



Dax-Rekord – alles wieder gut?

Nach dem Zurückrudern Trumps in der Zollpolitik hat der Dax zwischenzeitlich ein neues Allzeithoch erreicht. Auch wenn Trump die angekündigten Zollerhöhungen in den kommenden Wochen weiter zurücknehmen dürfte, bleibt es bei einem beträchtlichen wirtschaftlichen Schaden. Die Aktienmärkte sind weit gelaufen.

| Dr. Jörg Krämer^{AC}

Am 2. April gab Donald Trump die Höhe der von ihm geplanten Zusatzzölle ("reziproke Zölle") bekannt – etwa im Fall der EU 20%. Die Ankündigungen lösten an den Finanzmärkten einen Schock aus. So fiel der S&P500 alleine am 3. April um fast 5%. Trump war davon offenbar beeindruckt und ruderte zurück. Er senkte die Zusatzzölle für 90 Tage auf 10%. Nachdem der S&P500 zwischenzeitlich insgesamt um fast 15% eingebrochen war, erholte er sich rasant. Mittlerweile notiert er wie etwa der DAX höher als vor Trumps Ankündigung Anfang April (Titelchart).

Deals mit Großbritannien und China beflügeln Anleger

Beflügelt wurden die Finanzmärkte auch von Handelsabkommen, die Trump mit Großbritannien und China schloss:

- Das **Abkommen mit Großbritannien** ändert zwar nichts daran, dass Importe aus Großbritannien mit einem Zusatzzoll von 10% belastet werden. Aber die Briten dürfen pro Jahr 100 Tsd Autos zu einem Zollsatz von 10% in die USA ausführen, obwohl für Autoimporte in die USA eigentlich ein sektorspezifischer Zoll von 25% gilt. Außerdem haben die USA den Zoll auf Importe von britischem Stahl und Aluminium von 25% auf 0% gesenkt. Der Import von Flugzeugmotoren und -teilen aus Großbritannien soll zollfrei sein. Da das von den Zolllenkungen betroffene Handelsvolumen klein ist und das Ungleichgewicht im Außenhandel begrenzt ist, kann bei den Abkommen nicht von einem großen Wurf gesprochen werden. Aber es beflügelte die Phantasie der Anleger, dass Trump bei anderen Ländern weiter zurückrudern würde.
- Das **Abkommen mit China** vom Wochenende hat in der Tat positiv überrascht. Die USA senken den gegenüber China verhängten Zusatzzoll für 90 Tage von 34% auf 10%. Mit Ausnahme der im Zusammenhang mit Fentanyl-Vorwürfen verhängten Zölle von 20% werden alle anderen seit Trumps Amtsantritt erlassenen generellen Zölle ausgesetzt. Insgesamt sinkt der US-Einfuhrzoll auf chinesische Waren von 145% auf 30%. Im Gegenzug senkt China seine Zölle auf US-Waren von 125% auf 10%. Innerhalb von 90 Tagen sollen weitere Details geklärt werden.

Wie hoch die US-Zölle am Ende ausfallen könnten

Im Zuge weiterer Verhandlungen könnten die US-Importzölle für Waren aus China noch ein wenig fallen – etwa auf 25%. Weil die USA aber parteiübergreifend den wirtschaftlichen und militärischen Aufstieg des Konkurrenten China auch mit Hilfe des Protektionismus verlangsamen wollen, dürften die Zölle gegenüber China am Ende höher ausfallen als gegenüber vielen anderen Ländern.

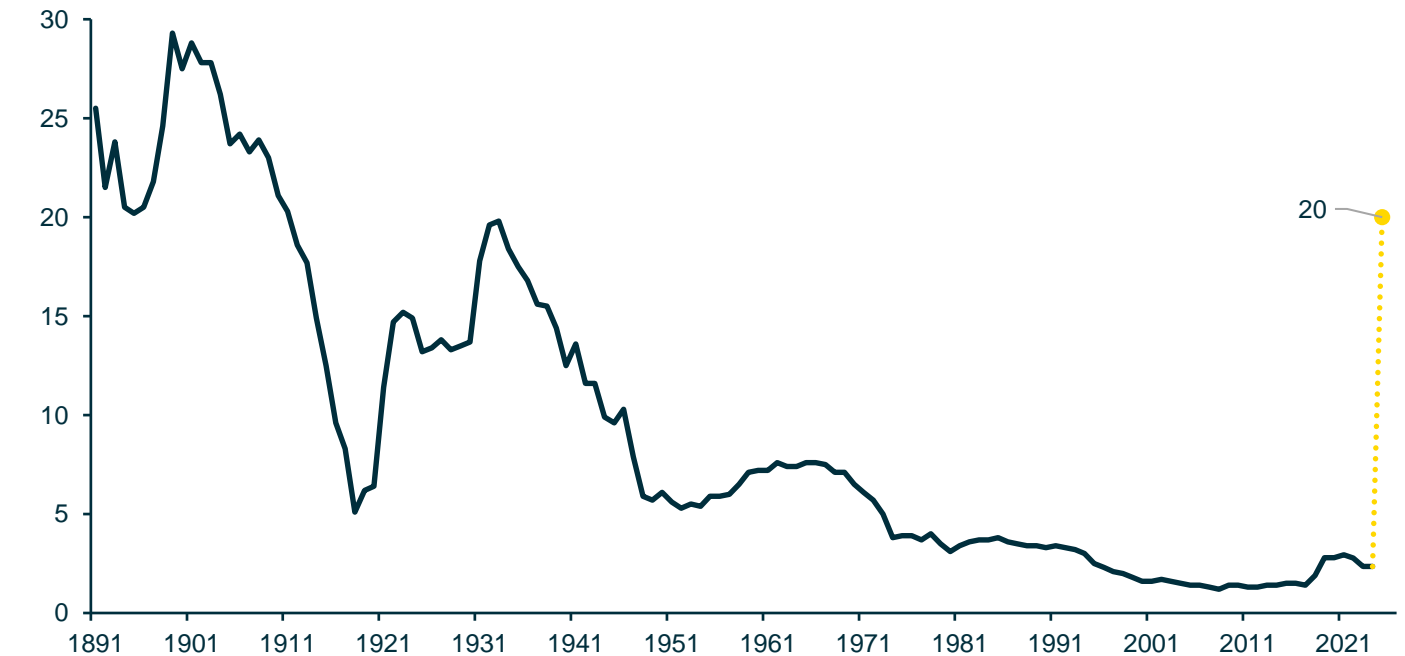
Gegenwärtig beträgt der US-Zusatzzoll für betroffene Waren aus der EU 10%, wobei für Autos, Stahl und Aluminium sektorspezifische Zölle von jeweils 25% gelten. Der durchschnittliche Zollsatz dürfte am Ende weiter bei rund 15% liegen. Zum einen hegt Trump ohnehin eine Abneigung gegen die überstaatliche Institution EU und ihre Repräsentanten. Zum anderen schält sich nach den Vereinbarungen mit Großbritannien und China ein allgemeiner Zusatzzoll von 10% heraus, wobei sektorspezifische Zölle hinzukommen.

Insgesamt könnte der Durchschnittszoll amerikanischer Einfuhren am Ende auf rund 20% steigen. Das ist acht Mal so hoch wie vor Trumps erster Amtszeit und entspricht dem in den 30er Jahren herrschenden Sätzen (Chart 1).



Chart 1 - Es droht weiterhin ein Zollschock

Effektiver Zollsatz (Zolleinnahmen in % der gesamten Einfuhren), Jahresdaten. 2025: Prognose



Quelle: US International Trade Commission, Commerzbank-Research

USA: Wachstumsabschwächung, aber keine Rezession

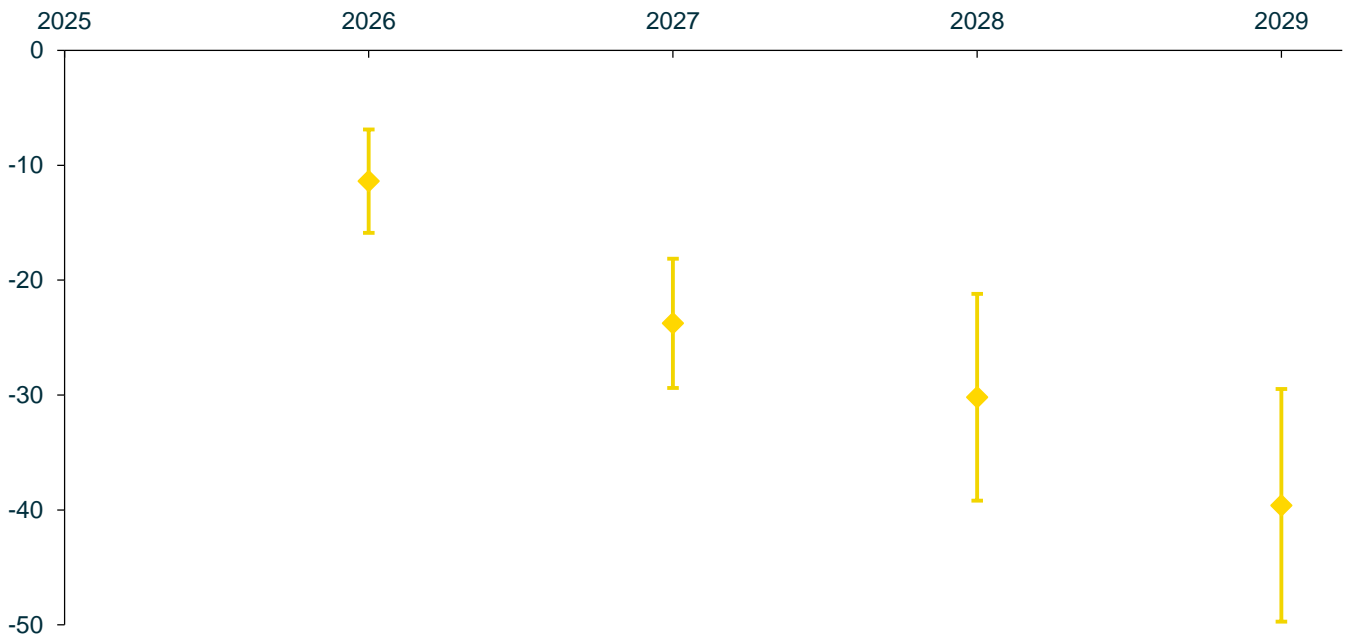
Ein durchschnittlicher Zollsatz von rund 20% dürfte die Importe der USA aus der restlichen Welt spürbar bremsen – und zwar nach unserer Schätzung innerhalb von vier Jahren um rund 40% (Chart 2, siehe auch [Kasten](#) unten).

Alles in allem bestätigt das unsere **Einschätzung**, dass sich das Wachstum der US-Wirtschaft in diesem Jahr deutlich auf 1,7% abschwächen wird (2024: 2,8%). Die Zölle werden der US-Wirtschaft beträchtlichen Schaden zufügen. Eine Rezession ist aber nicht das wahrscheinlichste Szenario, weil die Grundgeschwindigkeit der US-Wirtschaft hoch ist und die Bilanzen der privaten Haushalte und Unternehmen recht solide sind. Ansonsten rechnen wir weiter damit, dass die Fed ihre Leitzinsen erst im September zum ersten Mal senkt und sich wegen der latenten Inflationsprobleme auf drei Schritte beschränken wird. Die Obergrenze des Leitzinsbandes sinkt dann von gegenwärtig 4,5% auf 3,75% im ersten Quartal 2026.



Chart 2 - Zusatzzölle bremsen US-Importe massiv

Der Effekt einer US-Zollerhöhung um 17 Prozentpunkte auf rund 20 Prozent auf nominale US-Importe (in %), im Vergleich zu Importen der USA ohne höhere Zölle, siehe Erläuterungen im Kasten unten.



Quelle: Federal Reserve, Commerzbank-Research

Euroraum: Zölle ein weiteres Argument für blutleere Erholung

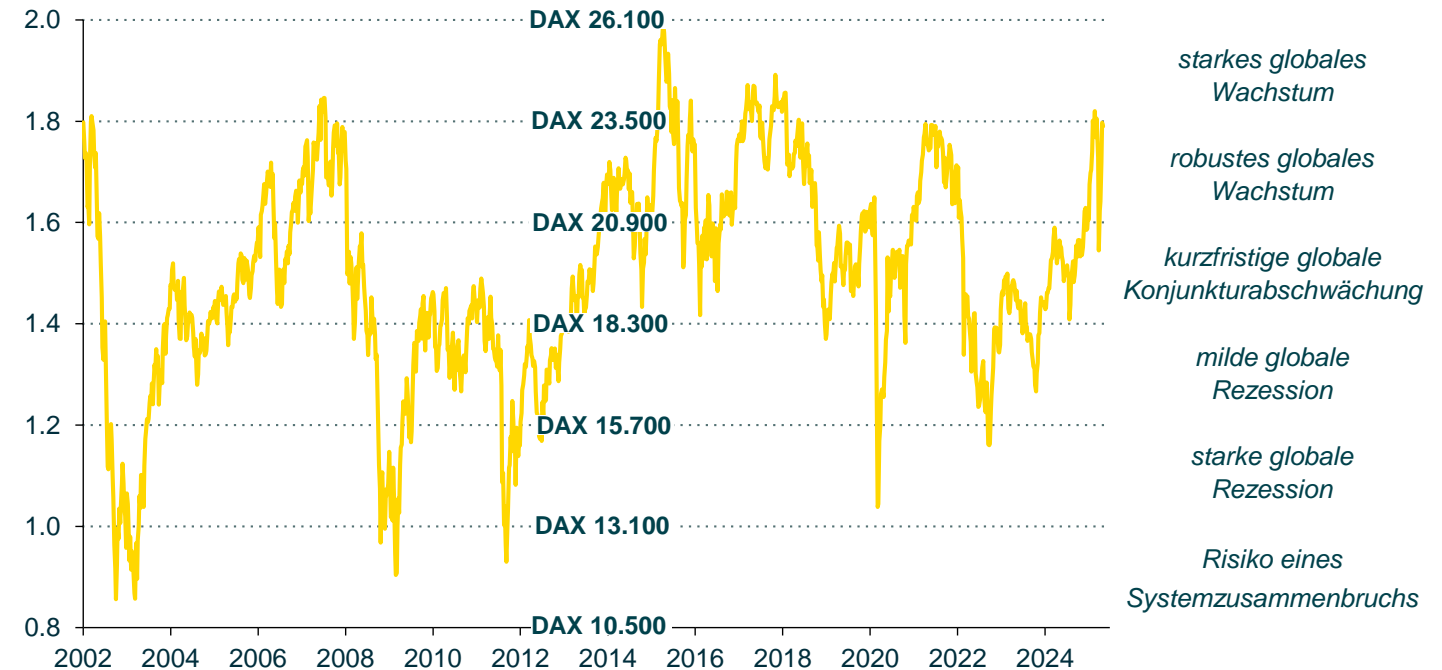
Bliebe der durchschnittliche US-Importzoll für Waren aus der EU am Ende bei 15%, so dürften die EU-Exporte in die USA innerhalb von zwei Jahren um schätzungsweise ein Drittel fallen. Am Ende dieser zwei Jahre wäre das Bruttoinlandsprodukt um 0,3% niedriger als ohne Zusatzzölle. Diese Dämpfung wäre spürbar. Deshalb hatten wir unsere Wachstumsprognose für den Euroraum vor einiger Zeit für 2025 auf 0,7% und für 2026 auf 1,2% gesenkt. Dass das Wachstum etwas anzieht, liegt vor allem an den EZB-Zinssenkungen und dem großen Fiskalpaket Deutschlands. Dieses dürfte das Wachstum des deutschen Bruttoinlandsprodukts 2026 auf 1,4% (2025: 0,0%) ansteigen lassen. Wir gehen allerdings von einem Strohfeuer aus, weil sich der langfristige Wachstumsausblick wegen eines fehlenden Neustarts der Wirtschaftspolitik kaum erhöhen dürfte.

Was heißt das für die Aktienmärkte?

Der Dax hat diese Woche ein neues Allzeithoch erreicht. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis liegt mit 1,8 wieder in einem Bereich, der in der Vergangenheit mit einem robusten globalen Wirtschaftswachstum einherging (Chart 3). Dieses eingepreiste Konjunkturbild ist optimistisch, weil Trumps Zölle am Ende den Welthandel und das Wachstum etwa in den USA empfindlich treffen werden. Die Gewinne der im Dax enthaltenen Unternehmen für 2025 könnten am Ende stagnieren, während die Analysten noch mit einem Anstieg um 4% rechnen. Weitere Kursgewinne müssten also von einer höheren Bewertung ausgelöst werden, obwohl diese bereits eher hoch ist. Insofern ist die Erholung des DAX weit gelaufen; während der Sommermonate sind zwischenzeitliche Rückschläge wahrscheinlich.

**Chart 3 - Hoffnungen auf Handelsdeals treiben DAX-Kurs-Buchwert-Bewertung zurück auf 1,8**

DAX: Kurs-Buchwert-Verhältnis auf Basis der Analysten-Buchwert-Prognose (12 Monate), aktuell 13.100 Punkte



Quelle: Factset-Markterwartungen, Commerzbank-Research

Kasten: Wie schätzen wir den Effekt der höheren Zölle auf den Handel?

Eine Prognose des Effekts von Trumps massiven Zinserhöhungen auf die US-Importe wird dadurch erschwert, dass es für sie in den letzten Jahrzehnten unter entwickelten Volkswirtschaften keinen Präzedenzfall gibt. Am nächsten kommen ihnen noch die Zollerhöhungen, die Trump in seiner ersten Amtszeit auf US-Importe aus China verhängt hat. Damals wurden die Zölle auf einen Teil der US-Importe aus China in mehreren Schritten spürbar angehoben. Anhand der Veränderung der US-Importe dieser Güter nach diesen Zollerhöhungen hat die US-Notenbank (Fed) die Reaktion der US-Importe aus China auf Zusatzzölle berechnet (siehe [Link](#)).

Auf Basis dieser von der Fed bestimmten Elastizitäten haben wir nun die Wirkung der neuen durch Trump verhängten Zölle abgeschätzt. Wir berücksichtigen, dass sich die genannte Analyse der Fed nicht 1:1 auf die heutige Situation übertragen lässt. Denn in Trumps erster Amtszeit konnten Importeure auf andere Lieferanten, etwa aus Vietnam oder anderen asiatischen Staaten, ausweichen, auf deren Lieferungen in die USA die Zölle nicht angehoben worden waren. Heute sind hingegen alle Handelspartner von Zusatzzöllen betroffen, sodass mehr Importeure gezwungen sein dürften, die Zölle hinzunehmen. Dem haben wir dadurch Rechnung getragen, dass wir den Effekt der Zollerhöhungen auf die US-Importe gegenüber den Fed-Berechnungen um ein Drittel verringert haben.

Die so berechneten Effekte sind als Bremseffekte zu interpretieren und stellen keine eigenständige Prognose dar. Die Bremswirkung von 40% auf Einfuhren im Jahr 2029 etwa bedeutet nicht, dass die US-Importe in vier Jahren 40% niedriger sein werden als heute, sondern dass sie dann 40% niedriger sein dürften, als sie es ohne die Zollerhöhungen gewesen wären.



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.



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 16/5/2025 07:15 CEST fertiggestellt und am 16/5/2025 07:15 CEST verbreitet wurde.

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

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

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

Mögliche Interessenkonflikte

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

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

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

Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und ist für Empfänger bestimmt, die wie professionelle Kunden gemäß der MiFID II ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und 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 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 25.02

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