



## Frankreich – Was bringen die Wahlen?

| Dr. Ralph Solveen

Die Parlamentswahlen in Frankreich dürften das Kräfteverhältnis deutlich verschieben. Eine Krise droht aber wohl allenfalls bei einem – eher unwahrscheinlichen – Sieg des Linksbündnisses, da der Staatshaushalt bei einer Umsetzung von deren zahlreichen Wahlversprechen noch mehr in Schieflage geraten würde. Bei einer Mehrheit für die Rechtspopulisten drohen Konflikte auf der EU-Ebene, aber wohl kaum eine Schuldenkrise. Denn die Partei wird wohl in erster Linie darauf abzielen, die in drei Jahren anstehenden Präsidentschaftswahlen zu gewinnen. Allerdings ist auch in diesem Szenario wie auch bei einem Patt oder einem sehr unwahrscheinlichen Sieg von Macrons Bündnis nicht mit einer Konsolidierung der Staatsfinanzen zu rechnen.

### Umfragen erwarten deutliche Zugewinne für Le Pens Partei, ...

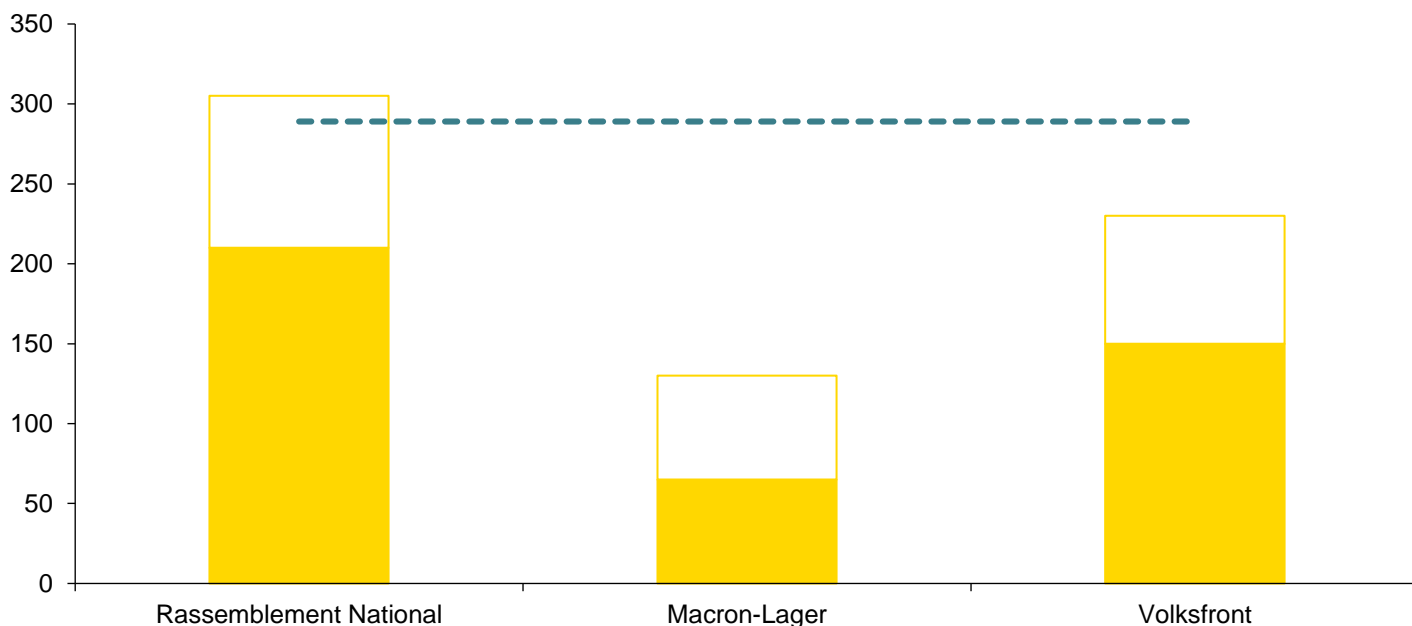
Lösen die französischen Parlamentswahlen an den beiden kommenden Wochenenden ein politisches Erdbeben aus? Zumindest dürfte sich das Kräfteverhältnis im Parlament spürbar verschieben. Nach den Umfragen werden sowohl die Rechtspopulisten als auch die linke „Neue Volksfront“ deutlich mehr Stimmen erhalten als bei den letzten Wahlen vor zwei Jahren. Dagegen werden die Parteien, die die Politik Präsident Macrons in den letzten Jahren unterstützt haben, deutlich an Bedeutung verlieren (siehe Titelchart).

### ... aber reicht es auch für eine Mehrheit?

Wegen des Mehrheitswahlrechts sind Prognosen für die Sitzverteilung im Parlament sehr unsicher. Aber es ist so gut wie sicher, dass Macrons Lager über keine absolute Mehrheit verfügen wird. Auch das Linksbündnis scheint weit von einer Mehrheit entfernt. Hingegen könnte der Rassemblement National (RN) von Le Pen einer Mehrheit recht nah kommen, wobei die Umfragen und die aus ihnen abgeleiteten Projektionen für die Sitzverteilung im Parlament eher dafür sprechen, dass der RN dieses Ziel am Ende verfehlt (Chart 1).

#### Chart 1 - Le Pens Partei kratzt an der absoluten Mehrheit

Spannweite der Prognosen von 5 Meinungsumfrage-Instituten für die Anzahl der Mandate der drei Bündnisse/Parteien; gestrichelte Linie markiert absolute Mehrheit von 289 Sitzen; RN: inklusive des Teils der Republikaner, die mit RN kooperieren wollen



Quelle: Wikipedia, Commerzbank-Research



## Viele Versprechen, ...

Sollte der RN tatsächlich die Mehrheit erringen und damit den Regierungschef stellen, würde sich der Kurs Frankreichs in vielen Bereichen sicherlich verändern, wobei die Forderungen im Wahlprogramm im Vergleich zu früheren Wahlen eher moderat sind. Wie die anderen großen Gruppierungen unterteilt der RN seine Ziele in drei Gruppen: Ad-hoc-Maßnahmen für die ersten Tage, erste Reformen für den Herbst und längerfristige Projekte.

Zu der ersten Gruppe zählen neben einigen Maßnahmen zur Linderung der Personalknappheit im Gesundheitssystem eine geringere Mehrwertsteuer auf Energie, wobei bei Heizöl die angekündigte Senkung des Steuersatzes von 20% auf 5,5% im Widerspruch zu EU-Regeln steht, die hierfür eine Untergrenze von 15% vorsehen. Außerdem wird eine im Programm nicht näher beschriebene Reform der Arbeitslosenversicherung und der Ausstieg aus dem europäischen Preissetzungsmechanismus am Strommarkt angekündigt. Offensichtlich soll es hier eine Preisbremse für Strom geben, wie sie die EU für Spanien und Portugal genehmigt hat.

Im Herbst soll mit der Verabschiedung des Budgets die "Zeit der Reformen" starten. Im Bereich der Wirtschaftspolitik werden hier unter anderem Steuererleichterungen für Familien sowie junge Berufsanfänger und Existenzgründer, die Verringerung der Produktionssteuer (einer gewinnunabhängigen Unternehmenssteuer) und eine stärkere Förderung der Landwirtschaft genannt. Zudem sollen Lohnerhöhungen von bis zu 10% bei Einkommen bis etwa 5000 Euro von den Arbeitgeberbeiträgen zur Sozialversicherung freigestellt werden.

In den Hintergrund getreten ist die lange erhobene Forderung nach einer Rücknahme der Rentenreform Macrons. Im Wahlprogramm steht sie an einer wenig prominenten Stelle, und nach Aussagen des RN-Spitzenkandidaten soll das Rentenalter zunächst nur für diejenigen wieder auf 60 Jahre gesenkt werden, die mehr als 40 Jahre gearbeitet haben.

Trotzdem würde eine Umsetzung der im Wahlprogramm gemachten Ankündigungen das bereits jetzt hohe Budgetdefizit weiter vergrößern. So schätzt das **Institut Montaigne** alleine die Kosten für die niedrigere Mehrwertsteuer auf Energie auf mehr als 11 Mrd Euro pro Jahr. Während diese Maßnahme anscheinend "gesetzt" ist, scheinen viele andere unter einem Finanzierungsvorbehalt zu stehen. So soll direkt nach der Regierungsübernahme ein "Kassensturz" durchgeführt werden. Die Erfahrungen mit ähnlichen Ankündigungen (nicht nur in Frankreich) lässt vermuten, dass dieser "katastrophal" ausfallen wird, womit das Aufschieben vieler Versprechen begründet werden könnte. So begründete der RN-Spitzenkandidat Bardella die vorsichtigeren Pläne bei der Rente bereits mit der angespannten Finanzlage des Staates.

## ... aber Präsidentschaftswahl 2027 als eigentliches Ziel?

Eine Erklärung für die vergleichsweise vorsichtigen Ankündigungen dürfte sein, dass das eigentliche Ziel der Partei die im Jahr 2027 anstehenden Präsidentschaftswahlen sind, die Marine Le Pen verlieren würde, wenn ein ungebremst steigendes Budgetdefizit Turbulenzen an den Finanzmärkten auslösen würde. Darum ist davon auszugehen, dass sich eine RN-Regierung in erster Linie auf anderen Politikfeldern wie der Immigration zu profilieren versuchen würde. Zudem dürfte es auf der EU-Ebene mehr offene Konflikte geben. So will der RN französische Unternehmen bei Ausschreibungen bevorzugen, die Schengen-Regelungen nur noch für EU-Bürger gelten lassen, Frankreichs Zahlungen an die EU senken und weitere Freihandelsverträge blockieren. Auch die angestrebte Sonderregel für den Strommarkt wird bei anderen EU-Ländern voraussichtlich auf Widerstand stoßen.

## Eher unwahrscheinlich: Mehrheit für die "Neue Volksfront"

Ein deutlich stärkerer Anstieg des Defizits würde bei einer Regierungsübernahme der "Neuen Volksfront" drohen. Zu dieser hatten sich die Parteien des linken Spektrums überraschend schnell zusammengeschlossen. Der Name erinnert an eine linke Regierungskoalition kurz vor dem Zweiten Weltkrieg und soll wohl zeigen, dass sich der Zusammenschluss in erster Linie gegen das Erstarken des RN richtet.

Auch die "Neue Volksfront" unterteilt ihr Wahlprogramm in drei Phasen: Viele kostenträchtige Maßnahmen wie die Rücknahme der Rentenreform, eine Erhöhung der Renten, Wohngelderhöhungen, Preisgarantien für Bauern und das Einfrieren der Preise für Energie und Nahrungsmittel werden bereits für die ersten 15 Tage einer Volksfront-Regierung angekündigt. Alleine die Kosten für Letzteres schätzt das Institut Montaigne auf 24 Mrd Euro pro Jahr, was knapp 1% des Bruttoinlandsprodukts entspricht.

Für die nächsten 100 Tage werden unter anderem Steuererhöhungen für höhere Einkommen und Vermögen, eine Ausdehnung des öffentlichen Dienstes und eine Unterstützung von energetischen Maßnahmen angekündigt. Die Volksfront selber schätzt die Kosten ihrer Maßnahmen in den ersten beiden Jahren auf insgesamt 125 Mrd Euro. Zudem würden diese Maßnahmen sicherlich die Wettbewerbsfähigkeit des Standorts Frankreich spürbar beeinträchtigen, sodass sich die Chancen auf eine Belebung der Wirtschaft eher verringern würden, mit entsprechenden Auswirkungen auf die Staatsfinanzen.



Allerdings stellt sich auch für die Volksfront die Frage, inwieweit diese Maßnahmen wirklich umgesetzt würden. Dies gilt umso mehr, als eine Koalition aus diesen Parteien wohl von Anfang an sehr instabil wäre. So gibt es insbesondere in der Außenpolitik bei Themen wie dem Ukraine-Krieg und dem Gaza-Konflikt fundamentale Meinungsunterschiede.

### **Und wenn Macron das Wunder schafft?**

Das unwahrscheinlichste Szenario ist aus heutiger Sicht, dass Präsident Macron sein Ziel erreicht und die ihn unterstützenden Parteien im neuen Parlament zumindest die dominierende Kraft sein werden und sie mit Unterstützung anderer gemäßiger Kräfte wie den Sozialisten und den Republikanern die Regierung stellen können. Auch die Politik einer solchen Regierung wäre wohl in erster Linie auf die Präsidentenwahlen im Jahr 2027 ausgerichtet. Somit wären zwar keine radikalen Maßnahmen wie insbesondere bei einem Sieg der Volksfront zu erwarten, weitere Reformen dürfte es aber kaum geben. Eine durchgreifende Konsolidierung des Budgets wäre auch in dieser Konstellation unwahrscheinlich. Vielmehr verspricht auch das Programm des Macron-Lagers einige Mehrausgaben. So schätzt das Institute Montaigne die jährlichen Kosten von drei der angekündigten Maßnahmen auf fast 7 Mrd Euro.

### **Das wahrscheinlichste Szenario: Gegenseitige Blockade**

Nach den Umfragen dürfte der RN zwar stärkste Kraft werden, am Ende aber wohl trotz der potenziellen Unterstützung durch einen Teil der Republikaner die Mehrheit verfehlen. Noch unwahrscheinlicher ist eine absolute Mehrheit der Volksfront, praktisch ausgeschlossen ist diese für das Macron-Lager. Mancher spricht deshalb bereits von einer Art "Technokratenregierung", wie sie es in den vergangenen Jahren in Italien unter Mario Monti oder Mario Draghi gegeben hat. Anders als in Italien könnte eine solche Regierung allerdings kaum auf die Kooperation der großen Parteien-Blöcke setzen. Fortschritte bei den strukturellen Problemen Frankreichs würde es also in den kommenden drei Jahren genauso wenig geben wie eine Konsolidierung des Haushalts. Eher wäre sogar mit einem weiteren Anstieg des Defizits zu rechnen, da sich die Parteien wohl am ehesten auf höhere Ausgaben einigen könnten.

### **Fazit: Krise unwahrscheinlich, ...**

Alles in allem ist ein radikaler Schwenk in der Finanzpolitik in Richtung einer sehr expansiven Finanzpolitik unwahrscheinlich, weil allenfalls der RN und nicht die Volksfront eine Chance auf eine Parlamentsmehrheit hat. Vielmehr dürfte das Defizit auf seinem aktuellen hohen Niveau verharren und bereinigt um Konjunktoreinflüsse sogar eher zulegen. Die Märkte dürften dies weitgehend tolerieren, weil die EZB im Fall der Fälle eingreifen würde.

### **... aber Schwächen der Währungsunion werden immer sichtbarer**

Gleichzeitig wird das Wahlergebnis in Frankreich die Schwächen der Währungsunion deutlicher machen. Denn sie wird zeigen, dass in vielen Ländern der für das Funktionieren einer Währungsunion ohne politische Union notwendige Willen zur Kooperation mehr und mehr infrage gestellt wird. Schließlich lehnen sowohl RN als auch die Volksfront auch die neuen – gerade erst gelockerten – Regeln des Stabilitätspaktes ab. Am Ende wird die EZB immer weiter in die Rolle des Ausputzers gezwungen werden, was sie bei der Inflationsbekämpfung bremsen und damit auf längere Sicht für mehr Inflation sorgen wird (siehe auch [hier](#)).



## 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

Christoph Weil (Euroraum, Frankreich,  
 Schweiz)  
 +49 69 9353 45589

Tung On Tommy Wu (China)  
 +65 6311 0166

### Zins und Credit Research

Christoph Rieger (Leiter)  
 +49 69 9353 45600

Michael Leister (Leiter Zinsen)  
 +49 69 9353 45610

Rainer Guntermann  
 +49 69 9353 45629

Hauke Siemßen  
 +49 69 9353 45619

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

Marco Stöckle  
 (Leiter Credit)  
 +49 69 9353 45620

### FX & Commodites Research

Ulrich Leuchtmann (Leiter)  
 +49 69 9353 45700

Antje Praefcke (FX)  
 +49 69 9353 45615

Tatha Ghose (FX)  
 +44 20 7475 8399

Charlie Lay (FX)  
 +65 63 110111

Michael Pfister (FX)  
 +49 69 9353 45614

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

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 28/6/2024 07:24 CEST fertiggestellt und am 28/6/2024 07:24 CEST verbreitet wurde.

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

**Die Verfasser bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigene Einschätzung zu den betreffenden Wertpapieren und Emittenten genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Dotierung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen wird.**

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

**Mögliche Interessenkonflikte**

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

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

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

**Disclaimer**

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



**Schweiz:** Weder diese Research-Studie noch die hierin enthaltenen Informationen sind als persönliche Empfehlungen für Transaktionen in Finanzinstrumenten im Sinne des Finanzdienstleistungsgesetzes zu betrachten.

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

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

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

**Volksrepublik China (VRC):** Dieses Dokument wird von der Commerzbank AG zur Verfügung gestellt und ist ausschließlich für 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 24.03

**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