



Trumps Zölle – Wen trifft's?

Wenn die USA am Wochenende tatsächlich Zölle gegen Kanada und Mexiko verhängen, sollen diese politische Konzessionen dieser Länder erzwingen. Bald könnten aber auch aus handelspolitischen Motiven Zölle erhoben werden. Wir beschreiben unser Verständnis der amerikanischen Handelspolitik und zeigen Risiken auf.

Bernd Weidensteiner^{AC}

Dr. Christoph Balz^{AC}

Trump nutzt Zölle zunächst als Hebel bei der Einwanderung, ...

Für Donald Trump können mit der Erhebung von Zöllen verschiedene Zwecke verfolgt werden. Erstens sollen damit "unfaire Handelspraktiken" (vulgo Handelsbilanzdefizite) bekämpft werden. Zweitens geht es um die Generierung von Einnahmen, um beispielsweise Steuersenkungen zu finanzieren. Und drittens sind Zölle ein Mittel in praktisch allen anderen Auseinandersetzungen, um die Gegenseite zu Zugeständnissen zu zwingen.

In den ersten Tagen seiner Präsidentschaft stand das dritte Motiv im Zentrum. So drohte Trump mit Zöllen, um die illegale Einwanderung in die USA zu bekämpfen. Schließlich ist die Grenzsicherung für viele seiner Wähler Thema Nr. 1. Ins Visier rückten dabei mehrere Länder:

- Am letzten Wochenende weigerte sich die Regierung **Kolumbiens** zunächst, Abschiebeflügen aus den USA eine Landeerlaubnis zu erteilen. Trump drohte daraufhin einen sofortigen Zoll von 25% an, der sich in einer Woche auf 50% erhöhen würde. Da die USA der wichtigste Exportmarkt Kolumbiens sind, hat dessen Regierung nach Angaben des Weißen Hauses daraufhin engelenkt, sodass Donald Trump von der Umsetzung der angedrohten Strafmaßnahmen absah.
- Pressemeldungen zufolge verdichten sich die Anzeichen, dass Trump bereits an diesem Wochenende gegen **Kanada** und **Mexiko** vorgehen könnte. Trump hatte kurz nach seiner Amtseinführung einen Zollsatz von 25% auf Importe aus Mexiko und Kanada in Aussicht gestellt und als möglichen Termin den 1. Februar genannt. Er begründete dies damit, dass diese Länder den Strom von Migranten und Drogen wie Fentanyl in die USA nicht ausreichend bekämpfen würden. Der ebenfalls angedrohte zusätzliche 10%-ige Zollsatz auf Importe aus **China** wurde damit gerechtfertigt, dass China Vorprodukte für Fentanyl nach Mexiko liefert.

... aber bald wohl auch als Mittel gegen das Handelsdefizit

Während diese angedrohten Maßnahmen also nicht-ökonomische Ziele verfolgten, dürfte bald der Kampf gegen das hohe Handelsdefizit in das Zentrum rücken. Dass Trump sich hier bisher zurückgehalten hat, liegt womöglich auch daran, dass einige der für die Verhängung von Zöllen in Frage kommenden gesetzlichen Grundlagen vorherige Untersuchungen erfordern. Entsprechend hat Trump die zuständigen Behörden beauftragt, bis zum 1. April Berichte zu unfairen Handelspraktiken anderer Staaten, zu Währungsmanipulation, diskriminierenden ausländischen Steuern sowie zu den Praktiken des Technologietransfers vorlegen. Außerdem sollen sie Maßnahmen vorschlagen, um das beträchtliche Handelsdefizit der USA zu reduzieren. Auf Basis der im April vorliegenden Analysen hat Trump dann vielfältige Möglichkeiten, einzelne Länder, Branchen oder ganze Ländergruppen ins Visier zu nehmen.

Was zeichnet sich ab?

In den letzten Tagen machten insbesondere folgende Zollpläne Schlagzeilen:

- Der neuen Finanzminister Bessent favorisiert wohl einen allgemeinen Zoll, der zu Beginn 2,5% beträgt und monatlich um 2,5 Prozentpunkte angehoben wird, bis ein Maximalsatz von z.B. 20% erreicht ist. Ein solcher allgemeiner Zoll würde Ausweichreaktionen begrenzen – beispielsweise die Umleitung chinesischer Exporte, die für die USA bestimmt sind, über Vietnam – und auch dem von Trump immer wieder angeführten Einnahmemotiv Rechnung tragen.
- Trump selbst fand 2,5% viel zu niedrig und brachte Zölle auf ausgewählte Produkte ins Gespräch. „Wir werden uns Pharmazeutika – Medikamente – ansehen, wir werden uns Chips und Halbleiter ansehen, und wir werden uns Stahl und einige andere Branchen ansehen“, sagte er. Außerdem forderte er, dass Zölle auf im Ausland hergestelltes Kupfer und Aluminium erhoben werden sollen.
- Auch ohne direktes Zutun der Regierung nimmt der Kongress bereits China ins Visier. So haben einige Kongressabgeordnete bereits eine Gesetzesvorlage in den Senat und in das Repräsentantenhaus (dort mit Unterstützung von Demokraten) eingebracht, die China den Status der "Permanent Normal Trade Relations" entziehen soll. Gemäß der Vorlage soll ein Zoll von 100% auf als



strategische eingestufte Waren aus China erhoben werden und ein Mindestzoll von 35% auf die übrigen. Ein robustes Vorgehen gegen China hat überparteiliche Rückendeckung.

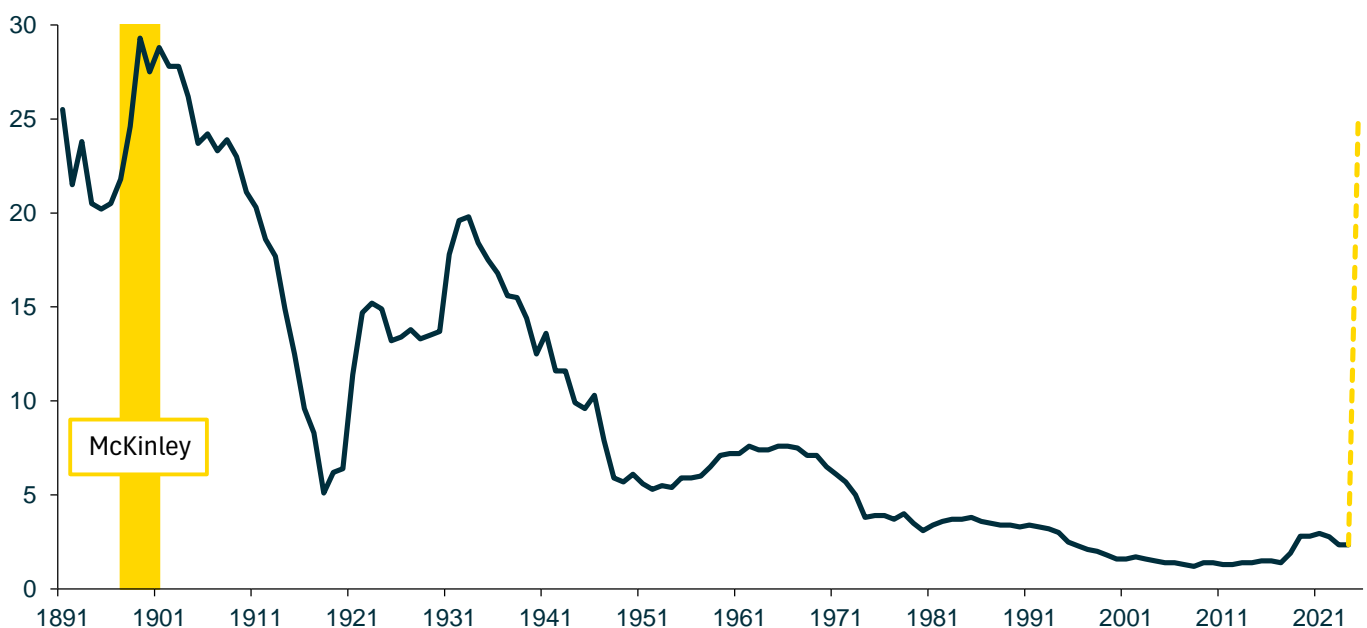
Hinsichtlich des Vorgehens gegen die EU gibt es bislang wenig konkrete Informationen. Trump thematisiert aber immer wieder das hohe US-Defizit im bilateralen Handel. In Davos sagt er kürzlich, dass die EU die USA "sehr, sehr unfair und sehr schlecht behandeln" würde. Immer wieder hat er Deutschland und dort besonders die deutsche Autobranche ins Visier genommen. Damit bleiben Zölle gegen die EU möglich. Das gilt umso mehr, als die EU selbst zum Protektionismus neigt, statt pragmatisch einen Deal mit Trump zu suchen.

USA verabschieden sich vom Freihandel

Trotz der Zollerhöhungen in der ersten Amtszeit Trumps und vereinzelter weiterer Erhöhungen durch Biden sind die USA insgesamt immer noch eine Wirtschaft mit niedrigen Zöllen. Der Effektivzoll – also die Zolleinnahmen in % des gesamten Importwertes – liegt aktuell bei 2,3%. Zwei Drittel der Waren kommen noch zollfrei ins Land. Sollte Trump seine Zollpläne umsetzen, wäre das nach dem Zweiten Weltkrieg etablierte System eines relativ freien Handels passé. Ein allgemeiner Zoll von 25% würde die USA zurück ins 19. Jahrhundert bringen. Donald Trump betrachtet nicht umsonst Präsident McKinley als großes Vorbild. Unter dessen Führung von 1897 bis 1901 erreichten die US-Zölle ihren Hochpunkt (Chart 1).

Chart 1 - US-Zölle: Zurück ins 19. Jahrhundert?

Effektiver Zollsatz (Zolleinnahmen in % der gesamten Einfuhren), Jahresdaten. Szenario für 2025: Zollsatz von 25%. Amtszeit Präsident McKinleys gelb unterlegt



Quelle: USTR, Census, Commerzbank Research

"Neue" Handelspolitik ...

Dabei verfolgt Trump offensichtlich eine Schock-Strategie. Durch den Einsatz überwältigender Macht und spektakulärer Aktionen soll der Gegner gelähmt und sein Kampfeswillen gebrochen werden. Dies soll wie im Konflikt mit Kolumbien schnelle Erfolge bringen. Diese sind aus Trumps Sicht auch notwendig, da ihm nur begrenzte Zeit zur Verfügung steht. So kann er derzeit ausnutzen, dass die innenpolitische Opposition noch unsortiert ist und sich die Handelspartner noch nicht auf die neue Administration eingestellt haben. Zudem könnten seine Handlungsmöglichkeiten in zwei Jahren beschränkt werden, wenn die Republikaner bei den Zwischenwahlen zum Kongress 2026 ihre knappe Mehrheit in einer der beiden Kammern verlieren würden, wofür spricht, dass die Partei des Präsidenten bei den Zwischenwahlen häufig Sitze im Kongress verliert. Zudem endet in vier Jahren die zweite Amtszeit Trumps ohne Möglichkeit einer Wiederwahl.



... soll US-Industrie wieder groß zu machen, ...

Mit seiner Handelspolitik will Trump das verarbeitende Gewerbe wieder zum Wachstumstreiber der Wirtschaft zu machen. Denn dieses gilt als Motor der Innovation und soll damit indirekt auch die gesamte Wirtschaft voranbringen. Zudem hat eine Renaissance der Industrie durchaus strategische Hintergründe: Vor dem Hintergrund drohender Konflikte mit China und Russland hat der Aufbau einer starken industriellen Basis auch abschreckende Wirkung. Denn diese könnte man im Notfall rasch auf Verteidigungsproduktion umstellen, was nicht so einfach möglich ist, wenn die Produktionsbasis nicht mehr ausreichend vorhanden ist. Und schließlich hat die Sehnsucht nach einer starken Industrie auch nostalgische Gründe. Denn in der Vergangenheit sorgte dieser Sektor für gutbezahlte Jobs auch für Amerikaner ohne höheren Bildungsabschluss und war damit ein Motor des amerikanischen Traums.

Im Schutz von Zollmauern soll diese "goldene Zeit" wieder auferstehen. Die durch eine unvorhersehbare Zollpolitik ausgelöste Investitionsunsicherheit im Ausland ist dabei durchaus gewollt. Schließlich soll sie ausländische Unternehmen dazu bringen, Produktionsstätten in den USA aufzubauen.

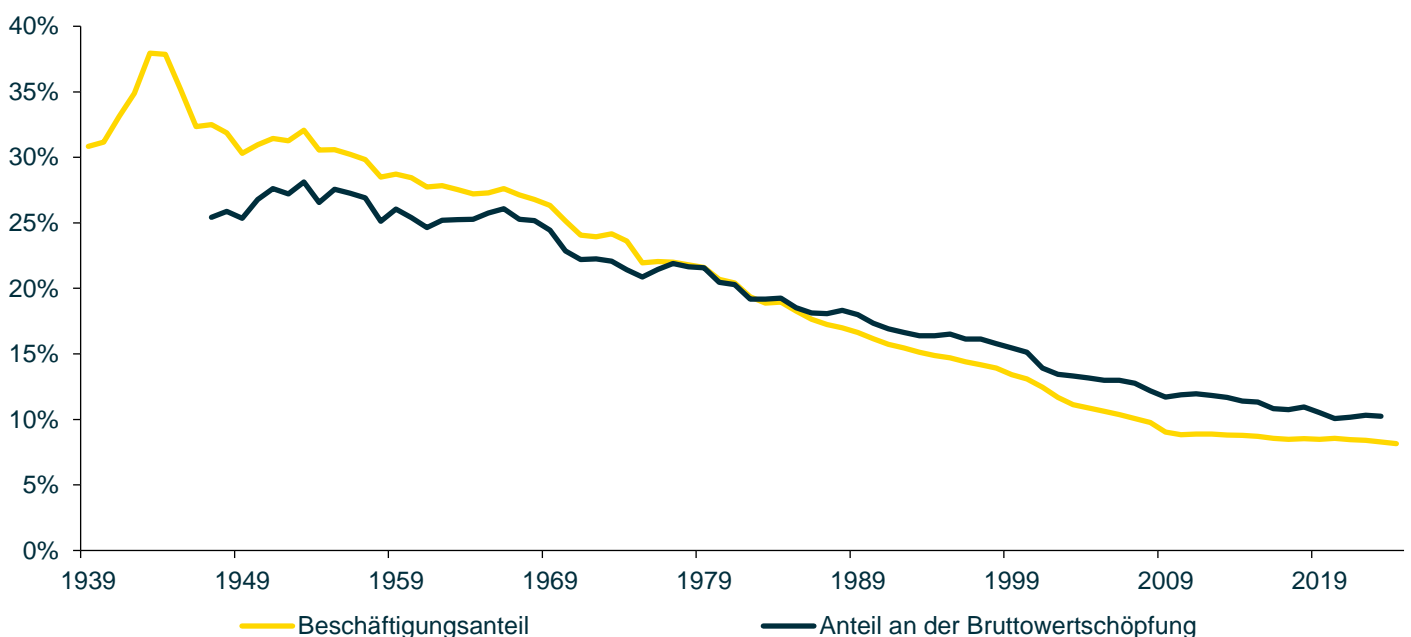
... hat aber wenig Aussicht auf Erfolg, ...

Der relative Bedeutungsverlust der Industrie ist allerdings keine Besonderheit der USA, und er ist auch nicht erst im Gange, seitdem China den Weltmarkt mit angeblich unfairen Mitteln aufrüllt. So ist der Anteil des verarbeitenden Gewerbes an der Wirtschaftsleistung der USA von 29% im Jahr 1950 recht gleichmäßig auf zuletzt noch 10% gefallen. Der Beschäftigungsanteil der Industrie hatte seinen Gipfel im Zweiten Weltkrieg bei knapp 40% und beträgt jetzt nur noch auf 8%. Selbst wenn es gelänge, durch eine verstärkte Inlandsproduktion die Handelsbilanz auszugleichen, würde der Wertschöpfungsanteil der Industrie nur auf etwa 13-14% steigen, also in etwa auf den Wert von Anfang des 21. Jahrhunderts.

Allerdings würde dies wohl kaum die Wirtschaftsleistung erhöhen, sondern auf Kosten anderer Sektoren gehen. Schließlich produziert die US-Wirtschaft bereits jetzt nahezu an der Kapazitätsgrenze, die Arbeitslosenquote ist mit 4,1% sehr niedrig. Um die Industrieproduktion deutlich zu erhöhen, müssten Arbeitskräften aus den anderen Sektoren in die Industrie wechseln, insbesondere wenn die geplante massenweise Ausweisung illegaler Einwanderer den Arbeitskräftepool ohnehin verringern würde. Damit würden hohe Zollmauern wohl in erster Linie nicht das reale Bruttoinlandsprodukt erhöhen, sondern die Inflation in den USA anschieben.

Chart 2 - Die Zeiten der USA als "Industrieland" sind vorbei

Anteil des verarbeitenden Gewerbes an der Beschäftigung außerhalb der Landwirtschaft und an der Wirtschaftsleistung, Jahresdaten in %



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



... und es droht großer Flurschaden

Mit seiner Schockstrategie dürfte Trump zudem den USA längerfristig zu schaden. Sollte Trump tatsächlich trotz des Freihandelsabkommens USMCA kurzfristig Importe aus Kanada und Mexiko mit Zöllen belegen, werden sich viele Partner fragen, was Verträge mit den Amerikanern noch wert sind.

Gleichzeitig schafft man Anreize für andere Länder, den Handel untereinander auszubauen als Ausgleich für wegbrechende Märkte in den USA. In diese Richtung zielt etwas das Handelsabkommen zwischen der EU und den Mercosur-Staaten in Südamerika.

Tatsächlich hat nach Angaben der Weltbank in 72% der Staaten der internationale Handel als Prozentsatz des BIP zwischen 2016 und 2023 zugelegt. In den USA hat dagegen der Außenhandel an Bedeutung verloren. Längerfristig drohen den USA eine Randlage im internationalen Handel, die Produktivität und Wachstum bremst.

Was kann Europa tun?

Die US-Regierung ist offenbar entschlossen, ihre Ziele mit rabiatischen Methoden zu verfolgen. Die Frage ist, wie die EU am besten auf die neue Handelspolitik der USA reagieren sollte. Ein Ansatzpunkt könnte der offenbar transaktionsorientierte Ansatz von Donald Trump sein: Wenn man ihm etwas anbietet, könnte er von allzu drastischen Zollerhöhungen absehen. Wir sehen vor allem folgende Möglichkeiten:

- Kurzfristig könnte sich die EU verpflichten, mehr verflüssigtes Erdgas (LNG) aus den USA zu importieren. Damit könnten vor allem die nach wie vor hohen Lieferungen aus Russland ersetzt werden, was ohnehin im Sinne einer besseren Durchsetzung von Sanktionen gegen Russland wäre. Nach Angaben von Eurostat hat die EU in den 12 Monaten bis November 2024 knapp 16 Mrd m³ LNG aus Russland importiert (diese Importe sind seit 2022 relativ konstant auf diesem recht hohen Niveau). Aus den USA wurden im selben Zeitraum 34 Mrd m³ eingeführt.
- Die EU könnte verschiedene Zölle senken. So ist der Import von Pkw aus den USA mit einem Zollsatz von 10% belastet, umgekehrt verlangen die USA bislang nur einen Zoll von 2,5% auf solche Fahrzeuge. Hier könnte man die von Trump geforderten gleichen Wettbewerbsbedingungen schaffen.
- Schließlich sind allein aus europäischem Eigeninteresse höhere Verteidigungsausgaben notwendig. Damit käme man entsprechenden Forderungen Trumps entgegen. Zudem könnten höhere Importe von Rüstungsgütern aus den USA zugesagt werden.

Allerdings würden all diese Maßnahmen das hohe Defizit der USA im Warenhandel mit der EU (aktuell rund 230 Mrd Dollar im Jahr) nur mäßig reduzieren. Wichtiger wäre ein Ankurbeln der Binnennachfrage in der EU, wodurch auch Importnachfrage steigen würde. Bei den aktuellen Wachstumsdifferenzen zwischen den USA und der EU ist sonst keine signifikante Verringerung des bilateralen Defizits zu erwarten. Immerhin könnte die EU mit den oben erwähnten Zugeständnissen Zeit gewinnen.



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 Solveen (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 & Commodites 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^{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 31/1/2025 07:15 MEZ fertiggestellt und am 31/1/2025 07:15 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 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 Prospektspflicht 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 berechnigte 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	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