



Wann lassen die Zölle die US-Inflation steigen?

Trotz massiv erhöhter Zölle ist die US-Inflationsrate gefallen. Bleibt der befürchtete preistreibende Effekt aus, oder kommt er nur später? Die Antwort auf diese Frage dürfte den Kurs der US-Notenbank und damit die Entwicklung an den globalen Finanzmärkten maßgeblich bestimmen.

Bernd Weidensteiner^{AC}

Dr. Christoph Balz^{AC}

Die Zölle steigen, aber die Inflation fällt...

Zwischen Februar und April hat US-Präsident Trump zahlreiche und teilweise drastische Zollerhöhungen angeordnet. Zwar sind viele Zollerhöhungen am 9. April wieder ausgesetzt und vorerst durch einen zehnprozentigen Zollsatz ersetzt worden.^[1] Trotzdem ist der durchschnittliche Zollsatz nach Berechnungen des Yale Budget Lab wohl auf etwa 15,8% gestiegen, womit er gut 13 Prozentpunkte höher wäre als im Durchschnitt des Jahres 2024. Da etwa ein Zehntel der Nachfrage in den USA durch Importe gedeckt wird, sollten die höheren Zollsätze die Verbraucherpreise um schätzungsweise 1,3% erhöhen.

Allerdings hat sich der Preisauftrieb in den USA zuletzt nicht verstärkt, sondern er hat sogar eher abgenommen. So hat der Verbraucherpreisindex ohne die volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise in den drei Monaten bis Mai auf das Jahr hochgerechnet nur um 1,8% zugelegt (Titelchart). Im Jahr 2024 lag diese Rate noch bei 3,2%.

... und die Fed kommt unter Druck

Trotz des schwächeren Preisauftriebs hat die US-Notenbank bisher ihren Leitzins nicht gesenkt, sondern hält den Zinskorridor bei im internationalen Vergleich recht hohen 4,25% – 4,50%. Fed-Chef Jerome Powell hat die Zurückhaltung der Fed vor allem damit begründet, dass die Zölle erst mit Verzögerung auf die Verbraucherpreise durchschlagen würden. Zudem sei noch nicht klar, wie hoch die Zölle letztlich ausfallen würden. Die Fed wartet also ab, bis sich der Nebel lichtet. Allerdings gerät die Fed zunehmend unter Druck. Präsident Trump fordert drastische Zinssenkungen und hält Powells Weigerung für "unamerikanisches" Verhalten, und je länger die Zolleffekte nicht zu erkennen sind, desto größer dürfte der Druck werden.

Die Wirkungskette von Zollerhöhungen

Tatsächlich dauert es – um mit Jerome Powell zu sprechen – "einige Zeit, bis die Zölle die Vertriebskette bis zum Endverbraucher durchlaufen haben." Zunächst einmal begleicht der Importeur die Zölle. Unter Umständen sind noch Großhändler dazwischengeschaltet, bevor die Ware beim Einzelhandel zum Verkauf steht. Noch länger ist die Kette, wenn das zu importierte Gut ein Vor- oder Zwischenprodukt für die US-Industrie ist. Dann sind noch mehr Zwischenschritte zu gehen, ehe das Endprodukt angeboten wird. Jeder Teilnehmer an der gesamten Vertriebskette hat das Bestreben, die zollbedingt erhöhten Einkaufspreise an seine Abnehmer weiterzugeben. Ob dies vollständig gelingt, hängt von der jeweiligen Marktposition, der Stärke der Nachfrage und dem Vorhandensein etwaiger Alternativen ab.

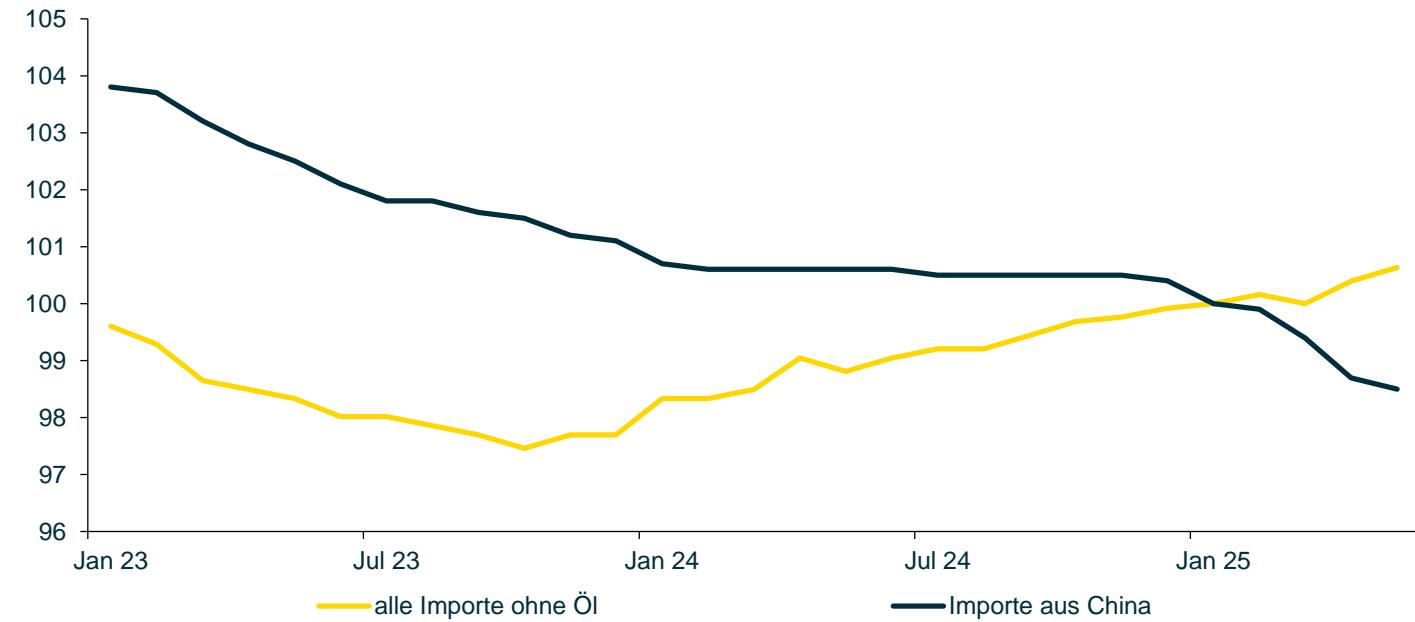
China zahlt nur sehr kleinen Teil der Zeche, ...

Dabei zeigen die jüngsten Zahlen zu den US-Einfuhrpreisen, dass die Zölle bisher weitgehend von den amerikanischen Importeuren gezahlt werden. Dabei ist es wichtig zu wissen, dass die Zölle in diesen Indizes **nicht** enthalten sind. Wenn die Ausländer die Zölle tragen würden, müssten also die US-Einfuhrpreise deutlich fallen, damit unter Berücksichtigung des Zollaufschlags die Preise für den US-Importeur gleich bleiben.

Die Daten lassen allerdings eher das Gegenteil vermuten. So steigen die Importpreise für alle Güter außer Öl seit Ende 2024 im Trend leicht. Daran hat sich im April und im Mai trotz der dann höheren Zölle nichts geändert.(Chart 1). Am ehesten lässt sich bei den Importen aus China ein Effekt feststellen. Diese wurden nach einer Phase unveränderter Preise zuletzt etwas billiger. Der Preisrückgang um 2% seit Ende 2024 gleicht aber den Zusatzzoll von 30% auf die meisten Güter bei weitem nicht aus. Auf alle Importe gerechnet spielt das offensichtlich eine noch geringere Rolle.[2]

**Chart 1 - Zölle haben kaum Einfluss auf Importpreise**

Importpreisindex, Index Januar 2025 = 100



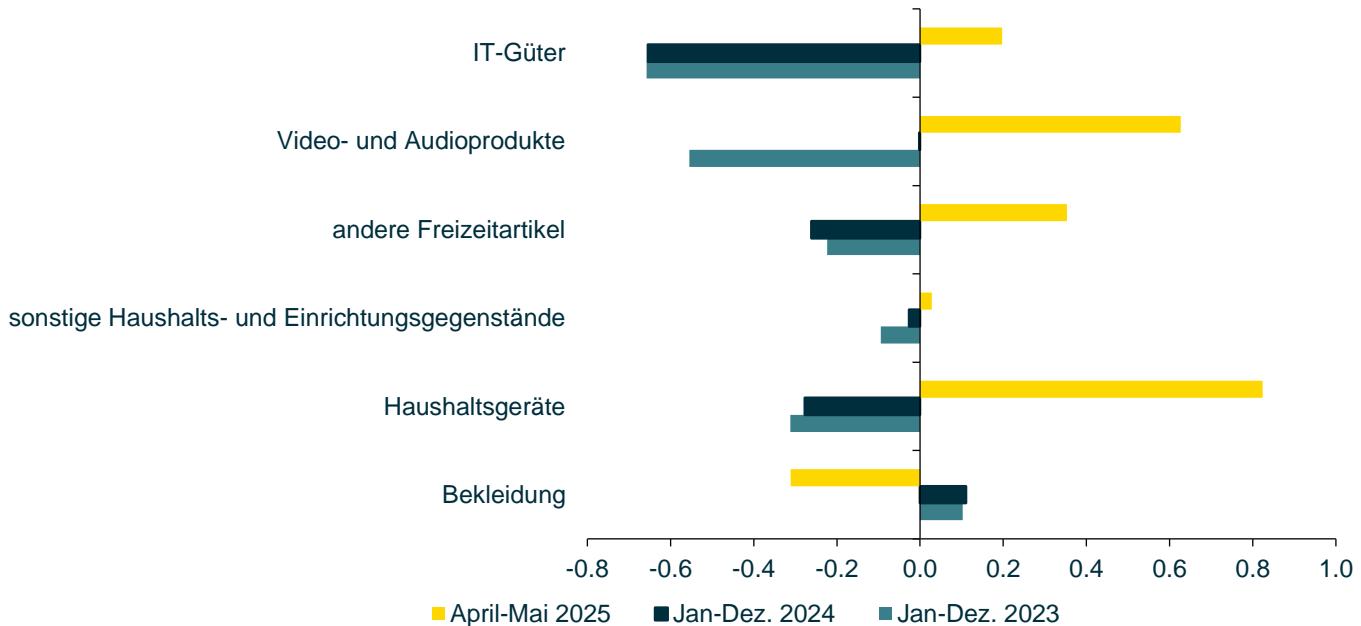
Quelle: BLS, S&P Global, Commerzbank-Research

... und auch bei den Verbrauchern ist nur ein Teil angekommen

Folglich werden die Zölle bisher in erster Linie von Inländern bezahlt. Einen Teil davon tragen bereits die Verbraucher. Denn obwohl der Preisdruck gemessen an der Kernrate der Verbraucherpreise in den letzten Monaten abgenommen hat, zeigen sich bei den Verbraucherpreisen durchaus erste Anzeichen eines Zolleffekts. Das legt die Preisentwicklung bei Warengruppen nahe, die typischerweise – vor allem aus China – importiert werden. So haben sich Haushaltsgeräte im April und Mai gegenüber dem Vormonat im Durchschnitt um 0,8% verteuert, während sie sich 2023 und 2024 monatlich um etwa 0,3% verbilligt hatten (Chart 2). Bei IT-Gütern betrug der Preisverfall 2023/24 monatlich 0,7%, zuletzt wurden sie um 0,2% teurer. Nur Bekleidung passt nicht ins Bild. Hier sanken die Preise in den letzten beiden Monaten, nachdem 2023 und 2024 geringfügig zugelegt hatten. Insgesamt halten sich die Effekte auf die Verbraucherpreise aber noch sehr in Grenzen und sind bei weitem nicht so groß, wie sie angesichts der massiven Zollerhöhungen zu erwarten wären.

**Chart 2 - Einige typische Importwaren haben sich stärker verteuert**

Verbraucherpreise für ausgewählte Warengruppen, durchschnittliche saisonbereinigte Veränderung gegen Vormonat in %



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

Bisher tragen die US-Unternehmen die Hauptlast, ...

Damit tragen bisher die US-Unternehmen die Hauptlast der Zölle. Dass sie zögern, die Belastung an ihre Kunden weiterzugeben, dürfte vor allem an der hohen Unsicherheit über die weitere Zollpolitik liegen. Weil die Trump-Administration mehrfach Zölle eingeführt und dann wieder zum mindest teilweise ausgesetzt hat, warten viele Unternehmen derzeit wahrscheinlich ab, welche Zollsätze am Ende tatsächlich dauerhaft gelten.

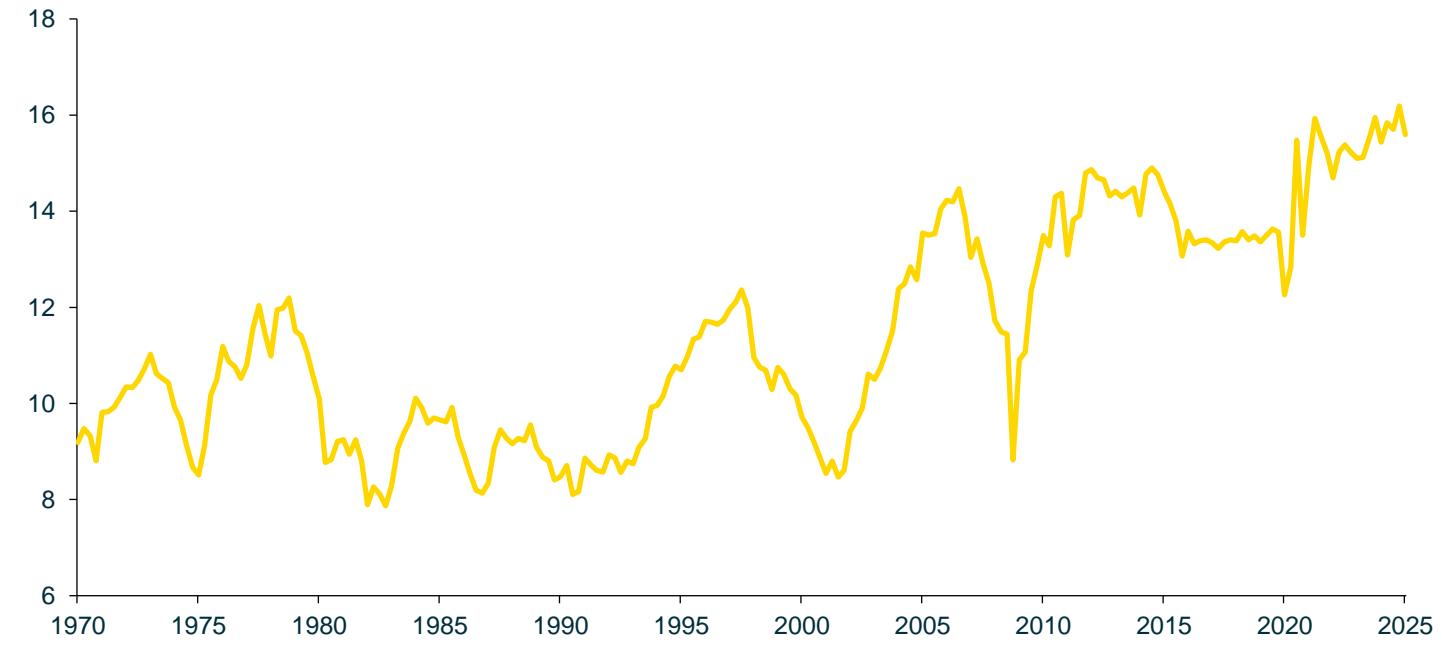
Diese abwartende Haltung können sich viele Unternehmen kurzfristig leisten, denn sie haben ihre Lagerbestände vor dem Inkrafttreten der Zölle deutlich aufgestockt. Außerdem befinden sich die Gewinnmargen nahe dem historischen Hoch (Chart 3). Beides erleichtert es ihnen, die Kosten der Zölle nicht sofort vollständig überwälzen zu müssen.

Ein Abwarten bietet sich außerdem aufgrund des politischen Drucks an. Gerade die im Rampenlicht stehenden Großunternehmen befürchten vermutlich den Zorn des Präsidenten, wenn sie die Preise spürbar anheben sollten. So berichtete die Presse, dass Trump den Chefs der Autoindustrie klargemacht habe, er würde ein solches Verhalten missbilligen, was bei den Managern Sorgen auslöste, in einem solchen Fall könnten Strafen drohen. Unter diesen Umständen könnte es die bessere Strategie sein, zumindest nicht als erster oder zweiter in der Branche die Preise zu erhöhen, sondern zu einem weniger auffälligen Zeitpunkt.



Chart 3 - Gewinnmargen nahe Rekordhoch

Unternehmensgewinne gemäß volkswirtschaftlicher Gesamtrechnung in Prozent des Volkseinkommens



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

... aber wohl kaum auf Dauer

Alle diese Punkte verzögern die Preiswirkung der Zölle, werden sie aber wohl kaum dauerhaft verhindern. Wir gehen weiterhin davon aus, dass der durchschnittliche Zollsatz längerfristig mindestens 15 Prozentpunkte höher ausfallen dürfte als vor Trumps Amtsantritt. Da die Importe sehr grob gerechnet 10% der Endnachfrage ausmachen, entspricht dies einem potenziellen Preisschub von 1,5%. Es erscheint realistisch, dass die Verbraucher letztlich den größten Teil davon schultern müssen, zumal auch andere Maßnahmen der Trump-Regierung die Preise erhöhen dürften, etwa die Verringerung der Zahl der zur Verfügung stehenden Arbeitskräfte durch eine verschärzte Abschiebung. Damit gibt es weiterhin nennenswerte Inflationsrisiken.

Fed lässt sich mit Zinssenkungen Zeit, Renditen mittelfristig höher

Dies erklärt auch, warum sich die US-Notenbank mit Zinssenkungen mehr Zeit lässt als einige das erwarten und sich den Forderungen Trumps nach einer drastischen Absenkung der Leitzinsen verweigert. Wir rechnen weiterhin mit einer Zinssenkung erst im September und erwarten danach vorsichtige und langsame Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte im Dreimonatsrhythmus. Im zweiten Halbjahr werden sich die Auswirkungen der Zölle wohl deutlicher zeigen, der Anleihemarkt wird den Inflationsrisiken daher wohl wieder ein höheres Gewicht zumessen. Die Renditen der US-Staatsanleihen dürften daher mittelfristig steigen.

[1] Berechnet man den effektiven Zollsatz als Quotient aus eingegangenen Zollzahlungen und den nominalen Importen ergibt sich nach den aktuell verfügbaren Zahlen ein Satz von 7%. Auch dies ist deutlich höher als die 2,5% im letzten Jahr. Allerdings gibt es wohl Verzögerungen bei der Datenerfassung und dem Eingang der Zollzahlungen, sodass diese Berechnung den letztlich fälligen Zollsatz unterschätzt. ([zurück zum Text](#))

[2] Der Anstieg der Importpreise könnte zumindest teilweise darauf zurückzuführen sein, dass der Dollar seit Anfang Februar – als die US-Regierung die ersten Zollerhöhungen verkündete – handelsgewichtet um 8% abgewertet hat. Da die meisten US-Importe allerdings in Dollar fakturiert werden, dürfte sich der Effekt von Wechselkursänderungen auf die Importpreise zumindest kurz- bis mittelfristig sehr in Grenzen halten. Hierfür spricht auch, dass die Importpreise auch in den Monaten zuvor gestiegen waren, obwohl der Dollar deutlich zugelegt hatte. ([zurück zum Text](#))



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 27/6/2025 07:08 CEST fertiggestellt und am 27/6/2025 07:08 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, 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 Sachverständnis 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 Aussügen 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 25.02

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 60327 Frankfurt	30 Gresham Street London, EC2P 2XY	New York, NY 10281-1050	#17-01 Guoco Midtown Singapore 189773
Tel: + 49 69 136 21200	Tel: + 44 207 623 8000	Tel: + 1 212 703 4000	Tel: +65 631 10000