



Trump-Rezession?

Die Stimmung in der US-Wirtschaft hat sich zuletzt verschlechtert. Denn die aggressive und erratische Wirtschaftspolitik der Trump-Regierung verunsichert viele Verbraucher und Unternehmen. Wir untersuchen, wie groß das Risiko einer Rezession ist.

Dr. Christoph Balz^{AC}
Bernd Weidensteiner^{AC}

Disruptive Wirtschaftspolitik verunsichert ...

Donald Trump hat sich daran gemacht, seine Wahlversprechen umzusetzen. Zölle wie die am Mittwoch angekündigten 25% auf Autoimporte werden aggressiv dazu eingesetzt, sich vom Ausland abzukoppeln und Produktion in die USA zurückzuholen. Gleichzeitig werden bundesstaatliche Behörden rabiat umgestaltet oder aufgelöst, um den staatlichen Einfluss auf Wirtschaft und Gesellschaft zurückzudrängen und um Geld zu sparen. Dies belastet die Wirtschaft aus verschiedenen Gründen:

- Von einer koordinierten und stetigen Wirtschaftspolitik, die einen stabilen Rahmen für Handel und Investitionen setzt, kann derzeit nicht die Rede sein. Vielmehr ist gerade die Zollpolitik äußerst sprunghaft. Immer wieder werden zusätzliche Zölle – auch gegen enge Verbündete der USA angesetzt, teilweise aber schon nach wenigen Tagen wieder ausgesetzt oder verschoben.
- Die Märkte hatten darauf gesetzt, dass die neue Administration die Wirtschaft erst einmal durch Steuersenkungen oder Deregulierung entlasten würde, und erst danach kostenträchtige Projekte wie das Hochziehen von Zollmauern in Angriff genommen würden. Diese Reihenfolge wurde offenbar umgedreht.
- In der ersten Amtszeit Trumps war die Regierung zumeist zurückgerudert, sobald die Finanzmärkte unter Druck kamen. Nun scheint die Regierung Kursverluste an den Finanzmärkten in Kauf zu nehmen. So wies Finanzminister Bessent darauf hin, dass Korrekturen normal und sogar gesund seien.

... und schlägt auf die Stimmung

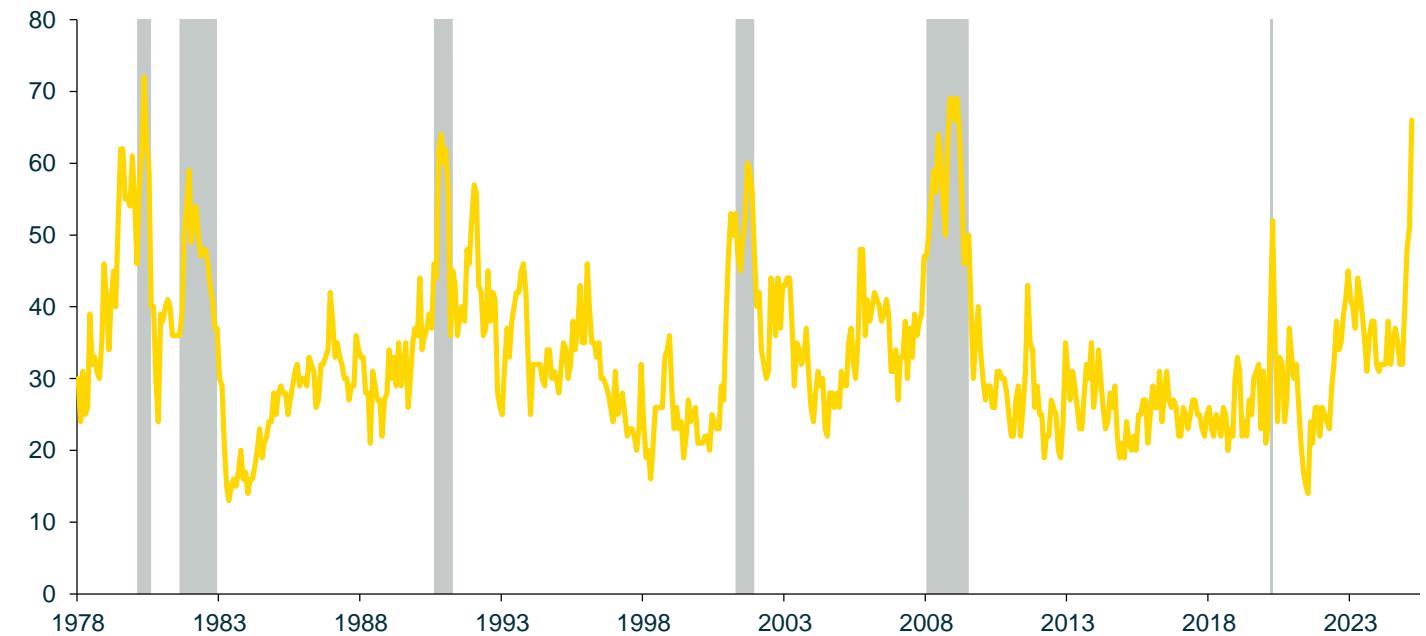
Aufgrund dieser Entwicklungen ist das Ausmaß der wirtschaftspolitischen Unsicherheit und damit die Verunsicherung der Unternehmen massiv gestiegen (Titelchart). Auch bei den Verbrauchern hat sich die Stimmung Umfragen zufolge spürbar verschlechtert. So werden die Aussichten für den Arbeitsmarkt wesentlich pessimistischer eingeschätzt. Bei der März-Umfrage der Uni Michigan rechneten zwei Drittel der Befragten binnen Jahresfrist mit einem Anstieg der Arbeitslosigkeit. Damit hat sich dieser Anteil seit der Wiederwahl Trumps im November verdoppelt. Ein derartiger Anstieg war in der Vergangenheit typisch für eine Rezession (Chart 1).

Für zusätzliche Unruhe hat zuletzt gesorgt, dass Trump in einem TV-Interview kürzlich eine Rezession nicht ausschließen wollte. Man befindet sich gerade in einer Übergangsphase. Es könnte etwas dauern, aber dann würde alles großartig werden.



Chart 1 - Konsumenten fürchten Absturz am Arbeitsmarkt

Umfrage der Uni Michigan: Anteil der Befragten, die im nächsten Jahr einen Anstieg der Arbeitslosigkeit erwarten, Monatsdaten in %. Graue flächen: Rezessionen



Quelle: NBER, S&P Global, Commerzbank Research

Ein Unsicherheitsschock ...

Eine zunehmende Unsicherheit belastet die Wirtschaft. Schließlich bevorzugen Unternehmen verlässliche Rahmenbedingungen, wenn sie sich mit Investitionsprojekten langfristig festlegen. In der aktuell unübersichtlichen Lage könnten daher Investitionen aufgeschoben werden. Ähnliches gilt für Konsumenten, die um ihre Arbeitsplätze fürchten. Teure Anschaffungen – Autos oder Wohnungen – werden dann wohl erst einmal nicht getätigt.

... auf den die Fed aber nicht gleich reagiert

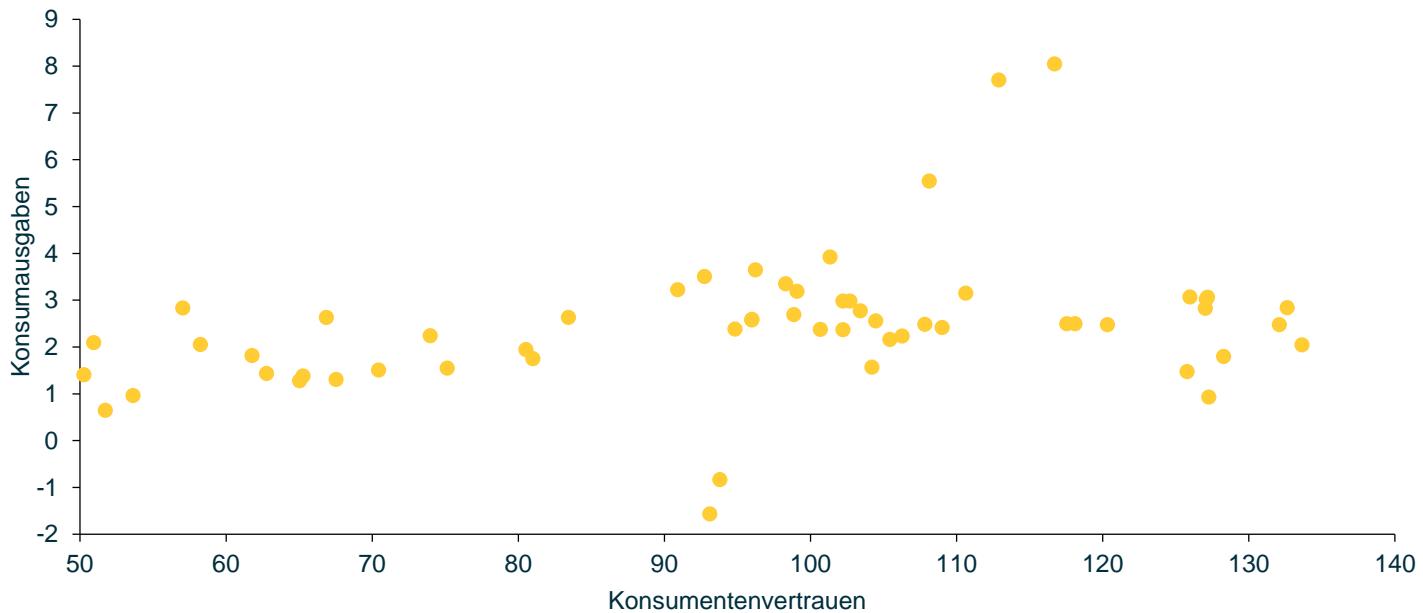
Auf die durch die hohe Unsicherheit steigenden Konjunkturrisiken würde die Fed normalerweise mit Zinssenkungen antworten. Mit aktuell 4,5% ist der Leitzins noch recht hoch. Allerdings liegt auch die Inflation immer noch deutlich über dem Fed-Ziel von 2%. Zudem haben die potenziell preistreibenden Zollpläne Trumps die Inflationserwartungen der privaten Haushalte merklich steigen lassen. Laut der Umfrage der Uni Michigan sind die langfristigen Inflationserwartungen im März auf 3,9% gestiegen, dem höchsten Wert in dreißig Jahren. Stabile Inflationserwartungen gelten als wesentliche Voraussetzung dafür, die Preisentwicklung unter Kontrolle zu halten. Auch wenn marktbasierter Inflationserwartungen noch keinen ähnlich kräftigen Anstieg zeigen, ist die Kombination aus steigenden Inflationserwartungen und eines sich verschlechternden Arbeitsmarktes für die Fed eine sehr ungünstige Kombination. Auch wenn eine Stagflation wie in den 1970ern noch weit entfernt scheint, befindet sich die Fed derzeit wohl kaum in der richtigen Position für rasche Zinssenkungen. Dafür müsste sich der wirtschaftliche Leidensdruck wohl noch erhöhen – und dann ist die Frage, ob eine Lockerung der Geldpolitik noch früh genug kommt, um einen Abschwung zu verhindern.

Noch ist ein Absturz der Wirtschaft mehr Risiko als Realität ...

Zudem ist es nicht sicher, dass die aktuelle Unsicherheit groß genug ist, um die Wirtschaft spürbar zu bremsen oder gar eine Rezession auszulösen. So war auch in der Vergangenheit der Zusammenhang zwischen Stimmung – die momentan zweifellos im Keller ist – und der realen Wirtschaftstätigkeit keineswegs eng. Vielmehr hat der private Verbrauch in den vergangenen 15 Jahren mit Ausnahme der Pandemie recht gleichmäßig mit Raten um etwa 2% expandiert, egal wie die Stimmung ausfiel (Chart 2).

**Chart 2 - Kaum ein Zusammenhang zwischen Stimmung und tatsächlichen Ausgaben**

Konsumentenvertrauen (Conference Board, Index 1985 = 100), reale private Konsumausgaben (Veränderung gegen Vorjahr in %, extreme Ausschläge während der Pandemie abgeschnitten). Jeweils Quartalsdurchschnitte seit 2010



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

Und ein Blick auf die "harten" Daten zeigt noch kein klares Bild, zumal bisher nur wenige Zahlen für Februar und damit für die Zeit nach dem Amtsantritt Trumps vorliegen. Einer bereits verfügbaren Datenpunkte für Februar sind die Einzelhandelsumsätze. Mit einem Plus von 0,2% gegenüber Vormonat zeigen diese auf den ersten Blick keine Schwäche an. Allerdings folgt dieser kleine Anstieg einem teilweise wohl wetterbedingten Einbruch um 1,2% im Januar. Bereinigt um Preisveränderungen haben sich die Einzelhandelsumsätze sogar noch etwas schlechter entwickelt. Von einem Einbruch kann bisher aber noch nicht die Rede sein.

Bei den Dienstleistungsausgaben stehen keine vergleichbaren umfassenden Daten zur Verfügung. Allerdings gibt es Einzeldaten zu bestimmten Dienstleistungen wie Kinobesuchen und der Zahl der Flugpassagiere. Während der Besucherandrang bei Kinos stark von einzelnen Kassenschlagern abhängt, erscheint die Zahl der Flugpassagiere als guter Konjunkturindikator. Denn bei einem Abschwung würde bei dieser Dienstleistung wohl recht früh gespart. Auch wenn die Chefs mehrerer US-Fluglinien neulich über schwache Buchungen klagten, ist hier von einem Einbruch nichts zu sehen. Vielmehr bewegen sich die Flugpassagierzahlen bisher auf oder über dem Niveau des Jahres 2024 (Chart 3).

**Chart 3 - Kein Einbruch bei der Zahl der Flugpassagiere**

Zahl der Flugpassagiere, 7-Tages-Durchschnitt, in Mio



Quelle: TSA, Commerzbank-Research

... auch weil Arbeitsmarkt bisher weitgehend stabil

Darüberhinaus lohnt ein Blick auf den Arbeitsmarkt, der in dem aktuellen Aufschwung eine zentrale Rolle spielt. So ist die Beschäftigung seit Januar 2021 jeden Monat gestiegen. Nur vor der Pandemie hatte es eine noch längere Phase eines kontinuierlichen Stellenaufbaus gegeben.

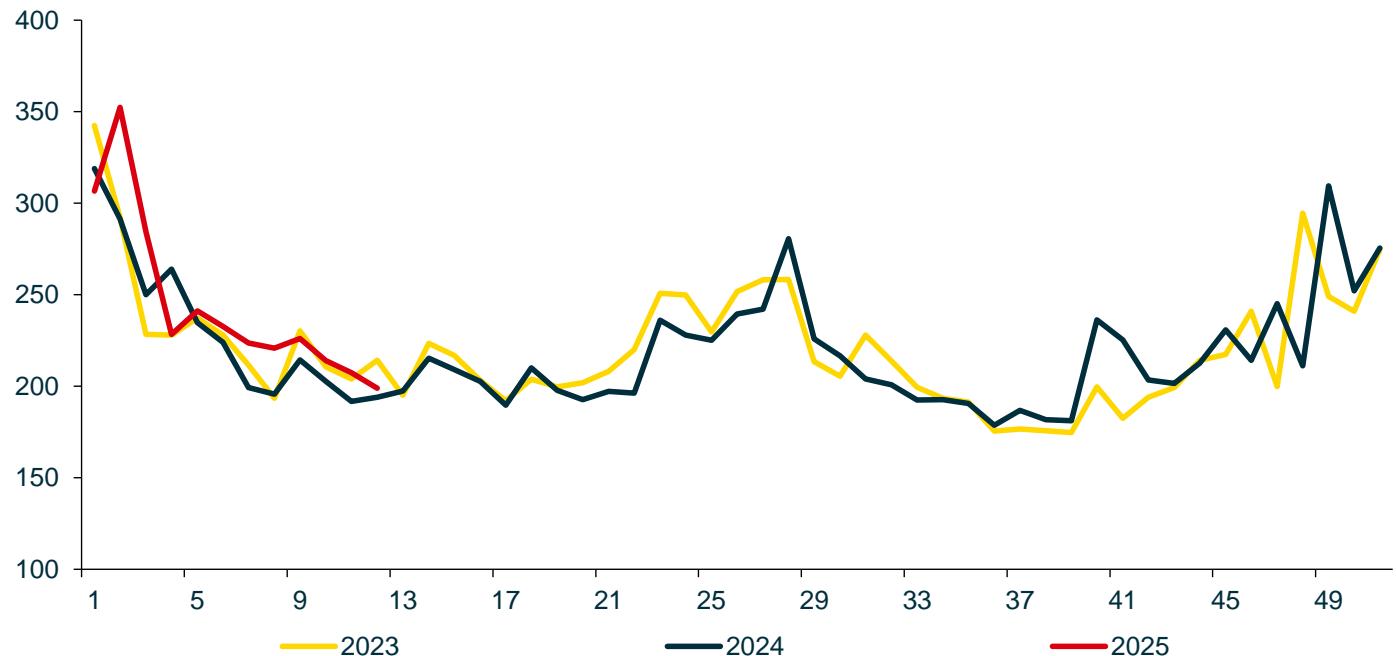
Die am schnellsten verfügbaren Daten sind hier die wöchentlichen Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe. Diese Zahlen bewegen sich auf dem niedrigen Niveau der letzten zwei Jahre (Chart 4). Auch hier sind also bisher keine Anzeichen zu sehen, dass die Unternehmen verstärkt Mitarbeiter entlassen.

Zu Sorgen Anlass gibt allerdings, dass gemäß dem letzten Arbeitsmarktbericht deutlich mehr Personen unfreiwillig Teilzeit arbeiteten. Ihre Zahl stieg im Februar von 4,48 Mio auf 4,94 Mio, das höchste Niveau seit Mai 2021. Es erscheint plausibel, dass Unternehmen zunächst die Arbeitszeit von Mitarbeitern kürzen, bevor sie Personen entlassen. Allerdings beruht diese Statistik auf einer Umfrage unter privaten Haushalten, die mit sinkenden Antwortraten zu kämpfen hat, weshalb sie als weniger zuverlässig gilt. So hatte es im letzten Sommer einen ähnlichen Sprung gegeben, der sich aber als kurzlebig erwies. Entsprechend muss man abwarten, ob sich diese Zahlen in den nächsten Monaten bestätigen. Für einen Überblick zu erfahrungsgemäß besonders konjunkturreagiblen Indikatoren siehe den Kasten am Ende.



Chart 4 - Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe stabil niedrig

Wöchentliche Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe, nicht-saisonbereinigte Daten in Tsd., Kalenderwochen in den Jahren 2023 bis 2025.



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

Aber das Risiko einer Rezession steigt

Als Fazit bleibt, dass die aggressiv-erratische Politik der Trump-Administration die Rezessionswahrscheinlichkeit merklich erhöht hat. Wir würden sie momentan bei 30-35% ansetzen, womit eine Rezession aber weiterhin nicht unser Basisszenario ist. So könnte der Gegenwind von der Politik in den kommenden Monaten nachlassen. So wurde eine Schließung der Regierungsbehörden mit dem kürzlich vom Kongress verabschiedeten Finanzierung der US-Regierung bis September abgewendet. Zudem sollen am 2. April die Grundsätze der reziproken Zölle verkündet werden, womit dann wesentliche Teile der Zollmaßnahmen auf dem Tisch liegen würden. Auch dies dürfte die Ungewissheit verringern. Und vor allem könnte das angekündigte große Steuerpaket im Frühsommer verabschiedet werden. Auch die angekündigten Deregulierungsmaßnahmen könnten dann konkreter werden. All dies könnte bereits kurzfristig die Stimmung heben, auch wenn die eigentliche Entlastung vielleicht erst 2026 erfolgt.

Die US-Wirtschaft ist wie ein Supertanker, der sich nicht so einfach vom Kurs abbringen lässt, zumal die Finanzsituation von Unternehmen und Haushalten noch recht solide aussieht. Somit ist eine merkliche Abschwächung des Wachstums wohl das wahrscheinlichste Szenario. Auch wenn der Wirtschaft damit eine Rezession erspart bliebe, dürfte die Arbeitslosenquote aber allmählich steigen.

Kasten: Worauf achten?

In nächster Zeit kommt es damit darauf an, die Konjunkturdaten auf Hinweise auf einen konjunkturellen Einbruch abzuklopfen. Dabei gibt es allerdings nicht *den* Indikator, der eine Rezession stets klar und fehlerfrei anzeigen. Schließlich treten US-Rezessionen sehr selten und oft im Kontext besonderer Situationen wie nach dem Platzen der Immobilienblase 2007 oder der Technologieblase 2001 auf, weshalb teilweise unterschiedliche Indikatoren Warnsignale sendeten.

Es erscheint daher sinnvoll, auf eine breite Palette von Indikatoren zum privaten Konsum, den privaten Investitionen und dem Arbeitsmarkt zu achten:

- Beim **Konsum** sind dies insbesondere die bereits angesprochenen Einzelhandelsumsätze sowie kurzfristige, quasi in Echtzeit verfügbare Indikatoren wie die Zahl der Flugpassagiere und der Restaurantgäste.
- Bei den **Investitionen** wären dies etwa die Aufträge für dauerhafte Güter, die Käufe von schweren LKWs sowie Zahlen aus dem Wohnungsbau wie die Baugenehmigungen, die bevorstehenden Hauskäufe und die wöchentlichen Hypothekenanträge.



- Beim **Arbeitsmarkt** reagieren erfahrungsgemäß insbesondere die Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe schnell im Abschwung. Zudem sind sicherlich auch Finanzmarktdaten wie Indikatoren der Finanzierungsbedingungen von Interesse, auch wenn gemäß einem Bonmot der Aktienmarkt zehn der letzten fünf Rezessionen korrekt vorhergesagt hat.



Research-Kontakte (E-Mail: vorname.nachname@commerzbank.com)

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

Economic Research

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

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

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

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

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

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

Tung On Tommy Wu (China)
+65 6311 0166

Zins und Credit Research

Christoph Rieger (Leiter)
+49 69 9353 45600

Michael Leister (Leiter Zinsen)
+49 69 9353 45610

Rainer Guntermann
+49 69 9353 45629

Hauke Siemßen
+49 69 9353 45619

Ted Packmohr
(Leiter Cov. Bonds und Financials)
+49 69 9353 45635

Marco Stöckle
(Leiter Credit)
+49 69 9353 45620

FX & Commodities Research

Ulrich Leuchtmann (Leiter)
+49 69 9353 45700

Antje Praefcke (FX)
+49 69 9353 45615

Tatha Ghose (FX)
+44 20 7475 8399

Charlie Lay (FX)
+65 63 110111

Michael Pfister (FX)
+49 69 9353 45614

Volkmar Baur (FX)
+49 69 9353 26854

Thu-Lan Nguyen (FX, Rohstoffe)
+49 69 9353 45617

Carsten Fritsch (Rohstoffe)
+49 69 9353 45647

Barbara Lambrecht (Rohstoffe)
+49 69 9353 45611

Tung On Tommy Wu (China)
+65 63110166

Weitere Publikationen (in Auszügen)

Economic Research: Economic Briefing (zeitnahe Kommentierung wichtiger Indikatoren und Ereignisse)
Economic Insight (Umfassende Analyse ausgewählter Themen)
Konjunktur und Finanzmärkte (Chart-Buch, das monatlich unser weltwirtschaftliches Bild darstellt)

Commodity Research: Rohstoffe Aktuell (Kommentar und Nachrichten zu Rohstoffmärkten, zweimal pro Woche)
Rohstoffe kompakt (umfassende Analyse und Prognosen zu Rohstoffmärkten)

Zins und Credit Research: Ahead of the Curve (Flaggschiffpublikation mit Analysen und Strategien für die globalen Rentenmärkte)
European Sunrise (täglicher Marktkommentar für die Europäischen Rentenmärkte)
Covered Bond Weekly (wöchentliche Übersicht und Analysen für die Covered Bond-Märkte)
Rates Radar (ad-hoc Specials und Handelsideen für die Rentenmärkte)

FX Strategy: Tagesinfo Devisen (Tageskommentar und -ausblick für die Devisenmärkte)
FX Hotspot (zeitnahe Kommentierung wichtiger Ereignisse für den Devisenmarkt)

Für den Bezug der aufgeführten Publikationen wenden Sie sich bitte an Ihren Kundenbetreuer.



Analysts

Dr. Jörg Kraemer^{AC}

Chefvolkswirt

+49 69 136 23650

joerg.kraemer@commerzbank.com

Dr. Ralph Solveen^{AC}

Stellv. Leiter Economic Research

+49 69 9353 45622

ralph.solveen@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 28/3/2025 07:14 MEZ fertiggestellt und am 28/3/2025 07:14 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, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

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

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



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

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

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

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

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

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

Zusätzliche Informationen für Kunden in folgenden Ländern:

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

© Commerzbank AG 2025. Alle Rechte vorbehalten. Version 25.01

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