem Wahlsieg im Rücken wird er wohl viele seiner Projekte durchsetzen können. Wir zeigen, was dies für den wirtschaftlichen Ausblick bedeutet und passen unsere Prognosen an.

Dr. Jörg Krämer<sup>AC</sup>

Bernd Weidensteiner<sup>AC</sup>

Donald Trump hat es geschafft: Er zieht nach seiner Abwahl 2020 erneut ins Weiße Haus ein; dies ist in der US-Geschichte erst das zweite Beispiel für eine "unterbrochene" Präsidentschaft [1]. Die Republikaner gewannen außerdem die Mehrheit im Senat. Dies wird die Ernennung von Ministern und hohen Regierungsbeamten, die der Senat bestätigen muss, erleichtern. Und auch im Repräsentantenhaus könnten die Republikaner eine knappe Mehrheit erreichen; das Ergebnis steht aber noch nicht fest. Trump hat somit von den Wählern ein starkes Mandat bekommen, um seine Agenda umzusetzen.

### USA: Kernpunkte der Trump'schen Agenda...

Donald Trump hat zahlreiche Ideen und Pläne im Wahlkampf ins Gespräch gebracht, die sicherlich nicht alle den Kontakt mit der politischen Realität überstehen werden. Viele Details sind zudem noch unbekannt, und die Pläne dürften sich im Zuge des Gesetzgebungsverfahrens noch ändern. Einige Leitplanken der Trump-II-Administration zeichnen sich allerdings deutlich ab:

- Zölle gelten Trump als Allheilmittel. 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.
- 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.
- Die Finanzierung der Pläne ist unklar. Die erhöhten Zolleinnahmen werden die durch niedrigere Steuern gerissenen Löcher nicht ansatzweise decken, und zumindest auf die kurze Sicht ist eine vollständige Selbstfinanzierung von Steuersenkungen durch deren wachstumsfördernde Wirkung nicht zu erwarten. Vielmehr dürfte sich das ohnehin hohe Defizit im Haushalt ausweiten. Wir gehen davon aus, dass im Haushaltsjahr 2025 (das am 30.09.25 endet) der Fehlbetrag bei rund 7% des BIP liegt (alte Prognose: 6,3%) und 2026 bei knapp 8% (bisher: 5,9%).

### ... schieben Wachstum nur moderat an, ...

Wir gehen davon aus, dass die Zollerhöhungen vis-a-vis China wohl vollständig kommen werden, die anderen nur teilweise (hier dürfte die Drohung mit höheren Zöllen auch als Hebel dienen, die Handelspartner zu Zugeständnissen zu bewegen). Zusammen mit der expansiven Finanzpolitik wird dies die Nachfrage nach heimischen Produkten zumindest vorerst verstärken. Allerdings trifft diese stärkere Nachfrage auf eine ohnehin gut ausgelastete Wirtschaft, sodass die US-Unternehmen ihr Angebot nur in begrenztem Umfang ausweiten können. Hinzu kommen erhebliche Unsicherheiten etwa hinsichtlich des durch einen Zollkrieg durcheinandergebrachten weltwirtschaftlichen Umfeldes, die die Investitionen für sich genommen bremsen. Wir gehen daher davon aus, dass das Wachstum 2025 mit etwa 2,3% (rund 1/2 Prozentpunkt über dem Potenzialwachstum) nur etwas höher ausfallen wird als die bisher von uns erwarteten 2,0%.

### ... treiben die Inflation aber deutlich nach oben

Ein deutlicherer Effekt ist bei der Inflation zu erwarten. So dürften die US-Verbraucherpreise über eine Verteuerung der Einfuhren und über eine Umlenkung der Nachfrage hin zu ursprünglich teureren heimischen Produkten zulegen, zumal viele Unternehmen die steigende Nachfrage auch zu einer Ausweitung ihrer Gewinnmargen nutzen werden. Insgesamt werden diese Effekte die Preise um ein Prozent zusätzlich steigen lassen, wobei wir die preistreibende Wirkung ab etwa Mitte 2025 unterstellen. Im Jahresdurchschnitt 2025 würde die Inflationsrate dann 2,5% betragen (bisherige Prognose 2,3%).

### Fed beendet Zinssenkungen im Frühjahr

Der erneute starke fiskalische Impuls mit seiner zu erwartenden hauptsächlich inflationstreibenden Wirkung bringt die Fed in eine schwierige Lage. Zwar dürfte es nach der gestrigen Zinssenkung um 25 Basispunkte im Dezember und zu Jahresanfang weitere Trippelschritte nach unten geben, wodurch die Fed den Restriktionsgrad der Geldpolitik verringern würde. Ab dann dürften sich



die Pläne Trumps aber konkretisieren und erste negative Wirkungen auf die Inflation und die Inflationserwartungen nicht mehr zu übersehen sein. Wir erwarten daher jetzt, dass die Fed ihre Zinssenkungen bei 4,00% beendet (bisher: 3,50%).

### Euroraum: In der Summe höhere Inflationsrisiken

Die Wirtschaftspolitik Trumps wird auch die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum spürbar beeinflussen – sowohl kurz- als auch langfristig. Grundsätzlich würde eine allgemeine Erhöhung der US-Zölle die Nachfrage der Amerikaner für in den USA produzierten Waren merklich erhöhen und die aus dem Rest der Welt verringern, also auch für Produkte aus dem Euroraum und aus Deutschland. Dieser Nachfrageeffekt würde für sich genommen die Inflation im Euroraum senken. Allerdings würde die EU hierauf voraussichtlich mit Gegenzöllen reagieren, wodurch die Importe in die EU teurer würden und damit für sich genommen die Inflation angeschoben würde. Dieser Kosteneffekt dürfte den Nachfrageeffekt etwas überwiegen, weil die ohnehin zu Protektionismus neigende EU ihre Zölle auch gegenüber anderen Ländern erhöhen könnte.

Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass Trump die Europa angedrohten Zölle gleich vollständig verhängt, vielmehr wird er sie als Druckmittel in Verhandlungen einsetzen, um die EU zu Konzessionen zu drängen. Allerdings schafft Trumps Zollpolitik ein Klima, dass die letzten Reste der regelbasierten Handelspolitik zerstört, sodass sich die inflationstreibende De-Globalisierung ohnehin beschleunigen dürfte. In der Summe erhöht das die Inflationsrisiken im Euroraum, besonders dann, wenn die Handelsstreitigkeiten eskalieren. Dieser Inflationseffekt droht aber vor allem ab 2026, weil die EU Gegenzölle wohl erst nach erfolglosen Verhandlungen mit Trumps USA verhängen wird.

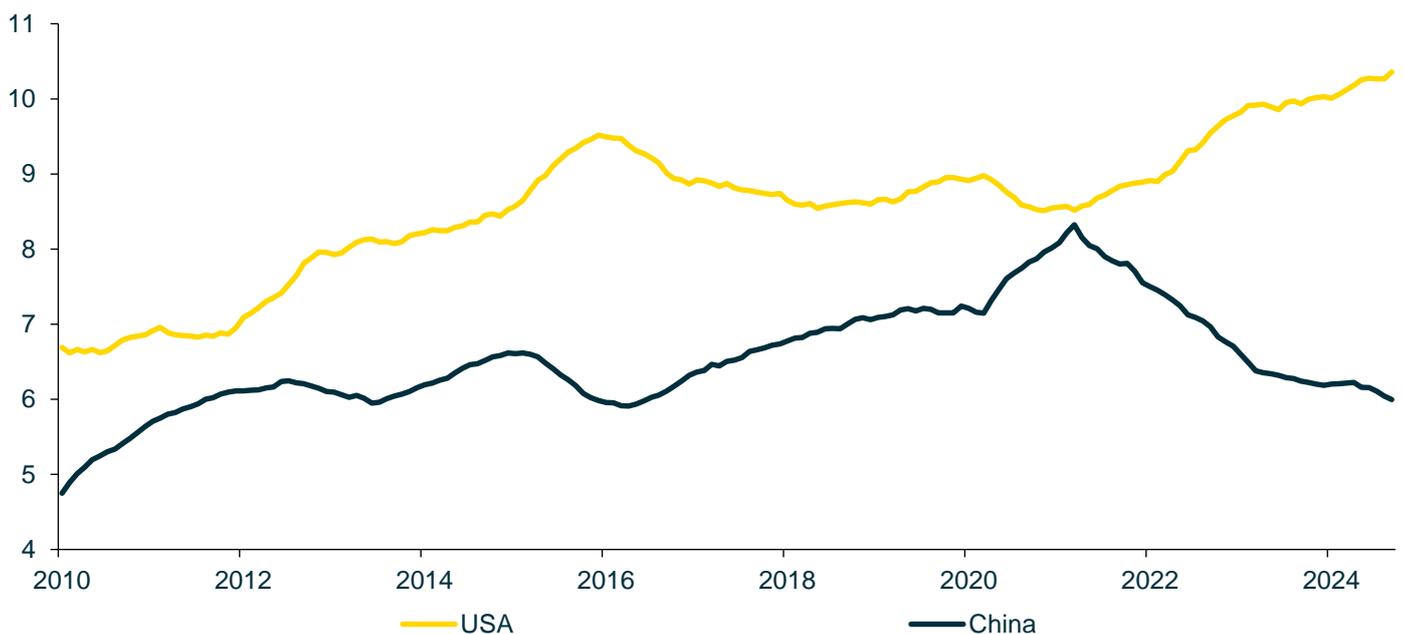
### Wachstumsrisiken erst nach 2025

Das von uns erwartete etwas höhere US-Wachstum geht teilweise auf höhere US-Zölle zurück, die Nachfrage zulasten des Euroraums auf die USA umlenken. Für etwas mehr Wachstum im Euroraum spricht jedoch der zollbedingt stärkere Dollar, der die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der im Euroraum hergestellten Waren erhöht. Alles in allem dürften sich die Einflüsse mit Blick auf 2025 weitgehend aufheben, weshalb wir unsere Prognose für den Euroraum in Höhe von 0,9% bestätigen (Deutschland: 0,2%).

Löst man sich von der kurzfristigen konjunkturellen Sicht und nimmt die lange Sicht ins Visier, so überwiegen dagegen klar die negativen Auswirkungen der Trump'schen Wirtschaftspolitik für den Euroraum. Seine Zollpolitik leistet nämlich der De-Globalisierung Vorschub und schwächt die internationale Arbeitsteilung. Das dürfte besonders die Exportnation Deutschland treffen. Schließlich sind die USA der wichtigste Exportmarkt für deutsche Unternehmen (Chart 1).

#### Chart 1 - USA sind Deutschlands wichtigster Exportmarkt

Anteil der Warenexporte in die USA und nach China in % der Gesamtexporte, gleitende 12-Monatsdurchschnitte



Quelle: Destatis, S&P Global, Commerzbank Research



## Nicht ganz so niedrige EZB-Zinsen

Die sich abzeichnende höhere US-Inflation und etwas mehr Wachstum im Jahr 2025 sprechen für weniger Zinssenkungen durch die US-Notenbank Fed. Auf die EZB hätte das keinen direkten Einfluss. Als Zentralbank eines ähnlich großen Währungsraums wie die USA hat die EZB ausreichend Freiraum für eine eigene Geldpolitik. Allerdings sprechen die mit Blick auf 2026 gestiegenen Inflationsrisiken durch Gegenzölle für einen EZB-Zinsschritt weniger. Wir nehmen Abstand von der angedachten, aber bisher nicht veröffentlichten weiteren Leitzinssenkung auf 1,75% und belassen unsere Prognose für den EZB-Einlagensatz per Mitte 2025 bei 2,0%.

## Wie reagieren die Märkte?

### Aktien...

Die unmittelbare Marktreaktion war ein kräftiger Anstieg der US-Aktien, während deutsche Aktien unter Druck gerieten (Titelgrafik). Am Aktienmarkt sollte längerfristig der Markteinfluss der Politik allerdings nicht überschätzt werden. So verzeichnete der S&P 500-Aktienindex unter den letzten Präsidenten relativ ähnliche Zuwächse.

### Dollar...

Der Dollar hat deutlich zugelegt als sich das Wahlergebnis abzeichnete. Offensichtlich glauben die Investoren, dass die Trump-Präsidentschaft USD-positiv sein wird. Dies setzt allerdings voraus, dass der zukünftige Amtsinhaber seine inflationstreibenden Maßnahmen wahrmacht, gleichzeitig aber entgegen seinen Andeutungen die Fed-Unabhängigkeit nicht antastet. Wir sind uns nicht ganz so sicher, dass sich ein Präsident Trump gänzlich aus der US-Geldpolitik heraushält. Daher halten wir den Trend in Richtung zusätzlicher USD-Stärke für übertrieben – zumindest so lange nicht feststeht, dass es wirklich zu der vom Markt unterstellten USD-günstigen Kombination kommt.

Wir sehen daher zwar gemessen an den aktuellen Wechselkursen nur noch geringes Aufwärtspotenzial für den Dollar. Mit 1,05 wäre er im Frühjahr laut unserer neuen Prognose aber deutlich stärker als zuvor erwartet (alte Prognose: 1,11). Danach dürfte sich abzeichnen, dass nicht alle Pläne umgesetzt werden können, woraufhin sich der Dollar wohl wieder leicht abschwächen wird. Per Ende 2025 gehen wir von einem EUR-USD-Wechselkurs von 1,07 aus (alte Prognose 1,09).

Dabei sind die mittel- bis langfristigen USD-Risiken asymmetrisch. 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.

### ... und Renditen

Der US-Anleihemarkt hat auf die durch das Wahlergebnis gestiegenen Inflations- und Haushaltsrisiken geradezu lehrbuchmäßig reagiert. Die langfristigen Renditen sind deutlich gestiegen, der Markt unterstellt für die mittlere bis längere Frist eine höhere Inflation und damit einhergehend weniger Zinssenkungen durch die Notenbank.

Kurzfristig dürften die US-Renditen weiter steigen, bevor die vorübergehend fallende Inflation und einige weitere Zinssenkungen der Fed im Frühjahr für etwas Beruhigung sorgen dürften. Da wir jetzt aber davon ausgehen, dass die Fed den Zinszyklus früher beendet, dürften die US-Renditen höher bleiben als bislang gedacht. Wir haben unsere US-Renditeprognosen um rund 50 Basispunkte angehoben.

In Europa dominieren dagegen Wachstumssorgen, sodass sich die deutschen Staatsanleihen von der Entwicklung am US-Markt wohl vorerst abkoppeln werden. Längerfristig halten wir es aber für unwahrscheinlich, dass sich Bunds dauerhaft von den US-Treasuries lösen können. Das Ampel-Aus trägt zu den Aufwärtsrisiken am langen Ende bei.

---

[1] Zuvor gelang dies nur Grover Cleveland, dem 22. Präsidenten (1885-1889) und 24. Präsidenten (1893-1897) ([zurück zum Text](#))



## Research-Kontakte (E-Mail: vorname.nachname@commerzbank.com)

**Dr. Jörg Krämer**  
**Chefvolkswirt**  
**+49 69 136 23650**

### Economic Research

Dr. Jörg Krämer (Leiter)  
+49 69 136 23650

Dr. Ralph Solveen (stv. Leiter, Deutschland)  
+49 69 9353 45622

Dr. Christoph Balz (USA, Fed)  
+49 69 9353 45592

Dr. Vincent Stamer (Euroraum, Welthandel)  
+49 69 9353 45800

Dr. Marco Wagner (EZB, Deutschland, Italien)  
+49 69 9353 45623

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

Tung On Tommy Wu (China)  
+65 6311 0166

### Zins und Credit Research

Christoph Rieger (Leiter)  
+49 69 9353 45600

Michael Leister (Leiter Zinsen)  
+49 69 9353 45610

Rainer Guntermann  
+49 69 9353 45629

Hauke Siemßen  
+49 69 9353 45619

Ted Packmohr  
(Leiter Cov. Bonds und Financials)  
+49 69 9353 45635

Marco Stöckle  
(Leiter Credit)  
+49 69 9353 45620

### FX & Commodites Research

Ulrich Leuchtmann (Leiter)  
+49 69 9353 45700

Antje Praefcke (FX)  
+49 69 9353 45615

Tatha Ghose (FX)  
+44 20 7475 8399

Charlie Lay (FX)  
+65 63 110111

Michael Pfister (FX)  
+49 69 9353 45614

Volkmar Baur (FX)  
+49 69 9353 26854

Thu-Lan Nguyen (FX, Rohstoffe)  
+49 69 9353 45617

Carsten Fritsch (Rohstoffe)  
+49 69 9353 45647

Barbara Lambrecht (Rohstoffe)  
+49 69 9353 45611

Tung On Tommy Wu (China)  
+65 63110166

## Weitere Publikationen (in Auszügen)

**Economic Research:** Economic Briefing (zeitnahe Kommentierung wichtiger Indikatoren und Ereignisse)  
Economic Insight (Umfassende Analyse ausgewählter Themen)  
Konjunktur und Finanzmärkte (Chart-Buch, das monatlich unser weltwirtschaftliches Bild darstellt)

**Commodity Research:** Rohstoffe Aktuell (Kommentar und Nachrichten zu Rohstoffmärkten, zweimal pro Woche)  
Rohstoffe kompakt (umfassende Analyse und Prognosen zu Rohstoffmärkten)

**Zins und Credit Research:** Ahead of the Curve (Flaggschiffpublikation mit Analysen und Strategien für die globalen Rentenmärkte)  
European Sunrise (tägliches Marktkommentar für die Europäischen Rentenmärkte)  
Covered Bond Weekly (wöchentliche Übersicht und Analysen für die Covered Bond-Märkte)  
Rates Radar (ad-hoc Specials und Handelsideen für die Rentenmärkte)

**FX Strategy:** Tagesinfo Devisen (Tageskommentar und -ausblick für die Devisenmärkte)  
FX Hotspot (zeitnahe Kommentierung wichtiger Ereignisse für den Devisenmarkt)

Für den Bezug der aufgeführten Publikationen wenden Sie sich bitte an Ihren Kundenbetreuer.



## Analysten

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

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

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 8/11/2024 07:21 MEZ fertiggestellt und am 8/11/2024 07:21 MEZ verbreitet wurde.

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

**Analyst Certification (AC): Die Verfasser, der am Anfang dieses Berichts mit AC bezeichnet wird, bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigene Einschätzung zu den betreffenden Wertpapieren und Emittenten genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Dotierung - weder direkt noch indirekt noch teilweise - und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen wird.**

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

### Mögliche Interessenkonflikte

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

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

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

### Disclaimer

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

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

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

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



oder die Tatsache, dass sich die von der Commerzbank oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



**Schweiz:** Dieses Dokument ist grundsätzlich nicht zur Verteilung an Retail-Kunden bestimmt. Weder diese Research-Studie noch die hierin enthaltenen Informationen sind als persönliche Empfehlungen für Transaktionen in Finanzinstrumenten im Sinne des Finanzdienstleistungsgesetzes zu betrachten..

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

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

**Australien:** Die Commerzbank AG hat keine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen. Dieses Dokument wird in Australien an Großkunden unter einer Ausnahmeregelung zur australischen Finanzdienstleistungslizenz von der Commerzbank gemäß Class Order O4/1313 verteilt. Die Commerzbank AG wird durch die BaFin nach deutschem Recht geregelt, das vom australischen Recht abweicht.

**Volksrepublik China (VRC):** Dieses Dokument wird von der Commerzbank AG zur Verfügung gestellt und ist ausschließlich für berechnete Institute bestimmt. Niemand sonst darf sich auf Informationen verlassen, die in diesem Dokument enthalten sind. Die in diesem Dokument enthaltenen Produkte und Dienstleistungen gelten nur für Institute in der VRC, für die die Bereitstellung dieser Produkte und Dienstleistungen nach den Gesetzen und Vorschriften der VRC zulässig ist. Für jede Person, die dieses Dokument erhält, dürfen die Informationen in diesem Dokument weder als Marketing oder Werbung des Geschäfts noch als buchhalterische, rechtliche, regulatorische, steuerliche, finanzielle oder andere Beratung und/oder Anlageberatung an den Empfänger dieses Dokuments angesehen werden und dem Empfänger wird geraten, sich von seinen eigenen professionellen Beratern über die hierin enthaltenen Informationen unabhängig zu beraten und sich bei der Durchführung von betreffenden Transaktionen an die Gesetze und Vorschriften der VRC zu halten.

© Commerzbank AG 2024. Alle Rechte vorbehalten. Version 24.05

#### Commerzbank Filiale

| Frankfurt                       | London                 | New York                           | Singapore            |
|---------------------------------|------------------------|------------------------------------|----------------------|
| Commerzbank AG                  | Commerzbank AG         | Commerz Markets LLC                | Commerzbank AG       |
| DLZ - Gebäude 2,<br>Händlerhaus | PO BOX 52715           | 225 Liberty Street, 32nd<br>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   |