



## Protektionismus – Es liegt nicht nur an Trump

Ohne Zweifel ist Donald Trump ein überzeugter Protektionist. Aber die Ursachen des um sich greifenden Protektionismus liegen viel tiefer. So hat die Welthandelsorganisation WTO seit dreißig Jahren keine Fortschritte beim Abbau der Handelshemmisse gemacht. Außerdem haben die USA wegen des Aufkommens Chinas ihre Führungsrolle in der WTO eingebüßt, sodass sie weniger Anreize haben, ihren Regeln zu folgen. Darüberhinaus haben sich Hoffnungen auf einen politischen Wandel Chinas durch Handel nicht erfüllt.

Dr. Jörg Krämer AC

### Trump ist eher Symptom als Ursache des Protektionismus

Donald Trump ist ein überzeugter Protektionist, er sieht den Welthandel fälschlicherweise als Nullsummenspiel und glaubt, jeden Handelskrieg gewinnen zu können, wenn die Amerikaner ein Handelsbilanzdefizit aufweisen. Aber Trump ist eher Symptom als Ursache des um sich greifenden Protektionismus. Die Ursachen des Zerfalls des regelgebundenen Welthandelssystems liegen viel tiefer.

### Freihandel hat es immer schwer

Der Freihandel ist ohnehin ein labiles Konstrukt. Denn die Nachteile des Welthandels erscheinen den Wählern offensichtlich: Firmen verlagern ihre Produktion und damit Arbeitsplätze ins Ausland, im Gegenzug wächst die Abhängigkeit von Importen beispielsweise aus China. Entsprechende Meldungen machen Schlagzeilen und sind ein gefundenes Fressen für linke und rechte Populisten. Dagegen sind die Vorteile des Freihandels weniger offensichtlich. Zwar profitieren Konsumenten durch niedrigere Preise vom Außenhandel, wissen aber nicht, wie unerschwinglich etwa ein Auto ohne Freihandel wäre.

Der Freihandel gerät völlig in die Defensive, wenn die Welthandelsorganisation (WTO) als Organisatorin des Freihandels aus Sicht der USA nicht richtig funktioniert – und dafür gibt es einige Beispiele:

### 1. Problem: WTO seit 30 Jahren ohne Fortschritte beim Abbau der Handelsbarrieren

Erstens hat die WTO seit Mitte der 90er Jahren keine nennenswerten Fortschritte beim Abbau der Handelsbarrieren erzielt. Die Handelsgespräche im Rahmen der Doha-Runde scheiterten 2008 nach sieben Jahren endgültig. Den USA und den anderen westlichen Ländern war es nicht gelungen, einen besseren Zugang zu den Märkten der sich entwickelnden Ländern zu bekommen.

Dieser frustrierende Zustand kann auch als Folge der vorherigen Liberalisierungsgespräche ("Uruguay-Runde") interpretiert werden, die 1994 nach acht Jahren mit einer Vereinbarung endeten. Dabei waren die westlichen Länder in Vorleistung gegangen und hatten ihre Zölle deutlich stärker gesenkt, um die zögerlichen Entwicklungsländer zum Mitmachen zu bewegen. Der Handelsökonom Gabriel Felbermayr weist zurecht darauf hin, dass sich die westlichen Staaten mit Blick auf folgende Verhandlungsrunden in eine schlechte Verhandlungssituation begeben hatten. Ihre Zölle waren nämlich bereits so niedrig, dass sie sie kaum weiter senken konnten, um Zugeständnisse von den Entwicklungsländern zu erhalten.<sup>[1]</sup> Die Frustration über die Wirkungslosigkeit der WTO sind ein wichtiger Grund dafür, dass die USA schon lange vor Trumps erster Präsidentschaft begannen, sich aus der WTO zurückzuziehen. Die Mitgliedschaft im Club WTO zahlte sich aus Sicht der USA immer weniger aus.

### 2. Problem: USA haben ihre Führungsrolle in der WTO eingebüßt

Die Abkehr der USA vom regelbasierten Welthandelssystem dürfte aber nicht nur auf die gescheiterte Doha-Runde zurückgehen, sondern wohl auch darauf, dass die USA wegen des Aufstiegs Chinas im Laufe der Zeit ihre Führungsrolle in der Welthandelsorganisation eingebüßten: Der Vorgänger der WTO, das Handelsabkommen GATT ("General Agreement on Tariffs and Trade") wurde 1948 von der neuen Supermacht USA initiiert, um im sich abzeichnenden Kalten Krieg mit der Sowjetunion die wirtschaftliche Arbeitsteilung und damit die wirtschaftliche Entwicklung der westlichen Staaten und einiger ihnen nahestehender Entwicklungsländer zu fördern. Das GATT führte Regeln wie das Meistbegünstigungsprinzip ein, wonach ein Mitgliedsland allen anderen Mitgliedern dieselben Handelsvorteile gewähren muss, wie dem am meisten begünstigen Drittland. Von diesem Diskriminierungsverbot profitierten vor allem kleinere Ländern, die ihre Interessen ansonsten mangels Macht kaum durchsetzen können.

Solange das GATT und damit die Regeln des Welthandelssystems von den USA dominiert wurden, lag es in ihrem eigenen Interesse, sich an die Regeln "ihres" GATT zu halten. Solange die anderen den eigenen Regeln folgen, hält man sich an die eigenen Regeln. Aber



mit dem Beitritt Chinas zur WTO im Jahre 2001 und dem rasanten Wachstum Chinas büßten die USA ihre beherrschende Rolle in der WTO ein. Sie empfanden die WTO-Regeln zunehmend als Beschränkung ihrer handelspolitischen Autonomie und wandten sich von ihr ab.

Sichtbar wurde das vor allem seit 2007, als die USA bereits unter Präsident George W. Bush begannen, die Neubesetzung der sieben Richterstellen am WTO-Berufungsgericht zu blockieren. Sein Nachfolger Barack Obama setzte diese Politik fort. Begründet wurde dies damit, dass die Richter nicht nur bestehendes Recht umsetzen, sondern – ähnlich wie der Europäische Gerichtshof – zunehmend Richterrecht schufen, das die Souveränität der USA verletzte.

Als Folge der US-Blockadepolitik ist die WTO-Berufungsinstanz seit Ende 2019 nicht mehr arbeitsfähig, weil seitdem die Mindestanzahl von drei Richtern nicht mehr erreicht wird. Damit ist die gesamte WTO-Gerichtsbarkeit blockiert. Ohne die Möglichkeit einer Berufungsinstanz kann ein Land, das sich als Opfer einer rechtswidrigen Handelspolitik sieht, nicht mehr den erlittenen Schaden feststellen lassen, der die Basis für Ausgleichszölle gegen Regelverletzer ist.

### **3. Problem: Wandel durch Handel funktioniert nicht**

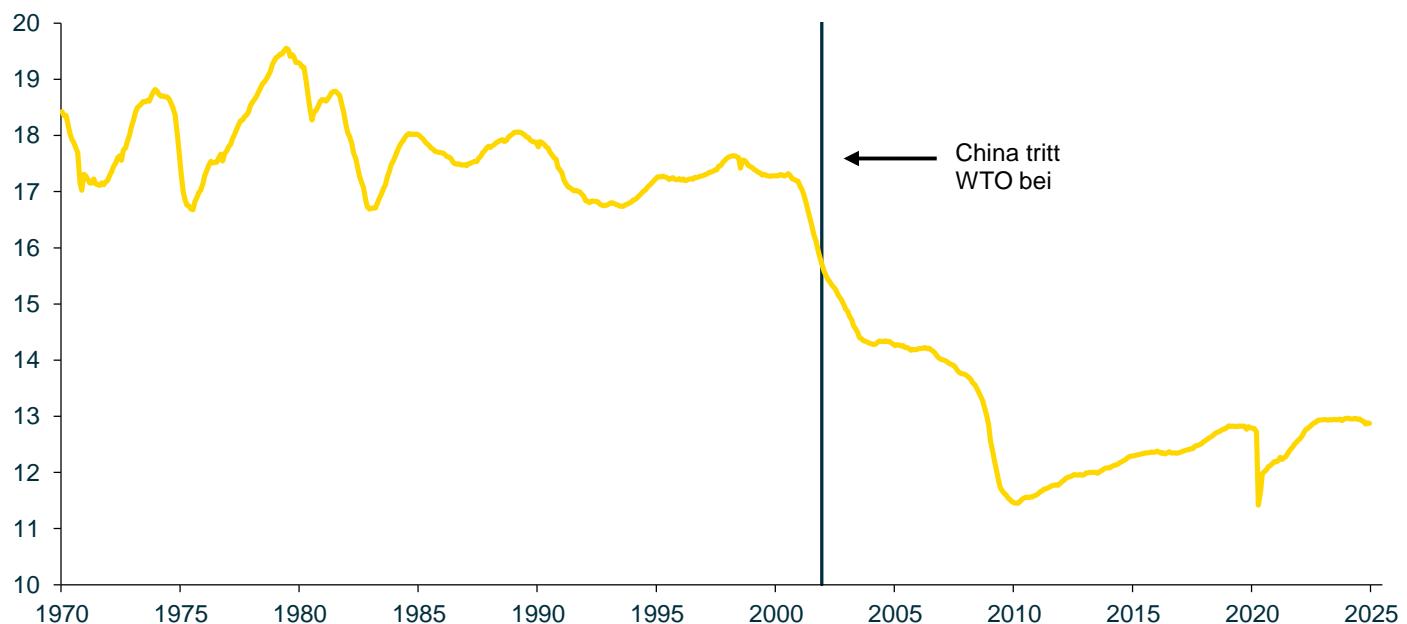
Dass die USA der WTO bereits vor Trump den Rücken kehrten, liegt auch daran, dass der Freihandel eine zentrale Hoffnung der USA und anderer westlicher Staaten enttäuscht hat: Wandel durch Handel. Das Versprechen bestand darin, dass autoritäre Staaten wie Russland und China vom Handel mit dem Westen wirtschaftlich profitieren und sich mit wachsendem Wohlstand für Demokratie öffnen und dem Westen schrittweise annähern. Statt dessen kam es in China zu einer Re-Ideologisierung, das Land wird autoritärer denn je geführt. Darüber hinaus fordert China die USA zunehmend militärisch heraus. Weil Chinas Wirtschaftskraft nicht zuletzt durch die WTO-Mitgliedschaft rasant gewachsen ist, kann sich China eine Aufrüstung leisten. Entsprechend ist es naheliegend, dass die USA versuchen, Chinas wirtschaftlichen und militärischen Aufstieg durch Protektionismus zu verlangsamen. Solange China darunter mehr leidet als die USA, erhöht sich der wirtschaftliche und damit auch der militärische Vorsprung, den die USA noch haben. Die USA haben insofern einen Anreiz zu Protektionismus, selbst wenn er ihre Wirtschaft schwächt.

### **4. Problem: WTO und der "China-Schock"**

Ein weiteres Argument für den Rückzug der USA aus dem regelgebundenen Welthandelssystem lange vor Trump ist, dass die Handelsliberalisierung wohl zum Niedergang der US-Industrie beigetragen hat. China trat im Dezember 2001 der WTO bei. Die Konkurrenz durch verstärkte Einfuhren aus China traf vor allem arbeitsintensive Bereiche der amerikanischen Industrie, mit vielen Beschäftigten ohne College-Abschluss. Oft waren die betroffenen Betriebe der wichtigste Arbeitgeber in ihrer Region, sodass viele der entlassenen Arbeiter Langzeitarbeitslose wurden. Der sogenannte China-Schock hatte Studien zufolge [2] seine größte Wirkung im ersten Jahrzehnt des 21. Jahrhunderts. Bis zu 60% der Jobverluste im verarbeitenden Gewerbe der USA werden auf den China-Schock zurückgeführt; die lange Zeit relativ stabile Beschäftigung in diesem Sektor ging stark zurück (Chart 1).

### Chart 1 - "China-Schock" beschleunigt Jobverluste in US-Industrie

Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe der USA, in Millionen, Monatsdaten. China trat am 11. Dezember 2001 der WTO bei



Quelle: Fed, S&P Global, Commerzbank Research

### Fazit: Umfeld bleibt für Exportland Deutschland schwierig

Donald Trump wirkt beim Protektionismus wie ein Brandbeschleuniger. Aber die Abkehr der USA vom Freihandel hat – wie oben gezeigt – tiefere Ursache und setzte bereits vor rund 20 Jahren ein. Das hat folgende Konsequenzen:

- Der US-Protektionismus wird sich fortsetzen, selbst wenn Trump in vier Jahren nach zwei Amtszeiten nicht wiedergewählt werden darf. Es bliebe beim Protektionismus, selbst wenn in vier Jahren ein Demokrat Präsident würde.
- Die Abkehr vom regelgebundenen Welthandelssystem bedeutet das Aufkommen eines machtbasierten Welthandelssystems. Das primäre Instrument eines solchen Systems sind Freihandelsabkommen, das den drei großen Wirtschaftsmächten (USA, China, EU) mehr Möglichkeiten gibt als den kleinen Ländern, ihre Interessen durchzusetzen.
- Aufgrund der politischen Frontstellung Chinas gegenüber den westlichen Ländern dürfte der Handel zwischen einem durch China dominierten Handelsblock auf der einen Seite und den USA und der EU auf der anderen Seite in den kommenden Jahrzehnten zurückgehen. Dieser Prozess verläuft jedoch langsam, weil sich China aufgrund seiner Größe nicht leicht als Beschaffungs- und Absatzmarkt ersetzen lässt. Außerdem haben Unternehmen einen Anreiz, bereits getätigte China-Investitionen möglichst lange zu nutzen.

[1] Gabriel Felbermayr, Martin Braml, "Der Freihandel hat fertig. Wie die neue Welthandels(un)ordnung unseren Wohlstand gefährdet", 2024, Amalthea Signum Verlag GmbH, Wien. [\(Zurück zum Text\)](#)

[2] vgl. Autor/Dorn/Hansen: "On the Persistence of the China Shock", NBER Working Paper 29401, Oktober 2021 [\(zurück zum Text\)](#)



## 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 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.



# 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 7/2/2025 07:26 MEZ fertiggestellt und am 7/2/2025 07:26 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 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, abzändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

**Australien:** Die Commerzbank AG hat keine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen. Dieses Dokument wird in Australien an Großkunden unter einer Ausnahmeregelung zur australischen Finanzdienstleistungslizenz von der Commerzbank gemäß Class Order 04/1313 verteilt. Die Commerzbank AG wird durch die BaFin nach deutschem Recht geregelt, das vom australischen Recht abweicht.

**Volksrepublik China (VRC):** Dieses Dokument wird von der Commerzbank AG zur Verfügung gestellt und ist ausschließlich für berechtigte Institute bestimmt. Niemand sonst darf sich auf Informationen verlassen, die in diesem Dokument enthalten sind. Die in diesem Dokument enthaltenen Produkte und Dienstleistungen gelten nur für Institute in der VRC, für die die Bereitstellung dieser Produkte und Dienstleistungen nach den Gesetzen und Vorschriften der VRC zulässig ist. Für jede Person, die dieses Dokument erhält, dürfen die Informationen in diesem Dokument weder als Marketing oder Werbung des Geschäfts noch als buchhalterische, rechtliche, regulatorische, steuerliche, finanzielle oder andere Beratung und/oder Anlageberatung an den Empfänger dieses Dokuments angesehen werden und dem Empfänger wird geraten, sich von seinen eigenen professionellen Beratern über die hierin enthaltenen Informationen unabhängig zu beraten und sich bei der Durchführung von betreffenden Transaktionen an die Gesetze und Vorschriften der VRC zu halten.

© Commerzbank AG 2025. Alle Rechte vorbehalten. Version 25.01

#### Commerzbank Filiale

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