



Ring frei zur nächsten Zollrunde

Wenn sich die USA mit ihren Handelspartnern nicht bis zu der von Trump gesetzten Frist am 9. Juli einigen, könnten US-Importe wieder mit deutlich höheren Zöllen belegt werden. Wir geben einen Überblick über den Stand der Dinge.

Bernd Weidensteiner^{AC}

Dr. Christoph Balz^{AC}

"Zollpause" endet am 9. Juli ...

In den nächsten Tagen wird es ernst. Denn am 9. Juli endet die 90-tägige Frist, die Donald Trump für Verhandlungen gesetzt hatte und in der seine gegenseitigen ("reziproken") Zölle auf 10% begrenzt sind statt der länderspezifischen, meist höheren Werte (für einen Überblick der aktuellen Zölle siehe den Kasten weiter unten). [1]

... bisher wurden nur wenige "Deals" gemacht, ...

Allerdings haben die Verhandlungen bisher kaum Ergebnisse gebracht. Lediglich ein Rahmenabkommen mit Großbritannien steht zu Buche, und selbst hier wird noch an den Details gefeilt. Zudem wurde mit der chinesischen Regierung vereinbart, dass die USA ihre Exportrestriktionen bei Chips lockern und dafür seltene Erden erhalten. Für China wurde der eigentlich vorgesehene reziproke Zollsatz von 34% auf 10% reduziert, und im Gegensatz zu den anderen Ländern gilt dies nicht nur bis zum 9. Juli, sondern bis zum 12. August. Hinzu kommt noch ein "Fentanyl-Zoll" von 20% [2]. Für einige Branchen gelten andere Zölle, beispielsweise 50% auf Stahl- und Aluminiumprodukte.

Laut Donald Trump konnte kürzlich auch eine Übereinkunft mit Vietnam gefunden werden. Danach werden die Zölle auf vietnamesische Lieferungen in die USA auf 20% festgesetzt (und 40% für Transitleieferungen, womit vermutlich vor allem verhindert werden soll, dass chinesische Unternehmen bei Exporten in die USA via Vietnam die Zölle umgehen können). Dies ist zwar mehr als der Standardsatz von 10%, aber deutlich weniger als die 46%, die als reziproker Zollsatz vorgesehen waren. US-Waren, die Vietnam importiert, sind dagegen zollfrei. Vietnam ist in den letzten Jahren ein wichtiger Lieferant für die USA geworden. In den letzten zwölf Monaten exportierte das Land Waren für rund 150 Mrd Dollar in die USA und damit genauso viele wie Japan. Dagegen beliefen sich die vietnamesischen Importe aus den USA auf lediglich 15 Mrd Dollar.

... die meisten Verhandlungen verlaufen zäh

Zahlreiche weitere Verhandlungen laufen noch. Laut Handelsminister Lutnick sind Abkommen mit etwa zehn wichtigen Handelspartnern auf der Zielgeraden, wobei unklar bleibt, ob die Ziellinie wirklich in den nächsten Tagen erreicht werden kann. Die US-Politik hat sich in der letzten Zeit darauf konzentriert, das große Steuergesetz durch den Kongress zu bringen. Dies könnte zu gewissen Verzögerungen bei den angestrebten Handels-"Deals" geführt haben.

Die Verhandlungen mit Japan zeigen, dass ein "Deal" mit fortgeschrittenen Wirtschaften nicht so leicht abzuschließen ist, wie Trump das offenbar vorschwebt. Die japanischen Unterhändler sind Presseberichten zufolge nicht bereit, ein Abkommen zu unterschreiben, das die Autozölle (25%) unverändert beibehält. Trump moniert wiederum, dass Japan den Import von Reis – ein Grundnahrungsmittel des Landes und für Japan ein sehr sensibler Bereich – erschwert, um einheimische Produzenten zu schützen. Trump fordert die Öffnung des japanischen Marktes für US-Agrarexporte, wobei er zu Recht darauf verweist, dass Japan aktuell ohnehin große Problemen hat, die Versorgung mit Reis sicherzustellen.

... weshalb Trump bald viele Briefe schreiben könnte

Sollten sich die Verhandlungspartner weiterhin widerspenstig geben, hat Donald Trump bereits angekündigt, gegebenenfalls die künftig geltenden Zollsätze den betreffenden Ländern einfach per Brief mitzuteilen. Die ersten Briefe könnten dabei schon heute verschickt werden und weitere in den nächsten Tagen. Trump hat dabei eine Zollspanne von 10% bis 70% angedeutet. Die betreffenden Länder würden ab 1. August die erhöhten Zölle zahlen.

Ganz ausgeschlossen ist aber auch nicht, dass die Verhandlungen mit manchen Ländern verlängert werden, sofern diese sich in Trumps Augen konstruktiv zeigen. Sollten die betreffenden Länder keine ausreichenden Zugeständnisse machen, könnte sich Trump bei den künftig geltenden reziproken Zöllen an den am 2. April angekündigten (und eine Woche später ausgesetzten) Sätzen orientieren (Tabelle 1).

**Tabelle 1: Orientieren sich Trumps Briefe an seinen reziproken Zöllen?**

Länder-/Regionenspezifische reziproke Zölle laut Anhang 1 der Exekutivanweisung vom 2. April, Auswahl

"Reziproker" Zollsatz	
EU	20%
Japan	24%
Südkorea	25%
Indien	26%
Schweiz	31%
Taiwan	32%
China	34%

Quelle: Weißes Haus, Commerzbank-Research

... und es drohen weitere branchenspezifische Zölle

Neben den allgemein gültigen Zöllen (zurzeit noch der 10%-ige Zollsatz, bald eventuell die verschiedenen reziproken Zölle) verdienen gewisse Branchen nach Ansicht der US-Regierung besonderen Schutz, weil sie entweder zentral für die nationale Sicherheit sind oder besonders unter "unfairen" Handelspraktiken des Auslandes leiden. So wurde am 12. März 2025 auf Stahl- und Aluminiumimporte ein Zusatzzoll von 25% eingeführt, der am 30. Mai auf 50% erhöht wurde. Bei Autoimporten gilt ein Zoll von 25%, wobei für Importe aus Kanada und Mexiko andere Regeln gelten.

Präsident Trump hat eine Reihe weiterer Untersuchungen in Auftrag gegeben, die bewerten sollen, ob die Importe bestimmter Waren die nationale Sicherheit der USA gefährden. Diese Untersuchungen basieren auf Vorschriften, die bestimmte Abläufe und Fristen vorsehen, bevor der Präsident bei einem positiven Untersuchungsergebnis (also eines, das eine Gefährdung der USA durch diese Importe feststellt) mit Maßnahmen reagieren kann.

Folgende Untersuchungen sind veranlasst und müssen spätestens zu den genannten Daten vorliegen:

- 22. November 2025: Bericht des Handelsministeriums zu den Importen von Kupfer
- 26. November 2025: Bericht zu Importen von Holz und Holzprodukten
- 27. Dezember 2025: Berichte zu Importen von Halbleitern und pharmazeutischen Produkten.

Medienberichten zufolge könnten einige dieser Berichte, darunter der für pharmazeutische Produkte, bald vorliegen. Dann dürften entsprechende Zölle folgen, nach den bisherigen Erfahrungen wahrscheinlich mit einem Satz von 25%.

Und was ist mit der EU?

Mit der EU, dem größten Handelspartner der USA, hat Donald Trump ein besonders schwieriges Verhältnis. Schließlich hat er wiederholt gesagt, dass die Europäische Union vor allem deshalb gegründet worden sei, um die USA auszunutzen. Dabei stört sich Trump insbesondere an dem hohen Defizit, das die USA im Warenhandel mit der EU aufweisen (237 Mrd. Dollar im Jahr 2024). Im Dienstleistungshandel mit der EU weisen die USA allerdings einen Überschuss aus – ein Faktum, das bei Donald Trump keine Erwähnung findet.

Im Mittelpunkt des US-Interesses stehen folgenden Branchen:

- Der Handel mit **Automobilen**. Hier importierten die USA 2024 Autos und Autoteile für 67 Mrd Dollar aus der EU, exportierten aber lediglich Autos für 18 Mrd Dollar (Chart 1).
- Der Handel mit **pharmazeutischen Produkten**. Hier erzielte die EU 2024 einen Überschuss von 97 Mrd Dollar. Ein beträchtlicher Teil der europäischen Pharma-Exporte in die USA kommt dabei aus Irland (54 Mrd Dollar von insgesamt knapp 140 Mrd Dollar im letzten Jahr). Und viele dieser Exporte werden von US-Unternehmen getätigt, die sich aus steuerlichen Gründen in Irland angesiedelt



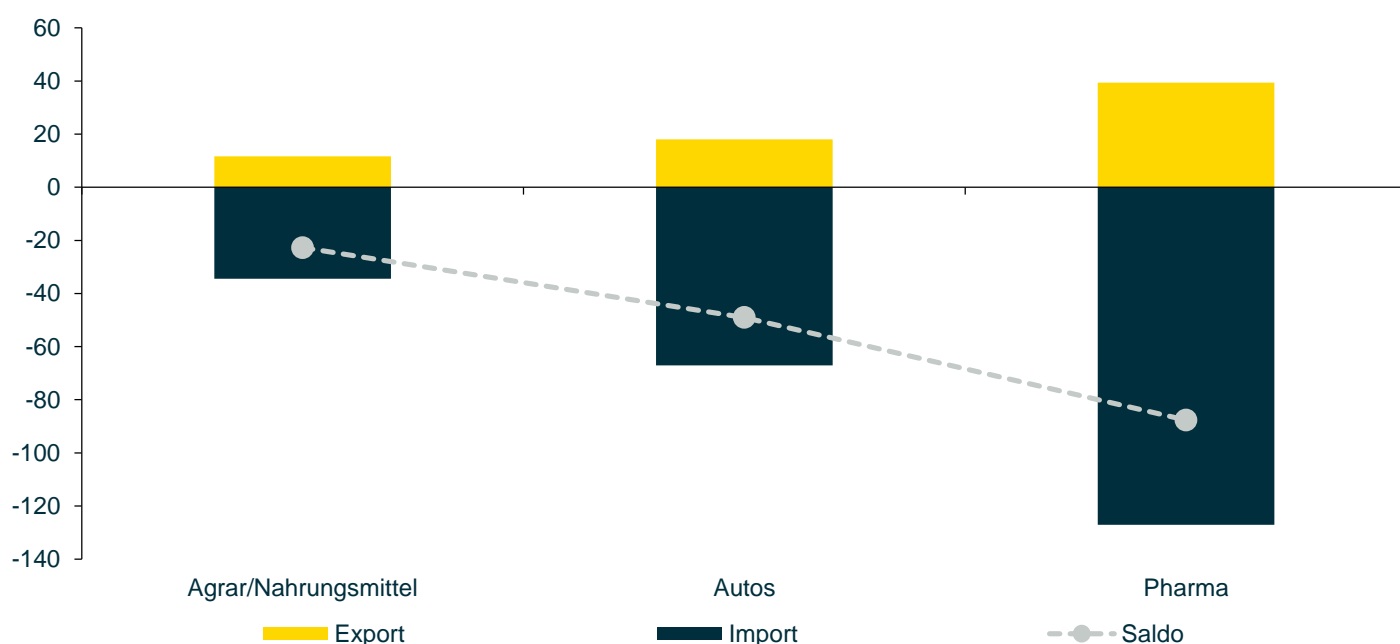
haben. Daran wiederum hat die 2017 in der ersten Trump-Administration verabschiedete Steuergesetzgebung einen beträchtlichen Anteil. [3]

- **Zivilflugzeuge.** Die US-Klagen über angeblich wettbewerbsverzerrende Subventionen für europäische Flugzeughersteller haben bereits eine jahrzehntelange Tradition, ebenso wie die – berechtigteren – Klagen über einen erschwerten Marktzugang für amerikanische **Agrarprodukte**.

Bundeskanzler Merz hat sich auf dem jüngsten EU-Gipfel unzufrieden gezeigt mit der Verhandlungstaktik der EU-Kommission, die sich seiner Ansicht nach zu viel im Klein-Klein verliert. Er würde eine auf die obigen Kernbranchen konzentrierte Verhandlungsführung begrüßen.

Chart 1 - US-Handel mit der EU: Pharmazeutische Produkte sind wichtigster Import

US-Warenim- und Exporte im Handel mit der EU, 2024 in Mrd. Dollar (US-Importe mit negativem Vorzeichen)



Quelle: BEA, Census, Commerzbank-Research

Zahlt sich die US-Verhandlungstaktik aus?

Ein bevorzugtes Vorgehen der USA ist das Drohen mit rabiaten Maßnahmen, um die Handelspartner zu Zugeständnissen zu bewegen. Dies wurde zuletzt erfolgreich demonstriert, als Trump Kanada den Abbruch der Verhandlungen (und in der Folge hohe Zölle) angedroht hat. Der Grund hierfür war die von Kanada geplante Digitalsteuer (Digital Services Tax, DST), die vor allem US-Konzerne getroffen hätte. Kanada hat die DST dann auch abgesagt, worauf die USA die Fortsetzung der Verhandlungen angekündigt hatte.

Allerdings dürfte ein solches Vorgehen vor allem bei kleineren und von den USA besonders abhängigen Ländern Erfolg versprechen. Kanada, das 75% seiner Exporte in die USA liefert, ist hier US-Pressionen gegenüber besonders anfällig.

Bei größeren Volkswirtschaften, die sich mehr oder weniger auf Augenhöhe mit den USA befinden, ist ein Erfolg der US-Taktik weniger sicher. Dies gilt besonders für China, wo auch außen- und machtpolitische Erwägungen eine wichtige Rolle spielen. Und auch die EU dürfte ein zäherer Verhandlungspartner sein, auch wenn hier interne Meinungsverschiedenheiten das Aufrechterhalten einer einheitlichen Front erschweren.

Der Markt schaut schon "hinter" die Zölle

Viele Beobachter gehen davon aus, dass man sich letztlich auf einen mindestens 10%-igen Zoll für die meisten Handelspartner verständigen wird, wobei einige Länder (China) und bestimmte Branchen mit höheren Zollsätzen konfrontiert sein dürften. Die ersten Schritte wären grobe Rahmenabkommen wie das mit Großbritannien, die dann nach und nach mit den nötigen Details gefüllt werden.

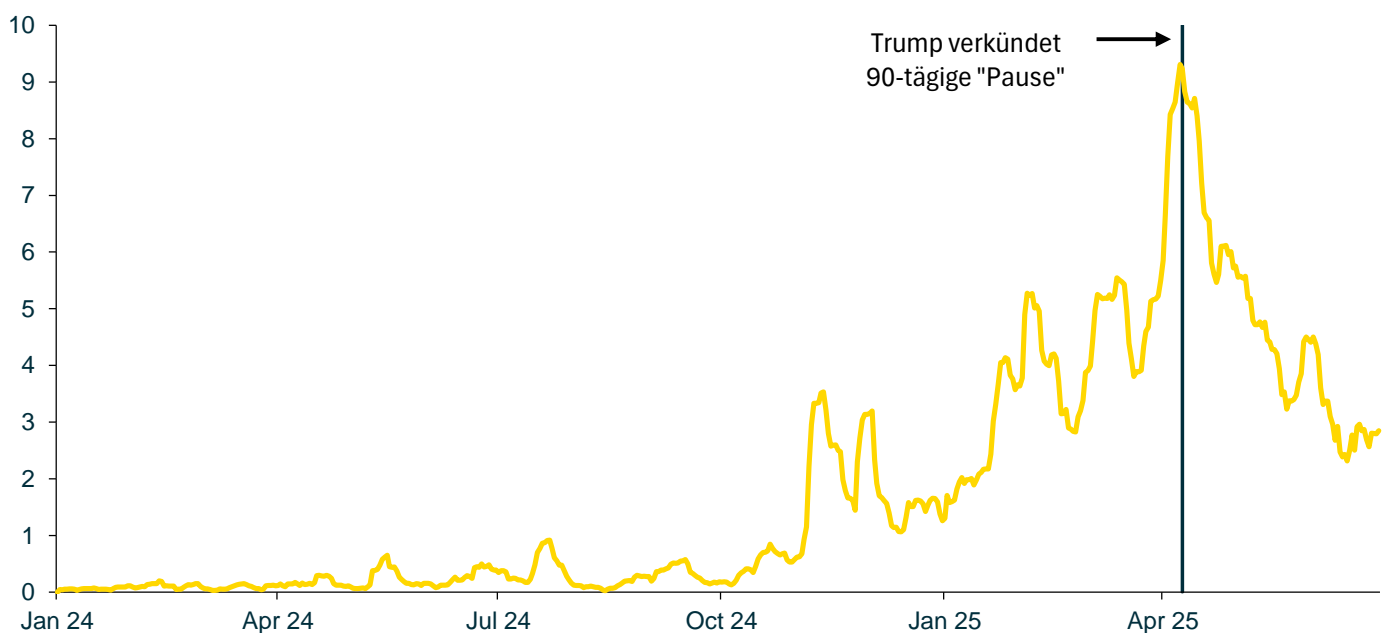


Auch wenn der schlussendlich durchschnittlich gültige Zollsatz der USA dann deutlich höher wäre als die 2,5%, die letztes Jahr galten, scheint der Finanzmarkt davon auszugehen, dass dies keine größere Wirtschaftskrise auslösen wird.

Damit greift der Markt die allgemeine Stimmung auf, die inzwischen deutlich weniger alarmiert auf die US-Zollpolitik reagiert. Dies zeigt beispielsweise der Index der handelspolitischen Unsicherheit, der auf Basis einer Auswertung von Medienberichten die durch die Entscheidungen Trumps ausgelösten Unsicherheiten abbildet. Dieser Index erreichte Anfang April seinen Höhepunkt, als Trump die reziproken Zölle verkündete. Nachdem er hier aufgrund der negativen Marktreaktion recht schnell zurückgerudert ist, hat sich die Unsicherheit nach und nach verringert. Dies bestätigt auch die Einschätzung von Fed-Chef Powell. Dieser sah die Erwartungen der negativen Wirkungen Anfang April auf ihrem Höhepunkt und beobachtet seither eine Entspannung. Auch die US-Aktienmärkte haben den anfänglichen Zollschock verarbeitet und haben Ende Juni neue Höchststände erreicht.

Chart 2 - Zollbedingte Sorgen lassen nach

US-Index der handelspolitischen Unsicherheit, Tagsdaten. 90-tägige "Zollpause" wurde am 9. April verkündet



Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research

... zu früh gefreut?

Die Märkte scheinen sich also vom Worst Case-Szenario verabschiedet zu haben und davon auszugehen, dass die Wirtschaft die Trump'sche Zollpolitik letztlich ohne Krise wegstecken wird. Dies könnte etwas zu optimistisch sein. Schließlich kommen die richtig harten Brocken bei den Verhandlungen noch, und Trump könnte wieder zum Zollhammer greifen, wenn ihm die Fortschritte zu langsam gehen. Politisch könnte er auch ein Interesse daran haben, den Zollkonflikt wieder hochzukochen, um von möglichen Misserfolgen in anderen Politikbereichen abzulenken.

Erfolgreiche versteckte Steuererhöhung?

Ein Nachtrag scheint uns noch angemessen: Zölle sind letztlich eine Verbrauchssteuer auf importierte Produkte. Die Zolleinnahmen haben sich auch schon deutlich erhöht. Im Mai spülten die Zölle rund 23 Mrd Dollar in die US-Staatskasse, deutlich mehr als der Monatsdurchschnitt des letzten Jahres, der bei 6,6 Mrd Dollar lag. Sollten die Einnahmen in dieser Höhe bleiben, würden sich die jährlichen Mehreinnahmen auf etwa 200 Mrd Dollar addieren. Es ist davon auszugehen, dass der größte Teil dieser Rechnung letztlich vom US-Verbraucher zu tragen ist und nicht – wie von Trump immer wieder vorgebracht – vom ausländischen Exporteur. Damit hätte Trump die größte Steuererhöhung seit vielen Jahren durchgesetzt.



Chart 3 - Trump gelingt massive Verbrauchssteuererhöhung

Monatliche Zolleinnahmen der US-Bundesregierung (netto, d.h. unter Berücksichtigung von Rückerstattungen), in Mrd. Dollar



Quelle: US Treasury, S&P Global, Commerzbank Research

Kasten: Aktueller Stand der von Trump seit Januar verhängten US-Importzölle

- China: 30%
- Kanada: 10% auf Energie, sonst 25% auf Güter, die nicht die Anforderungen des Freihandelsabkommen USMCA erfüllen
- Mexiko: 25% auf Güter, die nicht die Anforderungen des Freihandelsabkommen USMCA erfüllen
- Vietnam: 20% (40% für Transitlieferungen)
- alle anderen Länder: 10%
- Produktspezifische Ausnahmen:
 - 25% auf Autos und Autoteile ohne den in den USA gefertigten Anteil (10% auf die ersten 100 Tsd. Autos aus Großbritannien)
 - 50% auf Stahl/Aluminium (0% Großbritannien)
 - noch kein Zollsatz festgelegt: Pharma, Kupfer, Halbleiter, Holz, Energie, kritische Mineralien.

Quelle: Yale Budget Lab, Commerzbank-Research

[1] Derzeit laufen Gerichtsverfahren bezüglich der Zulässigkeit von Trumps Zöllen. Es erscheint aber unwahrscheinlich, dass diese die Zölle verhindern. Ende Mai hatte zwar ein US-Bundesgericht den Großteil der von Trump verhängten Zölle zeitweise blockiert, weil Trump seine Befugnisse überschritten habe. Ein Berufungsgericht hob diese Blockade allerdings vorerst auf. In der Sache steht die Entscheidung noch aus. Womöglich muss am Ende der Oberste Gerichtshof entscheiden. Dieser scheint allerdings die Befugnisse des Präsidenten recht weit zu interpretieren. Und selbst wenn die Richter Trump in seine Schranken weisen könnten, so gäbe es für ihn wohl andere Wege, die Handelspartner mit Zöllen zu überziehen, auch wenn diese etwas umständlicher wären. ([zurück zum Text](#))

[2] Präsident Trump hat Anfang März einen 20%-igen Zoll auf Importe aus China verhängt, um das Land dazu zu bringen, die Lieferung synthetischer Opioiden, darunter Fentanyl, in die USA zu unterbinden. Damit will Trump die Drogenkrise in den USA bekämpfen ([zurück zum Text](#)).

[3] vgl. dazu Brad Setser: ["Time to End Roundtripping by Big Pharma"](#), Council on Foreign Relations, 23. Juni 2025. ([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 4/7/2025 07:12 CEST fertiggestellt und am 4/7/2025 07:12 CEST verbreitet wurde.

Für die Erstellung und Veröffentlichung dieser Ausarbeitung sind die Abteilung Group Research (GM-R) im Unternehmensbereich Group Management der Commerzbank AG, Frankfurt am Main, bzw. etwaig in der Ausarbeitung genannte Filialen der Commerzbank außerhalb der USA verantwortlich.

Analyst Certification (AC): Die Verfasser, die am Anfang dieses Berichts mit AC bezeichnet werden, bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigene Einschätzung zu den betreffenden Wertpapieren und Emittenten genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Vergütung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen.

Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden. Wenn nicht anders angegeben, beziehen sich die Kurse der in diesem Dokument erwähnten Wertpapiere auf den Schlusskurs oder Spread des letzten Handelstages, die Schwankungen unterliegen können.

Mögliche Interessenkonflikte

Offenlegung möglicher Interessenkonflikte der Commerzbank AG, ihrer Tochtergesellschaften, verbundenen Unternehmen („Commerzbank“) und Mitarbeitern in Bezug auf die Emittenten oder Finanzinstrumente; die in diesem Dokument analysiert werden, zum Ende des dem Veröffentlichungszeitpunkt diesem Dokument vorangegangenen Monats*:

Für Angaben zu den in Kompendien genannten Unternehmen bzw. den von den Analysten der Commerzbank analysierten Unternehmen folgen Sie bitte diesem Link: <https://commerzbank.bluematrix.com/sellside/Disclosures.action>*

*Die Aktualisierung dieser Informationen kann bis zu 10 Tage nach Monatsende erfordern.

Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und ist für Empfänger bestimmt, die wie professionelle Kunden gemäß der MiFID II ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand haben, um kapitalmarktbezogene Information zu verstehen. Es berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers und es stellt keine Anlageberatung dar. Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder irgendeiner anderen Handlung beabsichtigt und dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages. Anleger sollten sich unabhängig und professionell beraten lassen und ihre eigenen Schlüsse im Hinblick auf die Eignung der Transaktion einschließlich ihrer wirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit und Risiken sowie ihrer Auswirkungen auf rechtliche und regulatorische Aspekte sowie Bonität, Rechnungslegung und steuerliche Aspekte ziehen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind öffentliche Daten und stammen aus Quellen, die von der Commerzbank als zuverlässig und korrekt erachtet werden. Die Commerzbank übernimmt keine Garantie oder Gewährleistung im Hinblick auf Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck. Die Commerzbank hat keine unabhängige Überprüfung oder Due Diligence öffentlich verfügbarer Informationen im Hinblick auf einen unverbundenen Referenzwert oder -index durchgeführt. Alle Meinungsäußerungen oder Einschätzungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinungen der Commerzbank wider. Die Commerzbank ist nicht dazu verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

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

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



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

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

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

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

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

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

Zusätzliche Informationen für Kunden in folgenden Ländern:

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

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

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

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

Europäischer Wirtschaftsraum: Soweit das vorliegende Dokument durch eine außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraumes ansässige Rechtsperson erstellt wurde, erfolgte eine 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 einzuholen.

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

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

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

© Commerzbank AG 2025. Alle Rechte vorbehalten. Version 25.03

Frankfurt	London	New York	Singapore
Commerzbank AG	Commerzbank AG	Commerz Markets LLC	Commerzbank AG
DLZ - Gebäude 2, Händlerhaus	PO BOX 52715	225 Liberty Street, 32nd floor,	128 Beach Road
Mainzer Landstraße 153	30 Gresham Street	New York,	#17-01 Guoco Midtown
60327 Frankfurt	London, EC2P 2XY	NY 10281-1050	Singapore 189773
Tel: + 49 69 136 21200	Tel: + 44 207 623 8000	Tel: + 1 212 703 4000	Tel: +65 631 10000