



## Was bedeuten Trumps Zölle für Deutschland?

Donald Trump macht Ernst mit seinen Zolldrohungen und könnte bald auch europäische Exporte ins Visier nehmen. Wir analysieren, welche Wirtschaftszweige in Deutschland dies treffen würde und wo die Abhängigkeit vom Export in die USA am höchsten ist. Im Extremfall könnte innerhalb von zwei Jahren die Hälfte der deutschen Exporte in die USA wegbrechen.

Dr. Vincent Stamer<sup>AC</sup>

### Welche Zollpläne von Donald Trump betreffen Deutschland?

Der US-Präsident hat in seiner noch jungen Amtszeit diverse Zölle auf Importe angekündigt. In dieser Woche sind mit Abgaben von 25% auf alle Stahl- und Aluminiumprodukte die ersten Zölle in Kraft getreten, die auch Exporte aus Europa direkt treffen. Dass Trump weitere Abgaben auf Einfuhren aus der Europäischen Union (EU) einführt, ist wohl nur eine Frage der Zeit. Denn der US-Präsident geht davon aus, dass die EU gegründet wurde, "um die USA abzuzocken." Auch das Handelsdefizit der USA im Warenhandel mit der EU von mehr als 200 Milliarden US-Dollar ist Donald Trump ein Dorn im Auge.

Bereits am **2. April** könnte Trump die folgenden Zölle gegenüber der EU einführen oder ankündigen:

- **Sektorspezifische Zölle:** Einfuhrzölle auf bestimmte Sektoren wie Autos, Medikamente und Computerchips könnten auf 25% angehoben werden.
- **Reziproke Zölle:** Die US-Einfuhrzölle werden auf das gleiche Niveau wie die Zölle angehoben, die Handelspartner (etwa die EU) bei Einfuhren aus den USA verlangen.

Verschiebungen der Ankündigungen oder ein späteres Inkrafttreten der Zölle ist zweifellos möglich. Auch viele weitere Details sind derzeit unbekannt, und es ist unklar, ob sich diese Zölle vollumfänglich ergänzen. Es lässt sich auch nicht ausschließen, dass die USA pauschal auf alle Waren aus der EU einen Zollsatz von 25% erhebt. Wir analysieren die wichtigsten Szenarien.

### Extremscenario: 25% Zoll auf alle EU-Waren reduziert Exporte in die USA um die Hälfte

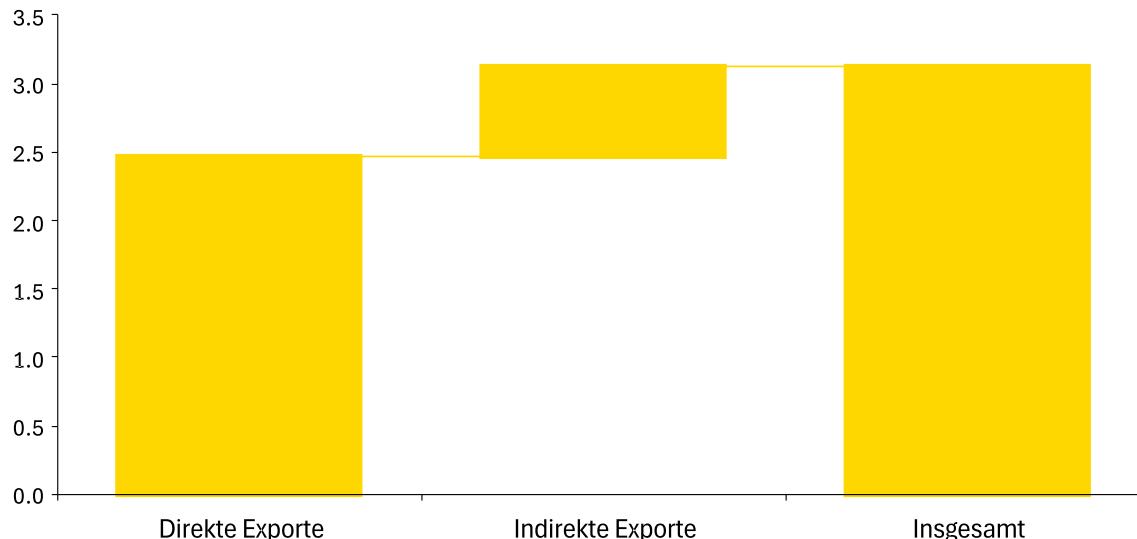
In einer öffentlichen Kabinettsitzung sprach Trump von 25% Zöllen auf "Autos und alle anderen Waren" aus der EU. Wir betrachten dies als das extremste Szenario. Die Zölle wäre auch deshalb extrem, da der Durchschnittszoll der Vereinigten Staaten unter Biden weniger als 3% betrug, die Abgaben also sehr stark steigen würden.

Der enorme Schaden für die deutsche Wirtschaft beruht darauf, dass etwa 3% des deutschen Bruttoinlandsprodukts (BIP) über direkte Exporte und internationale Lieferketten in die USA gelangt (Chart 1.)<sup>[1]</sup> Alleine die direkten Exporte von Deutschland in die USA entsprechen 2,5% des deutschen BIPs. Zudem gehen in anderen Ländern (vor allem EU-Ländern) deutsche Zwischengüter in die Produktion ein und werden dann von diesen Drittstaaten in die USA exportiert. Auf solche indirekten Exporte über Drittstaaten gelangen 0,6% des deutschen BIPs in die USA.



### Chart 1 - Etwa 3% der deutschen Wertschöpfung hängt an den USA

Wertschöpfungsexporte von Deutschland in die USA, Werte von 2019, Anteil am BIP in %



Quelle: OECD, Weltbank, Commerzbank-Research

Mit höheren Einfuhrzöllen der USA würden die Preise für europäische Produkte auf dem US-Markt steigen und die Nachfrage amerikanischer Konsumenten würde sinken. Bei einem zusätzlichen Zoll von 25% auf alle europäischen Produkte könnten sich die Exporte in die USA innerhalb von zwei Jahren etwa halbieren.<sup>[2]</sup> Die Hälfte der deutschen Exporte in die USA entspricht etwa 1,5% der deutschen Wertschöpfung.

### Anpassungskanäle mildern Schaden für das BIP auf 0,5 bis 1,0% ab

Allerdings mildern verschiedene Anpassungskanäle diesen Effekt ab:

1. **Wechselkurs:** Einfuhrzölle in die USA könnten die dortige Inflation anschieben. Dies würde den Spielraum der Fed für Zinssenkungen verringern und den US-Dollar gegenüber dem Euro stützen, womit deutsche Waren in Dollar gerechnet billiger wären als ohne diesen Effekt. Dies würde einen Teil der höheren Einfuhrzölle ausgleichen.
2. **Umleitungseffekte:** Ein Teil der nun nicht mehr in den USA abgesetzten Waren könnte in andere Länder exportiert werden. Das dürfte für jene Sektoren einfacher sein, in denen die Abhängigkeit vom US-Markt geringer ist.
3. **Gegenzölle:** Führt die EU Gegenzölle auf Einfuhren aus den USA ein, werden US-Produkte auf dem europäischen Markt im Vergleich zu heimischen Erzeugnissen teurer. Damit würde die Nachfrage nach US-Produkten ab- und die nach heimischen Produkten zunehmen. Das fördert die Produktion in Deutschland.
4. **Zölle auf Drittstaaten:** Häufig unterschätzt wird der Effekt von US-Zöllen auf die Importe aus Drittstaaten. Erhebt die USA höhere Zölle auf Waren aus Drittstaaten (wie Kanada, Mexiko und China) als auf deutsche Waren, verbessert sich die relative Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Produkte auf dem US-Markt.

Da alle beschriebenen Kanäle die Wirkung der US-Zölle auf die deutsche Wirtschaftsleistung dämpfen dürften, gehen wir davon aus, dass diese für sich genommen das deutsche Bruttoinlandsprodukt innerhalb der ersten zwei Jahre um 0,5% bis 1,0% drücken wird.<sup>[3]</sup> Diese Berechnung ist allerdings mit großer Unsicherheit behaftet.

### Sektorspezifische Zölle: Automobil- und Pharmabranche im Visier

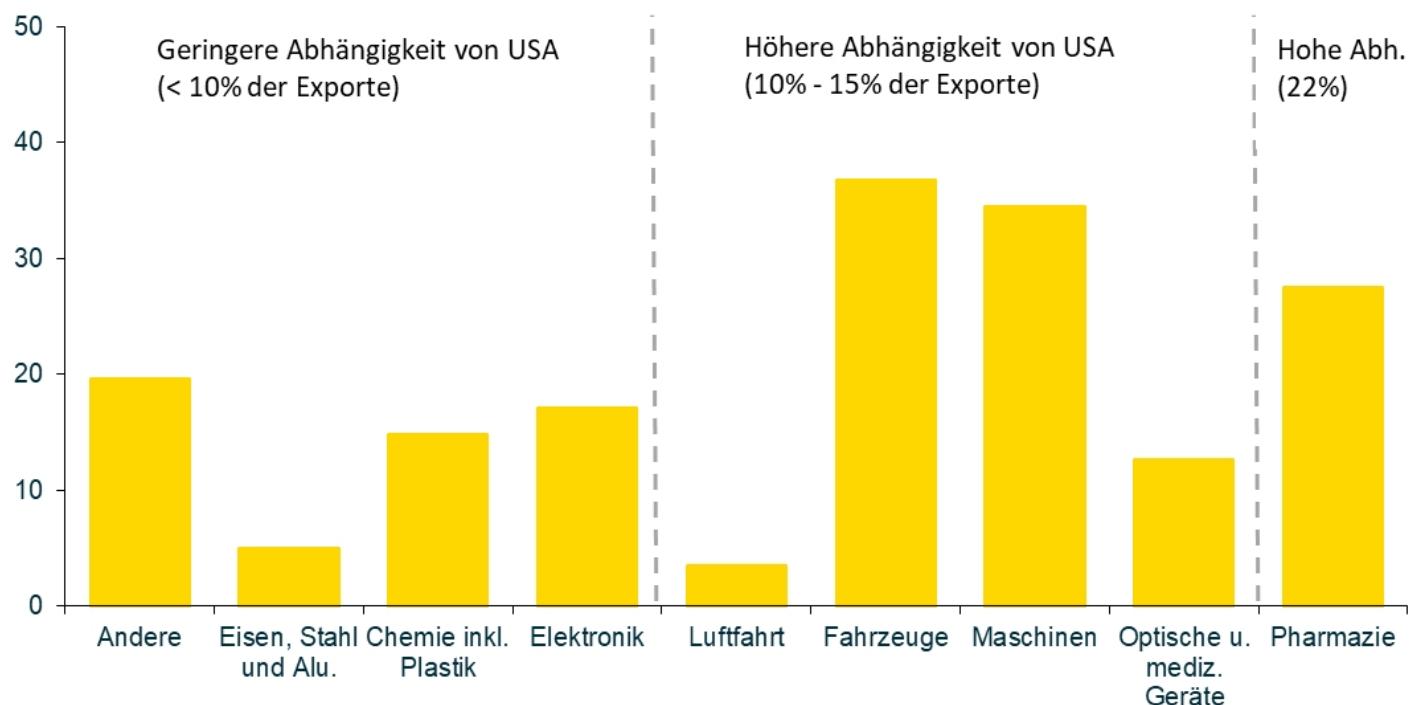
Sollten die USA keine 25% Zölle auf alle EU-Waren einführen, hat Trump immer noch 25% Zölle auf bestimmte Produktgruppen angedroht. Nach den Stahl- und Aluminiumprodukten stehen vor allem die Automobil- und die Pharmabranche (etwa 40% der deutschen Exporte in die USA) im Visier. Entsprechend wäre der negative Effekt mit 0,2% bis 0,4% innerhalb von zwei Jahren auf das deutsche BIP auch im Vergleich zum Extremzenario oben niedriger. Dafür ist in diesem Szenario die Wahrscheinlichkeit für Zölle höher – gerade im Automobilsektor: Donald Trump wollte bereits in seiner ersten Amtszeit Zölle auf europäische Autos erheben und bei Automobilen weist die USA ein sehr hohes Handelsdefizit auf, das Trump mit Zöllen reduzieren möchte.



Gerade für die Betrachtung einzelner Sektoren ist wichtig, wie hoch das Exportvolumen in die USA ist und wie stark Unternehmen auf die USA als Abnehmerland konzentriert sind. Je höher die Konzentration der Exporte auf den amerikanischen Markt ist, desto schwieriger ist es, alternative Abnehmer in Drittstaaten zu finden (geringe Umleitungseffekte). Mit einem US-Anteil von 22% an allen Exporten ist die Konzentration bei pharmazeutischen Produkten am höchsten (Chart 2.) Den US-Markt in diesem Bereich zu ersetzen, ist besonders schwer. Auch die gewichtigen Bereiche Fahrzeuge und Maschinen weisen eine überdurchschnittliche Konzentration auf den US-Markt auf. Es befinden sich in diesen Sektoren außerdem einzelne Produkte, bei denen die Abhängigkeit vom US-Markt noch höher ist. Beispiele hierfür sind Turbinen (864 Mio. € Exporte und 45% US-Konzentration) und Proteinhormone (488 Mio. € Exporte und 82% US-Konzentration.)

### Chart 2 - Branchen konzentrieren sich auf den US-Markt

Exporte von Deutschland in die USA in 2023, in Mrd. €, Notizen oben: Anteile der US-Exporte an allen Exporten



Quelle: Commerzbank-Research

### Reziproke Zölle: Vor allem Autoexporte exponiert

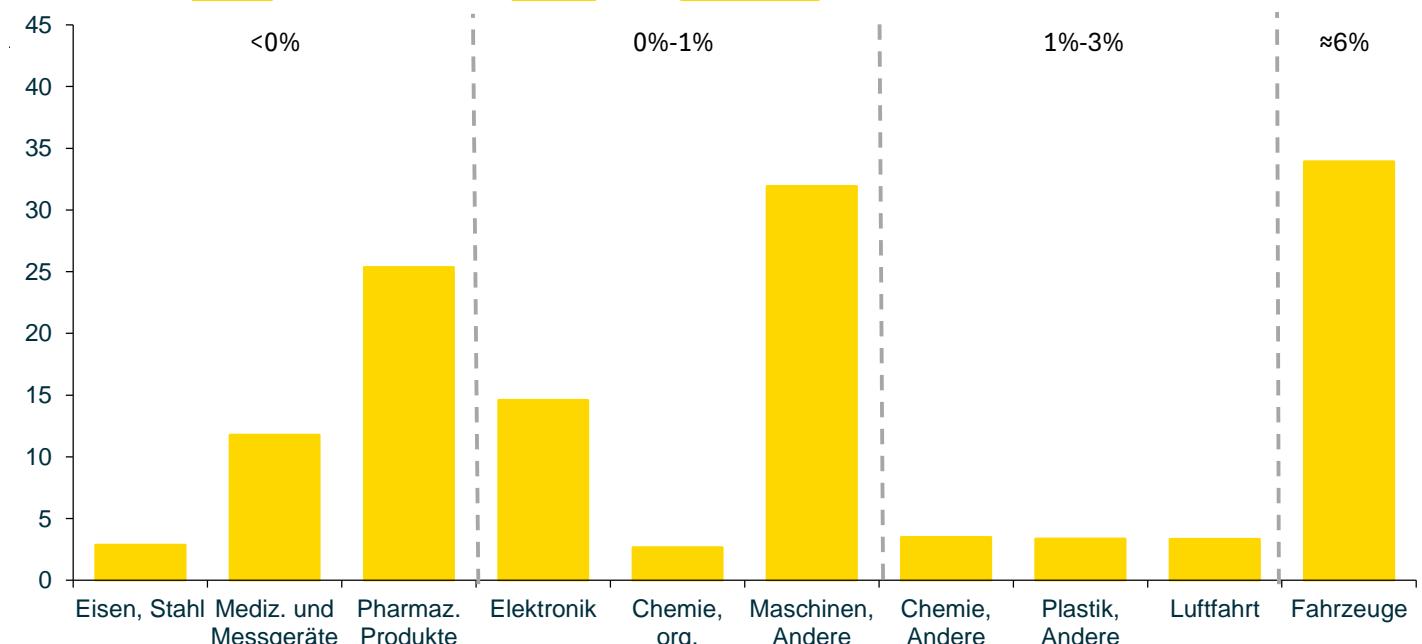
Ein weiteres Szenario stellen die sogenannten reziproken Zölle dar. Die Ausgestaltung dieser Zölle ist unsicherer als in den Szenarios oben. Grundsätzlich würden die USA bei reziproken Zölle ihre Einfuhrabgaben auf Importe von Handelspartnern auf das Niveau erhöhen, das die Handelspartner bei ihren Einfuhren von den USA verlangen. Im Falle von Importen aus Deutschland würden die USA also die Zölle auf das Niveau der EU erhöhen. In der Regel würde dies auf der detaillierten Produktebene erfolgen. Auch in diesem Szenario wäre die deutsche Automobilindustrie getroffen. Denn die USA erheben auf PKW einen Einfuhrzoll von 2,5%, die EU aber einen Zoll von 10%. Für alle Fahrzeuge (LKW, Busse und PKW) würde das eine Zollerhöhung von etwa 6% bedeuten (Chart 3.) Der Maschinenbau könnte mit einem Zollunterschied von etwa 1% mit einem blauen Auge davonkommen. Von einem reziproken Zoll dürften die pharmazeutischen Produkte gar nicht betroffen sein. Auch insgesamt würde der volkswirtschaftliche Effekt von unter 0,1% des deutschen BIPs nicht ins Gewicht fallen.

Dieser Analyse liegt zugrunde, dass die USA tatsächlich auf Produktebene vorgehen. Im Gegensatz dazu hat ein Berater des Weißen Hauses von einer Zollrate pro Land gesprochen. So könnten die USA beispielsweise ihre Einfuhrzölle um die durchschnittliche Differenz zwischen den USA und der EU erhöhen. Dieser Wert wäre je nach Grundlage für die Gewichtung unter 1% und wohl der günstigste Fall für die EU. Allerdings steht auch ein Einbeziehen der Differenz der Mehrwertsteuer und nicht-tarifärer Barrieren im Raum [4]. Hier ist zwar völlig unklar, welche Form diese Rechnungen annehmen könnte. Zweifellos würde dies die zusätzliche Zollrate aber erhöhen. Im extremen Fall könnte Donald Trump damit den pauschalen Zollsatz von 25% auf EU-Produkte rechtfertigen.



### Chart 3 - Der Automobilsektor wäre von reziproken Zöllen stark getroffen

Exporte von Deutschland in die USA in 2023, in Mrd. Euro; Notizen oben: Differenz der durchschnittlichen



Quelle: UN Comtrade, Commerzbank-Research

### Sektorbezogene Zölle bilden das Basiszenario

Wie im Fall der Zölle gegen Kanada und Mexiko könnte Trump auch gegenüber der EU die Zölle auf alle Waren um 25% erhöhen, um Zugeständnisse zu erzwingen. Genau wie im Fall mit Kanada und Mexiko ist allerdings nicht klar, wie lange diese Zölle tatsächlich Bestand haben. Für den vollen Effekt (0,5% - 1,0% BIP Rückgang über zwei Jahre) müssten die Zölle auch zwei Jahre bestehen bleiben. Nachdem Trump in der Kabinettsitzung "Zölle auf Autos und alle anderen Waren" aus der EU erwähnte, war außerdem nicht klar, ob tatsächlich alle oder nur ausgewählte Produkte gemeint waren.

Für wahrscheinlicher halten wir es daher, dass nur sektorspezifische Zölle längerfristig eingesetzt werden. Das gilt insbesondere für europäische Automobilexporte. Hinzu könnten die reziproken Zölle kommen, deren Ausgestaltung aber noch sehr offen ist. Aus diesem Grund gehen wir insgesamt von Schäden in der Größenordnung von 0,2% bis 0,4% innerhalb von zwei Jahren für die deutsche Wirtschaft aus.

[1] Diese Berechnung beinhaltet nicht den Handel mit Dienstleistungen, da diese nicht mit Zöllen belegt werden können. Im Jahr 2029 hat der Handel mit Dienstleistungen weniger als 10% des Gesamthandels einschließlich Waren zwischen Deutschland und den USA ausgemacht. In dieser Betrachtung zählt die deutsche "Wertschöpfung" in den Exporten – also nur der Teil der Waren, der auch tatsächlich in Deutschland produziert wird. ([Zurück zum Text](#))

[2] Die Höhe des Rückgangs von Importen in Prozent aufgrund von höheren Zöllen in Prozentpunkten wird als "Elastizität" ausgedrückt. Innerhalb eines Jahres gilt eine Elastizität von -1 als wahrscheinlich. Über einen Zeitraum von mehreren Jahren könnte die Elastizität bis zu -4 betragen. Für dieses Rechenbeispiel wurde ein Wert von -2 gewählt. Dies entspricht der beobachteten Elastizität der USA im Handelskrieg gegen China im Jahr 2018 innerhalb von zwei Jahren: <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/global-trade-patterns-in-the-wake-of-the-2018-2019-u-s-china-tariff-hikes-20240412.html> ([Zurück zum Text](#))

[3] Bei dieser Rechnung besteht enorme Unsicherheit – nicht zuletzt aufgrund fehlender Details zu den Zöllen. Daher ist die Berechnung in keinem Fall eine Prognose für die deutsche Wirtschaft, sondern eine erste Abschätzung der Dimension der Effekte. Die Dimension der Effekte deckt sich aber mit den Ergebnissen anderer Studien. ([Zurück zum Text](#))

[4] Die Mehrwertsteuer in Deutschland beträgt 19%, die durchschnittliche Verkaufssteuer über die US-Bundesstaaten und US-Kommunen hinweg aber nur etwa 7%. Zu den nicht-tarifären Barrieren zählen unter anderem Einfuhrquoten, technische Standards und Auflagen zur Lebensmittelqualität. Diese in einen äquivalenten "ad valorem" Zoll zu übersetzen, ist nur mit enormer Ungenauigkeit möglich. ([Zurück zum Text](#))



## 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.



# 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 14/3/2025 07:16 MEZ fertiggestellt und am 14/3/2025 07:16 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