



Trump – Wie stark leidet die US-Wirtschaft?

Nach dem sehr schwachen Arbeitsmarktbericht befürchten viele wieder eine US-Rezession. In der Tat hat die US-Wirtschaft deutlich an Schwung verloren. Wir erwarten aber weiterhin, dass eine Rezession vermieden wird.

Bernd Weidensteiner^{AC}

Dr. Christoph Balz^{AC}

So schnell kann's gehen: Rezession wieder ein Thema

Viele Investoren setzten nach der Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten große Hoffnungen auf einen kräftigen Aufschwung. Kaum war Trump dann im Weißen Haus eingezogen, befürchtete der Markt wegen seiner aggressiven und erratischen Wirtschaftspolitik eine Rezession in den USA. Nachdem die Wirtschaftszahlen dann gar nicht so schlecht ausfielen, wendete sich das Blatt und viele Anleger fragten, ob er vielleicht doch alles richtig macht. Mit dem am letzten Freitag veröffentlichten Arbeitsmarktbericht kippte die Stimmung allerdings erneut, und die Sorge vor einer möglichen Rezession steht wieder im Vordergrund.

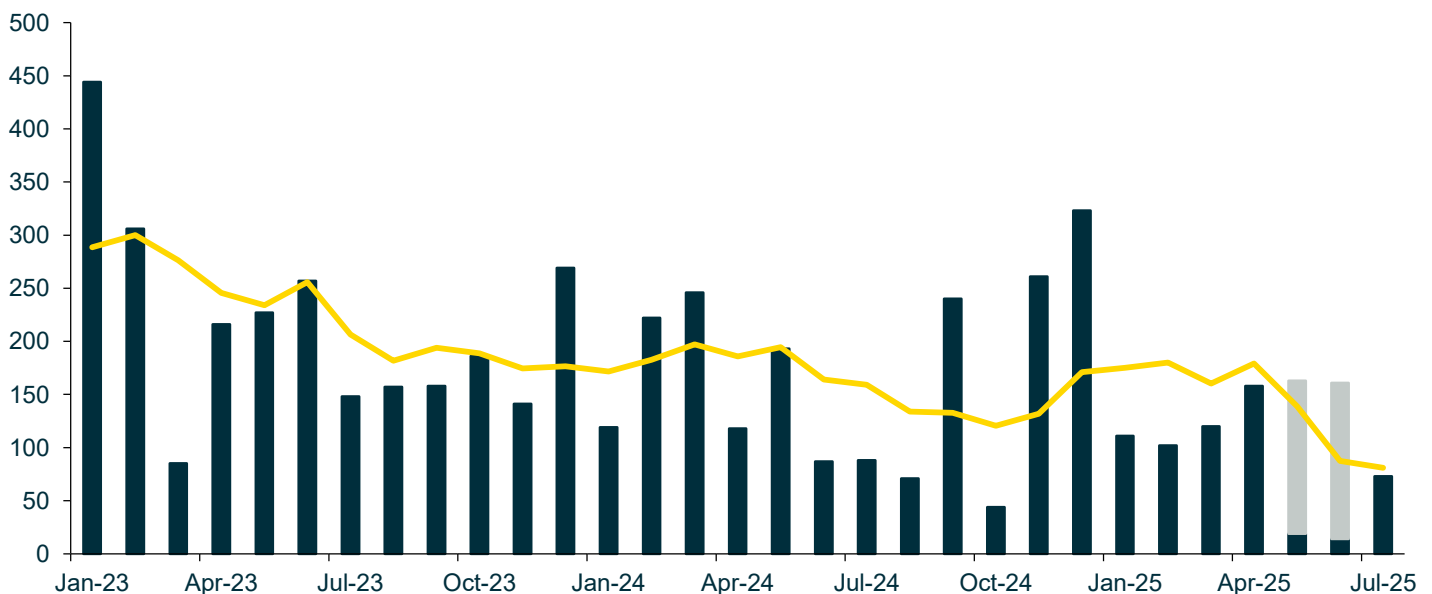
Nötig erscheint daher eine nüchterne Betrachtung. Wir hatten bereits im **März** argumentiert, dass sich die US-Wirtschaft abschwächen, aber um eine Rezession herumkommen dürfte. Wir untersuchen im Folgenden, ob die jüngsten Entwicklungen unsere These noch stützen.

Deutliche Bremsspuren am Arbeitsmarkt...

Auslöser der aktuellen Rezessionssorgen war der am 1. August veröffentlichte Arbeitsmarktbericht für Juli. Dabei enttäuschte nicht nur der relativ geringe Beschäftigungsaufbau von nur 73 Tsd. im letzten Monat. Noch erschütternder war die Tatsache, dass das recht ordentliche Plus im Mai und im Juni von 144 Tsd. bzw. 147 Tsd. auf nur noch 19 Tsd. bzw. 14 Tsd. revidiert wurde. Damit hat sich auch das Gesamtbild deutlich verschlechtert. Der Beschäftigungstrend verläuft viel schwächer als gedacht (Chart 1).

Chart 1 - Arbeitsmarkt läuft deutlich schlechter als gedacht

Beschäftigung außerhalb der Landwirtschaft, Veränderung gegen Vormonat in Tsd. Graue Balken Mai/Juni 2025: vor Revision. Gelbe Linie: durchschnittliche 6-Monatsveränderung



Quelle: BLS, S&P Global, Commerzbank-Research

... was Trump gar nicht gefällt

Präsident Trump hat die enttäuschenden Arbeitsmarktdaten gar nicht gut aufgenommen und noch am Freitag die Chefin des "Bureau of Labor Statistics" (BLS) – der zuständigen Statistikbehörde – entlassen. Diese sei von Joe Biden ernannt worden (sie wurde allerdings im Senat mit breiter überparteilicher Zustimmung mit 86 : 8 Stimmen bestätigt) und habe schon vor der Präsidentschaftswahl die Jobdaten "gefälscht", um die Wahlchancen



von Kamala Harris zu erhöhen. Trump nahm vor allem Anstoß an der ungewöhnlich starken Abwärtsrevision der Daten der Vormonate um insgesamt 258 Tsd. Stellen. Man werde jetzt jemanden ernennen, der kompetenter und qualifizierter sei.

Dies ist ein außergewöhnlicher Vorgang, der selbst bei republikanischen Senatoren für einiges Bauchgrimmen gesorgt hat. Vielerorts hat das zu Befürchtungen geführt, dass sich die US-Regierung jetzt nur noch von Wunschdenken leiten lässt und harte Daten, sofern sie den eigenen Vorstellungen nicht entsprechen, ignorieren oder längerfristig sogar manipulieren könnte.

... und es stehen weitere Abwärtsrevisionen an

Die mit dem nächsten Arbeitsmarktbericht Anfang September anstehende jährliche Benchmark-Revision der Arbeitsmarktdaten könnte den Druck auf das BLS noch verstärken. Die durch Umfragen gewonnenen Zahlen werden mit den Zahlen der Arbeitslosenversicherung abgeglichen, die auf einer nahezu vollständigen Zahlenbasis beruhen. Bereits letztes Jahr hatte das zu einer ungewöhnlich starken Abwärtsrevision der Beschäftigungszahlen geführt. In diesem Jahr könnte die Benchmark-Revision ähnlich deutlich ausfallen und den Beschäftigungsstand für März – den Benchmark-Monat – um etwa 700 Tsd. senken (für Einzelheiten siehe unser Briefing). Damit hätte die Beschäftigung in den zwölf Monaten bis März nur noch um durchschnittlich etwa 90 Tsd. zugelegt und nicht, wie bisher gemeldet, um knapp 150 Tsd. Dies wird Trump zwar der Biden-Administration anlasten, aber dass das Grundtempo am Arbeitsmarkt deutlich geringer ist als bislang gedacht, ist sicherlich auch für die Trump-Regierung eine schlechte Nachricht.

Konsumfreude schwindet

Neben den Arbeitsmarktzahlen haben auch andere harte Daten einen Knacks bekommen. So ist der private Verbrauch – mit einem Anteil von fast 70% am BIP die bei weitem wichtigste volkswirtschaftliche Größe – im Durchschnitt nur noch um etwa 1% gewachsen; im dritten und vierten Quartal 2024 legte er noch um durchschnittlich 3,9% zu. Noch deutlicher zeigt sich die gedämpfte Konsumfreude durch einen Blick auf die Monatsdaten. Im zweiten Quartal steigt sich hier eine Stagnation, und der Konsum im Juni lag sogar leicht unter dem im Dezember erreichten Niveau.

Damit scheinen die harten Konjunkturdaten mit einiger Verzögerung den "weichen" Indikatoren wie dem Verbrauchervertrauen zu folgen. Die Stimmung hatte sich bereits im Verlauf des ersten Halbjahrs deutlich eingetrübt, ohne dass sich dies gleich in den harten Zahlen niedergeschlagen hätte. Viele hatte das dann bereits dazu gebracht, die "Stimmungsrezession" zu ignorieren.

Was spricht gegen eine Rezession?

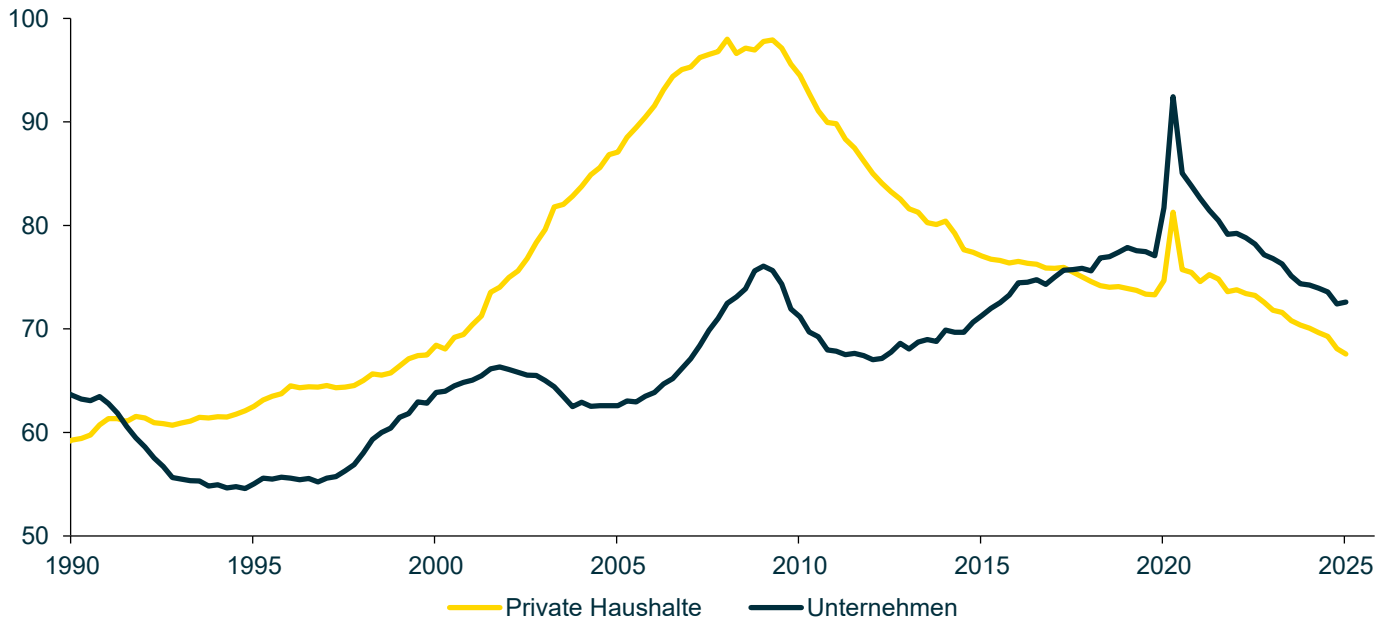
All dies lässt einige Warnlampen aufleuchten. Gegen eine stärkere Einschränkung der Ausgaben spricht allerdings, dass die privaten Haushalte solide Finanzen aufweisen. Sie haben ihre Verschuldung in den letzten 15 Jahren stetig zurückgeführt. Zuletzt standen sie noch mit knapp 68% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) in der Kreide, rund 30 Prozentpunkte weniger als am Hochpunkt 2009 (Chart 2). Eine massive Konsolidierung ist hier – anders als nach der Immobilienblase 2005/06 – nicht zu erwarten.

Ähnliches gilt für die Unternehmen. Deren Schuldenstand belief sich zuletzt auf 72,6% des BIP, ein Zehnjahrestief. Damit haben sie ihre Schulden zwar weniger energisch zurückgeführt als die privaten Haushalte. Allerdings waren sie auch nicht derart überschuldet wie viele Privatleute, der Druck zum Schuldenabbau war daher entsprechend geringer.



Chart 2 - US-Privatsektor hat seine Schulden im Griff

Verschuldung privater Haushalte und Unternehmen außerhalb des Finanzsektors in % des BIP, Quartalsdaten



Quelle: Fed, BEA, Commerzbank-Research

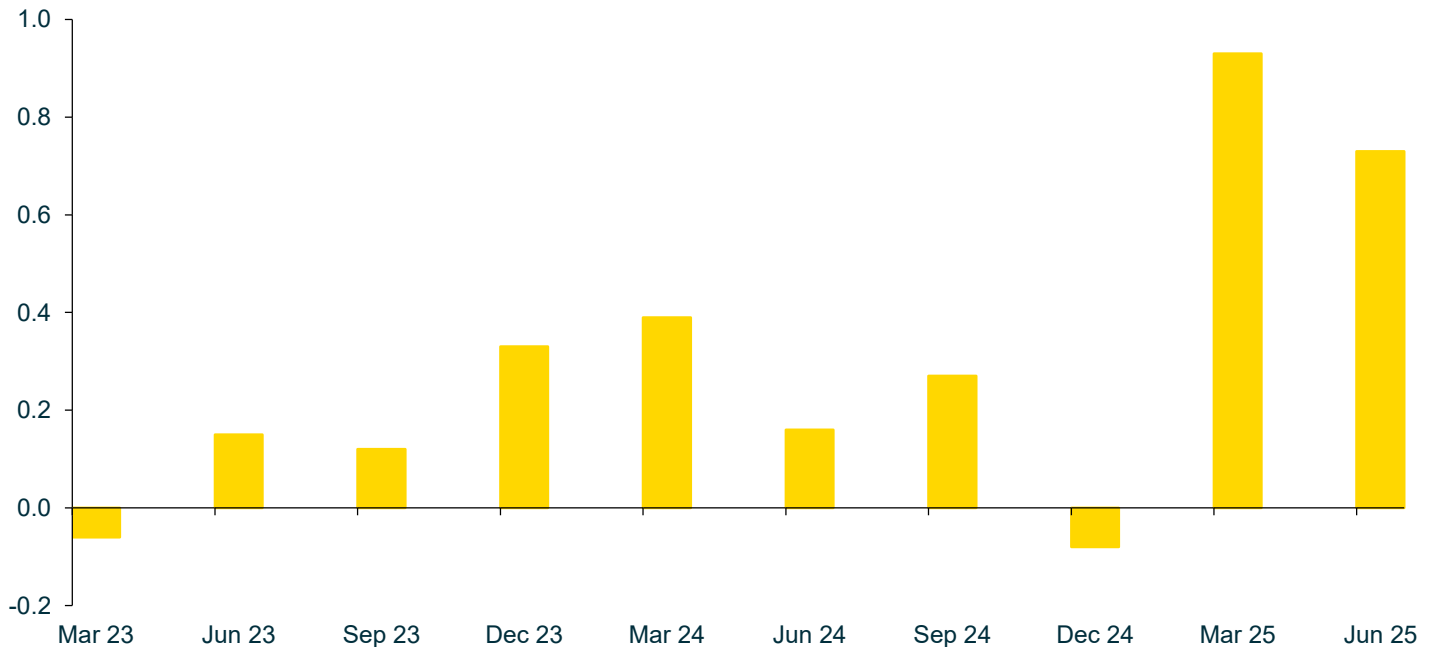
Unternehmensinvestitionen profitieren vom KI-Boom

Gleichzeitig sollten die Unternehmensinvestitionen in den nächsten Quartalen von dem Boom bei Künstlicher Intelligenz profitieren, der noch am Anfang stehen dürfte (Chart 3). Dies liegt auch an der recht geringen Regulierung der KI durch die neue Trump-Regierung. Überhaupt hat die neue Administration einige Investitionshemmnisse abgebaut, etwa im Energiesektor. Dies könnte negative Auswirkungen der Handelsturbulenzen teilweise ausgleichen.



Chart 3 - KI-Boom läuft an

Private Investitionen in Computer, Peripheriegeräte und Software. Beitrag zum BIP-Wachstum (gegen Vorquartal, auf Jahresrate hochgerechnet), in Prozentpunkten



Quelle: BEA, S&P Global, Commerzbank-Research

Finanzierungsbedingungen bremsen nicht wirklich ...

Gegen einen Einbruch der US-Wirtschaft sprechen auch die Finanzierungsbedingungen, die in der Summe nicht bremsen, wenn man die Rekorde am Aktienmarkt und die niedrigen Risikoprämien betrachtet. Außerdem hat die US-Notenbank die Zinsen bereits 2024 um 100 Basispunkte gesenkt. Das aktuelle Leitzinsniveau stufen wir daher als höchstens leicht restriktiv ein.

... und Fed senkt bald weiter

Hinzu kommt, dass weitere Zinssenkungen absehbar sind. Zwei Notenbank-Vertreter hatten sich bereits auf der letzten Zinssitzung für einen solchen Schritt ausgesprochen. In dieser Woche erklärte auch die Präsidentin der Fed von San Francisco, sie könne sich mehr als zwei Zinssenkungen in diesem Jahr vorstellen. Dies würde bedeuten, dass die Notenbank auf jeder der drei verbleibenden Sitzungen handeln würde. Bei weiteren Offiziellen dürfte angesichts der schwächeren Arbeitsmarktzahlen ebenfalls ein Umdenken eingesetzt haben. Wir erwarten weiterhin Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte im September und im Dezember, gefolgt von vier weiteren Schritten im nächsten Jahr. Die Obergrenze des Zielkorridors für die Fed Funds Rate im September 2026 läge dann bei 3,0%.

Finanzimpuls in der Pipeline

Zudem dürfte bald auch die Finanzpolitik der Konjunktur helfen. So schätzt das Committee for a Responsible Federal Budget, dass Trumps im Juli verabschiedetes großes Finanzpaket im am 1.10.25 beginnenden Haushaltsjahr 2026 das Haushaltsdefizit um etwa 500 Mrd Dollar erhöhen wird. Zwar entfällt knapp die Hälfte davon auf die Verlängerung einer Einkommensteuersenkung, die ansonsten am 31.12. ausgelaufen wäre, was gegenüber der aktuellen Lage keinen echten Impuls darstellt. Aber die andere Hälfte im Volumen von immerhin knapp 1% des BIP ist zusätzliches Geld, das die Regierung in die Wirtschaft pumpt.

Wachstumsdelle, keine Rezession

US-Rezessionen, also eine Schrumpfung der Wirtschaft, kommen ohnehin nur recht selten vor. In den letzten 30 Jahren gab es nur drei: 2001, 2008/9 und 2020. Letztere wurde klar von der Pandemie und den damit verbunden Einschränkungen der wirtschaftlichen Aktivitäten verursacht, stellt also einen Sonderfall dar. Auffällig ist, dass in den beiden anderen Fällen zu den Folgewirkungen einer strafferen Geldpolitik ein weiterer negativer Schock hinzukam. So platzte 2001 die New Economy-Blase und 2008 die Immobilienblase. Die Zollturbulenzen werden der US-Wirtschaft wohl keinen für eine ausgewachsene Krise ausreichenden Schock versetzen.



Die Auswirkungen der Zollturbulenzen dürften für die US-Wirtschaft als große, relativ geschlossene Volkswirtschaft weit weniger dramatisch sein als die Folgen der 2001 und 2008 geplatzten Blasen. Die absehbaren weiteren Zinssenkungen der Fed dürften das Wachstum mittelfristig zudem stützen.

Wir halten daher eine Wachstumsdelle weiterhin für wahrscheinlicher als eine Rezession. Ganz ohne wirtschaftliche Schmerzen wird dies aber nicht ausgehen. Die Arbeitslosenquote dürfte sich im Zuge des schwächeren Wirtschaftswachstums erhöhen. Außerdem wird die Unsicherheit, ob es nicht doch noch zu einer Rezession kommt, wohl noch eine Weile anhalten. Denn es ist nicht ungewöhnlich, dass es in einer Wachstumsdelle auch mal zu einer Abfolge schwächerer Wirtschaftsdaten kommt. Ob dies dann in eine Rezession mündet oder durch wieder bessere Zahlen abgelöst wird, ist in "Echtzeit" nicht immer leicht zu entscheiden.



Analysts

Dr. Jörg Krämer^{AC}
Chefvolkswirt
+49 69 136 23650
joerg.kraemer@commerzbank.com

Dr. Ralph Solveen^{AC}
Stellv. Leiter Economic Research
+49 69 9353 45622
ralph.solveen@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 8/8/2025 07:17 CEST fertiggestellt und am 8/8/2025 07:17 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 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 25.03

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