



# Fliegender Start von Trump II

**Donald Trump hat an seinem ersten Arbeitstag eine Vielzahl von Verordnungen unterzeichnet. Aus ökonomischer Sicht interessant sind insbesondere seine Zollpläne. Auch wenn Trump keine sofortigen Zollerhöhungen angeordnet hat, ist weiterhin mit heftigen Maßnahmen zu rechnen. Bis April soll eine Generalüberprüfung der Außenhandelspolitik die nötigen Grundlagen liefern.**

Donald Trump ist seit gestern Mittag der Präsident der Vereinigten Staaten. Seine Rede stand ganz im Zeichen von "America First". Wie angekündigt hat Präsident Trump bereits am ersten Arbeitstag eine ganze Reihe von Exekutivanordnungen unterzeichnet. Dies zeigt an, dass die Regierungsübernahme deutlich besser vorbereitet wurde als bei Trump-I im Jahre 2017. In wirtschaftlicher Sicht zeigen sich folgende Schwerpunkte:

## Goldene Zeiten für die US-Industrie...

Die USA sollen unter seiner Führung erneut eine Industrienation ("manufacturing nation") werden. Dies greift Motive seiner ersten Amtszeit auf und entspricht seiner seit langem vertretenen Ansicht, dass ein neues Wachstumswunder auf einer starken Industriebasis aufbauen muss. Dazu könne man auf etwas bauen, was kein anderes Industrieland der Welt habe: Die größten Reserven an Öl und Gas weltweit. Und diese Reserven werde man nutzen. Das Motto sei "Drill, Baby, Drill".

Trump unterzeichnete dazu Verordnungen, in denen er den nationalen Energie-Notstand ausrief, die Ölförderung auf bundeseigenem Land erleichterte, die Öl- und Gasproduktion in Alaska unterstützte und die von Biden eingeführten Beschränkungen für Flüssiggas-Exporte aufhob. Gleichzeitig zerstörte er Eckpunkte von Bidens "Green Deal". So hob er die Ziele für die Einführung von Elektrofahrzeugen auf. Steuervorteile für E-Autos und Zuschüsse für den Bau von Ladestationen will er beenden. Neue Windkraftprojekte sollen nicht mehr genehmigt werden. Gleichzeitig erklärte er den Austritt der USA aus dem Pariser Klimaabkommen von 2015.

## ... im Schutze höherer Zollmauern?

Die Renaissance der US-Industrie soll von einer Generalüberholung des Außenhandels flankiert werden (**"America First Trade Policy"**). Anstatt US-Bürger zu besteuern, um Ausländer zu bereichern, sollen künftig Ausländer besteuert werden, um amerikanische Bürger wohlhabender zu machen. Dazu ordnet Trump an, die Errichtung eines "External Revenue Service" zu prüfen, der Zölle und andere mit dem Außenhandel in Verbindung stehende Staatseinnahmen einziehen soll. Bisher nimmt der Zoll diese Aufgabe wahr. Der

21. Januar 2025

Bernd Weidensteiner <sup>AC</sup>

Dr. Christoph Balz <sup>AC</sup>

## Inhalt

Goldene Zeiten für die US-Industrie...	1
... im Schutze höherer Zollmauern?	1
Keine sofortigen Zollanhebungen, dafür umfassende Überprüfung	2
... und Drohung mit Zöllen sind auch Verhandlungstaktik	2
Amerika will sich nicht international einbinden lassen	2
Hartes Vorgehen gegen illegale Einwanderung	2
Bewertung	3
Kasten: Außenwirtschaftliche Vollmachten des Präsidenten	3



External Revenue Service wäre damit ein Gegenstück zum "Internal Revenue Service" – dem Finanzamt – das die Steuern in den USA eintreibt.

## **Keine sofortigen Zollanhebungen, dafür umfassende Überprüfung**

Trump ordnet eine umfassende Überprüfung der US-Außenhandelspolitik an. Die zuständigen Behörden sollen bis zum 1. April Berichte zu unfaire Handelspraktiken anderer Staaten, zu Währungsmanipulation, diskriminierenden ausländischen Steuern sowie zu den Praktiken des Technologietransfers vorlegen.

Die zuständigen Stellen werden auch angewiesen, zu überprüfen, ob sich China an seine Verpflichtungen im Rahmen des Phase-I-Deals gehalten hat. Dieser wurde in der ersten Amtszeit Trumps abgeschlossen. China hat ausweislich der Handelsdaten die darin zugesagten Volumina von Einfuhren aus den USA nicht erfüllt.

Die neue Regierung hat damit zwar, anders als vielfach befürchtet, am ersten Arbeitstag noch keine neuen Zölle verhängt. Auf Basis der im April vorliegenden Analysen hat er dann aber vielfältige Möglichkeiten, einzelne Länder, Branchen oder ganze Ländergruppen ins Visier zu nehmen. Ohnehin erfordern einige gesetzliche Grundlagen für Zölle vorherige Untersuchungen (siehe Kasten unten).

Der Umstand, dass Trump enorme Einnahmen durch Zölle erwartet – was auch zur Finanzierung seiner anderen Pläne wie der Steuersenkungen dienen soll – deutet auf umfassende Zollerhöhungen in der mittleren Frist hin.

## **... und Drohung mit Zöllen sind auch Verhandlungstaktik**

Trump hat in einem seiner Pressegespräche gestern auch die Möglichkeit angedeutet, bereits am 1. Februar Zölle in Höhe von 25% auf Importe von Kanada und Mexiko zu erheben. Diese beiden Staaten sind mit den USA eigentlich in der nordamerikanischen Freihandelszone (USMCA) verbunden. Die Drohung mit zusätzlichen Zöllen ist hier allerdings womöglich Verhandlungstaktik, um Zugeständnisse dieser Länder gerade im Bereich der Grenzsicherung, der Unterbindung illegaler Einwanderung und der Bekämpfung von Drogenschmuggel zu erreichen.

## **Amerika will sich nicht international einbinden lassen**

Laut Trump zieht sich die USA auch aus der 2021 von der OECD ausgehandelten globalen Mindestbesteuerung von Unternehmen zurück. Dieses Abkommen erlaubt es Ländern, lokale Tochtergesellschaften von multinationalen Unternehmen mit Steuerzuschlägen zu belegen, wenn die Mutterunternehmen anderswo weniger als 15% Steuer unterliegen. Trump drohte damit, gegen Länder vorzugehen, die US-Unternehmen steuerlich benachteiligen würden.

Die USA wollen sich damit maximalen Handlungsspielraum beibehalten und sich nicht durch internationale Verträge einschränken lassen. Der erneute Ausstieg aus dem Pariser Klimaabkommen deutet in dieselbe Richtung.

## **Hartes Vorgehen gegen illegale Einwanderung**

Auf Basis der Anzahl der unterzeichneten Verordnungen war ein härteres Vorgehen gegen illegale Einwanderung gestern ein klarer Schwerpunkt. Trump ruft einen nationalen Notstand an der Südgrenze (also der Grenze zu Mexiko) aus. Diese soll auch mit verstärktem Einsatz von Bundesstruppen und -personal geschützt werden. Zugleich kündigte er ein rigoroseres Vorgehen gegen bereits im Lande befindliche illegale Einwanderer an. Dabei sind wohl auch Razzien bei Betrieben zu erwarten, die solche Personen beschäftigen.



Sollte es tatsächlich zu einer umfassenden Abschiebung illegaler Arbeitskräfte kommen, sind deutliche Preissteigerungen in Bereichen zu erwarten, die viele illegale Einwanderer beschäftigen, vor allem in der Landwirtschaft und am Bau. Dies könnte das Erfüllen eines anderen Trump'schen Versprechens erschweren, nämlich die Inflation unter Kontrolle zu bekommen.

## Bewertung

Die US-Außenwirtschaftspolitik wird in einiger Hinsicht in das 19. Jahrhundert zurückkehren; nicht zuletzt verwies Trump auf die in seine Augen brillante Wirtschaftspolitik von Präsident McKinley (Präsident von 1897 bis 1901). Die USA waren traditionell ein Land mit relativ hohen Zollsätzen. Im Schutze dieser Zollmauern sorgte starke binnengewirtschaftliche Konkurrenz für den Aufbau einer extrem effizienten Wirtschaft. Ob dies auch ein geeignetes Rezept für das 21. Jahrhundert ist, muss sich noch zeigen. Auf jeden Fall ist die Welt von GATT und WTO vermutlich vorbei; (relativer) Freihandel wird wohl von gelenktem Handel abgelöst werden. Handelspartner, die hohe Überschüsse gegenüber den USA aufweisen, dürfte die besondere Aufmerksamkeit der neuen Regierung sicher sein. Dies betrifft gerade wichtige Verbündete der USA wie Deutschland, Japan oder Südkorea.

Die Hoffnungen Trumps, dass Zölle eine ergiebige Einnahmequelle für die USA sein werden, dürfte sich kaum erfüllen. Aktuell sorgen Zölle für Einnahmen von allenfalls 90 Mrd. Dollar pro Jahr (1,6% der Einnahmen der US-Bundesregierung). Die Einkommensteuer stand dagegen für über 2700 Mrd. Dollar. Der einnahmenmaximierende Zollsatz dürfte wohl allenfalls 800 Mrd. Dollar einbringen, wie eine **Untersuchung des Peterson Institute** ergab.

Ohnehin werden sich womöglich nicht alle Pläne Trumps realisieren lassen. So ist zumindest bei einigen Vorhaben mit Klagen zu rechnen, so dass letztlich die Gerichte entscheiden müssten.

## Kasten: Außenwirtschaftliche Vollmachten des Präsidenten

Die US-Verfassung gibt dem Kongress das Recht, Steuern und Zölle festzusetzen. Bis 1930 bestimmte der Kongress per Gesetz bzw. Gesetzesänderung die Höhe der Zollsätze. Aufgrund der schlechten Erfahrungen mit den extremen Zollerhöhungen in der Weltwirtschaftskrise durch den Trade Act von 1930 (besser bekannt als "Smoot-Hawley-Gesetz") wurden danach mehr und mehr Vollmachten zur Zollfestsetzung an den Präsidenten delegiert.

### Gesetzliche Grundlagen für Zölle

#### • International Emergency Economic Powers Act

Für Kriegszeiten gab der "Trading with the Enemy Act" (TWEA) von 1917 den Rahmen vor. Dieser wurde durch den Emergency Banking Act von 1930 auch auf Friedenszeiten ausgedehnt. 1974 wurde dieses Gesetz durch den International Emergency Economic Powers Act (IEEPA) erneut ergänzt, um die Abgrenzung der Vollmachten für Kriegs- und Friedenszeiten zu präzisieren. Der IEEPA gibt dem Präsidenten einen weiten Spielraum, um in Friedenszeiten außergewöhnliche Bedrohungen der nationalen Sicherheit oder der Wirtschaft, deren Ursachen außerhalb der USA liegen, zu begegnen. Voraussetzung ist lediglich die Erklärung eines nationalen Notstandes durch den Präsidenten. Im Gegensatz zu anderen Regelungen setzt die Anwendung des IEEPA keine vorhergehende Untersuchung oder die Veröffentlichung eines Berichts voraus. Die etwaige Einführung eines allgemeinen Zolls würde sich wohl auf dieses Gesetz stützen. Der einzige Präsentenzfall zu einer Anwendung ist die Einführung eines allgemeinen 10-igen Importzolls durch Präsident Nixon im Jahre 1971 auf der Grundlage des TWEA (nach der Ergänzung durch den IEEPA ist der "Trading with the Enemy Act" auf Kriegszeiten beschränkt).

#### • Trade Expansion Act von 1962: Sektion 232

Dieses Gesetz ermächtigt eine Untersuchung darüber, ob bestimmte Einfuhren die nationalen Sicherheit beeinträchtigen. Sollte diese Untersuchung dies bestätigen, so hat der Präsident nahezu unbeschränkten Befugnisse, diese Einfuhren zu beschränken. Die Untersuchung durch das Handelsministerium muss binnen 270 Tagen abgeschlossen werden. Dann hat der Präsident 90 Tage Zeit, zu entscheiden, ob er sich dem Untersuchungsergebnis anschließt. Ist dies der Fall, hat er 15 Tage Zeit, Maßnahmen zu ergreifen.



Die Zölle auf Stahl- und Aluminiumimporte in Trumps erster Amtszeit basierten auf dieser Grundlage.

- **Trade Act von 1974: Sektion 301**

Dies ist eine Handlungsvollmacht für den Präsidenten in Reaktion auf ungerechtfertigte oder überzogene ausländische Regelungen oder Maßnahmen, die den US-Außenhandel belasten können. Die entsprechende Feststellung obliegt dem Büro des US-Handelsbeauftragten (USTR). Der Präsident kann dann Zölle oder Einfuhrbeschränkungen erheben, aus Freihandelsabkommen aussteigen oder bindende Verträge mit ausländischen Regierungen abschließen, die die unfairen Praktiken beenden.

Die Zölle auf Einfuhren aus China in einem Umfang von 370 Mrd. Dollar in der ersten Amtszeit Trumps basierten auf diesem Gesetz.

- **Trade Act of 1974: Sektion 122**

Dieser Passus ermächtigt den Präsidenten zur Einführung eines zusätzlichen 15%-igen Zolls für einen Zeitraum von 150 Tagen, um auf große und problematische Zahlungsbilanzdefizite zu reagieren oder um eine signifikante Abwertung des Dollar zu verhindern.

- **Tariff Act von 1930: Sektion 338**

Der Präsident hat die Befugnis, Zölle in Höhe von bis zu 50% auf die Einfuhren aus Ländern zu erheben, die für den US-Handel "diskriminierende" Bestimmungen haben. Im Extremfall können Einfuhren aus diesen Ländern komplett unterbunden werden.

Gegen Zollmaßnahmen wurde vor US-Gerichten verschiedentlich geklagt. Bislang hatten solche Klagen keinen Erfolg; die amerikanischen Gerichte räumen der US-Regierung in Fragen des Außenhandels weiten Spielraum ein. Theoretisch könnte der Kongress diese Vollmachten wieder an sich ziehen. Allerdings haben derartige Gesetze gegenwärtig wohl keine Realisierungschancen.



# Analysten

## Bernd Weidensteiner<sup>AC</sup>

Senior Economist

+49 69 9353 45625

bernd.weidensteiner@commerzbank.com

## Dr. Christoph Balz<sup>AC</sup>

Senior Economist

+49 69 9353 45592

christoph.balz@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 21/1/2025 09:39 MEZ fertiggestellt und am 21/1/2025 09:39 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 Sachverständ 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 Meinungsaussagen 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 akkurate 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 Prospektflicht 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 einzuhören.

**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 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 berechtigte 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 2025. Alle Rechte vorbehalten. Version 25.01

#### Commerzbank Filiale

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