



## Unabhängigkeit der Fed bröckelt

Nächste Woche dürfte die US-Notenbank wie von Präsident Trump seit langem gefordert die Zinsen senken. Dies wird Trump aber wohl kaum reichen, er will die Fed in seinem Sinne umbauen. Wir analysieren sein Vorgehen und welche Konsequenzen ein Verlust der Unabhängigkeit der Fed hätte.

Bernd Weidensteiner<sup>AC</sup>

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

### Fed-Sitzung: Knickt die Fed vor Trump ein?

Seit geraumer Zeit fordert Präsident Trump von der Fed massive Zinssenkungen, wiederholt hat er dabei ein Ausmaß von 300 Basispunkten ins Spiel gebracht. Seinen Forderungen hatte Trump mit massivem öffentlichen Angriffen auf die Fed Nachdruck verliehen, wobei er sich insbesondere Jerome Powell vornahm.

Hat Trump die Fed jetzt weichgekocht? Schließlich dürfte diese ihre Leitzinsen auf der Sitzung in der kommenden Woche um vermutlich 25 Basispunkte senken und damit eine Phase von neun Monaten mit unveränderten Leitzinsen beenden. Tatsächlich mag der andauernde Druck Trumps allmählich Wirkung zeigen. Allerdings sprechen für die Lockerung der geldpolitischen Zügel auch ökonomische Gründe. So hat sich der Arbeitsmarkt deutlich abgekühlt, in den drei Monaten bis August entstanden nur noch durchschnittlich 29 Tsd neue Stellen. Damit steigen die Risiken für das Vollbeschäftigungsziel der Fed. Trotz der weiterhin zu hohen Inflation spricht dies im Rahmen des Risikomanagement-Ansatzes der US-Notenbank für eine gewisse Lockerung der Leitzinsen.

### Weißes Haus will Fed unter seine Kontrolle bekommen ...

An dem Druck aus dem Weißen Haus wird diese Entscheidung aber kaum etwas ändern. Denn Donald Trump akzeptiert keine unabhängigen Behörden oder Institutionen der US-Bundesregierung. Vielmehr vertritt er die Ansicht, dass der Präsident alleine den Kurs bestimmt und das Spitzenpersonal von Bundesbehörden jederzeit austauschen kann, um diesen Führungsanspruch durchzusetzen. Dies versucht er auch bei der Fed, deren Leitung er in seinem Sinne verändern will (zur Struktur der Fed siehe Kasten). Dazu hat er seinen Vertrauten Stephen Miran, aktuell Vorsitzender des im Weißen Haus angesiedelten wirtschaftlichen Sachverständigenrats (Council of Economic Advisers, CEA), für einen im Federal Reserve Board freiwerdenden Sitz nominiert. Dieser würde dann den Rest der Amtszeit der zurückgetretenen Adriana Kugler (bis 31. Januar 2026, siehe Tabelle) ausfüllen. Ungewöhnlicherweise gedenkt Miran nicht, seinen Posten im Weißen Haus abzugeben, er lässt ihn nur einige Monate lang ruhen. Alleine dieser Umstand erlaubt größere Zweifel an Mirans Zusicherung, die Unabhängigkeit der Fed verteidigen zu wollen. Der zuständige Senatsausschuss hat Miran am Mittwoch durchgewunken. Jetzt steht noch die Bestätigung durch den gesamten Senat aus, was möglicherweise gerade noch rechtzeitig zur September-Sitzung der Fed passiert, sodass er bei der Sitzung nächste Woche stimmberechtigt wäre.

#### Federal Reserve Board

Laufzeiten der Amtszeiten der Mitglieder des Board of Governors der Fed. (\*) Mirans Bestätigung durch den Senat steht noch aus

Mitglieder des Board		
	Amtszeit als Mitglied	Amtszeit des Vorsitzenden
Stephen Miran*	31-Jan-26	
Jerome H. Powell (Vorsitzender)	31-Jan-28	22-May-26
Christopher J. Waller	31-Jan-30	
Michael S. Barr	31-Jan-32	
Michelle W. Bowman	31-Jan-34	
Philip N. Jefferson	31-Jan-36	
Lisa D. Cook	31-Jan-38	

Quelle: Fed, Commerzbank Research

### ... auch mit rabiatischen Methoden

Ein noch viel beunruhigender Angriff Trumps auf die Fed ist sein Versuch, Lisa Cook (deren Amtszeit im Federal Reserve Board bis 2038 läuft), ihres Amtes zu entheben. Zwar hat das Oberste Gericht dem Präsidenten weitgehende Befugnisse zur Abberufung von Führungskräften auch



"unabhängiger" Regierungsbehörden zugestanden. Allerdings haben die Richter für die Fed eine **wichtige Ausnahme** gemacht. Diese sei "eine einzigartig strukturierte, quasi-private Einrichtung", die in einer besonderen historischen Tradition stünde. Damit ist eine Entlassung von Board-Mitgliedern nur aus "guten Gründen" möglich ("for cause", laut Abschnitt 10.1 des US-Notenbankgesetzes). Die Entlassung Lisa Cooks stützt sich daher auf angebliche Falschangaben Cooks bei der Beantragung von Hypotheken lange vor ihrer Amtszeit bei der Fed.

Cook klagt gegen ihre Entlassung, und die zuständige Bezirksrichterin hat diese blockiert; Cook behält daher vorerst Sitz und Stimme im Board. Der Fall wird letztlich wohl vor dem Obersten Gerichtshof landen. Ob auch dieser die Entlassung Cooks durch Trump verhindert, ist weniger klar. Schließlich könnte sich dieser auf die Position zurückziehen, dass die Angabe eines Grundes für die Entlassung die formalen Anforderungen erfüllt, weil es letztlich im Ermessen des Präsidenten liegt, ob er diesen als schwerwiegend ansieht. Jedenfalls scheint die Mehrheit der Richter am Obersten Gerichtshof Rechtstheorien zu vertreten, die dem Präsidenten sehr weitgehende Befugnisse zubilligen [1].

## Zeitenwende bei der Fed?

Auch frühere Präsidenten haben versucht, die Fed gefügig zu machen. Zu nennen sind hier insbesondere Lyndon B. Johnson (Amtszeit 1963-69) und Richard Nixon (1969-74), wobei Nixon auch vor unsauberen Methoden nicht zurückschreckte. Dies dürfte ein Grund für die zu lockere Geldpolitik der Fed Ende der 1960er und Anfang der 1970er Jahre gewesen sein, die in die "Große Inflation" mit Inflationsraten teilweise im zweistelligen Bereich mündete. Allerdings hat keiner dieser Präsidenten versucht, Fed-Gouverneure zu feuern. In vielerlei Hinsicht ist daher die Unabhängigkeit der Fed durch das Vorgehen Trumps so stark bedroht wie seit dem 2. Weltkrieg nicht mehr.

Trump hat bei seinem Versuch, die Fed auf Linie zu bringen, auch die Unterstützung von Finanzminister Bessent, der die Fed kürzlich in einem Meinungsartikel im Wall Street Journal heftig attackiert hat. Dies spricht gegen die Hoffnungen vieler Finanzmarktteilnehmer, dass Bessent den Präsidenten bei wirtschaftspolitisch riskanten Aktionen einbremsen wird.

Wenn Trump Lisa Cook in den nächsten Monaten mit einem eigenen Kandidaten ersetzen könnte, "verfügt" er dann zusammen mit Stephen Miran über zwei der sieben Stimmen im Federal Reserve Board, dem zentralen Entscheidungsgremium in Washington. Rechnet man die Gouverneure Waller und Bowman zum "Trump-Lager" dazu, weil sie von ihm in seiner ersten Amtszeit nominiert wurden, würde dieses dann eine Mehrheit im Board haben.

## 2026 kommt es zum Schwur

Da sich die Fed in den kommenden Monaten wohl ohnehin auf Zinssenkungskurs befinden dürfte, würde sich der Effekt der personellen Änderungen im Board wohl zunächst in Grenzen halten. Dies gilt umso mehr, als Christopher Waller und Michelle Bowman, die bei der letzten Sitzung – anders als die Mehrheit – für Zinssenkungen gestimmt haben, wohl kaum für eine rasche Absenkung der Leitzinsen im vom Trump gewünschten Maß stimmen würden.

Im kommenden Jahr stehen allerdings weitere Entscheidungen an, die das Ende der Unabhängigkeit der Fed faktisch besiegeln könnten:

- Bis Ende Februar muss das Board turnusmäßig alle fünf Jahre die zwölf regionalen Fed-Präsidenten in ihrem Amt bestätigen, die auf rotierender Basis zusammen mit den Mitgliedern des Board im Offenmarktausschuss (FOMC) über die Leitzinsen entscheiden. Normalerweise ist diese Bestätigung eine Formsache. Allerdings könnte Donald Trump dieses Mal versuchen, "seine" Mehrheit im Board dazu zu benutzen, die Besetzungen der regionalen Federal Reserve Banks zu beeinflussen. In diesem Zusammenhang interessant ist, dass sich die von Trump nominierten Waller und Bowman laut der Abstimmungsdokumente, deren Herausgabe von der Nachrichtenagentur Bloomberg gerichtlich erzwungen wurde, Anfang 2023 bei der Bestätigung von Austan Goolsbee als neuem Präsidenten der Fed von Chicago der Stimme enthalten haben. Normalerweise erfolgen diese Bestätigungen im Konsens, sodass die beiden Enthaltungen recht ungewöhnlich sind.
- Eine noch bessere Chance, einen Kurswechsel der Fed zu erzwingen, bietet das Ende der Amtszeit Powells als Vorsitzender des Board im Mai 2026. Gewöhnlich tritt ein Vorsitzender nach Ende der Amtszeit auch von seinem Posten als gewöhnlicher Gouverneur zurück. Die Regierung wird massiven Druck auf Powell ausüben, dieser Tradition zu folgen und den Gouverneursposten nicht bis zum regulären Ende seiner Amtszeit Anfang 2028 zu behalten. Trump könnte dann einen weiteren Gouverneur nach seinem Gusto nominieren.

Viel wird davon abhängen, wer neuer Vorsitzender des Board wird. Christopher Waller, der als Kandidat für Powells Nachfolge gilt, ist allerdings ein seriöser Zentralbanker. Mit ihm könnte Trump dasselbe passieren wie mit Powell: Dieser wurde auch von Trump nominiert, hat sich dann aber aus der Sicht des Präsidenten als viel zu unabhängig erwiesen. Trump hat sich bereits kürzlich beklagt, dass Kandidaten zunächst toll aussehen würden, nach der Nominierung sich dann aber als "nicht gut" erweisen würden. Von daher spricht einiges dafür, dass Trump von dem neuen Fed-Chef vor allem Loyalität verlangt und nicht einen der aktuellen Fed-Gouverneure benennt, sondern jemanden aus seinem Umfeld.



## Risiken und Nebenwirkungen...

Hängt eine Notenbank am Gängelband der Politik, wird sie häufig dazu benutzt, die Wirtschaft kurzfristig anzukurbeln mit dem Preis, dass die Inflationsrate längerfristig außer Kontrolle gerät (im Extremfall kann das zu einem Szenario wie in der Türkei führen, mit hohen zweistelligen Inflationsraten). Gefahr droht außerdem, sollte die riesige Fed-Bilanz eingesetzt werden, um schwer verkäufliche Staatsanleihen vom Markt zu nehmen. Ein weniger sichtbares Risiko liegt im Bereich der Regulierung. Hier hat die Fed umfangreiche Befugnisse. Eine unter politischer Kontrolle stehende Notenbank könnte auch hier zu nicht sachgerechten Entscheidungen führen.

## Warum nimmt's der Markt so gelassen?

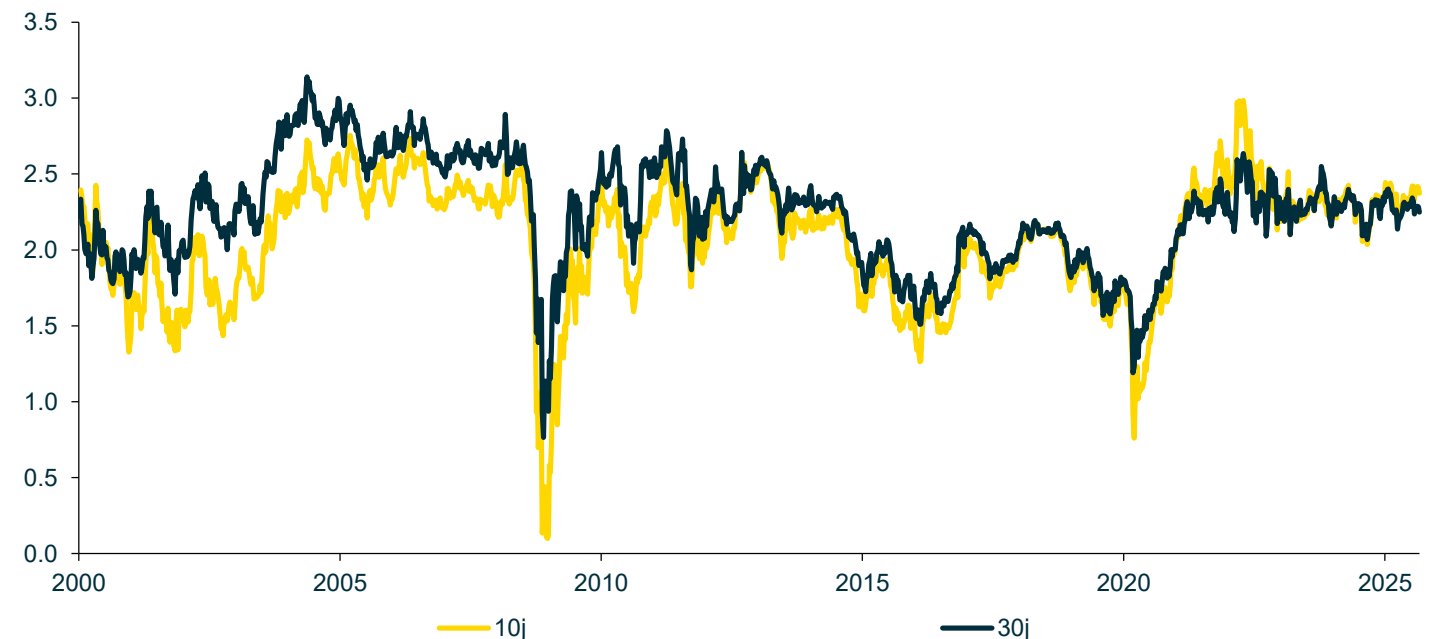
Sollte Trump die Fed erfolgreich an die Leine legen (und seine Nachfolger würden diesen Einfluss sicherlich nicht wieder so rasch aufgeben), wäre das wohl eine Zeitenwende. Schließlich war die Unabhängigkeit der Fed – also ihr Recht, die ihr vom Kongress gesetzten Ziele durch den ihr am besten erscheinenden Einsatz ihrer geldpolitischen Instrumente zu verfolgen – über Jahrzehnte ein Grundpfeiler des globalen Finanzsystems.

Bisher reagiert der Finanzmarkt darauf aber nur mit einem leichten Anstieg der langfristigen Renditen (Titelchart). Das mag auch daran liegen, dass der Markt nicht glaubt, dass der Präsident sich bei der Fed letztlich durchsetzt. Für diese Interpretation spricht, dass die Finanzmarktteilnehmer bis Ende 2026 nur eine Senkung der Leitzinsen auf 3,0% einpreisen, während Trump bereits einen Zinssatz von etwa 1% ins Spiel gebracht hat.

Bisher glauben die Finanzmarktteilnehmer offenbar auch nicht daran, dass trotz einer potenziellen Zeitenwende der US-Geldpolitik längerfristig mit höherer Inflation zu rechnen ist. Die am Markt gehandelten Inflationserwartungen zeigen kaum Bewegung, man rechnet auch langfristig mit Inflationsraten nahe des 2%-Ziels der Fed (Chart 1).

### Chart 1 - Inflation? Welche Inflation?

Aus inflationsindexierten US-Staatsanleihen abgeleiteten Inflationserwartungen ("Break-Even-Inflation") in %, Wochendaten



Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research

Ein Anketten der Fed an das Weiße Haus wäre allerdings ein Regimewechsel der Geldpolitik. Das Risiko, dass die Inflationsrate dauerhaft zu hoch liegt, ist dadurch merklich gestiegen. Sollte sich diese Ansicht auch an den Finanzmärkten durchsetzen, ist mit einer Neueinschätzung zu rechnen – mit den entsprechenden heftigen Auswirkungen auf Wechselkurse und Renditen.

## KASTEN: Federal Reserve Board und FOMC

Die Angriffe und Eingriffe Trumps zielen auf das Federal Reserve Board. Dieses ist eines von drei Elementen des Federal Reserve System:

- Das **Federal Reserve Board** ist in Washington D.C. beheimatet und hat bei voller Besetzung sieben Mitglieder. Deren Amtszeit beträgt 14 Jahre, wobei bei einem vorzeitigen Rücktritt eines Mitglieds dessen Nachfolger nur die verbleibende Amtszeit ausfüllt.



Dies gilt beispielsweise für Stephen Miran, der kurz vor der Bestätigung für den durch ihren Rücktritt freiwerdenden Platz von Adriana Kegler steht. Seine Amtszeit endet bereits Ende Januar 2026 (Tabelle 1).

- Die **zwölf regionalen Federal Reserve Banken** werden zwar vom Board überwacht, operieren aber in wichtigen Bereichen unabhängig. Die Präsidenten dieser Banken werden von den Direktoren der betreffenden Federal Reserve Bank bestimmt, bedürfen allerdings der Zustimmung des Federal Reserve Board; diese Zustimmung wurde bisher noch nie verweigert. Die Präsidenten haben fünfjährige Amtszeiten, die alle gleichzeitig enden, das nächste Mal Ende Februar 2026.
- Das **Federal Open Market Committee (FOMC)** trifft die geldpolitischen Entscheidungen der Fed und ist somit das eigentliche Ziel von Trumps Attacken. Dieses Gremium hat zwölf stimmberechtigte Mitglieder. Dazu gehören die sieben Gouverneure des Federal Reserve Board. Einen weiteren ständigen Sitz im FOMC hat der Präsident der Fed von New York, die übrigen vier Sitze rotieren auf jährlicher Basis unter den verbleibenden 11 Fed-Präsidenten. Der Vorsitzende des Board – zurzeit Jerome Powell – hat traditionellerweise auch den Vorsitz im FOMC. Dies ist allerdings keine Vorschrift, sondern theoretisch kann sich das FOMC auch einen anderen Vorsitzenden wählen.

---

[1] Dies bezieht sich vor allem auf die sogenannte "Unitary Executive Theory" (UET), die davon ausgeht, dass der Präsident die alleinige Machtbefugnis über die Exekutive hat. Die UET stützt sich auf entsprechende Klauseln in der US-Verfassung, wonach der Präsident die Exekutivgewalt ausübt ("Vesting Clause"). Diese Theorie kommt meistens dann ins Spiel, wenn es darum geht, leitende Angestellte der US-Regierung zu entlassen. Seit der Präsidentschaft Reagans hat sich der Oberste Gerichtshof diese – keineswegs unumstrittene – Theorie mehr und mehr zu eigen gemacht. ([zurück zum Text](#)).



## Analysts

**Dr. Jörg Krämer**<sup>AC</sup>  
Chefvolkswirt  
+49 69 136 23650  
joerg.kraemer@commerzbank.com

**Bernd Weidensteiner**<sup>AC</sup>  
Senior Economist  
+49 69 9353 45625  
bernd.weidensteiner@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 12/9/2025 07:42 CEST fertiggestellt und am 12/9/2025 07:42 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, die am Anfang dieses Berichts mit AC bezeichnet werden, bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigene Einschätzung zu den betreffenden Wertpapieren und Emittenten genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Vergütung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen.

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 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 Neuauflage für die Verbreitung im Europäischen Wirtschaftsraum durch die Commerzbank AG, Filiale London. Die Commerzbank AG, Filiale London, ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority.



**Schweiz:** Dieses Dokument ist grundsätzlich nicht zur Verteilung an Retail-Kunden bestimmt. Weder diese Research-Studie noch die hierin enthaltenen Informationen sind als persönliche Empfehlungen für Transaktionen in Finanzinstrumenten im Sinne des Finanzdienstleistungsgesetzes zu betrachten..

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

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

**Australien:** Die Commerzbank AG hat keine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen. Dieses Dokument wird in Australien an Großkunden unter einer Ausnahmeregelung zur australischen Finanzdienstleistungslizenz von der Commerzbank gemäß Class Order 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 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 2025. Alle Rechte vorbehalten. Version 25.03

<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