



Trumps Zölle – wer verliert wirklich?

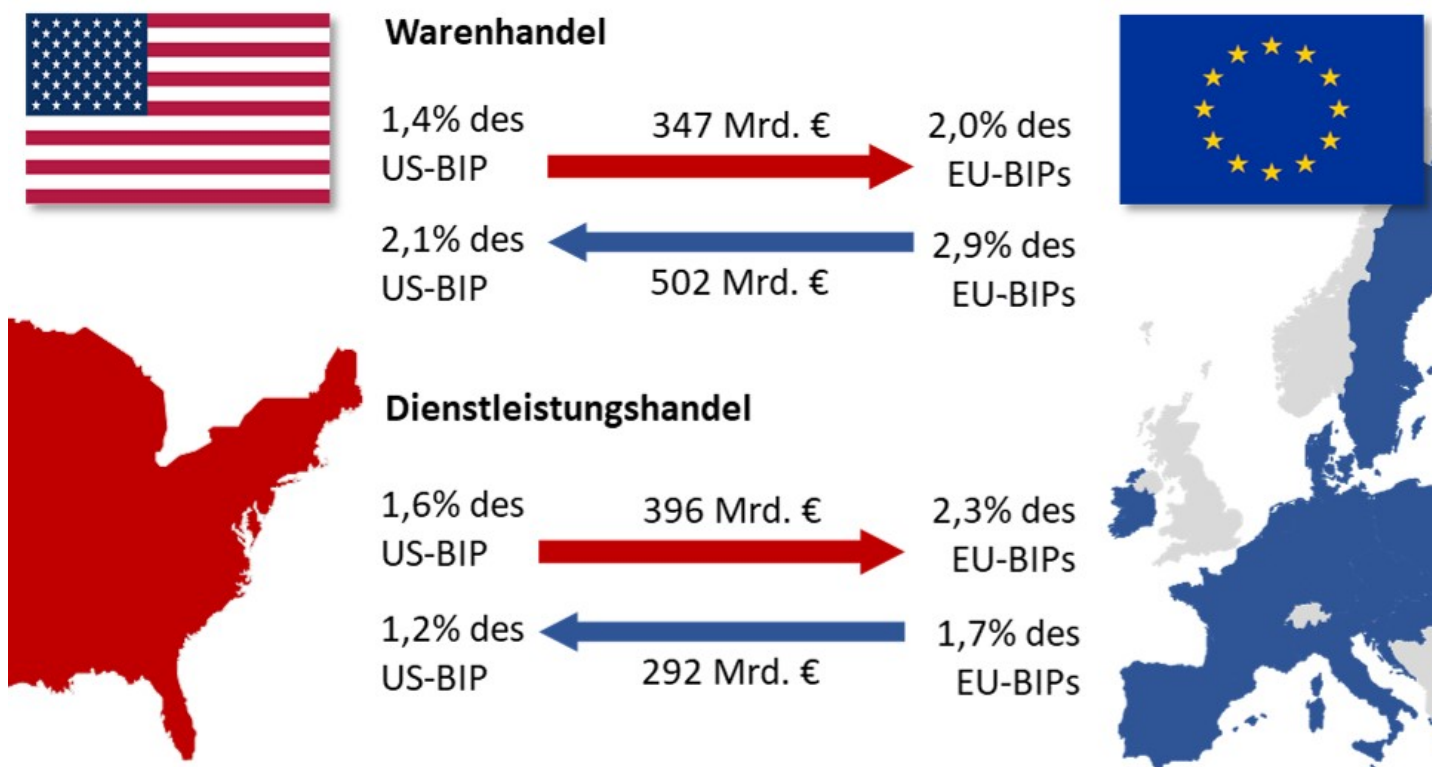
Donald Trump droht mit neuen, besorgniserregenden Zollerhöhungen auf Importe in die USA. Wir beschreiben die wichtigsten direkten und indirekten Wirkungskanäle und berechnen, was Trumps Pläne für die Vereinigten Staaten und den Euroraum bedeuten würden. Der Euroraum dürfte langfristig weniger Schaden nehmen als die USA selbst – auch deshalb, weil die Zölle vor allem in den USA die Inflation anheizen. Wirklich bedrohlich für die Wirtschaft im Euroraum wäre eine weltweite Spirale der Deglobalisierung.

| Dr. Vincent Stamer^{AC}

Trump droht mit historisch hohen Zöllen

Donald Trump hat angedroht, die Importzölle der USA auf Importe aus China auf 60% zu erhöhen und die Zölle auf Importe aus allen anderen Ländern auf 10% anzuheben. Dies wäre noch einmal eine deutliche Verschärfung seiner Handelspolitik gegenüber seiner ersten Amtszeit. Schon damals war der durchschnittliche Zollsatz der USA von unter 2% auf etwa 3% gestiegen. Nun würde er sich auf etwa 15% vervielfachen und das Niveau aus den 1930er Jahren erreichen (Titelchart). Die höheren US-Zölle würden offensichtlich den Zugang für europäische Warenexporte zum US-Markt erschweren, deren Volumen immerhin 2,9% des Bruttoinlandsproduktes der EU ausmacht (Chart 1).

Chart 1 - Überblick über Handelsflüsse zwischen USA und EU



Quelle: Eurostat, Office of the Trade Representative of the USA, Commerzbank-Research

Kurzfristig belasten die Zölle die europäische Wirtschaft

In der politischen Diskussion stehen zumeist zwei Effekte im Mittelpunkt, die die europäische Wirtschaft belasten würden. So werden ausländische Güter auf dem US-Markt teurer, weshalb US-Konsumenten ihre Nachfrage von importierten auf heimisch produzierte US-Güter verschieben. Die europäischen Exporte in die USA würden also fallen. Zudem würde sich der Wettbewerb auch auf anderen Märkten verschärfen: Insbesondere chinesische Unternehmen würden für ihre nun in den USA nicht mehr absetzbaren Produkte andere Absatzmärkte suchen. Sie würden verstärkt – und mit niedrigeren Preisen – auf andere Märkte drängen und damit den



Wettbewerb für deutsche Produkte auch außerhalb des US-Marktes intensivieren. Beide Effekte zusammen würden die Konjunktur in Europa zunächst bremsen.

Mittelfristig gleichen andere Effekte das aber aus

Allerdings gibt es einige Effekte, die in der Diskussion über die drohenden US-Zölle ausgeblendet werden und für sich genommen positiv auf die EU-Wirtschaft wirken:

- 1) **China trifft es stärker als die EU.** Da die Importe aus China voraussichtlich mit einem höheren Zoll versehen werden als Importe aus Europa, verbessert sich auf dem amerikanischen Markt die Wettbewerbsfähigkeit europäischer Produkte gegenüber chinesischen Produkten. Dieser Wettbewerb hat in den vergangenen Jahren an Bedeutung gewonnen, da China technologisch aufgeholt hat und zunehmend technologisch hochwertige Maschinen und Elektronik exportiert.
- 2) **Der US-Dollar wertet auf.** Aufgrund der Zölle fragen die USA weniger Güter auf dem Weltmarkt nach. Folglich tauschen amerikanische Importeure weniger US-Dollar in Fremdwährungen um, womit das Angebot an US-Devisen geringer wird und der US-Dollar gegenüber Fremdwährungen aufwertet. Der stärkere Dollar macht Importe aus der EU für Amerikaner erschwinglicher und gleicht damit die negative Wirkung der Zölle teilweise aus.
- 3) **US-Produkte verlieren an Wettbewerbsfähigkeit.** Da US-Unternehmen auf importierte Vorprodukte Zölle bezahlen müssen, werden ihre Endprodukte teurer. Insbesondere auf den Märkten außerhalb der USA macht dies Güter "made in USA" in Relation zu europäischen teurer. Das wäre auf allen Märkten der Welt ein (relativer) Vorteil europäischer Produkte gegenüber amerikanischen. Dieser Effekt würde noch dadurch verstärkt werden, dass die größere inländische Nachfrage nach US-Produkten auch den Bedarf an Arbeitskräften erhöhen und damit die Lohnkosten stärker steigen lassen dürfte.

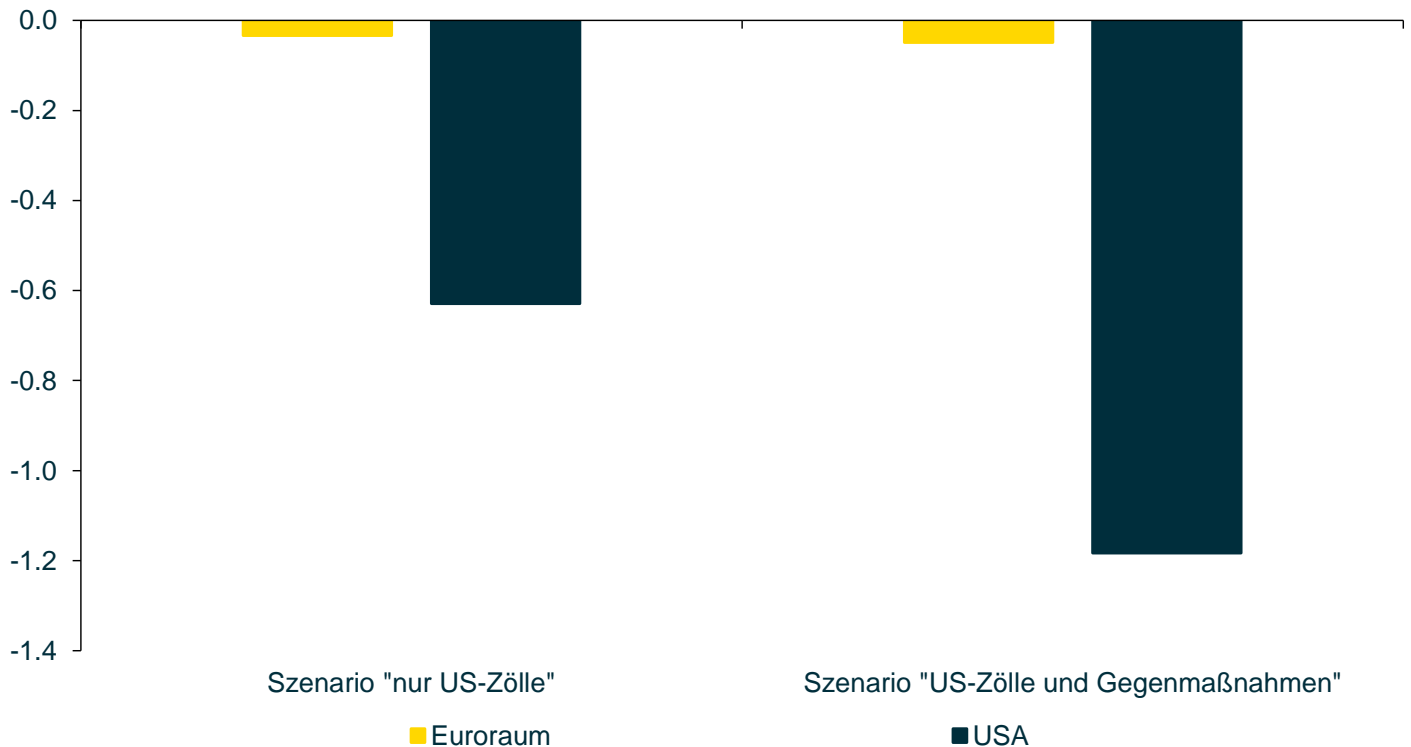
Insgesamt hätten die Zölle nur geringe Effekte für den Euroraum...

Simulationen mit zwei Modellen [1] zeigen, dass diese drei Effekte in ein bis zwei Jahren nach der Zollerhöhung die negativen Auswirkungen der Zölle auf die Konjunktur des Euroraums weitgehend neutralisieren (Chart 2). Daran würde sich auch nichts ändern, wenn die EU und die anderen Handelspartner der USA Gleiches mit Gleichem vergelten würden, also China ebenfalls einen Zollsatz von 60% und die anderen Länder einen Zollsatz von 10% auf Importe aus den USA erheben würden. Denn die Warenimporte aus den USA spielen eine verhältnismäßig geringe Rolle für Europa und Gegenzölle von Drittländern gegenüber den USA verbessern noch einmal die Wettbewerbsfähigkeit europäischer Unternehmen gegenüber amerikanischen Konkurrenten auf dem Weltmarkt.



Chart 2 - Trumps Zollpläne belasten US-Wirtschaft mittelfristig stärker als die EU-Wirtschaft

Mittelfristige Effekte auf das reale Bruttoinlandsprodukt gegenüber einem Szenario ohne Zusatzzölle, in Prozent, Ergebnis von Modellsimulationen.



Quelle: Institut für Weltwirtschaft Kiel, Peterson Institute for International Economics, Commerzbank-Research

... aber hohe Schäden für die US-Wirtschaft

Für manchen überraschend mag auch die Aussage der Modelle sein, dass die US-Wirtschaft mittelfristig sogar stärker unter den höheren US-Zöllen leiden wird als die Wirtschaft in der EU [2]. Dabei ist die Erklärung offensichtlich: Für die US-Wirtschaft wird die internationale Arbeitsteilung mit der gesamten Welt erschwert, während dies für die Wirtschaft in der EU nur für den Handel mit den USA gilt. Folglich gehen in den USA die durch den Außenhandel erzielten positiven Produktivitätseffekte in größerem Umfang verloren als in der EU. So treffen die Zölle ausgerechnet jene US-Unternehmen am stärksten, die am effizientesten sind und bisher auf dem Weltmarkt bestehen konnten. Im Gegensatz dazu werden durch die Einfuhrzölle auch jene heimischen Unternehmen geschützt, die bisher Probleme hatten, im Wettbewerb mit ausländischer Konkurrenz zu bestehen. Wenn etwa die Stahlindustrie in den USA in der Vergangenheit nicht mehr konkurrenzfähig war, ist es gesamtwirtschaftlich nicht sinnvoll, diese Industrie wieder aufzubauen. Arbeitskräfte und Ressourcen werden auf diese Weise langfristig von einer produktiven Industrie (mit "komparativem Vorteil" auf dem Weltmarkt) in eine für US-Verhältnisse unproduktive Industrie (ohne "komparativen Vorteil" auf dem Weltmarkt) abgezogen.

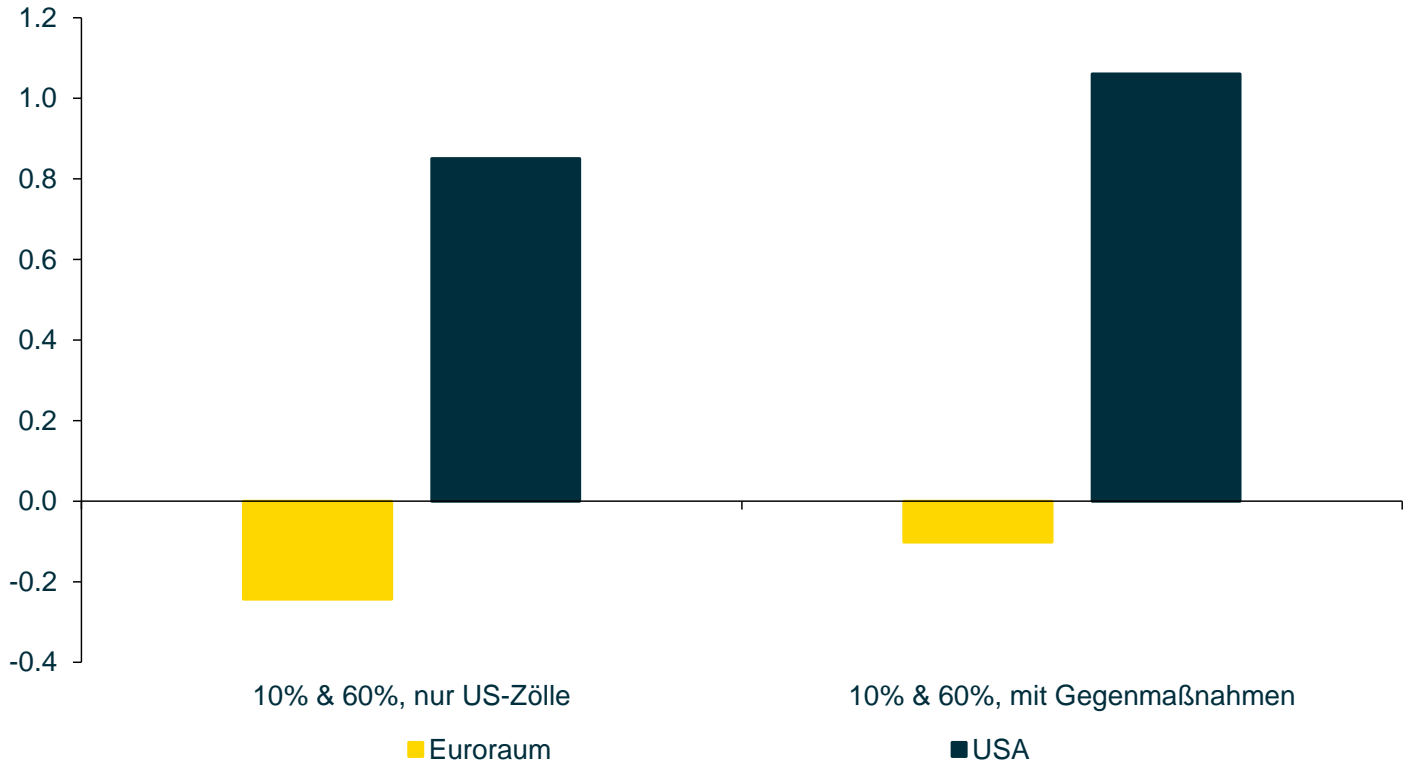
Die Zölle könnten die Inflation in den USA erhöhen ...

Der stärkere negative Effekt der Zölle auf die US-Wirtschaft ist teilweise auch dadurch bedingt, dass sich die Fed in diesem Szenario mit einer stärkeren Inflation konfrontiert und deshalb voraussichtlich eine restriktivere Geldpolitik verfolgen wird (Chart 3). Denn in Bezug auf die Inflation in den USA zeigen alle Effekte in die gleiche Richtung: Die Preise dürften noch schneller steigen. In den ersten Jahren liegt der Grund hierfür darin, dass nicht alle Importe kurzfristig ersetzt werden können. Das gilt insbesondere für Rohstoffe und für spezialisierte Vorprodukte im Maschinenbau, in abgeschwächter Form gilt das aber auch für ein breites Spektrum an Konsumprodukten. Viele Produkte werden auch weiterhin importiert werden, wobei die Zölle die Preise für Konsumenten und Unternehmen in die Höhe treiben werden. Selbst wenn die US-Wirtschaft im Laufe der Zeit Produkte selbst herstellen kann, werden diese teurer als Importe. Denn wenn US-Firmen günstiger produzieren könnten als der Weltmarkt, würden die entsprechenden Produkte derzeit nicht importiert.



Chart 3 - Die Effekte von Trumps Zollplänen auf die Inflation

Effekte auf die Inflation in 2026 gegenüber einem Szenario ohne Zusatzzölle, in Prozentpunkten.



Quelle: Institut für Weltwirtschaft Kiel, Peterson Institute for International Economics, Commerzbank-Research

... und in Europa sogar etwas verringern

Hingegen dürfte die Inflation im Euroraum eher gebremst werden und der EZB sogar eine etwas lockerere Geldpolitik erlauben. Der Grund hierfür ist das zusätzliche Angebot an Waren, die wegen der US-Zölle nicht mehr in den USA abgesetzt werden, deshalb zusätzlich auf den europäischen Markt drängen und damit dort die Preise drücken. Vergeltungszölle würden diesen negativen Effekt auf die Preisentwicklung dämpfen, da sich Importe aus den USA verteuern würden. Nach den Modellsimulationen wäre die Inflation in diesem Szenario aber immer noch niedriger als ohne die Zolländerungen, wobei der Effekt mit 0,1 Prozentpunkten aber kaum noch zu spüren wäre.

Kommt es soweit?

Trump hat bereits in der Vergangenheit bewiesen, dass er einen Handelskonflikt mit China nicht scheut. Auf einen Großteil der Einfuhren aus China hatte er schon in seiner ersten Amtszeit Zölle von bis zu 25% eingeführt. Auch europäischen Stahl und Aluminium belegte er mit Zöllen. Auf der anderen Seite ließ sich Präsident Trump auch auf "Deals" ein, die die Handelsbarrieren mit China ("Phase One") und mit Europa (etwa auf Autos) nicht weiter erhöhten. Wir gehen davon aus, dass Trump zunächst die Zölle gegenüber Europa als Verhandlungsmasse verwenden wird, weshalb die Europäische Kommission wohl neben einem Konflikt-Szenario auch ein Angebot an die USA vorbereitet. Denkbar wäre als Angebot von Seiten der EU ein Versprechen, mehr Erdgas aus den USA zu importieren oder sogar ein Freihandelsabkommen für bestimmte Sektoren zu schließen. [3] Auf der anderen Seite könnte die Europäische Kommission (wie in der Vergangenheit) damit drohen, die Steuern auf Dienstleistungen zu erhöhen, die amerikanische Anbieter in der EU erbringen. Das könnte etwa die großen Tech-Firmen betreffen. In der Tat exportieren die USA mit knapp 400 Milliarden Euro eine große Summe an Dienstleistungen in die EU (Chart 1).

Auch wenn die oben wiedergegebenen Ergebnisse der Simulation für die EU mittelfristig keine negativen Effekte zeigen, ergeben solche Verhandlungen durchaus Sinn. Schließlich beruhen die Ergebnisse auf der Annahme, dass andere Länder (wie Japan, Südkorea oder das Vereinigte Königreich) auch durch Zölle getroffen werden. Wenn diese Länder ein Abkommen mit den USA erzielen, die EU aber nicht, dann könnten die Schäden für die EU stärker ausfallen als simuliert. Denn dann würde sich die Wettbewerbsfähigkeit



deutscher Produkte auf dem US-Markt nicht nur gegenüber US-Produkten, sondern gegenüber den Produkten aus vielen anderen Ländern verschlechtern. Es könnte sogar zu einem Wettrennen kommen, welches Land als Erstes ein Abkommen mit Trump schließt.

Schreckensszenario Deglobalisierung

Die eigentliche Gefahr der sich abzeichnenden Handelspolitik einer Trump-Administration ist ohnehin, dass sie der Startschuss für eine weltweite zunehmende Behinderung des internationalen Handels sein könnte. Auch wenn die USA die größte Volkswirtschaft der Welt sind, würde es wesentlich schwerer wiegen, wenn alle Länder der Welt gegenüber allen anderen Ländern Handelsbarrieren errichten oder erhöhen würden. Dann würde die Realwirtschaft in der EU und gerade das in die globalen Lieferketten stark eingebundene Deutschland deutlich mehr leiden. Etwa ein Drittel des Wohlstandes in Deutschland ist auf die Einbindung in den Welthandel zurückzuführen – davon wäre ein beträchtlicher Anteil in Gefahr [4]. Die Verbraucherpreise dürften dann zudem nicht mehr gedrückt, sondern sehr stark angeschoben werden, da sich die Importe nicht mehr verbilligen, sondern verteuern würden.

[1] Wir verwenden zwei Modelle: Das Handelsmodell des Kiel Instituts für Weltwirtschaft mit 160 Ländern und 65 Sektoren (Siehe Studie [US-Wahlen: Zusammenbruch der WTO könnte EU-Wirtschaft 4-mal härter treffen als US-Zölle | Kiel Institut](#)) und ein umfangreiches makroökonomisches Modell mit zusätzlich modellierter Geldpolitik und Wechselkursen des Peterson Institute for International Economics (Siehe Studie [Working Paper 24-20: The International Economic Implications of a Second Trump Presidency](#)). ([zurück zum Text](#))

[2] Dies bedeutet nicht, dass die US-Wirtschaft bei einer Verhängung dieser Zölle unbedingt langsamer wachsen würde als die Wirtschaft im Euroraum, sondern stellt nur den Effekt der Zölle dar. So wird bei diesen Simulationen auch nicht berücksichtigt, dass eine Trump-Administration unter Umständen Steuersenkungen und andere Maßnahmen auf der Angebotsseite ergreifen könnten, die für sich genommen das Wachstum wahrscheinlich anschieben würden. ([zurück zum Text](#))

[3] Ein Freihandelsabkommen, das lediglich einen Sektor umfasst, wäre streng genommen nicht vereinbar mit dem WTO-Recht. Ein entsprechendes Angebot wäre damit ein Zeichen für den erodierenden Einfluss der WTO. ([zurück zum Text](#))

[4] Der Wert für Deutschland folgt aus theoretischen Handelsökonomie-Modellen mit vielen Sektoren und Zwischengütern. (Siehe Handbuch [Trade Theory with Numbers: Quantifying the Consequences of Globalization](#)) ([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 ^{AC}
Chefvolkswirt
+49 69 136 23650
joerg.kraemer@commerzbank.com

Dr. Ralph Solveen ^{AC}
Stellv. Leiter Economic Research
+49 69 9353 45622
ralph.solveen@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 22/11/2024 07:32 MEZ fertiggestellt und am 22/11/2024 07:32 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 berechnigte Institute bestimmt. Niemand sonst darf sich auf Informationen verlassen, die in diesem Dokument enthalten sind. Die in diesem Dokument enthaltenen Produkte und Dienstleistungen gelten nur für Institute in der VRC, für die die Bereitstellung dieser Produkte und Dienstleistungen nach den Gesetzen und Vorschriften der VRC zulässig ist. Für jede Person, die dieses Dokument erhält, dürfen die Informationen in diesem Dokument weder als Marketing oder Werbung des Geschäfts noch als buchhalterische, rechtliche, regulatorische, steuerliche, finanzielle oder andere Beratung und/oder Anlageberatung an den Empfänger dieses Dokuments angesehen werden und dem Empfänger wird geraten, sich von seinen eigenen professionellen Beratern über die hierin enthaltenen Informationen unabhängig zu beraten und sich bei der Durchführung von betreffenden Transaktionen an die Gesetze und Vorschriften der VRC zu halten.

© Commerzbank AG 2024. Alle Rechte vorbehalten. Version 24.05

Commerzbank Filiale

Frankfurt	London	New York	Singapore
Commerzbank AG	Commerzbank AG	Commerz Markets LLC	Commerzbank AG
DLZ - Gebäude 2, Händlerhaus	PO BOX 52715	225 Liberty Street, 32nd floor,	128 Beach Road
Mainzer Landstraße 153	30 Gresham Street	New York,	#17-01 Guoco Midtown
60327 Frankfurt	London, EC2P 2XY	NY 10281-1050	Singapore 189773
Tel: + 49 69 136 21200	Tel: + 44 207 623 8000	Tel: + 1 212 703 4000	Tel: +65 631 10000