



Treibt Trump die Fed zu Zinssenkungen?

Die US-Notenbank wird ihre Leitzinsen nächste Woche nicht senken, auch wenn die US-Wirtschaft im 1. Quartal schrumpfte und Präsident Trump eine lockere Geldpolitik fordert. Dies könnte den Konflikt mit dem Weißen Haus wieder anheizen. Wir analysieren, ob dies die Unabhängigkeit der Fed gefährdet und was die Folgen einer nachgiebigeren Notenbank wären.

Bernd Weidensteiner^{AC}

Dr. Christoph Balz^{AC}

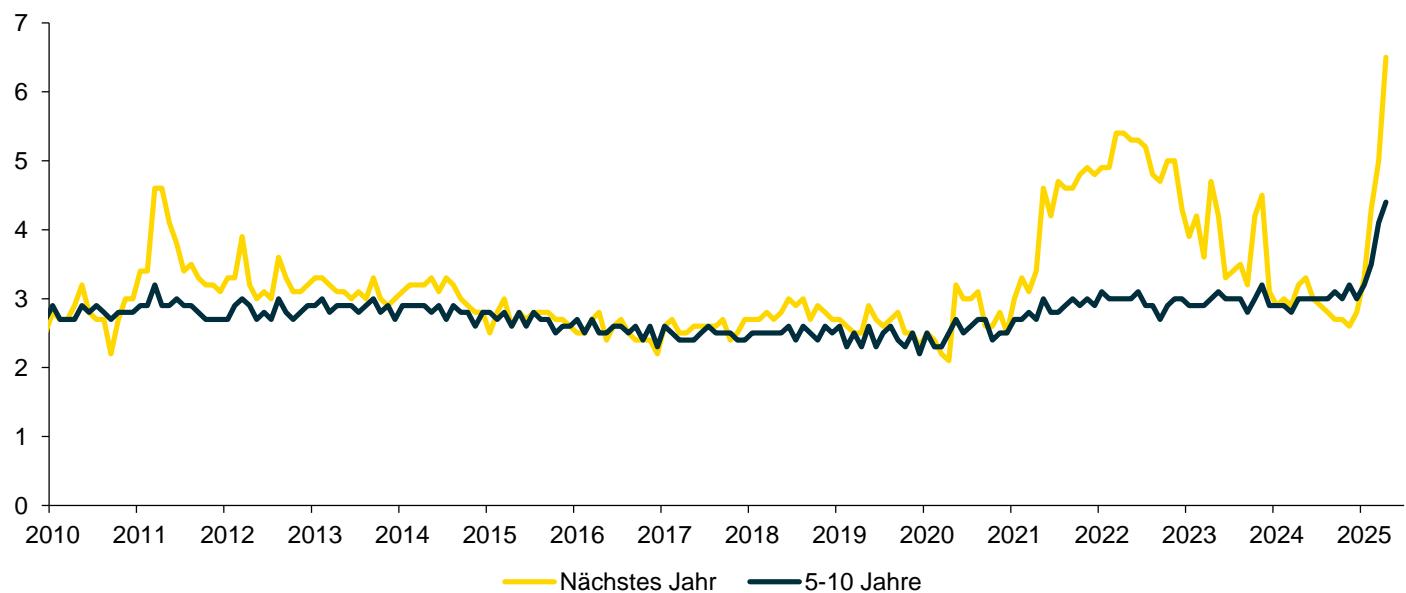
Fed senkt nächste Woche ihre Zinsen nicht...

Nächste Woche entscheidet die US-Notenbank wieder über die Leitzinsen. Die jüngsten Daten sprechen zumindest auf den ersten Blick dafür, die seit Jahresbeginn unterbrochenen Zinssenkungen wieder aufzunehmen. So schrumpfte die US-Wirtschaft im ersten Quartal leicht. Gleichzeitig sank die Inflationsrate gemessen an dem von der Fed präferierten Deflator der Konsumausgaben (PCE) im März auf 2,3%, was nicht mehr weit entfernt vom 2%-Ziel der Notenbank ist.

Wir erwarten nächste Woche dennoch keine Zinsänderung. So dürfte das gemeldete schwache Wachstum ein zu schlechtes Bild der tatsächlichen Lage zeichnen. Schließlich ist insbesondere der Arbeitsmarkt noch recht stark, wie die weiterhin sehr niedrige Arbeitslosenquote von 4,2% belegt, und auch kürzerfristige Indikatoren wie die wöchentlichen Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe geben keine Hinweise auf einen wirtschaftlichen Einbruch. Außerdem ist zwar die Inflation zuletzt gesunken, die Inflationserwartungen der privaten Haushalte sind aber wegen der Zollpolitik deutlich gestiegen; anders als während der Pandemie erwarten sie nun keinen kurzfristigen Inflationsbuckel, sondern langfristig einen deutlich stärkeren Preisanstieg (Chart 1).

Chart 1 - Inflationserwartungen der Verbraucher steigen rasant

Erwartung der US-Verbraucher für die Inflation im nächsten Jahr und in den nächsten 5-10 Jahren, in %



Quelle: Uni Michigan, S&P Global, Commerzbank-Research

... und wird wohl auch noch länger stillhalten

Die Fed will auf jeden Fall vermeiden, dass sich die Inflationserwartungen auf diesem hohen Niveau verfestigen. Denn die Folgen einer solchen Entwicklung zeigten sich in den 1970er Jahren. Damals hatte US-Präsident Richard Nixon Tonbandaufzeichnungen zufolge den damaligen Fed-Präsidenten Arthur Burns förmlich zu einer lockeren Geldpolitik genötigt [1]. Burns hielt diesem Druck nicht stand und ermöglichte so die hohe US-Inflation der 70er Jahre. Dies war eine der prägenden Episoden der Fed-Geschichte und beeinflusst weiterhin das geldpolitische Denken. Die Fed wird zumindest Belege sehen wollen, dass die Zölle nur einen vorübergehenden Effekt auf die Inflation haben.



Klar ist aber auch, dass sich die Fed verstrt Sorgen um das Wachstum macht. Sie wird daher die Zinsen senken, sobald sie halbwegs sicher sein kann, dass ihr die Kontrolle ber die Inflation nicht entgleitet. Dafr ist es aber wohl auch bei der Juni-Sitzung zu frh. Wir halten unsere Prognose nach wie vor fr plausibel, dass die Fed erst im September die nchste Zinssenkung beschließt. Wir rechnen mit weiteren Zinssenkungen im Dezember und im Mrz 2026. Das vergleichsweise langsame Tempo ergibt sich daraus, dass die Notenbank wegen der Inflationsrisiken nicht voll umschalten kann in Richtung einer lockeren Geldpolitik.

... was Trump nicht gefallen wird

Dieses Abwarten der Fed und das absehbar langsame Tempo der Zinssenkungen wird bei Prident Trump nicht auf Begeisterung stoßen. Bereits vor zwei Wochen hat er Fed-Chef Jerome Powell in den sozialen Medien wegen des Stillhaltens der Fed scharf attackiert und drohte ihm sogar mit der Entlassung:

The ECB is expected to cut interest rates for the 7th time, and yet, "Too Late" Jerome Powell of the Fed, who is always TOO LATE AND WRONG, yesterday issued a report which was another, and typical, complete "mess!" Oil prices are down, groceries (even eggs!) are down, and the USA is getting RICH ON TARIFFS. Too Late should have lowered Interest Rates, like the ECB, long ago, but he should certainly lower them now. Powell's termination cannot come fast enough!

Am 21. April, legte Trump nach und forderte erneut schnelle Zinssenkungen, wobei er auf fallende Inflation verwies:

"Preemptive Cuts" in Interest Rates are being called for by many. With Energy Costs way down, food prices (including Biden's egg disaster!) substantially lower, and most other "things" trending down, there is virtually No Inflation. With these costs trending so nicely downward, just what I predicted they would do, there can almost be no inflation, but there can be a SLOWING of the economy unless Mr. Too Late, a major loser, lowers interest rates, NOW.

Was hindert Trump daran, Powell zu entlassen?

Trump steht auf dem Standpunkt, dass der Prident jeden Mitarbeiter der Exekutive entlassen kann, auch den Chef einer unabhangigen Behorde [2]. Sollte Trump tatschlich versuchen, Jerome Powell zu feuern, würde Powell aufgrund der berragenden Bedeutung dieses Falles fr die Unabhangigkeit der Fed sicherlich dagegen rechtlich vorgehen. Powell wird sich dabei auf das Fed-Gesetz und einen Predenzfall aus den 1930er Jahren stzen, die nach Meinung vieler Fachleute eine Entlassung aufgrund von Meinungsunterscheiden hinsichtlich der Geldpolitik nicht zulassen (vgl. dazu unser **Economic Briefing** vom 22. April 2025).

Zudem ist nicht garantiert, dass alleine der Austausch des Vorsitzenden des Federal Reserve Board eine sofortige nderung der Geldpolitik im Sinne Trumps bewirken würde. Denn die Geldpolitik der Fed wird vom Offenmarktausschuss (FOMC) bestimmt, in dem die sieben Gouverneure, der Prident der Fed von New York und – auf rotierender Basis – vier weitere regionale Fed-Pridenten sitzen. Sollte Trump erfolgreich einen neuen Board-Vorsitzenden bestimmen knnen, hatte dieser nur eine Stimme im FOMC.

... vor allem das Risiko einer extrem negativen Marktreaktion

Das wichtigste Argument gegen eine Entlassung Powells drfften aber die Finanzmrkte sein. Schließlich hat sich in den letzten Wochen gezeigt, dass Kurseinbrue ihren Eindruck auf Donald Trump nicht verfehlt. Ein direkter Angriff des Pridenten auf die Unabhangigkeit der Fed würde aller Wahrscheinlichkeit nach zu einem Einbruch der Rentenmrkte fhren. Schließlich mssten die Finanzmarktakteure davon ausgehen, dass die Kontrolle der Inflation knftig nur noch eine nachgeordnete Rolle spielt.

Die Mrkte würden dann sicherlich erheblich hohere Inflationserwartungen einpreisen, die Anleihenrenditen würden also deutlich steigen. Welche Ausmaße dies erreichen kann, lsst sich aus einem Gegenbeispiel ablesen, namlich dem bergang der Bank von England in die Unabhangigkeit. So gab die gerade neugewhlte Labour-Regierung in ihrem Regierungsprogramm am 6. Mai 1997 bekannt, dass die Notenbank ab 1998 die Zinsen selbstndig so setzen knnen, um das Inflationsziel zu erreichen. Vorher hatte der Finanzminister das letzte Wort. Daraufhin sanken die Inflationspramien bei britischen Staatsanleihen massiv (Chart 2). Hatte der Markt vorher eine Inflation von 4,2% in zehn Jahren eingepreist, reduzierten sich die Inflationserwartung bis Ende 1997 um mehr als einen Prozentpunkt.

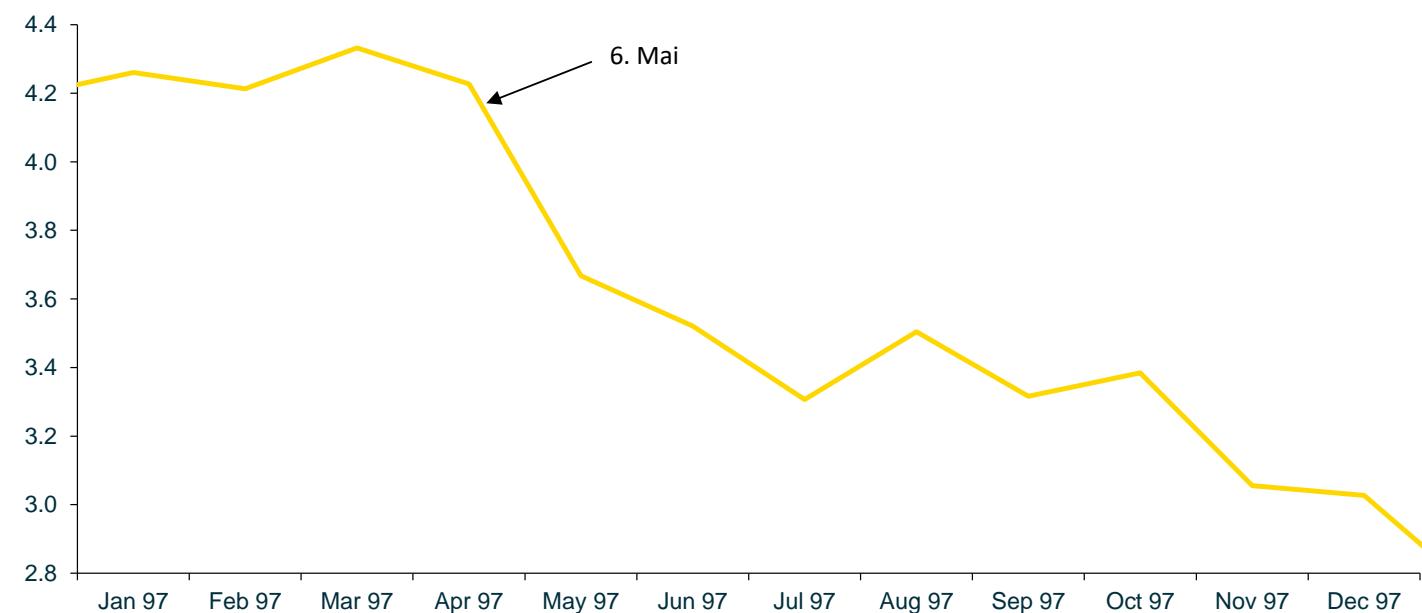
Ein Anstieg der US-Kapitalmarktzinsen um einen Prozentpunkt würde bei einem Schuldenstand von 30 Billionen USD mittelfristig 300 Mrd Dollar im Jahr an zustzlichen Zinsen kosten – das entspricht immerhin 6% der fr dieses Jahr zu erwartenden Einnahmen der US-Bundesregierung. Gleichzeitig würde dem Dollar ein weiterer Vertrauensverlust drohen. Dies wiederum würde das Risiko einer Zahlungsbilanzkrise – bislang undenkbar fr die USA – erhhen. Die zu erwartenden massiven Finanzmarktreaktionen knnten die



US-Wirtschaft, die ohnehin angeschlagen ist, endgültig in die Krise treiben. Dies würde die weitere Umsetzung der Agenda Trumps extrem erschweren.

Chart 2 - Unabhängigkeit der Bank von England senkte Inflationserwartungen

Inflationserwartung in Großbritannien in zehn Jahren, berechnet aus Terminsätze für nominale und inflationsindexierte Staatsanleihen. Monatsendstände in %



Quelle: Bank of England, Commerzbank-Research

Trump wird sich daher auf Powells Nachfolger konzentrieren

Ein offener Angriff auf die Unabhängigkeit der Fed läge somit kaum im Interesse Trumps. Erfolgversprechender wäre ein indirekterer Ansatz über eine allmähliche Neubesetzung des Fed Board. Dies würde wohl auch auf weniger Widerstand innerhalb der Fed stoßen als ein direkter Angriff mit dem Versuch einer Entlassung eines amtierenden Board-Vorsitzenden.

Im nächsten Jahr bekommt Präsident Trump die Gelegenheit, das Federal Reserve Board in Teilen neu zu besetzen. Am 31. Januar läuft die Amtszeit von Gouverneurin Kugler ab, und am 25. Mai 2026 die vierjährige Amtszeit Jerome Powells als Vorsitzender des Board (Powells Amtszeit als Gouverneur läuft noch bis Ende Januar 2028; ein Vorsitzender, dessen Amtszeit nicht verlängert wird, tritt allerdings gewöhnlich auch als Gouverneur zurück). Präsident Trump wird dann einen neuen Vorsitzenden nominieren. Der Auswahlprozess soll laut Regierung im Herbst beginnen.

Trump kann entweder einen der fünf verbleibenden Board-Mitglieder als Vorsitzenden benennen oder einen der "neuen" Gouverneure. Der Senat muss allerdings die Personalien bestätigen. Im Senat haben die Republikaner auch die erforderliche Mehrheit, sie kommen auf 53 der 100 Sitze. Jeden Kandidaten werden die Senatoren aber wohl auch nicht durchwinken. In der ersten Amtszeit Trumps scheiterte die Nominierung Judy Sheltons, diese war vielen Senatoren in ihren geldpolitischen Ansichten zu extrem.

Auch wenn Trump daher wohl von allzu schwer vermittelbaren Kandidaten absiehen dürfte, wird er doch jemanden auswählen, der für eine aktiveren Geldpolitik steht (für einen Überblick der Kandidaten siehe Kasten). Trump wirft der Fed, und insbesondere Jerome Powell, ja vor, immer zu spät zu kommen. Die Fed habe in der Bekämpfung der Inflation die Zinsen zu spät erhöht und jetzt sei sie mit Zinssenkungen zur Absicherung des Wachstums wieder zu langsam. Zudem will Trump die Befugnisse der Fed wieder auf ihre eigentlichen Aufgaben zurückschneiden; aus seiner Sicht mischt sich die Notenbank zu stark in Gebiete ein, die eigentlich Regierungsaufgabe sind.

KASTEN: Wer ist im Rennen um die Powell-Nachfolge?

Kevin Warsh. Warsh war bereits in den Jahren 2006-11 Gouverneur der Fed. Damals hatte er für eine restriktivere Politik plädiert und sich gegen Anleihenkäufe zur Ankurbelung der Wirtschaft ("QE") ausgesprochen. Warsh war schon während der ersten Amtszeit Trumps als Vorsitzender des Federal Reserve Board im Gespräch, Trump entschied sich damals aber für Powell. In



einem kürzlichen Meinungsartikel hat Warsh die Fed kritisiert und ihr vorgeworfen, in Bereich außerhalb ihres ursprünglichen Aufgabengebiets vorgedrungen zu sein, wobei er soziale Inklusion und Klimawandel anführte und der Fed vorwarf, durch ihre Anleihekäufe der ungebremsten staatlichen Verschuldung Vorschub geleistet zu haben. Viele Beobachter sehen in diesem Artikel ein Bewerbungsschreiben für Powells Nachfolge.

Kevin Hassett. Aktuell ist Hassett der Direktor des Nationalen Wirtschaftsrats im Weißen Haus. Er beriet George W. Bush, John McCain und Mitt Romney bei deren Präsidentschaftskampagnen in Wirtschaftsfragen. Insofern steht er von seiner Historie eher für traditionelle Positionen der Republikaner. Er verteidigt aber nun regelmäßig die neuesten wirtschaftlichen Volten des Präsidenten.

Christopher Waller. Waller ist seit Dezember 2020 Mitglied im Fed Board. In einigen Reden hatte sich Waller von der Linie Powells abgesetzt und durchblicken lassen, dass er für Zinssenkungen wäre, um eine etwaige wirtschaftliche Abschwächung zu bekämpfen. Die höheren Zölle haben seiner Ansicht nach nur vorübergehenden Einfluss auf Inflation. Powell hingegen betonte die Risiken dieses Preisschubs für die langfristigen Inflationserwartungen.

Daneben werden noch Namen wie der inzwischen 84jährige Ökonom Arthur Laffer oder TV-Ökonom Larry Kudlow genannt. Diese haben aber wohl nur Außenseiterschancen.

Was heißt das für die Zukunft der Fed?

Die Unabhängigkeit der US-Geldpolitik kommt von zwei Seiten unter Druck: Kurzfristig von den verbalen Attacken Trumps und dessen Versuchen, die Fed zu Zinssenkungen zu drängen und längerfristig von der allmählichen Neubesetzung des Board durch den Präsidenten. Sie wird, nicht zuletzt zur Gesichtswahrung, noch einige Monate standhaft bleiben und die Zinsen nicht senken. Politisch wird dies aber zusehends schwieriger. Denn es zeichnet sich immer mehr ein Abschwung der Wirtschaft ab. Sollte die Fed darauf nicht oder zu spät reagieren, droht ihr auch der Rückhalt im Kongress verloren zu gehen, den sie sich in den letzten Jahren mühsam aufgebaut hat. Sie wird sich daher letztlich für eine pragmatische Linie entscheiden und die Leitzinsen senken. Damit droht längerfristig eine Erosion der Unabhängigkeit der Fed. Das spricht in der längeren Sicht für höhere US-Anleiherenditen und in der Tendenz für einen schwächeren Dollar.

[1] "How Richard Nixon pressured Arthur Burns", Journal of Economic Perspectives, Vol. 20,

No. 4, 2006, Seiten 177 - 188. [\[zurück zum Text\]](#)

[2] Dahinter steht die Rechtstheorie der einheitlichen Exekutive (Unitary Executive Theory), die dem Präsidenten die alleinige Vollmacht über die Exekutive zuweist. Diese stützt sich auf Artikel II, Abschnitt 1 der US-Verfassung ("The executive Power shall be vested in a President of the United States of America"). [\[zurück zum Text\]](#)



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 Sølveen (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 & Commodities 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 (täglicher 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.



Analysts

Dr. Jörg Kraemer^{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 2/5/2025 07:22 CEST fertiggestellt und am 2/5/2025 07:22 CEST verbreitet wurde.

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

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

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

Mögliche Interessenkonflikte

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

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

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

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 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-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 Prospektpflicht 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 25.02

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