



# Trump oder Harris – wenig Spielraum

25. Juli 2024

Bernd Weidensteiner

## Inhalt

Erste Konturen des Wirtschaftsprogramms von Harris...	1
... aber es gibt keinen Spielraum für große Sprünge	2
... Einsparungen sind kaum durchzusetzen	3
... Steueranhebungen sind nur in begrenztem Umfang möglich	4
... und von selbst löst sich das Problem wohl auch nicht	4
Regieren wird schwieriger	5

**Vizepräsidentin Harris hat sich nach dem Rückzug Joe Bidens überraschend schnell den Zugriff auf die Kandidatur der Demokraten gesichert. Ihr wirtschaftspolitisches Programm dürfte in großen Teilen eine Fortsetzung der Agenda von Joe Biden sein, auch wenn sie einige andere Akzente setzen wird. Der Handlungsspielraum der nächsten Administration dürfte aufgrund der schwierigen Haushaltslage jedoch beschränkt sein.**

## Erste Konturen des Wirtschaftsprogramms von Harris...

Vizepräsidentin Harris hat sich sehr schnell die Unterstützung ihrer Partei und die notwendigen Delegiertenstimmen für eine Nominierung als Präsidentschaftskandidatin der Demokraten gesichert hat, dürfte sie bald auch offiziell hierzu ernannt werden. Ob das an der bisherigen Favoritenrolle Trumps etwas ändert, kann noch nicht beurteilt werden. Es wird mehrere Wochen dauern, bis Umfragen tragfähige Aussagen ermöglichen.

Harris wirtschaftliches Programm wird sich wohl zum großen Teil an dem der Biden-Administration orientieren. Daneben lassen verschiedene Aussagen von Kamala Harris in den letzten Jahren, vor allem die im Zuge ihrer gescheiterten Bewerbung als demokratische Präsidentschaftskandidatin im Jahr 2020, auf einige eigene Akzente schließen. Kernpunkte werden wohl sein:

- **Eine Verlängerung der Steuererleichterungen für alle Einkommen unter 400 Tsd Dollar pro Jahr:** Dies hat bereits Präsident Biden ins Spiel gebracht. Schätzungen des Committee for a Responsible Federal Budget (CRFB) zufolge würde das, abhängig von der konkreten Ausgestaltung, in den kommenden zehn Jahren zwischen 1,6 und 2,5 Billionen Dollar kosten. Die Steuersenkungen für die hohen Einkommen sollen dagegen wie vorgesehen Ende 2025 auslaufen.
- **Eine Erhöhung der Körperschaftssteuer:** Bei ihrer Kandidatur 2020 hatte Harris eine Erhöhung von 21% auf 35% ins Spiel gebracht; damit würde die Unternehmenssteuer wieder auf das Niveau von vor der Trump'schen Steuersenkung zurückkehren (im Unterschied zur Senkung der Einkommensteuern hat die Senkung der Unternehmenssteuer kein Ablaufdatum). Eine so starke Erhöhung erscheint allerdings unrealistisch. Harris wird sich wohl eher an den Vorschlägen Bidens orientieren, der eine Anhebung auf 28% ins Spiel gebracht hat.



- **Bezahlbares Wohnen:** Dies war 2020 eine Kernforderung von Harris. Wie in vielen anderen Ländern ist auch in den USA in zahlreichen Regionen Wohnraum knapp, was als wichtiger Hemmschuh für die Wirtschaft gilt. Harris schlug Wohnzuschüsse für die Bezieher niedrigerer Einkommen vor. Darüber hinaus brachte sie Zuschüsse von 100 Mrd Dollar ins Spiel, um bei Hypothekenkrediten benachteiligten Personen beizuspringen. Die Biden-Administration hatte kürzlich eine Deckelung des Mietanstiegs auf 5% bei Wohnungsunternehmen ins Spiel gebracht.
- **Ökologischer Umbau der Wirtschaft:** Die ökologische Umstellung der Wirtschaft soll weiter gefördert und die Förderung von Öl und Gas durch Fracking weiter eingeschränkt werden. Letzteres wäre eine Änderung gegenüber der Praxis der Biden-Regierung. Schließlich wurde die Förderung fossiler Energien in den letzten Jahren deutlich gesteigert. Drastische Beschränkungen dürften aber am Widerstand auch einiger demokratisch regierter Bundesstaaten, die Öl fördern, scheitern.
- **Einschränkungen im Außenhandel:** Die erhöhten Zölle auf Importe aus China dürften beibehalten werden. Zudem wird wohl der Export von Hochtechnologie nach China weiter eingeschränkt werden. Harris ist ohnehin nicht als Freihändlerin in Erscheinung getreten; sie hatte als eine von 10 Senatoren gegen das unter Trump ausgehandelte Update der Nordamerikanischen Freihandelszone NAFTA gestimmt. Zudem war sie gegen weitere Freihandelsabkommen wie die Transpazifische Partnerschaft TPP. Ohnehin sind weitere Freihandelsabkommen in den USA nicht durchsetzbar; der politische Wind hat sich hier gedreht.

### ... aber es gibt keinen Spielraum für große Sprünge

Egal, welcher Kandidat die Wahl im November gewinnt: Die Haushaltslage dürfte den Handlungsspielraum der nächsten Administration deutlich beschränken. Dies wird in Washington für beträchtliche politische Anpassungsschmerzen sorgen. Schließlich hatte sich in den letzten Jahren dort niemand für die exorbitanten Defizite interessiert. Vor dem Hintergrund verschiedener Notlagen, zuvorderst die Corona-Krise, und der lange Zeit niedrigen Zinsen war dies auch nachvollziehbar.

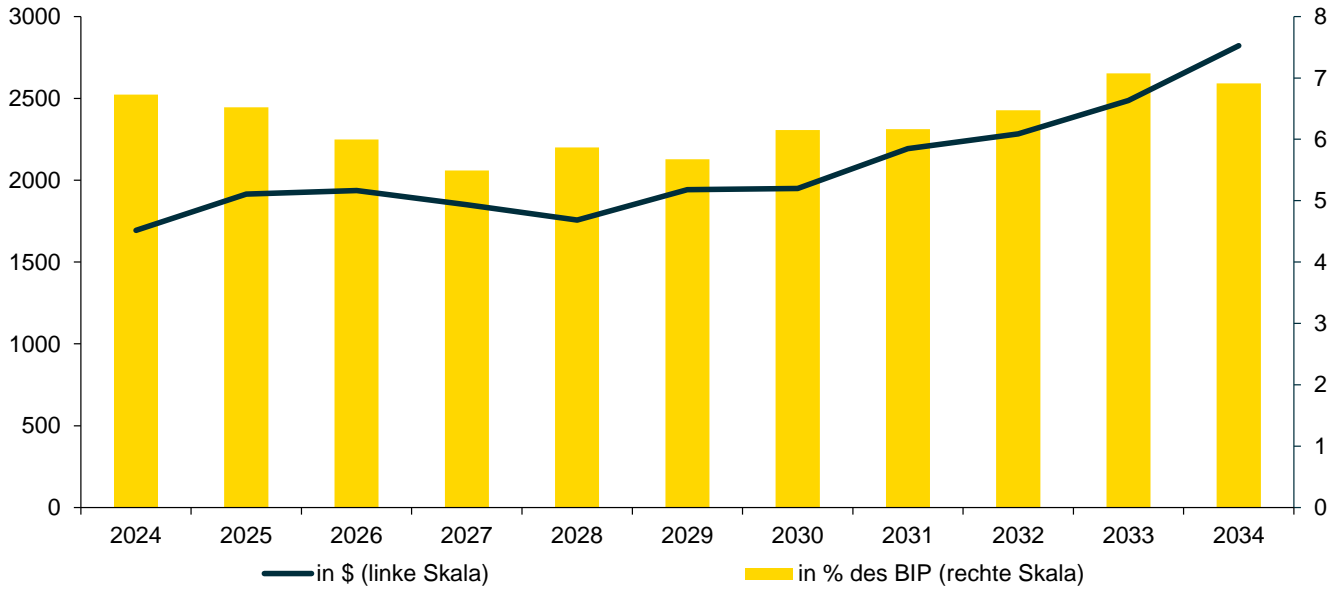
Jetzt haben sich die Rahmenbedingungen aber deutlich verschlechtert. Wie gering der Spielraum ist, zeigt die Basis-Projektion des Rechnungshofes (Congressional Budget Office, CBO) für das Defizit in den kommenden zehn Jahren. Hier sind sogar noch recht günstige Bedingungen unterstellt. Denn das CBO errechnet seine Projektionen auf Basis der aktuellen Gesetzeslage, und diese sieht ein komplettes Auslaufen der Einkommensteuersenkungen ab Ende 2025 vor. Dies würde das Budget um etwa 1% des BIP pro Jahr entlasten. Allerdings dürften diese Senkungen entweder ganz (so zumindest das Versprechen Trumps) oder doch teilweise (der demokratische Plan) verlängert werden.

Das CBO geht davon aus, dass das Defizit von vermutlich 6,7% im laufenden Haushaltsjahr 2024 in den Jahren ab 2026 leicht fällt (die Wirkung der Wiedererhöhung der Einkommensteuer), dann aber wieder zunimmt und schließlich 7% erreicht (Chart 1). Mit anderen Worten: es ist kaum eine Entlastung zu erwarten. Neue Programme würden das ohnehin sehr hohe Defizit weiter erhöhen und die langfristige Tragfähigkeit der Staatsfinanzen noch stärker untergraben.



**Chart 1 - Wenig Spielraum im Budget**

Defizite im Bundeshaushalte, Projektionen des Congressional Budget Office, Haushaltsjahre



Quelle: CBO, Commerzbank Research

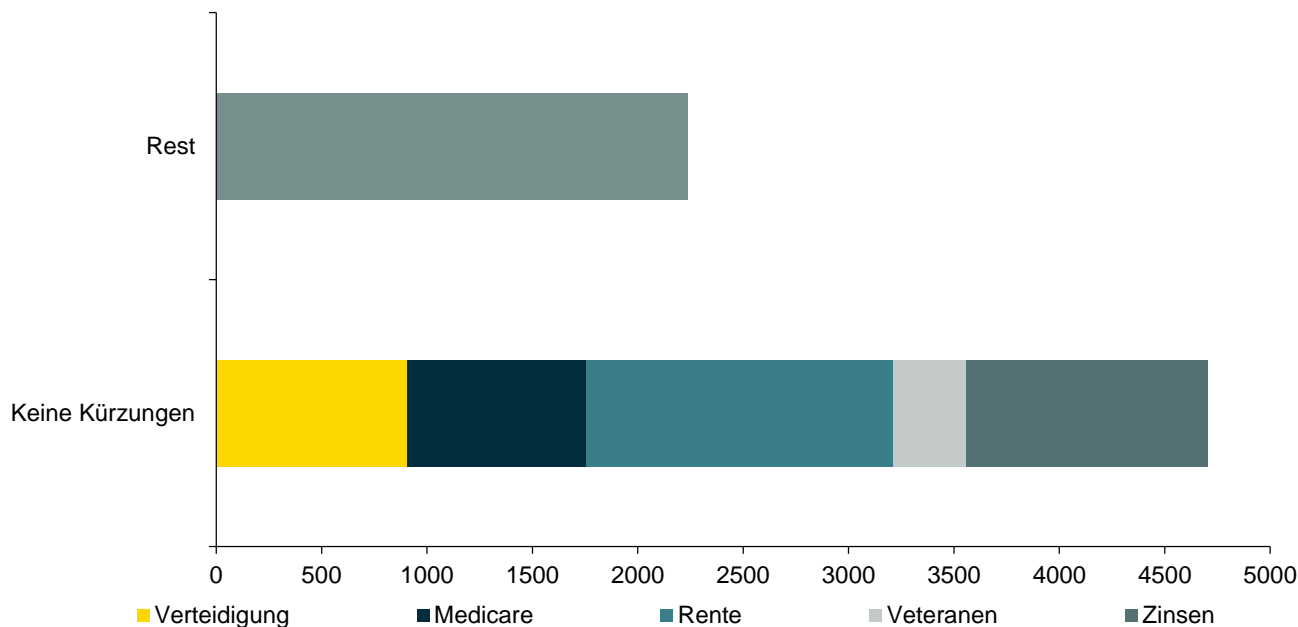
**... Einsparungen sind kaum durchzusetzen**

Ein Gegensteuern, um sich wieder Spielräume zu eröffnen, ist aktuell allerdings nicht abzusehen. Denn man hat sich überparteilich in seltener Einmütigkeit darauf verständigt, die Ausgaben für die staatliche Rentenversicherung, für Medicare (der Krankenversicherung für ältere Amerikaner) und für Veteranen und Verteidigung nicht zu kürzen. Die Zinsausgaben lassen sich ohnehin nicht verringern. Bleibt es hierbei, sind über zwei Drittel des Haushalts vor dem Rotstift sicher (Chart 2).



**Chart 2 - US-Budget: Wo kürzen?**

Haushalt der Bundesregierung für 2024 in Mrd. Dollar. Zwei Drittel sind von Kürzungen nach parteiübergreifenden Aussagen ausgeschlossen.



Quelle: Weißes Haus, Commerzbank Research

Beim verbleibenden Drittel der Ausgaben dürften sich die Demokraten gegen jegliche Kürzungen bei Gesundheitsdienstleistungen sperren. Dieser Budgetposten schließt die Zuschüsse für Medicaid ein, die Krankenversicherung für arme Amerikaner, sowie die Zuzahlungen für Obamacare. Damit sind weitere 800 Mrd Dollar von großen Kürzungen ausgenommen. Und Posten wie die Agrarzuschüsse oder Technologieförderung werden wohl auch nur marginal gekürzt werden können. Anders ausgedrückt: Die Budgetsanierung wird kaum mit dem Rotstift gelingen.

**... Steueranhebungen sind nur in begrenztem Umfang möglich**

Wenn Ausgaben nicht gekürzt werden können, läge es nahe, die Steuern zu erhöhen. Das Problem ist: Hierfür gibt es kaum Mehrheiten: Größere Steuererhöhungen unter einer Regierung Trump sind ohnehin nicht zu erwarten. Und eine Harris-Administration könnte bei Steueranhebungen mit keiner einzigen Stimme der Republikaner im Kongress rechnen. Die Demokraten müssten bei den Wahlen im November daher Mehrheiten in beiden Häusern des Kongresses gewinnen. Danach sieht es nicht aus. Denn es stehen deutlich mehr demokratische als republikanische Senatoren zur Wiederwahl, und die Demokraten müssten angesichts der aktuell knappen Mehrheit alle diese Sitze verteidigen. Umfragen zufolge ist dies unwahrscheinlich. Beim Repräsentantenhaus sind die Republikaner gegenwärtig leicht favorisiert. Bei kontroversen Projekten wie umfangreichen Steuererhöhungen würden knappe Mehrheiten im Übrigen kaum reichen, da mit Abwechslern aus den eigenen Reihen zu rechnen ist – dies hatte bereits einige der Vorhaben von Präsident Biden ausgebremst.

**... und von selbst löst sich das Problem wohl auch nicht**

Es bleibt die Hoffnung auf einen Boom der Wirtschaft. Ein solcher hatte schließlich in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre schon einmal bei der Haushaltssanierung geholfen. Zwischen 1994 und 2001 legte die Wirtschaft um real 4% p.a. zu. Derartige Zuwachsraten



sind auf absehbare Zeit aber nicht realistisch. Das CBO rechnet für 2024 bis 2034 mit einem durchschnittlichen Wachstum von 1,9% pro Jahr. Zwar mag sich die Künstliche Intelligenz als Wachstumstreiber entpuppen. Immerhin sorgt die Aufbruchstimmung in diesem Bereich bereits für erhebliche Investitionen in Datencenter oder Forschung und Entwicklung. Mögliche positive Effekte aus dieser Richtung könnten aber durch negative Einflüsse, beispielsweise den immer weiter um sich greifenden Protektionismus, aufgewogen werden. Aus den Problemen herauswachsen wird man demnach vermutlich nicht.

## **Regieren wird schwieriger**

Die letzten Regierungen (Trump und Biden) haben ihre Prioritäten mit einer Reihe extrem teurer Maßnahmen umgesetzt und wirtschaftliche Schwierigkeiten mit hohem Mitteleinsatz abgefedert. Beide Parteien haben die Industriepolitik wiederentdeckt und auch da viel Geld in die Hand genommen. Das Leuchtturmprojekt der Biden-Administration – der "Inflation Reduction Act" (im Wesentlichen ein Programm zur Subvention umweltfreundlicherer Technik) – und die Programme zum Ausbau der Infrastruktur sowie der Halbleiterfertigung werden noch über Jahre hohe Ausgaben erfordern.

In den kommenden Jahren ist aufgrund der weltpolitischen Spannungen ein deutlicher Anstieg des Verteidigungshaushalts zu erwarten (dieser liegt trotz der merklichen Steigerung der letzten Jahre aktuell nur bei 3,2% des BIP, ein im langfristigen Vergleich sehr niedriger Wert).

Wegen dieser Entwicklungen und des oben erläuterten Umstands, dass größerer Ausgabenkürzungen und/oder umfangreiche Steuererhöhungen politisch kaum möglich erscheinen, dürften die Defizite eher noch höher ausfallen als vom CBO erwartet. Man wird zwar vorerst weiter versuchen, sich durchzulavieren. Aber die Lage ist jetzt schwieriger als 2019 (damals lag das Defizit bei 4,6% und der Schuldenstand bei 80% – schon dies sehr hohe Werte für eine vollbeschäftigte Wirtschaft). Das Risiko weiterer Rating-Herabstufungen der USA steigt. Viele der angebrachten Projekte könnten daher an der Budgetsituation scheitern. Um dennoch Handlungsfähigkeit zu demonstrieren, könnte sich eine Harris-Administration dann stärker auf budgetär billigere Regulierungsmaßnahmen konzentrieren. Bereits in ihrer Zeit in Kalifornien hatte sich Harris für Verbraucherschutzmaßnahmen stark gemacht.



# Analysten

## Bernd Weidensteiner

Senior Economist

+49 69 9353 45625

bernd.weidensteiner@commerzbank.com

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 25/7/2024 09:09 CEST fertiggestellt und am 25/7/2024 09:09 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-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:** 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 04/1313 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 24.04

**Commerzbank Filiale**

<b>Frankfurt</b>	<b>London</b>	<b>New York</b>	<b>Singapore</b>
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