



US-Wahl – Trump legt zu

Kurz vor der Wahl ist Trump in den Umfragen in einigen wahlentscheidenden Bundesstaaten an Harris vorbeigezogen. Wir zeigen, wie die Chancen der beiden Kandidaten stehen und beurteilen ihre aktualisierten Wahlprogramme.

Dr. Christoph Balz
Bernd Weidensteiner

Trump legt in den Swing States zu

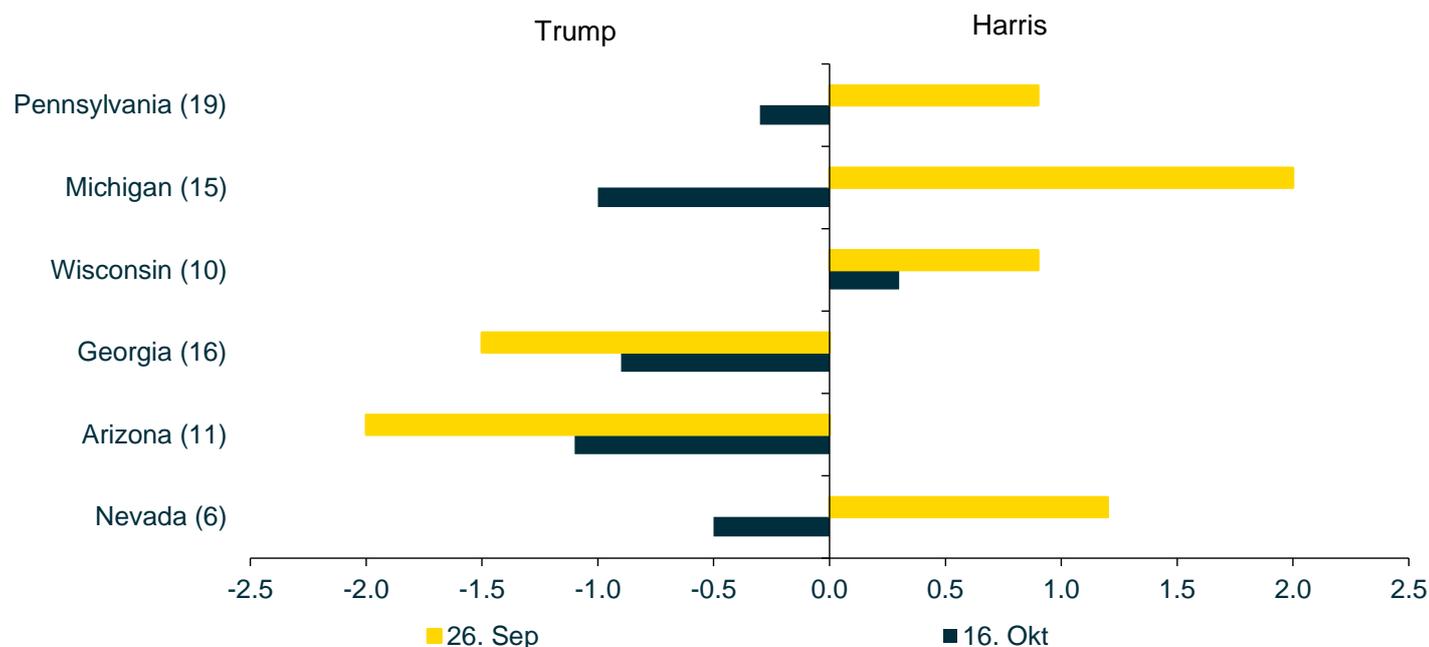
Schaut man nur auf die nationalen Umfragen, so haben sich die Wahlabsichten in den letzten Wochen wenig verändert. Gemäß der Auswertungsplattform Realclearpolitics.com liegt Kamala Harris im Durchschnitt der Umfragen knapp zwei Prozentpunkte vor Donald Trump. Dies ist nur unwesentlich weniger als im letzten Monat. Dennoch räumen die Wettermärkte einem Sieg Trumps inzwischen eine Wahrscheinlichkeit von etwa 57% ein, nachdem im September Harris größere Chancen zugewilligt wurden (Titelchart).

Auslöser für diesen Umschwung dürften die Ergebnisse der jüngsten Umfragen in den umkämpften Bundesstaaten (Swing States) sein, in denen sich letztlich entscheidet, wer die Mehrheit im Wahlkollegium erringt. Während Harris vor drei Wochen noch in vier dieser sechs Bundesstaaten vorne lag, hat sie nun nur noch in Wisconsin einen leichten Vorsprung (Chart 1). Dabei muss Harris wahrscheinlich alle drei Staaten des "Rostgürtels", also Pennsylvania (19 Wählerleute), Michigan (15) und Wisconsin (10) gewinnen, um Präsidentin zu werden. Etwaige Niederlagen hier müsste sie durch Erfolge in den Swing States des Südens oder Südwestens ausgleichen, also in Georgia (16), Arizona (11) und Nevada (6), auf die zusammen 33 Stimmen entfallen. Dies bedeutet allerdings auch, dass sie die bei einer Pleite sowohl in Pennsylvania als auch in Michigan fehlenden 34 Stimmen nur dann ausgleichen kann, wenn sie zusätzlich in einem eigentlich sicher Trump zugeneigten Staat eine Sensation schafft.

Angesichts der üblichen Fehlermargen der Umfragen von meist plus/minus 3 Prozent ist das Rennen in den Swing States noch längst nicht entschieden. Aber die Ausgangsposition hat sich für Harris zuletzt etwas verschlechtert.

Chart 1 - Harris hat in den Swing States an Boden verloren

Swing States, Differenz in den Wahlabsichten (Durchschnitt verschiedener Umfragen) für Harris und Trump, in Prozentpunkten. Angabe in Klammern: Zahl der Vertreter im Wahlkollegium



Quelle: Realclearpolitics, Commerzbank-Research

Beide wollen "Made in America"

Betrachtet man die Programme der beiden Kandidaten, gibt es durchaus Gemeinsamkeiten. Dies gilt in wirtschaftlicher Hinsicht vor allem für die Industriepolitik, die beide Lager für sich entdeckt haben. Sicherlich gibt es hier unterschiedliche Schwerpunkte, aber



“Made in America”, also die heimische Industrie, wollen alle fördern. Protektionismus ist neben umfangreichen Subventionen das Mittel der Wahl. Hier spielen auch Erwägungen der nationalen Sicherheit eine Rolle – beide Parteien haben China als weltpolitischen Rivalen ins Visier genommen.

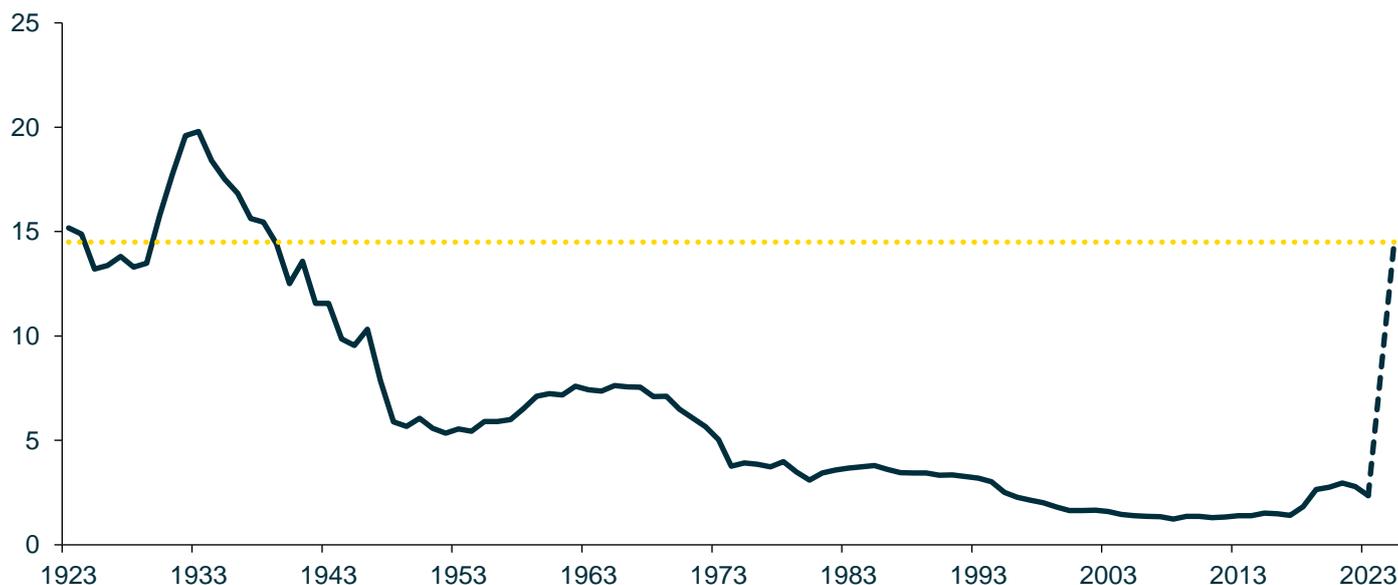
Trump: Massive Zollerhöhungen ...

Insgesamt überwiegen aber die Unterschiede zwischen den Kandidaten. So sieht Donald Trump in Zöllen offenbar eine wirtschaftspolitische Allzweckwaffe. Mit ihnen soll nicht nur die amerikanische Industrie geschützt werden, sondern die erhofften Einnahmen sollen auch einen Umbau des Steuersystems weg von der direkten Einkommensbesteuerung finanzieren. Teilweise sind Trumps Zollvorstellungen sicherlich auch Teil eines Verhandlungspokers mit den Handelspartnern. So hat er immer wieder Zollsätze von bis zu 1000% ins Spiel gebracht. Wir orientieren uns hier aber an seinen ursprünglichen Aussagen, wonach er für China einen allgemeinen Zollsatz von 60% (im Durchschnitt liegt dieser Zoll jetzt bei 10%) plant und für alle anderen Importe einen von 10%.

Nicht ganz klar ist, ob er auch Zölle innerhalb der nordamerikanischen Freihandelszone erhöhen will (die ehemalige NAFTA, jetzt USMCA). Unter Berücksichtigung der üblichen Elastizitäten (direkte Importe aus China würden rascher fallen als solche aus mit weniger hohen Zöllen belasteten Lieferländern) würde der durchschnittliche Zoll dann voraussichtlich auf rund 15% steigen, ein Wert, wie er zuletzt in den 1930er Jahren zu beobachten war (Chart 2).

Chart 2 - Trump plant die höchsten Zölle seit den 1930er Jahren

Effektiver Zollsatz (Zolleinnahmen in % der gesamten Wareneinfuhren). Annahmen: 60% Zoll auf Importe aus China, 10% auf alle anderen



Quelle: USITC, Trump, Commerzbank Research

... Steuersenkungen, ...

Die erhofften Zolleinnahmen sollen auch dazu dienen, die Beibehaltung der im Jahr 2017 – also während Trumps erster Präsidentschaft – erfolgten Einkommensteuersenkungen (die Anfang 2026 auslaufen) sowie die geplante Senkung der Körperschaftssteuer von 21% auf 15% für Unternehmen “die ihre Produkte in Amerika herstellen” zu finanzieren. Dadurch würde das Steuersystem teilweise auf eine Verbrauchssteuer (die Zölle) umgestellt, die allerdings deutlich ineffizienter wäre als eine allgemeine Mehrwertsteuer, da sie nur importierte Waren betrifft.

Die Schätzungen der Kosten für die geplanten Steuererleichterung gehen aufgrund der unklaren Pläne und ständig neuen Vorschläge weit auseinander. Das überparteiliche Committee for a Responsible Federal Budget (CRFB) rechnet damit, dass sich die Steuersenkungen und Ausgabenerhöhungen in den kommenden zehn Jahren (der übliche Planungshorizont der US-Steuerpolitik) auf gut 10 Billionen Dollar summieren würden, wobei die Spanne von 6,8 und 15,7 Billionen Dollar reicht, was 1,8% bis 4,1% des Bruttoinlandsproduktes in diesem Zeitraum entspricht. Rechnet man die avisierten Einnahmeerhöhungen durch die Zölle in Höhe von



2,7 Billionen Dollar ein und berücksichtigt auch noch versprochene Ausgabehöhen, kommt man für die kommenden zehn Jahre auf ein zusätzliches Defizit Defiziterhöhung von 7½ Billionen Dollar; das entspricht einer Erhöhung der Defizitquote (Defizit in % des Bruttoinlandsprodukts) um rund 2 Prozentpunkte im Durchschnitt der kommenden zehn Jahre (Tabelle 1).

... und strikte Restriktion bei der Einwanderung

Neben der Begrenzung der illegalen Einwanderung (ein parteiübergreifendes Projekt) will Trump die bereits im Lande befindlichen Personen ohne gültige Aufenthaltserlaubnis abschieben. Das würde Schätzungen von Pew Research zufolge etwa 11 Millionen Menschen betreffen, was immerhin 3% der Bevölkerung entspricht.

Trump würde für mehr Inflation sorgen

Die von Trump geplanten Steuersenkungen würden die Wirtschaft kurzfristig sicherlich anschieben, wobei man allerdings berücksichtigen muss, dass die Verlängerung der Einkommensteuersenkung von 2017 nur den Status Quo beibehalten, also keinen neuen Impuls geben würde. Auf mittlere bis lange Sicht könnte die Umsetzung von Trumps Plänen die Wirtschaft sogar belasten. So würden höhere Zölle die internationale Arbeitsteilung einschränken, und die Restriktionen bei der Einwanderung oder gar eine Abschiebung illegaler Einwanderer würde die schon jetzt in vielen Bereichen bestehende Knappheit an Arbeitskräften verschärfen.

Letzteres würde die Löhne und damit auch die Verbraucherpreise schneller steigen lassen. Hinzu kämen die Auswirkungen der von Trump geplanten Zölle. So kommen Untersuchungen zu den Wirkungen der Zollerhöhungen 2017ff., die vor allem Importe aus China trafen, zu dem Ergebnis, dass die Kosten praktisch vollständig auf die Amerikaner überwältzt wurden. Bei einem geschätzten Importanteil des privaten Verbrauchs von ca. 10% (davon etwa 2 Prozentpunkte aus China) könnte ein Zoll von 10% auf alle importierten Güter das Preisniveau um fast 1% anheben, der Sondersatz von 60% für Importe aus China dürfte ein weiteres Prozent hinzufügen. In der Praxis würden die Preise vielleicht nicht ganz so stark steigen, da es zu Ausweichreaktionen auf nicht-chinesische Güter käme oder weil die Unternehmen einen Teil des Anstiegs nicht an die Endverbraucher durchreichen.

Insbesondere die inflationstreibende Wirkung der Pläne Trumps könnte mittelfristig zu einem Konflikt mit der Fed führen. Diese wird höhere Inflationsraten nicht ohne weiteres tolerieren und dürfte darauf mit einer restriktiveren Politik antworten. Hier könnte Trump erneut versuchen, die Fed in seinem Sinne zu beeinflussen. Eine Gelegenheit hierfür wäre die Ernennung des nächsten Vorsitzenden des Board (Powells Amtszeit läuft im Mai 2026 ab, wobei nicht zu erwarten ist, dass ihn ein Präsident Trump erneut nominieren würde).

Harris wäre die konventionellere Wahl

Wie oben bereits erläutert, wird die 2017 vorgenommene Senkung der Einkommensteuersätze Anfang des Jahres 2026 automatisch zurückgenommen. Kamala Harris möchte die niedrigeren Sätze für Einkommen bis 400 Tsd Dollar dauerhaft beibehalten. Im Unterschied zu Trump sollen die Steuersätze für höhere Einkommen aber wieder auf das alte Niveau steigen. Zugleich hat ihr Programm eine stärkere sozialpolitische Komponente. Sie plant zusätzliche Entlastungen für ärmere Familien und stellt höhere Hilfen für Kinder in Aussicht. Im Unterschied zu Trump sind ihre Vorschläge aber zu einem höheren Teil gegenfinanziert. Das CRFB schätzt, dass Harris das Defizit im Durchschnitt der kommenden zehn Jahren nur um rund 1% des BIP erhöhen würde. Dabei ist allerdings zweifelhaft, dass die von ihr geplante Erhöhung der Körperschaftssteuer von aktuell 21% auf 28% im Kongress durchsetzbar ist; dazu bräuchte sie eigene Mehrheiten in beiden Häusern des Kongresses (was unwahrscheinlich ist, siehe unten).

Ein weiterer wichtiger Unterschied ist, dass Harris keine allgemeinen Zollerhebungen in großem Umfang plant. Sicherlich sind, wie bereits in der aktuellen Administration, weitere protektionistische Maßnahmen im Handel gegenüber China möglich, die sich aber auf sicherheitspolitisch sensitive Güter konzentrieren dürften. Ein ausgewachsener Zollkonflikt mit der EU, was eine wahrscheinliche Folge einer Umsetzung der Pläne von Trump wären, ist bei ihr nicht zu erwarten. Allerdings wird Harris wie andere Präsidenten auch, amerikanische Interessen im Bereich der Außenwirtschaftspolitik robust durchsetzen.

Schließlich hat Harris bereits öffentlich versprochen, dass sie sich nicht in die Geldpolitik der Fed einmischen würde. Das Risiko eines Konflikts zwischen Fed und Weißem Haus wäre hier deutlich geringer.



Tabelle 1: Trump hat die teureren Pläne

Kosten der Pläne von Harris und Trump für den Zeitraum 2025-34 in Mrd. Dollar und in % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) gemäß einer Analyse des Center for a Responsible Federal Budget (mittlere Schätzung). Wir verwenden zur Berechnung der BIP-Quote die BIP-Projektion des CBO.

	Harris		Trump	
	in Mrd. Dollar	in % des BIP	in Mrd. Dollar	in % des BIP
Steuersenkungen/Ausgabeerhöhungen	7250	1.9%	10200	2.7%
Einnahmeerhöhungen/Ausgabenkürzungen	4250	1.1%	3700	1.0%
Zusätzliche Zinsausgaben	500	0.1%	1000	0.3%
Defizitwirkung	3500	0.9%	7500	2.0%

Quelle: CRFB, Commerzbank-Research

Umsetzbarkeit hängt auch vom Kongress ab, ...

Inwieweit Trump und Harris ihre Pläne durchsetzen können, hängt auch davon ab, wie die gleichzeitig mit der Präsidentenwahl stattfindenden Kongresswahlen ausgehen. So verfügt der Präsident zwar über recht große Freiheiten in der Außenpolitik und beim internationalen Handel (weshalb Trump die Zölle auch ohne die Zustimmung der beiden Parlamentskammern spürbar erhöhen könnte). Bei Änderungen der Steuern wäre aber die Zustimmung des Kongresses notwendig.

Im Senat, von dessen Mitgliedern ein Drittel neu gewählt wird, werden die Demokraten wahrscheinlich ihre 51:49 Mehrheit im Senat einbüßen. Im Repräsentantenhaus, das vollständig neu gewählt wird, verfügen die Republikaner derzeit über eine knappe Mehrheit. Wahrscheinlich ist, dass der künftige Präsident einige Abgeordnete in den besonders umkämpften Wahlkreisen "mitzieht", sodass der neue Amtsinhaber wohl auf die Unterstützung durch diese Kammer bauen kann. Dies gilt vor allem für die Republikaner wegen der etwas besseren Ausgangsbasis.

Damit dürfte ein Präsident Trump vermutlich über knappe Mehrheiten in beiden Kammern verfügen, eine Präsidentin Harris allerdings wahrscheinlich nicht. Daher erwarten wir, dass Trump eher seine Agenda abarbeiten kann als Harris. Für den Rentenmarkt wäre also ein Sieg von Trump wohl eine schlechte Nachricht. Seine Pläne sind gemessen an der Defizit- und Inflationswirkung nicht nur aggressiver, sondern haben auch eine höhere Wahrscheinlichkeit, umgesetzt zu werden.

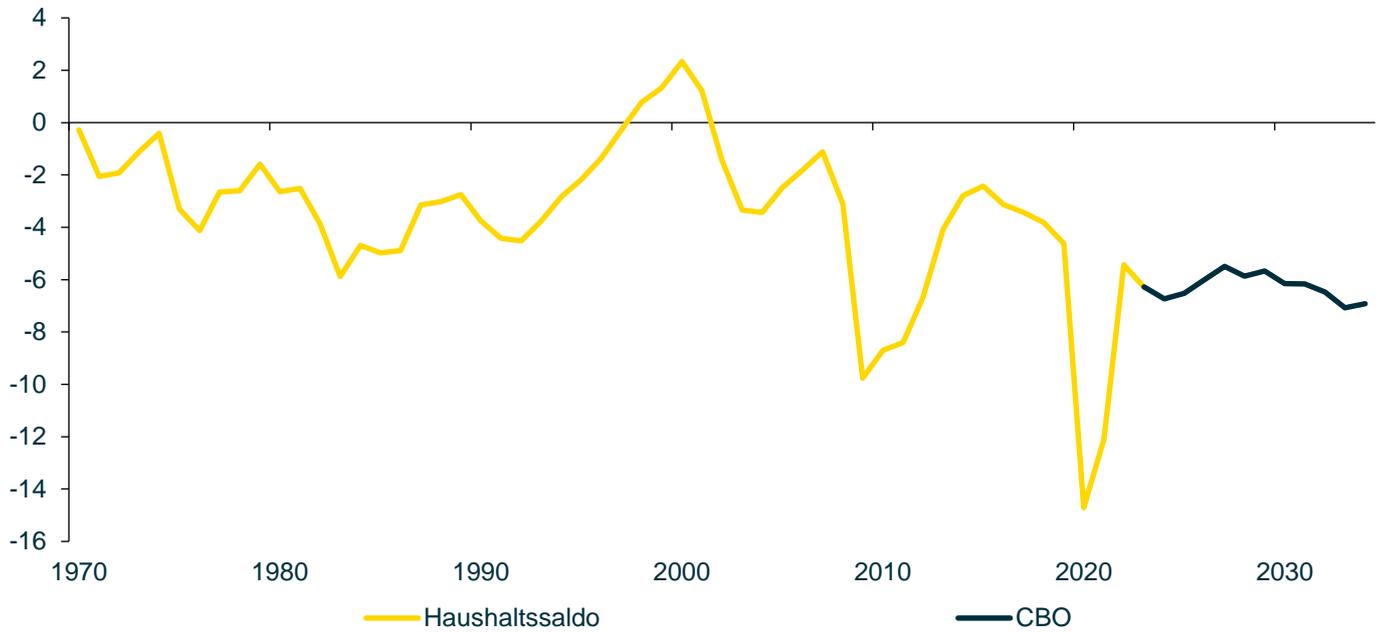
... und die schönen Pläne treffen auf hässliche Haushaltslage

Alle Vorhaben sind vor dem Hintergrund eines Staatshaushalts mit bereits jetzt chronisch überhöhten Defiziten zu bewerten. Im gerade zu Ende gegangenen Haushaltsjahr lag der Fehlbetrag im Bundeshaushalt bei 6,5% des BIP, ein für eine vollbeschäftigte Wirtschaft ungewöhnlich hoher Wert. Bereits auf der Basis der aktuellen Gesetzeslage (und damit unter der unrealistischen Annahme, dass alle Steuersenkungen planmäßig Anfang 2026 auslaufen) erwartet das Haushaltsbüro des Kongresses (CBO) für die kommenden 10 Jahre ein Defizit von durchschnittlich 6,3% des BIP (Chart 3). Die Pläne der Kandidaten würden die Defizite weiter erhöhen und damit die Schulden sowie die auf diese zu entrichtenden Zinsausgaben noch schneller steigen lassen. Letztere entsprechen schon jetzt rund 18% der Einnahmen, ein Wert wie er bisher nur einmal – Anfang der 1990er Jahre – erreicht wurde. Eine zu unvorsichtige Haushaltspolitik könnte der US-Politik daher mittelfristig einen "Liz Truss-Moment" bescheren. Eine vergleichsweise moderate Anhebung geplanter Defizite hatte in Großbritannien im Herbst 2022 zu einer heftigen Reaktion der Bondmärkte geführt, was Truss nach kurzer Zeit das Amt der Premierministerin kostete.



Chart 3 - Defizite begrenzen Spielraum für teure Maßnahmen

Budgetsaldo der US-Bundesregierung in % des Bruttoinlandsprodukts (BIP), Haushaltsjahre. Ab 2024 Projektion des CBO auf Basis der aktuellen Gesetzeslage



Quelle: CBO, 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 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

Chefvolkswirt

+49 69 136 23650

joerg.kraemer@commerzbank.com

Dr. Ralph Solveen

Stellv. Leiter Economic Research

+49 69 9353 45622

ralph.solveen@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 18/10/2024 07:13 CEST fertiggestellt und am 18/10/2024 07:13 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.

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

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

Mögliche Interessenkonflikte

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

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

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

Disclaimer

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

Zusätzliche Informationen für Kunden in folgenden Ländern:

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

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

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

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

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



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

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

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

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

Volksrepublik China (VRC): Dieses Dokument wird von der Commerzbank AG zur Verfügung gestellt und ist ausschließlich für 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, 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