



## Jetzt kommt Trump!

Donald Trump tritt nächste Woche seine Präsidentschaft an. Wir analysieren, welche Maßnahmen bereits am Tag 1 zu erwarten sind. Auch die weiteren Pläne sind teuer. Das Risiko einer heftigen Reaktion an den Anleihemärkten steigt.

Bernd Weidensteiner<sup>AC</sup>

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

### Amtseinführung in der kommenden Woche...

Am kommenden Montag, dem 20. Januar, wird Donald Trump in sein Amt als 47. Präsident der USA eingeführt. Anders als vor acht Jahren wurde die Regierungsübernahme viel besser vorbereitet. Dies soll Donald Trump einen fliegenden Start ermöglichen. Im Wahlkampf hat er bereits für den ersten Tag eine Reihe von Maßnahmen angekündigt, auch wenn es hier – wie bei Trump üblich – unterschiedliche und zum Teil einander widersprechende Informationen gibt.

### ... Pläne für Tag 1

Gleich zum Start seiner zweiten Amtszeit dürfte Präsident Trump eine ganze Reihe von Anordnungen ("Executive Orders") seines Vorgängers Biden rückgängig machen. Solche Anordnungen sind ein von US-Präsidenten häufig genutztes Instrument, wenn sie Schwierigkeiten haben, ihre Politik in Gesetzesform durch den Kongress zu bringen oder wenn aus ihrer Sicht rasches Handeln erforderlich ist. Solche Anordnungen haben prinzipiell ähnliche Wirkungen wie Bundesgesetze, sie können – anders als diese – aber von einem neuen Präsidenten umstandslos wieder zurückgenommen werden. So hatte auch Biden zu Beginn seiner Amtszeit zahlreiche Anordnungen aus Trumps erster Amtszeit kassiert. Bei einem Regierungswechsel ist somit in vielen Bereichen ein rascher politischer Kurswechsel möglich.

Trump sieht in der starken illegalen Einwanderung das vordringliche Problem und hat deshalb versprochen, hier unverzüglich gegenzusteuern. Ein Schwerpunkt der ersten Anordnungen dürfte daher eine Verschärfung der Grenzkontrollen sein. Zusätzlich könnte er über das Ausrufen einer Notlage an der Grenze Mittel aus dem Verteidigungshaushalt in die Grenzsicherung umleiten.

Rasche Entscheidungen sind wohl auch im Energiebereich zu erwarten. Dabei dürfte Trump das von Biden verfügte Moratorium für neue Erdgas-Exportlizenzen zurücknehmen. Ebenso ist zu erwarten, dass er wieder deutlich mehr Bohrlizenzen für die Öl- und Gasexploration auf bundeseigenem Land vergibt (27% der Landfläche der USA sind im Besitz der US-Bundesregierung, in Alaska – wo Ölförderung eine wirtschaftlich wichtige Rolle spielt – sind es sogar über 60%). Die US-Ölförderung befindet sich allerdings bereits auf einem Rekordniveau, eine deutliche Förderausweitung hängt daher auch von der Entwicklung der Ölnachfrage ab. Schließlich wird Trump den von Biden verhängten Stopp neuer Bohrprojekte vor weiten Teilen der US-Küste wieder außer Kraft setzen. Dies wäre zunächst aber mehr ein symbolischer Akt, da in den meisten gesperrten Gebieten aktuell ohnehin nicht nach fossilen Brennstoffen gebohrt wird.

Möglich ist eine Einschränkung von Windenergieanlagen vor der Küste. Auch hier sollten die direkten Auswirkungen eines Moratoriums aber nicht überschätzt werden. In den USA sind nur vergleichsweise wenige Offshore-Windparks in der Planung, und viele Projekte wurden aufgrund der Kostenentwicklung gestoppt. Weiterhin könnte Trump den erneuten Ausstieg der USA aus dem Pariser Klimaschutzabkommen anordnen.

### ... und für die ersten Monate

Auch wenn Zölle Trump als Allheilmittel gelten, dürften sie wohl erst nach einiger Zeit verhängt werden. Denn das Handelsgesetz für Zölle wegen unfairer Handelspraktiken der Handelspartner und für Zölle auf Importe, die für die nationale Sicherheit relevant sind, setzen jeweils vorherige Untersuchungen voraus. Schneller ginge es, wenn Trump unter Bezug auf den International Emergency Economic Powers Act (IEEPA) eine nationale Notlage erklärt. Dieses Gesetz wurde bisher aber nicht auf Zölle angewendet, und Rechtsexperten sehen ein erhöhtes Risiko, dass dieser Ansatz vor Gericht scheitern könnte.

Auf Dauer dürfte Trump aber Zölle erheben oder bereits bestehende Zölle erhöhen und sich dabei kaum auf die gezielte Anhebung einiger Zölle in kritischen Bereichen beschränken. So hat er Zölle nicht nur ins Gespräch gebracht, um das Handelsdefizit der USA zu verringern, sondern auch als Hebel, um die Einwanderung zu bremsen und den Zufluss von Drogen einzudämmen. Außerdem soll die Drohung mit hohen Zöllen die BRICS-Staaten davor abschrecken, eine Alternative zur Weltleitwährung Dollar zu entwickeln. Dazu standen Zölle bei seinen außenpolitischen Expansionsfantasien in Richtung Kanada zumindest unausgesprochen im Raum. Ein Zeichen, wo die Reise längerfristig hingeht, ist wohl auch Stephen Miran, den Trump als Vorstand seines wirtschaftlichen Sachverständigenrats benennen will. Miran hat in seinen Veröffentlichungen die Vorzüge eines allgemeinen 20%-igen Zollsatzes für die USA diskutiert;



aktuell liegt der durchschnittliche Zollsatz bei nur 2,3%. Letztlich dürften die Zölle vor allem Importe aus China treffen, während bei anderen Ländern die Drohung auch als Hebel dienen dürfte, die Handelspartner zu Zugeständnissen zu bewegen.

Ein weiteres Kernanliegen Trumps ist die Verlängerung der Einkommensteuersenkungen, die während seiner ersten Präsidentschaft beschlossen wurden und Ende 2025 auslaufen. Ein entsprechendes Gesetzespaket, das möglicherweise auch eine weitere Absenkung der Unternehmenssteuern beinhaltet, ist aber erst im Frühjahr zu erwarten.

## **Kann Trump das Wachstum auf neues Niveau heben?**

Donald Trump erbt eine starke US-Wirtschaft. Anders als die anderen Staaten der G-7 haben die USA den durch die Corona-Krise verursachten Einbruch der Wirtschaft rasch wieder aufgeholt und sind auf den alten Wachstumstrend zurückgekehrt (Chart 1). Das reale Bruttoinlandsprodukt der USA war zuletzt 11,5% höher als im 4. Quartal 2019, also unmittelbar vor dem Wirtschaftseinbruch. Dieser Anstieg entspricht grob dem halben Bruttoinlandsprodukts Deutschlands; die deutsche Wirtschaftsleistung befand sich dagegen lediglich auf dem Stand von Ende 2019.

Allerdings dürften die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten in den USA weitgehend ausgelastet sein, sodass mittelfristig nur noch ein Wachstum nach Maßgabe von Produktivitäts- und Arbeitskräftewachstum möglich sein dürfte. Derzeit wird das Potenzialwachstum auf allenfalls 2% geschätzt, womit sich der recht kräftige Zuwachs von vermutlich 2,8% im Jahr 2024 wohl kaum fortsetzen würde. Dies gilt umso mehr, als ein Teil der hohen Wachstumsraten der letzten Jahre auf eine hohe Einwanderung zurückzuführen ist, die bereits wieder merklich nachlässt.

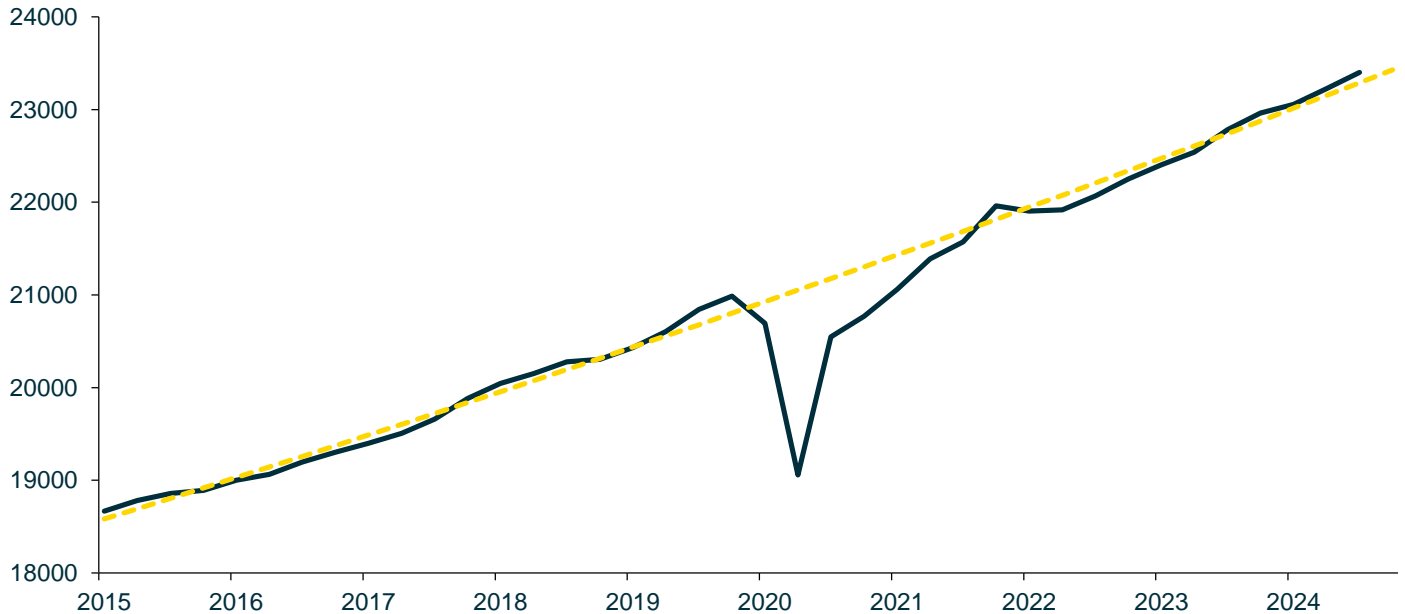
Allerdings will das Team Trump das Potenzialwachstum durch eine angebotsorientierte Politik anschieben. So verspricht der Kandidat für den Posten des neuen Finanzministers, Scott Bessent, für die kommenden Jahren ein durchschnittliches Wachstum von 3%. Steuerliche Erleichterungen gerade im Unternehmenssektor sollen die Investitionen ankurbeln, und umfassende Deregulierungsmaßnahmen Wachstumshemmnisse abbauen. Hierfür soll eine eigene Kommission (das Department of Government Efficiency, DOGE) unter der Leitung Elon Musks und Vivek Ramaswamys eingerichtet werden.

Allerdings brauchen Deregulierungsmaßnahmen erfahrungsgemäß Zeit, ehe sie sich auf das Wachstum auswirken. Zudem dürften einige der Politikansätze Trumps, vor allem der stärkere Protektionismus, das Wachstum eher bremsen. Wir halten daher einen zusätzlichen Wachstumsschub für unwahrscheinlich. Letztlich dürften sich die positiven und negativen Effekte der Wirtschaftspolitik der Trump-Administration kurz- bis mittelfristig die Waage halten, was aber immer noch bedeutet, dass die US-Wirtschaft wie in den Vorjahren im Trend schneller wächst als die meisten entwickelten Länder.



### Chart 1 - Die Ausnahme unter den G7: US-Wirtschaft liegt auf Vor-Corona-Trend

Reales Bruttoinlandsprodukt in Dollar von 2012, Quartalsdaten, gestrichelte Linie: Trend 2015-19



Quelle: BEA, S&P Global, Commerzbank Research

### ... oder nur die Inflation?

Stärker dürfte sich Trumps Politik bei der Inflation auswirken. Eine aus unserer Sicht realistische Annahme ist, dass etwa ab Mitte 2025 neue Zölle in Kraft treten, die das Preisniveau auf Sicht von zwölf Monaten um etwa 1 Prozentpunkt erhöhen könnten.

Dabei hat sich die Ausgangsbasis in den letzten Monaten bereits verschlechtert. Weil die Inflation in den letzten Monaten stärker als erwartet gestiegen ist, erhöhen wir unsere Prognose für 2025 von 2,5% auf 2,8%. Für 2026 bestätigen wir unsere deutlich über dem Konsens liegende Prognose von 3,2%.

### 2025 nur kurzes Zeitfenster für Zinssenkungen

Derzeit favorisiert die US-Notenbank Fed offensichtlich eine Zinspause, da die Wirtschaft weiterhin robust wächst und der Inflationsrückgang stockt. Zudem wartet die Fed, wie alle anderen auch, auf die ersten konkreten Maßnahmen der künftigen Regierung, um deren Einfluss auf Inflation und Wachstum abschätzen zu können. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Fed-Prognose leicht angepasst. Wir erwarten zwar weiterhin zwei Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte, aber erst im März und im Juni (bisher: Januar und März).

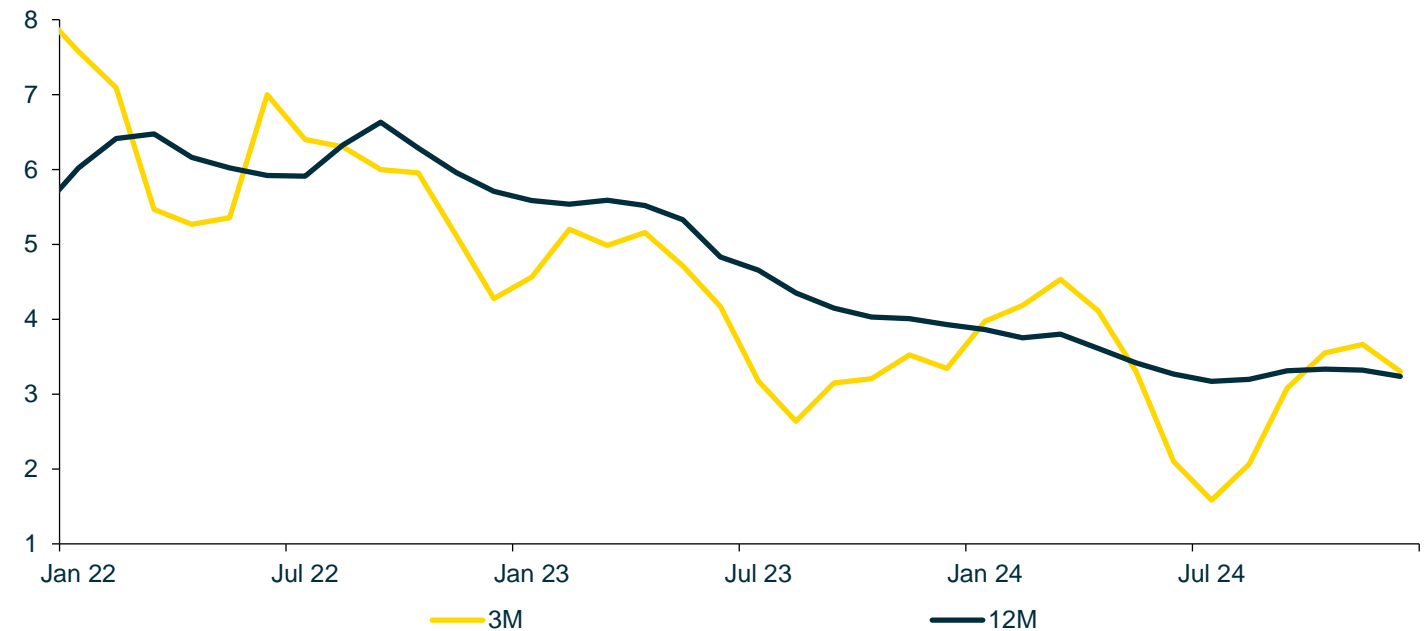
Die Fed sollte die Zinssenkungen wieder aufnehmen, da die Inflationszahlen bald wieder etwas besser ausfallen dürften. So hat der Preisdruck gemessen an der für den Trend wichtigen Kernrate, also ohne Energie und Nahrungsmittel, seit 2022 nicht gleichmäßig abgenommen. Vielmehr gab es immer wieder Phasen, in denen der kurzfristige Preisdruck anzog, die auf Jahresrate hochgerechneten Dreimonatsveränderung also stieg (Chart 2). Bisher hat sich der Preisauftrieb nach einigen Monaten wieder beruhigt, und der Rückgang der Inflationsrate gegenüber Vorjahr setzte sich fort.

So könnte es auch diesmal sein. Ein erstes Anzeichen hierfür war der in dieser Woche gemeldete schwächere Preisanstieg im Dezember, der sowohl die kurzfristige Dynamik als auch die Vorjahresrate leicht drückte. Da sich der Lohnanstieg als vielleicht wichtigster Inflationstreiber gemäß der Atlanta Fed weiter beruhigt, sollte sich dieser Abwärtstrend der Vorjahresrate fortsetzen und die kurzfristige Dynamik weiter abnehmen. Damit ergibt sich eine begrenzte Zeitspanne, in der die Fed die Zinsen senken könnte, bevor im zweiten Halbjahr die Inflation wieder anziehen dürfte. Da die Notenbank keinen offenen Konflikt mit der sicherlich auf Zinssenkungen drängenden neuen Regierung riskieren will, wird sie diesen Spielraum wohl nutzen und den Leitzins im März und im Juni um 25 Basispunkte senken.



## Chart 2 - Kerninflation wieder im Abwärtstrend

Verbraucherpreisindex ohne Energie und Nahrungsmittel, Veränderung der letzten drei und zwölf Monate, jeweils auf Jahresrate gerechnet in %



Quelle: S&P Global, Commerzbank-Research

## Nimmt der Bondmarkt steigende Defizite einfach so hin?

In den letzten Jahrzehnten hat sich in Washington keiner um die immer weiter steigenden Staatsdefizite gekümmert. "Deficits don't matter" ist weiterhin die fiskalpolitische Leitlinie [1]. Dabei dürfte dabei die zunehmende Polarisierung der US-Politik eine wichtige Rolle spielen. Denn sie führt dazu, dass die jeweilige Regierung sämtliche Finanzspielräume ausreizt, damit bei einem Regierungswechsel dem anderen Lager möglichst wenige Mittel für deren verhasste Pläne zur Verfügung stehen.

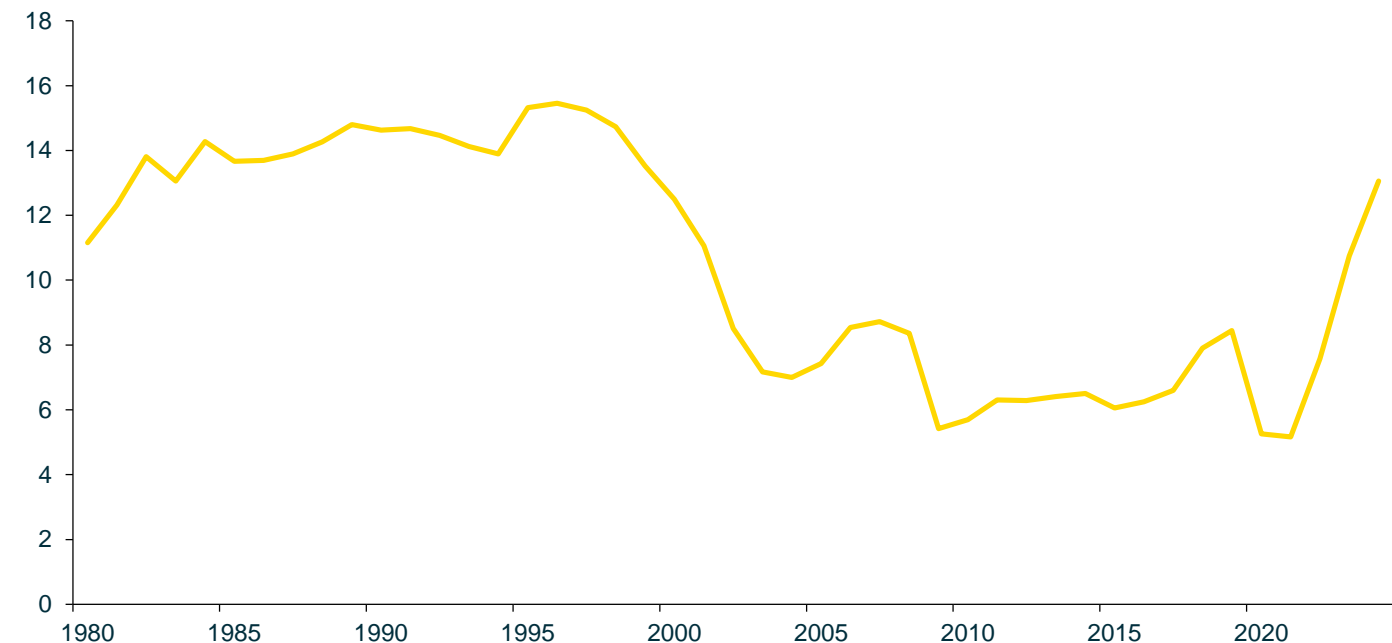
Das Defizit der US-Bundesregierung lag in den letzten 20 Jahren durchschnittlich bei 5,6% des Bruttoinlandsprodukt. Im Haushaltsjahr 2024 waren es sogar bei 6,7%, und das trotz einer vollbeschäftigten Wirtschaft. Als Folge steigt der Anteil der Zinszahlungen am US-Haushalt immer weiter, zuletzt auf mehr als 13%. Damit nähert sich die Zinsausgabenquote dem Niveau der 1980er und 1990er Jahre, wobei die Zinsen damals deutlich höher waren (Chart 3).

Trotzdem plant Donald Trump umfangreiche Steuersenkungen und steigende Ausgaben. Die Hoffnungen Elon Musks, dass sich durch effizienzsteigernde Maßnahmen jährlich 1 bis 2 Billionen Dollar sparen ließen, um diese Programme zu finanzieren, werden sich kaum erfüllen. Es ist daher die große Frage, ob der Anleihemarkt die steigenden US-Staatsschulden weiterhin klaglos aufnimmt. In einem Umfeld höherer Inflationsrisiken und ungebremster Defizite erhöht sich auch das Risiko kräftig steigender Zinsen. Zwar haben die USA bei der Verschuldung größeren Spielräume als andere Länder, aber das Risiko steigt, dass auch Donald Trump einen "Liz-Truss-Moment" erleben wird, was seine Pläne wohl rasch zur Entgleisung bringen würde. Kurzfristig dürften allerdings die Spekulationen auf Zinssenkungen der Fed diese Risiken überdecken. Wir erwarten für Mitte 2025 eine Rendite zehnjähriger Treasuries von 4,4% (bisher: 4,2%). Danach sollte die wieder anziehende Inflation die Rendite auf 5,0% bis Anfang 2026 treiben (bisher: 4,4%).



### Chart 3 - Zinsquote am Budget steigt steil an

Anteil der Netto-Zinsausgaben an den Gesamtausgaben der US-Bundesregierung in %, Haushaltsjahre



Quelle: Treasury, S&P Global, Commerzbank Research

### ... und was macht der Dollar?

Der Dollar dürfte kurzfristig noch ein wenig von den geplanten US-Steuersenkungen und der Deregulierung profitieren, die die Rentabilität von Sachkapitalinvestitionen erhöhen. Wenn sich aber später abzeichnet, dass die US-Notenbank nicht unbeeindruckt von Trumps Druck ist, dürfte der Dollar wieder nachgeben und sich EUR-USD entsprechend erholen. Für Ende 2025 prognostizieren wir unverändert einen Kurs von 1,07.

[1] Dem ehemaligen Vizepräsidenten Dick Cheney wird der Ausspruch zugeschrieben, "Ronald Reagan proved that deficits don't matter" (Ronald Reagan hat bewiesen, dass Defizite keine Rolle spielen). [Zurück zum Text](#)



## Research-Kontakte (E-Mail: [vorname.nachname@commerzbank.com](mailto:vorname.nachname@commerzbank.com))

**Dr. Jörg Krämer**  
**Chefvolkswirt**  
**+49 69 136 23650**

### Economic Research

Dr. Jörg Krämer (Leiter)  
 +49 69 136 23650

Dr. Ralph Solveen (stv. Leiter, Deutschland)  
 +49 69 9353 45622

Dr. Christoph Balz (USA, Fed)  
 +49 69 9353 45592

Dr. Vincent Stamer (Euroraum, Welthandel)  
 +49 69 9353 45800

Dr. Marco Wagner (EZB, Deutschland, Italien)  
 +49 69 9353 45623

Bernd Weidensteiner (USA, Fed)  
 +49 69 9353 45625

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.



# Analysten

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

**Dr. Ralph Solveen**<sup>AC</sup>  
Stellv. Leiter Economic Research  
+49 69 9353 45622  
ralph.solveen@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 17/1/2025 07:07 MEZ fertiggestellt und am 17/1/2025 07:07 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 Sachverstand haben, um kapitalmarktbezogene Information zu verstehen. Es berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers und es stellt keine Anlageberatung dar. Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder irgendeiner anderen Handlung beabsichtigt und dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages. Anleger sollten sich unabhängig und professionell beraten lassen und ihre eigenen Schlüsse im Hinblick auf die Eignung der Transaktion einschließlich ihrer wirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit und Risiken sowie ihrer Auswirkungen auf rechtliche und regulatorische Aspekte sowie Bonität, Rechnungslegung und steuerliche Aspekte ziehen.

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

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

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



oder die Tatsache, dass sich die von der Commerzbank oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Europäischer Wirtschaftsraum:** Soweit das vorliegende Dokument durch eine außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraumes ansässige Rechtsperson erstellt wurde, erfolgte eine 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 berechnete Institute bestimmt. Niemand sonst darf sich auf Informationen verlassen, die in diesem Dokument enthalten sind. Die in diesem Dokument enthaltenen Produkte und Dienstleistungen gelten nur für Institute in der VRC, für die die Bereitstellung dieser Produkte und Dienstleistungen nach den Gesetzen und Vorschriften der VRC zulässig ist. Für jede Person, die dieses Dokument erhält, dürfen die Informationen in diesem Dokument weder als Marketing oder Werbung des Geschäfts noch als buchhalterische, rechtliche, regulatorische, steuerliche, finanzielle oder andere Beratung und/oder Anlageberatung an den Empfänger dieses Dokuments angesehen werden und dem Empfänger wird geraten, sich von seinen eigenen professionellen Beratern über die hierin enthaltenen Informationen unabhängig zu beraten und sich bei der Durchführung von betreffenden Transaktionen an die Gesetze und Vorschriften der VRC zu halten.

© Commerzbank AG 2025. Alle Rechte vorbehalten. Version 25.01

#### Commerzbank Filiale

Frankfurt	London	New York	Singapore
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