



Was Le Pen für die Währungsunion bedeutet

Ein möglicher Sieg Le Pens bei der Neuwahl der Nationalversammlung setzt französische Staatsanleihen unter Druck. Eine funktionierende Währungsunion setzt nämlich eine enge Kooperation der Mitgliedsstaaten voraus, was rechte Parteien jedoch als Eingriff in die nationale Souveränität ablehnen. Das erhöht den Druck auf die EZB, als wirtschaftspolitischer Ausputzer einzugreifen. Bei einem Wahlsieg Le Pens käme es am Staatsanleihenmarkt wohl nicht zu einer Krise.

Dr. Jörg Krämer
Bernd Weidensteiner

Le Pen könnte Neuwahlen gewinnen ...

Die Europawahlen haben in Frankreich ein politisches Erdbeben ausgelöst. Der rechtsnationale Rassemblement National (RN), die Gruppierung von Marine Le Pen, holte mit 31,4% mehr als doppelt so viele Stimmen wie das Bündnis von Präsident Macron (14,9%). Dieser reagierte hierauf noch am Sonntag mit der ersten vorzeitigen Parlamentsauflösung seit 1997. Am 30. Juni und am 7. Juli wird nun in zwei Runden eine neue Nationalversammlung gewählt.

Angesichts des starken Abschneidens des RN bei den Europa-Wahlen ist es gut möglich, dass die Partei von Marine Le Pen auch in der Nationalversammlung deutlich stärker wird und am Ende die Regierung stellt. Damit gäbe es zum ersten Mal seit 2002 eine sogenannte "Cohabitation", bei der Präsident und Premierminister verschiedenen Parteien angehören. Der Präsident würde zwar weiter die Außenpolitik dominieren und bliebe Oberbefehlshaber der Streitkräfte. Aber die Innen-, Wirtschafts-, Finanz- und Verteidigungspolitik fiel in die Zuständigkeit der Regierung.

Chef einer solchen Regierung des RN würde wohl Jordan Bardella, der 28-jährige Vorsitzende der Partei und erfolgreiche Spitzenkandidat bei der Europawahl. Der RN hat bereits klargemacht, welche Schwerpunkte er setzen würde: Projekten wie dem Green Deal (ohnehin unter Druck) oder einer europäischen Migrationspolitik wurde eine klare Absage erteilt. Man würde sich gegen jede Erweiterung oder Vertiefung der EU sperren und insbesondere die Sicherheitspolitik fest in nationaler Hand behalten. Auch wenn der RN nicht mehr den "Frexit" – also den Austritt Frankreichs aus Währungsunion und EU – fordert, will man ein Europa à la Carte. Frankreich würde nur an solchen EU-Projekten teilnehmen, die gemäß RN im nationalen Interesse liegen, und man will dort auch noch die Regeln bestimmen.

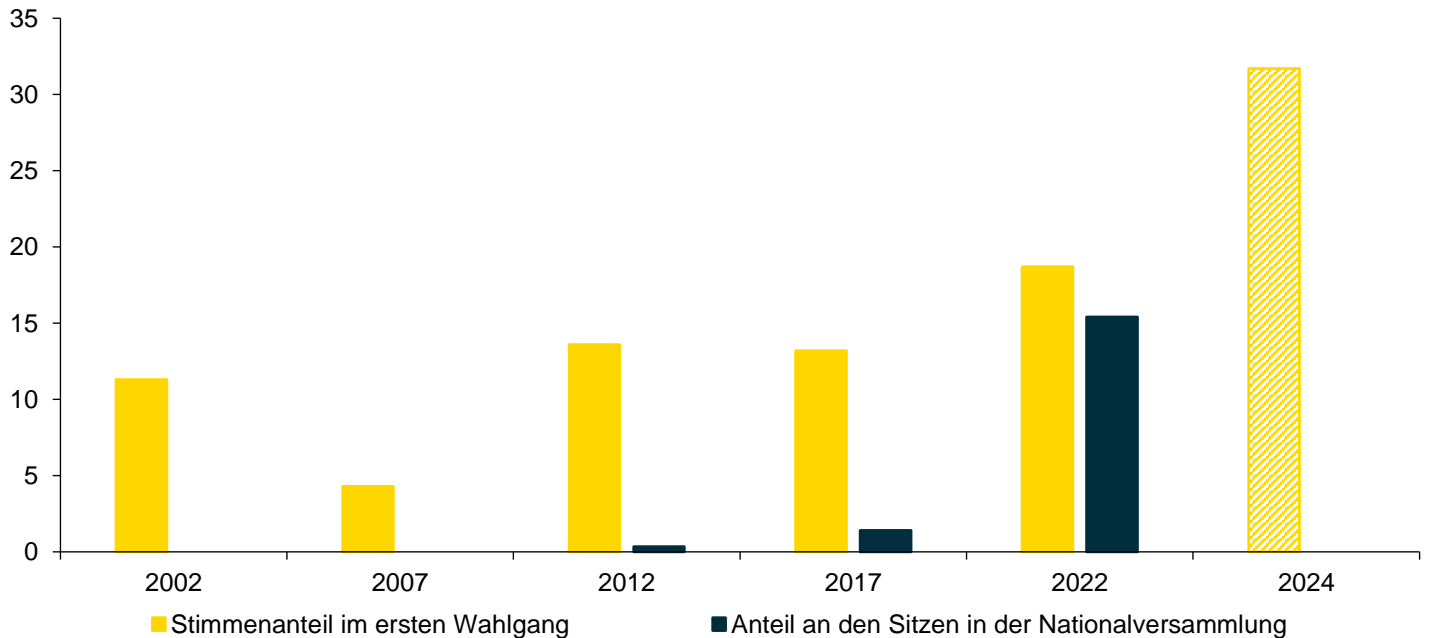
... und die Regierung stellen

Wie wahrscheinlich ein Wahlsieg des RN ist, lässt sich wegen des französischen Wahlrechts schwer einschätzen. Anders als bei der Europa-Wahl, bei der ein Verhältniswahlrecht gilt, wird bei den Wahlen zur französischen Nationalversammlung das Mehrheitswahlrecht angewendet. Erreicht in einem Wahlkreis in der ersten Runde kein Kandidat die absolute Mehrheit – was bei früheren Wahlen meistens der Fall war – kommt es zu einer zweiten Wahlrunde, bei der alle Kandidaten antreten dürfen, die im ersten Durchgang mehr als 12,5% der Stimmen errungen haben. In früheren Wahlen wurde ein Sieg eines RN-Kandidaten in der zweiten Runde häufig dadurch verhindert, dass sich die meisten der "traditionellen" Parteien darauf verständigten, dass nur der stärkste ihrer Kandidaten zur zweiten Runde antritt. Bei der Wahl 2022 hatte dieser Konsens aber bereits deutliche Risse bekommen, sodass der RN im Parlament mit 89 von insgesamt 577 Parlamentssitzen weitgehend im Einklang mit seinem Stimmenanteil in der ersten Wahlrunde (18,7%) vertreten war (Chart 1). Würde ihm ähnliches wieder gelingen, würde eine Regierungsbildung ohne seine Beteiligung wohl sehr schwerfallen, zumal der RN ohne eine Kooperation der anderen Parteien sogar von dem Mehrheitswahlrecht profitieren und mit einem Stimmenanteil von über 30% wie bei der Europa-Wahl sogar an die absolute Mehrheit heranreichen könnte. Präsident Macron hat zwar an die anderen Parteien appelliert, zu dem alten Konsens zurückzukehren, hat damit bisher aber keinen sichtbaren Erfolg gehabt. Seine eigene Partei würde nach dem schwachen Abschneiden bei der Europa-Wahl und mit Blick auf die jüngsten Umfragen wohl kaum eine Mehrheit erringen.



Chart 1 - In Frankreich bröckelt die "Brandmauer"

Anteil des Front National (bis 2017) bzw. des Rassemblement National (2022) an den Stimmen im ersten Wahlgang und an den Sitzen in der Nationalversammlung, in Prozent; 2024: Stimmenanteil bei der Europawahl



Quelle: Wikipedia, Commerzbank-Research

Aber auch wenn es bei dieser Wahl den anderen Parteien noch einmal gelänge, eine RN-Regierung zu verhindern, könnte es später dazu kommen, weil sich der RN in einem klaren Aufwärtstrend befindet. Die im Jahr 2027 anstehende nächste Präsidentenwahl (und die danach voraussichtlich folgende Parlamentswahl) wäre die nächste - wahrscheinlich noch größere - Chance für Marine Le Pen und ihre Partei, die Macht zu übernehmen.

Staatenbund passt nicht zur Währungsunion

Frankreich ist nicht das einzige Land, in dem rechte Parteien stark sind. Bei allen Unterschieden sind die meisten rechten Parteien etwa in Italien, Polen oder Ungarn wie der RN gegen eine engere politische Integration der EU-Länder. Sie möchten nicht, dass sich die EU zu einer Art Bundesstaat mit einer starken Brüsseler Zentralregierung entwickelt. Stattdessen wollen sie die EU auf einen Staatenbund beschränken mit einer Kommission, die wie ein bloßer Angestellter die Aufträge der Staats- und Regierungschefs ausführt.

Nun kann man über die angestrebte Integrationstiefe der EU trefflich streiten. Aber eine Währungsunion verträgt sich nicht mit autonom agierenden Mitgliedsstaaten. Weitet nämlich ein Mitgliedsstaat der Währungsunion seine Verschuldung massiv aus, könnten sich verunsicherte Anleger irgendwann weigern, diesen Staat weiter zu finanzieren. Er würde über kurz oder lang zahlungsunfähig. Die Banken und Versicherungen, die aus regulatorischen Gründen viele Anleihen ihres Staates halten, wären ebenfalls gefährdet. Privatleute und Unternehmen zögen ihre Gelder ab, und das Banken- und damit auch das Zahlungssystem dieses Landes brächen zusammen. Handelte sich um ein größeres Mitgliedsland, wären Banken und Unternehmen anderer Mitgliedsländer ebenfalls betroffen, weil sie wirtschaftliche Beziehungen zum Krisenland unterhalten. Im Fall der Fälle könnte die Währungsunion auseinanderbrechen.

Eine solche Kettenreaktion lässt sich in einer Währungsunion auf zwei Wegen verhindern:

- **Haushaltsregeln:** Wenn sich die Mitgliedsstaaten gemäss des Maastricht-Vertrags von vornhin an Regeln zu einer soliden Haushaltspolitik hielten, käme es zu keiner übermäßigen Verschuldung und Destabilisierung der Währungsunion. Das ist der Königsweg. Aber die rechten (übrigens auch die meisten linken) Parteien in den südlichen Ländern und Frankreich lehnen gemeinsame Haushaltsregeln pauschal ab, weil sie die Autonomie der Mitgliedsstaaten aus ihrer Sicht zu stark beschränken.
- **Rettungsinstrumente:** Die Alternative zu Haushaltsregeln wären gemeinsame Rettungsinstrumente, die hoch verschuldeten Mitgliedsstaaten im Fall der Fälle finanziell helfen. Wären diese Instrumente aus Sicht der Anleger glaubhaft, würden sie die betroffenen Staaten weiter finanzieren, und die Währungsunion käme nicht in eine Schieflage. Aber rechte Parteien in den



nördlichen Ländern lehnen es kategorisch ab, massive finanzielle Risiken für die hoch verschuldeten, meist südlichen Mitgliedsländer zu übernehmen.

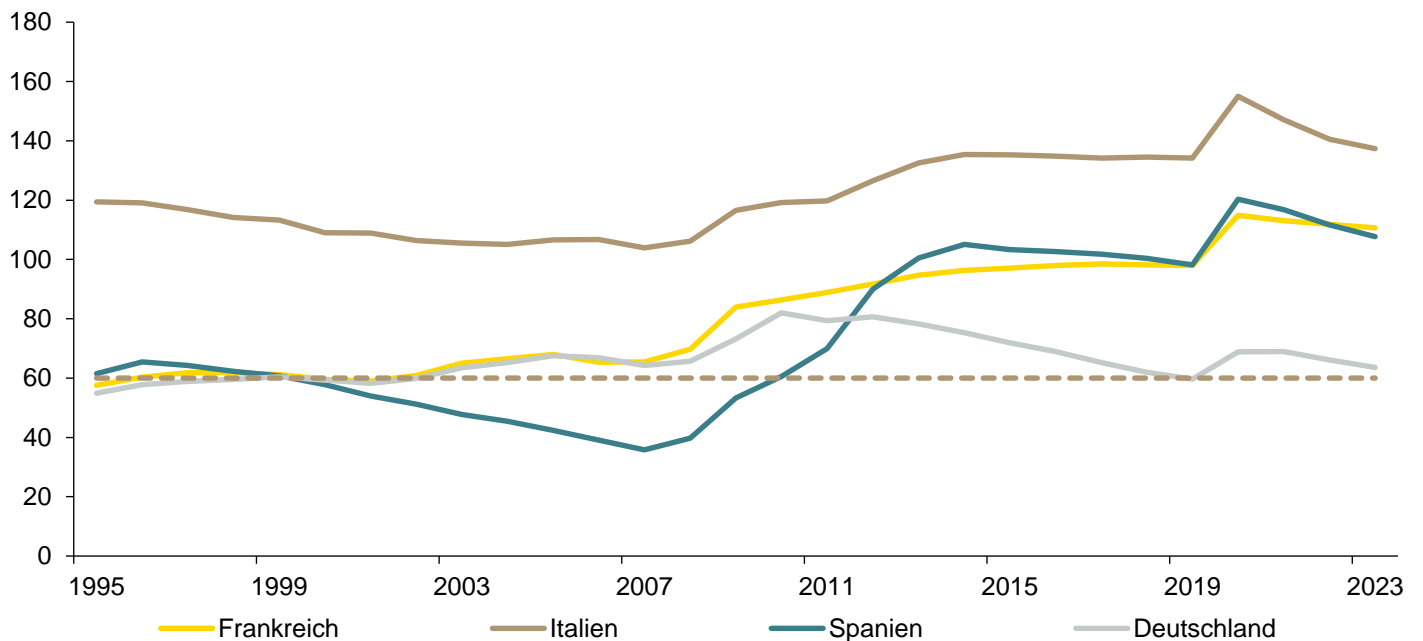
Diese beiden Sicherheitsvorkehrungen würden bei einem zunehmenden Einfluss rechter Parteien weiter geschwächt, was die Währungsunion auf Dauer destabilisieren könnte.

Die Staatsfinanzen befinden sich bereits in einer heiklen Situation

Die steigenden politischen Risiken treffen unglücklicherweise auf Staatsfinanzen, die sich in vielen Mitgliedsländern bereits in einer heiklen Situation befinden. Mit Frankreich, Italien und Spanien ist die Staatsschuldenquote in drei der vier größten Länder der Währungsunion deutlich höher als während der Staatsschuldenkrise (2010 - 2012). In Italien ist die Schuldenquote mit 137% mehr als doppelt so hoch wie die laut Maastricht-Vertrag höchstens erlaubten 60%. In Frankreich ist sie mittlerweile fast so hoch wie im Italien im Vorfeld der Staatsschuldenkrise (Chart 2).

Chart 2 - Schuldenquoten meist höher als während der Staatsschuldenkrise

Staatsschulden in % des Bruttoinlandsprodukts, Jahresdaten. Gestrichelte Linie: Maastricht-Schwellenwert (60%)



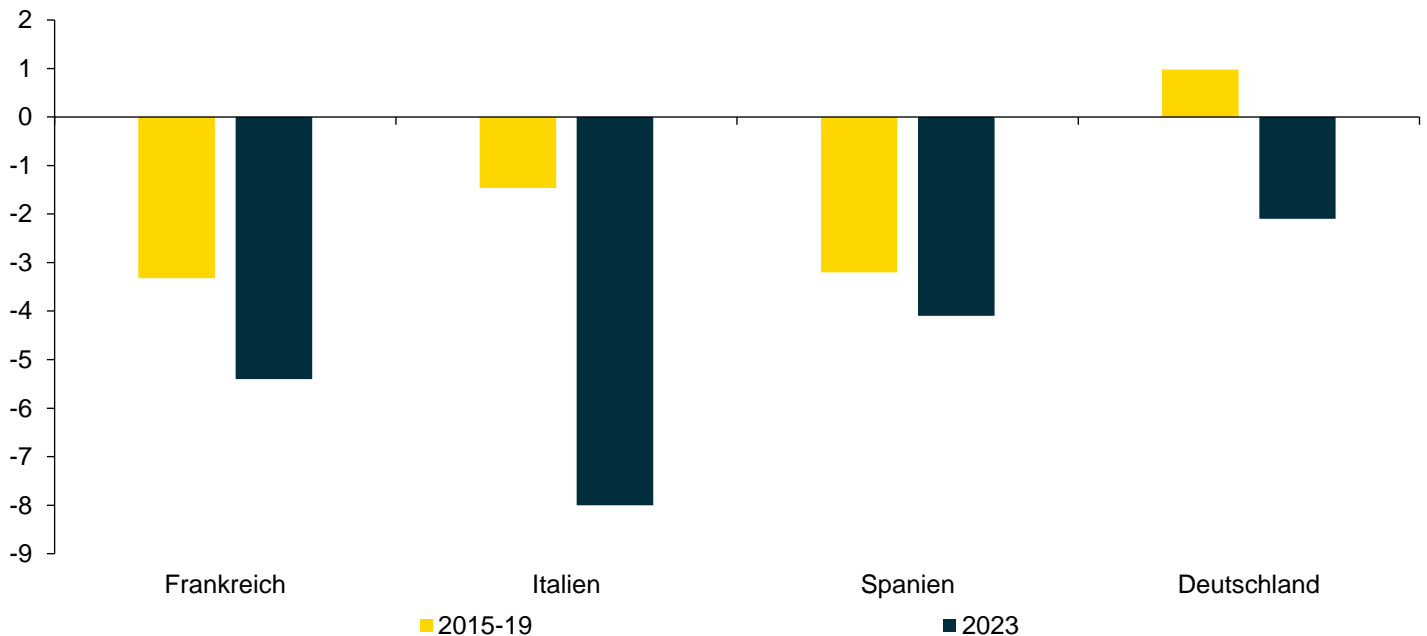
Quelle: Eurostat, Commerzbank Research

Daran dürfte sich vorerst nichts ändern. Denn die Regierungen haben ihre Haushaltspolitiken in den vergangenen Jahren sogar weiter gelockert. So waren die um konjunkturelle Schwankungen bereinigten Staatsdefizite im vergangenen Jahr deutlich höher als in den Jahren vor Ausbruch der Corona-Pandemie. In Frankreich und Italien liegt das strukturelle Defizit sogar deutlich oberhalb der Marke von 3% des Bruttoinlandsprodukts, die im Maastricht-Vertrag vorgesehen ist (Chart 3). Dass die Schuldenquote trotzdem in den vergangenen drei Jahren gefallen ist, ist alleine darauf zurückzuführen, dass die starke Inflation den Nenner dieser Quote, das nominale Bruttoinlandsprodukt, aufgebläht hat. Dieser Effekt wird mit dem Rückgang der Inflation aber an Bedeutung verlieren, sodass die Schuldenquoten in den meisten großen Ländern ohne eine Konsolidierung der Haushalte wieder steigen werden. Dies gilt umso mehr, als die Staatshaushalte wegen der gestiegenen Zinsen und der anstehenden zusätzlichen Ausgaben wegen der Alterung der Gesellschaft, der Aufrüstung und der Klimapolitik unter Druck stehen.



Chart 3 - Haushaltspolitik lockerer als vor Coronakrise

Haushaltssalden in % des Bruttoinlandsprodukts, konjunkturbereinigt, Durchschnitt 2015 - 19 (d.h. in den Jahren vor der Corona-Krise) und Daten für 2023



Quelle: Ameco, Commerzbank-Research

Im Notfall greift die EZB ein, ...

Geriete ein hoch verschuldetes Land wie in der Staatsschuldenkrise in Schwierigkeiten, würde es in einem politisch nach rechts gerückten Euroraum schwieriger, Hilfspakete für einzelne Länder oder Gruppen von Ländern zu schnüren. Aber die Anleger haben in der Staatsschuldenkrise gelernt, dass die EZB im Fall der Fälle eingreifen würde, um strauchelnden Mitgliedsstaaten zu helfen. Die EZB verfügt mittlerweile nämlich über ein tiefgestaffeltes Verteidigungssystem:

1. **OMT:** Die Outright Monetary Transactions erlauben es der EZB, im Fall der Fälle in unbegrenztem Umfang Anleihen strauchelnder Mitgliedsstaaten zu kaufen. Die bloße Existenz dieses Programms beendete 2012 faktisch die Staatsschuldenkrise.
2. **TPI:** Die EZB hat das Transmission Protection Instrument kurz vor der ersten Zinserhöhung im Juli 2022 geschaffen. Es erlaubt der EZB, Staatsanleihen zu kaufen, wenn sie die Renditen von Staatsanleihen für fundamental überhöht hält.
3. **Strukturelles Anleiheportfolio:** Im Rahmen ihres neuen geldpolitischen Handlungsrahmens hat die EZB kürzlich ein „strukturelles Anleiheportfolio“ beschlossen, mit dem sie das Halten von Staatsanleihen endgültig zu einem Dauerzustand gemacht hat. Damit reduziert sie den Einfluss privater Anleger auf die Kurse von Staatsanleihen.

Gerieten die Anleihen der Mitgliedsländer in einer politisch nach rechts gerückten Währungsunion in ernsthafte Probleme, würde die EZB eingreifen. Sie verfügt über schlagkräftige Instrumente und würde sogar neue schaffen, um eine massive Verschlechterung der staatlichen Finanzierungsbedingungen zu vermeiden. Im Fall der Fälle würde sie die Währungsunion erneut stabilisieren.

... wobei die Nebenwirkungen massiv sind

Wir haben schon während der Staatsschuldenkrise darauf hingewiesen, dass die EZB eine Staatsschuldenkrise eindämmen kann. Bei einem Sieg des RN bei den französischen Parlamentswahlen dürfte es nicht wie 2010 zu einer Staatsschuldenkrise kommen, auch wenn die Risikoprämien französischer Staatsanleihen noch einmal stark ansteigen würden.

Allerdings kann die EZB die fundamentalen Haushalts- und Glaubwürdigkeitsprobleme nur übertünchen. Sie verhindert sogar notwendige Strukturreformen, weil sich die Mitgliedstaaten auf das Eingreifen der EZB verlassen und weniger Anreize für Reformen haben. Fundamental verstärken die EZB-Hilfsmaßnahmen wirtschaftliche Fehlentwicklungen, was die EZB zwingt, noch mehr Staatsanleihen zu halten. Über die Bilanz der EZB müssten die stärkeren Länder im Norden der Währungsunion immer mehr Risiken zugunsten der südlichen Länder übernehmen. Rücken die Geberländer ebenfalls weiter nach rechts, dürfte der politische Widerstand



gegen eine solche Transferunion im Zeitablauf steigen. Alles in allem sprechen diese Risiken für strukturell höhere Risikoprämien – sowohl für Staatsanleihen als auch für den Euro.



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

Dr. Ralph Solveen

Stellv. Leiter Economic Research

+49 69 9353 45622

ralph.solveen@commerzbank.com

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 14/6/2024 07:11 CEST fertiggestellt und am 14/6/2024 07:11 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