



US-Zölle vs. Finanzpaket – was wiegt schwerer?

Nach dem Handelsabkommen zwischen der EU und den USA werden die Zölle auf US-Importe aus der EU dauerhaft deutlich höher sein als vor dem Amtsantritt Donald Trumps. Dies wird zwar die deutschen Exporte in die USA bremsen, die allgemein erwartete Belebung der deutschen Wirtschaft aber nicht verhindern. Denn die expansive Finanzpolitik der neuen Bundesregierung und die erfolgten Zinssenkungen der EZB werden diesen negativen Effekt mehr als ausgleichen. Für den restlichen Euroraum fällt der Netto-Effekt aus höheren Zöllen, niedrigeren EZB-Zinsen und nationaler Finanzpolitik weniger eindeutig aus.

Dr. Ralph Solveen^{AC}

Höhere US-Zölle ...

Letztes Wochenende haben sich die EU-Kommission und die US-Regierung auf ein Handelsabkommen geeinigt. Nach diesem werden die meisten Lieferungen aus der EU in die USA mit einem Zoll von 15% belegt. Auf Aluminium und Stahl sowie entsprechende Produkte werden weiterhin 50% fällig, während einige Güter wie Flugzeuge und Flugzeugteile, einige Chemikalien und Generika ohne Zoll in die USA eingeführt werden können (siehe auch [hier](#)).

... bremsen deutsche Exporte in die USA

Nach unserer Schätzung wird der effektive durchschnittliche Zollsatz auf US-Importe aus Deutschland auf der Basis dieser Abmachungen 12,8% betragen. Damit dürfte er deutlich höher sein als beim Amtsantritt Donald Trumps im Januar dieses Jahres und auch noch etwas höher als im Mai, dem letzten Monat, für den offizielle Zahlen vorliegen (Titelchart).

Offensichtlich erschwert dieser deutlich höhere Zoll den deutschen Unternehmen spürbar den Zugang zu ihrem wichtigsten Auslandsmarkt und dürfte damit die deutschen Exporte in die USA bremsen. Orientiert man sich an den Erfahrungen aus Trumps erster Amtszeit, als er insbesondere Importe aus China mit hohen Zöllen belegte, könnten die preisbereinigten deutschen Exporte in zwei Jahren zwischen 20% und 25% niedriger sein als ohne diese Änderungen. Dies dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt für sich genommen um bis zu 0,4% drücken. Da gleichzeitig auch die Nachfrage aus China schwächelt, werden die Exporte in Länder außerhalb der EU die Konjunktur in Deutschland wohl bremsen.

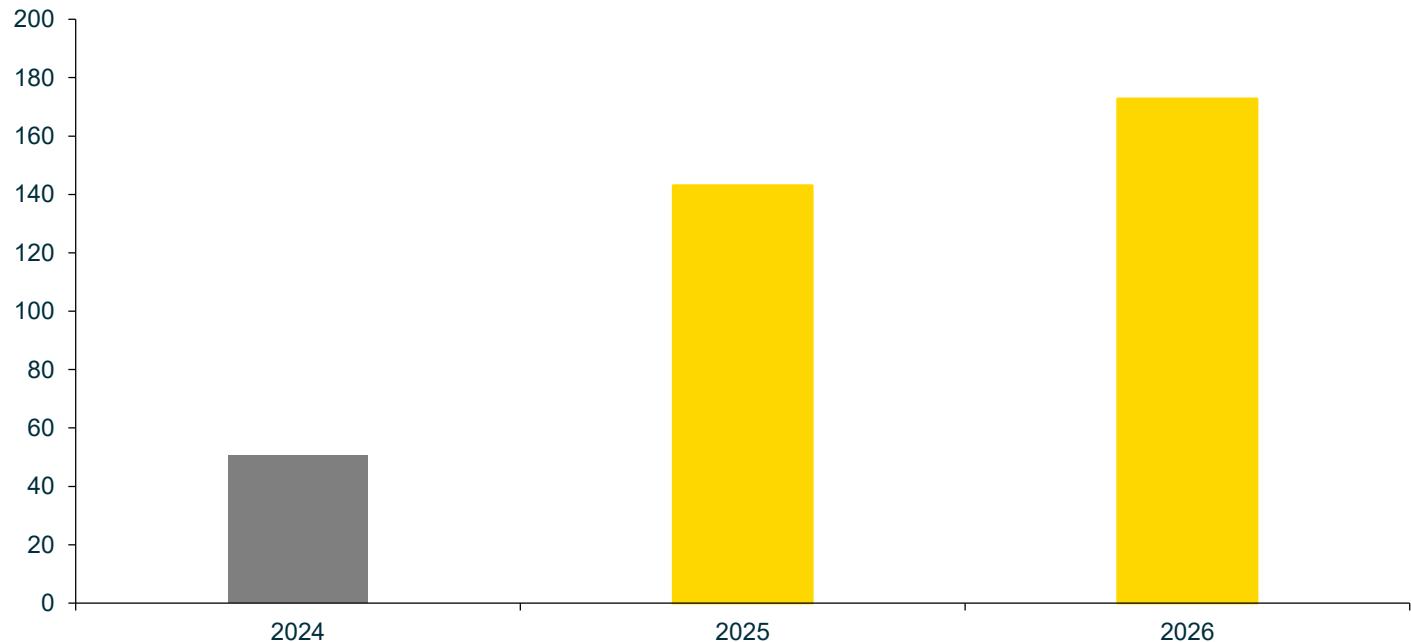
Aber: Finanzpolitik schiebt Konjunktur massiv an ...

Allerdings dürfte dies die allmähliche Belebung der Konjunktur in Deutschland nicht stoppen. Denn neben der Belastung durch die höheren Zölle gibt es einige expansive Impulse. An erster Stelle ist hier die massive Wende in der deutschen Finanzpolitik zu nennen. Schließlich soll die Neuverschuldung im kommenden Jahr inklusive der verschiedenen Sondervermögen knapp 124 Mrd Euro höher sein als im Jahr 2024 (Chart 1). Dies entspricht immerhin knapp 3% des Bruttoinlandproduktes. Geht man noch davon aus, dass die Bundesländer den ihnen durch die Änderung des Grundgesetzes [1] geöffneten Spielraum zu einem höheren Defizit zumindest teilweise nutzen, ergibt sich für Jahre 2025 und 2026 zusammen ein fiskalischer Impuls von gut 3% des Bruttoinlandsprodukts.



Chart 1 - Bund will viele neue Schulden machen

Neuverschuldung des Bundes, Ist-Zahlen für 2024 und Planungen der Bundesregierung für 2025 und 2026 nach den Entwürfen für den jeweiligen Bundeshaushalt, in Mrd Euro



Quelle: Bundesregierung, Commerzbank-Research

Nach den aktuellen Planungen soll der größere Teil des Anstiegs des Defizits bereits im laufenden Jahr erfolgen. Allerdings wird der Haushalt für dieses Jahr wohl frühestens im September verabschiedet, sodass ein beträchtlicher Teil der im Haushalt für 2025 eingeplanten zusätzlichen Ausgaben wohl nicht mehr getätigten werden wird. Darum dürfte der größere Teil des fiskalischen Impulses – anders als von den Planungen des Finanzministeriums suggeriert – erst im kommenden Jahr wirksam werden.

... und wiegt Zolleffekt mehr als auf, ...

Wie stark dieser ausfallen wird, hängt von vielen unsicheren Faktoren ab: Wie stark steigt das Defizit bereits 2025 und welcher Teil des Anstiegs erfolgt erst 2026? Inwieweit treibt die deutlich stärkere Nachfrage des Staates die Preise, sodass der "reale" Effekt der höheren Ausgaben geringer ist als deren nominaler Anstieg? Inwieweit schieben die höheren Staatsausgaben die Nachfrage des privaten Sektors an, z.B. weil Rüstungsfirmen angesichts der sich abzeichnenden stärkeren Nachfrage des Staates in den Ausbau ihrer Produktionskapazitäten investieren?

Wahrscheinlich wird der tatsächliche Impuls der Finanzpolitik für die Konjunktur – insbesondere wegen des preistreibenden Effekts der deutlich höheren Staatsausgaben – deutlich kleiner sein als der Anstieg der nominalen Ausgaben. Allerdings müsste man schon sehr extreme Annahmen treffen, damit der Schub von der Finanzpolitik die negativen Auswirkungen der höheren Zölle nicht ausgleichen würde. Vielmehr dürfte der Netto-Effekt der beiden Faktoren eindeutig positiv sein und das Wachstum im kommenden Jahr mindestens um einen halben Prozentpunkt anschieben.

... wobei auch die Zinssenkungen der EZB helfen

Hinzu kommt, dass die seit Sommer 2024 erfolgten Zinssenkungen der EZB zunehmend ihre Wirkung entfalten dürften. Auch hier ist das Ausmaß des Impulses und der genaue Zeitpunkt seines Eintretens unsicher. Verschiedene Untersuchungen kommen zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen. Zumeist wird aber davon ausgegangen, dass eine gewisse Zeit vergeht, bis der Effekt einer Zinssenkung voll auf die Konjunktur durchschlägt. Folglich dürfte der positive Impuls der Geldpolitik auf die Konjunktur in den kommenden Monaten eher noch zunehmen und damit die Konjunktur anschieben.

Und der stärkere Euro?

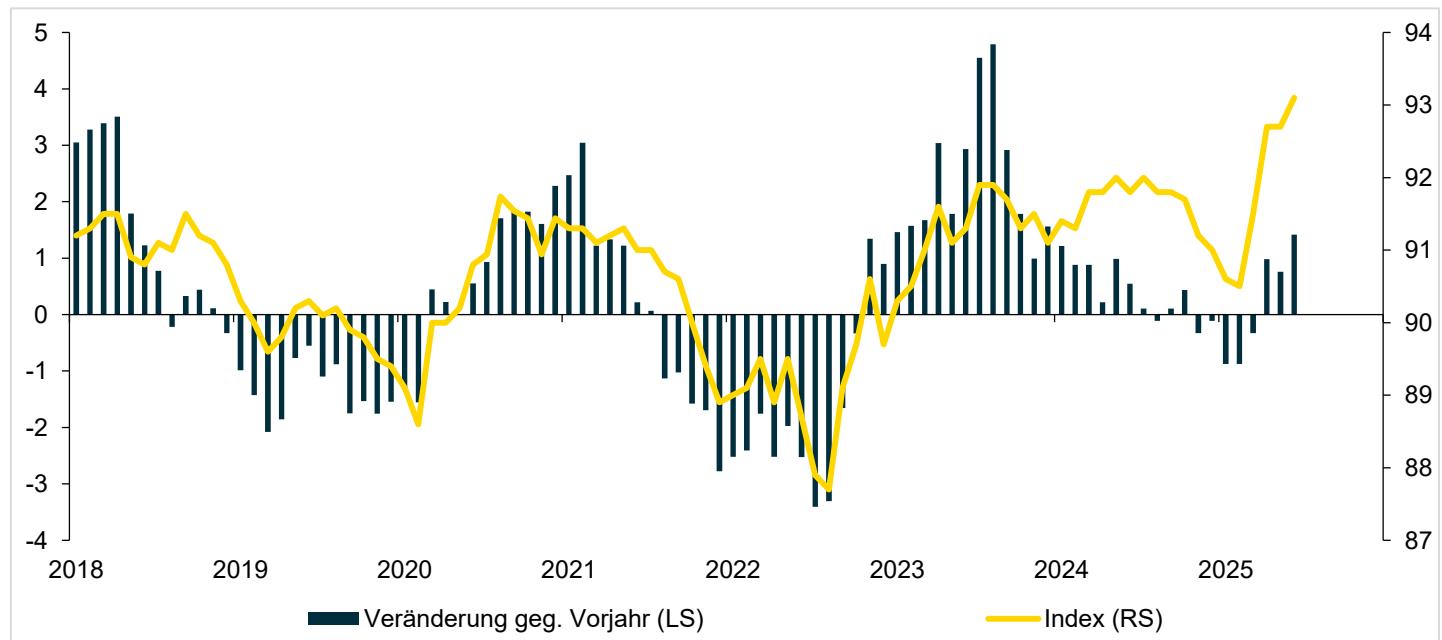
Häufig wird bei der Diskussion um die Wachstumsaussichten für die deutsche Wirtschaft auch auf den zuletzt stärkeren Euro verwiesen, der die Wettbewerbsfähigkeit deutscher Produkte auf dem Weltmarkt verringern und damit die Exporte sowie die Wirtschaft insgesamt belasten würde. Dabei steht zumeist der Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar im Mittelpunkt, gegenüber dem der Euro seit Anfang des Jahres immerhin um gut 10% aufgewertet hat. Allerdings hat der Euro gegenüber den anderen Währungen bei weitem nicht so stark zugelegt, und die seit dem Jahresanfang zu verzeichnende Euro-Stärke folgt zudem auf eine ausgeprägte Schwäche – auch gegenüber dem US-Dollar – in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres. So ist auch der Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft – der reale Außenwert einer fiktiven D-Mark – in den



vergangenen Monaten recht deutlich gestiegen und zeigt damit eine abnehmende Wettbewerbsfähigkeit deutscher Produkte an. Allerdings war der Indikator im Juli nach unserer Schätzung weniger als 2% höher als vor einem Jahr, was keineswegs eine außergewöhnliche Bewegung ist (Chart 2). Der hier von ausgehende bremsende Effekt für die Konjunktur dürfte sich also sehr in Grenzen halten.

Chart 2 - Gegenwind vom Devisenmarkt hält sich noch in Grenzen

Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft, Index 1999Q1=100 und Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent



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

Fazit: Positive Treiber überwiegen für deutsche Wirtschaft, ...

Als Fazit bleibt: Die zu erwartenden Impulse von Geld- und der Finanzpolitik werden im kommenden Jahr die negativen Effekte der höheren US-Zölle auf die Konjunktur in Deutschland mehr als ausgleichen, und an diesem positiven Netto-Effekt wird auch der etwas stärkere Euro nichts Grundlegendes ändern. Deshalb gehen wir davon aus, dass die deutsche Wirtschaft im kommenden Jahr zum ersten Mal seit längerem mit 1,4% wieder spürbar zulegen wird. Zur Einordnung dieser Zahl sind allerdings zwei Punkte zu beachten: Erstens ist $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt dieser Wachstumsrate darauf zurückzuführen, dass es in Deutschland im kommenden Jahr deutlich mehr Arbeitstage geben wird als 2025. Die international übliche, um Arbeitstageeffekte bereinigte Wachstumsrate dürfte also entsprechend niedriger ausfallen. Zweitens ist bisher nicht zu erkennen, dass durch die zusätzlichen Ausgaben der Bundesregierung die mittel- bis langfristigen Wachstumsaussichten der deutschen Wirtschaft spürbar verbessert werden. Vielmehr droht ein durch neue Schulden getriebenes Strohfeuer, von dem am Ende nur eines übrigbleiben wird, nämlich massiv höhere Schulden.

... anders als für viele andere Euro-Länder

Allerdings wird die deutsche Wirtschaft wegen dieses Strohfeuers im kommenden Jahr in der Wachstumsrangliste des Euroraums nicht mehr länger das Schlusslicht sein, sondern eher im Mittelfeld platziert sein wird. Denn in den meisten anderen Euroländern fällt der Nettoeffekt der oben für Deutschland diskutierten Faktoren deutlich ungünstiger aus. So fallen zwar für viele Volkswirtschaften die Exporte in die USA weniger ins Gewicht als für die deutsche Wirtschaft, sodass sie auch die höheren US-Zölle die Wirtschaft weniger belasten werden. Allerdings wird kein anderes Euro-Land im kommenden Jahr eine solch expansive Finanzpolitik verfolgen wie Deutschland. Vielmehr müssen einige Länder wie Frankreich und Italien sogar ihre Defizite senken, was ihnen durch die steigende Zinslast weiter erschwert wird. Zudem hat in vielen Ländern die Industrie einen wesentlich geringeren Anteil an der Wertschöpfung, und dieser kapitalintensive Sektor dürfte mit am stärksten von den Zinssenkungen der EZB profitieren. Darum erwarten wir zwar auch für den Euroraum im kommenden Jahr ein etwas stärkeres Wachstum von 1,2%, nach 1,0% in diesem Jahr. Rechnet man allerdings Deutschland heraus, wird die Zuwachsrate aber wohl sogar etwas niedriger als im laufenden Jahr sein.

[1] Den Bundesländern ist es nun erlaubt, in ihren Haushalten ein "strukturelles" – also um Konjunktureffekte bereinigtes – Defizit zu haben, das 0,35% des Bruttoinlandsproduktes entspricht. Zuvor mussten sie einen strukturell ausgeglichenen Haushalt aufstellen. ([zurück zum Text](#))



Analysts

Dr. Jörg Kraemer^{AC}

Chefvolkswirt

+49 69 136 23650

joerg.kraemer@commerzbank.com

Dr. Ralph Solveen^{AC}

Stellv. Leiter Economic Research

+49 69 9353 45622

ralph.solveen@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 1/8/2025 07:16 CEST fertiggestellt und am 1/8/2025 07:16 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 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 Kurserwicklung 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 25.03

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