



## US-Zölle – wir machen Inventur

Die Trumpsche Wirtschaftspolitik setzt stark auf Zölle. Ein gutes Jahr nach dem "Liberation Day" machen wir Inventur. Dabei zeigt sich, dass die schlimmsten der im vergangenen Frühjahr gehegten Befürchtungen nicht eingetreten sind, auch weil US-Gerichte Trump Grenzen aufgezeigt haben. Allerdings hat Trump noch einige Pfeile im Köcher.

Bernd Weidensteiner <sup>AC</sup>  
Dr. Christoph Balz <sup>AC</sup>

### Höhepunkt scheint überschritten, ...

Der selbsternannte "Tariff Man" Donald Trump ist an Grenzen gestoßen. So entschied im Februar der Oberste Gerichtshof, dass die aufgrund von Notstandsgesetzen erlassenen Zölle unrechtmäßig sind, da auf Basis dieser Gesetze keine Zölle verhängt werden dürfen. Trump erließ dann auf der Grundlage eines Gesetzes zur Bekämpfung von Zahlungsbilanzungleichgewichten auf 150 Tage begrenzte Zölle, aber auch diese wurden kürzlich von einem Handelsgericht verworfen. Sie können aber so lange in Kraft bleiben, bis über die von der Regierung eingelegte Berufung entschieden wurde.

Zudem haben sich Trumps Zölle als löchrig erwiesen. So hat die Trump-Regierung immer wieder Unternehmen, Branchen und Produkten Ausnahmen zugestanden. Ohnehin ließ das Regelwerk schon vor Trump etliche Ausnahmen zu, die angesichts der damaligen Minizollsätze aber nicht auffielen.

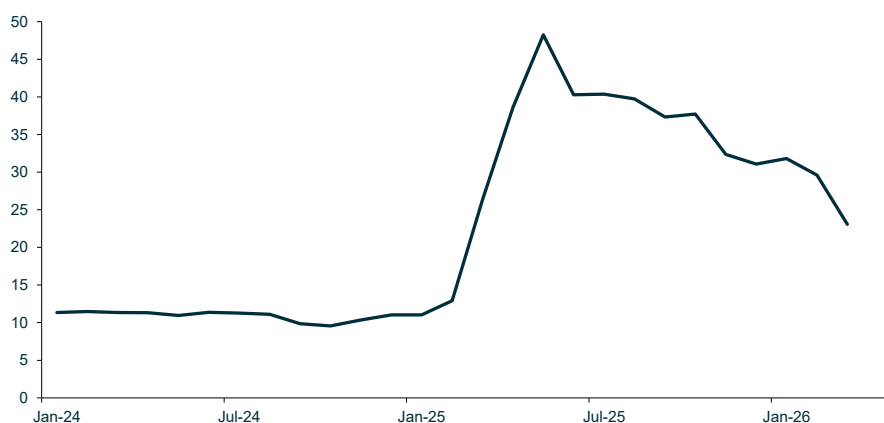
In der Konsequenz sind die Zölle derzeit deutlich niedriger, als dies im letzten April befürchtet wurde, als Trump mit zahlreichen Zollerhöhungen zum großen Rundumschlag ansetzte. Ging man damals von einem durchschnittlichen Zollsatz von 20 bis 25% aus, liegt der effektive Zollsatz [1] der USA aktuell bei durchschnittlich knapp 7%. Dies ist zwar deutlich mehr als die 2 bis 3%, die vor 2025 üblich waren, aber deutlich weniger als im letzten Oktober mit rund 11% (Titelchart).

### ... selbst im Handelskonflikt mit China

Sehr deutlich gesunken sind in den letzten Monaten die Zölle auf chinesische Waren. Dabei war der Handelskonflikt mit China Ausgangspunkt und lange Zeit der hauptsächliche Schauplatz des Versuchs gewesen, Zölle als wesentliches wirtschaftspolitisches Instrument einzusetzen. Dies hatte bereits in der ersten Amtszeit Donald Trumps begonnen (2017 - 2021) und eskalierte zu Beginn seiner zweiten Amtszeit. Mehrere Zollrunden schraubten die durchschnittlichen US-Zölle auf chinesische Importe bis auf beinahe 50% (Chart 1). Anders als die meisten anderen Handelspartner der USA wehrte sich China allerdings und verhängte Zölle auf US-Waren. Vor allem hatte das Land mit seiner Dominanz bei wichtigen Produkten wie seltenen Erden einen Hebel in der Hand, mit dem es die USA zu Kompromissen zwingen konnte. Zudem sind US-Techunternehmen auf die Zulieferung von Komponenten aus China angewiesen und konnten die US-Regierung zu Ausnahmeregelungen bei den Zöllen für High-Tech-Importe bewegen. In der Folge hat sich der effektive Zollsatz auf Einfuhren aus China wieder auf etwa 23% halbiert.

Chart 1 - Geliebter Feind China

Effektivzoll auf US-Importe aus China in %, Monatsdaten



Quelle: US Census, Commerzbank Research

### ... bei den US-Verbündeten ergibt sich aber ein gemischtes Bild ...

Weniger nachgiebig war Donald Trump bei vielen Staaten, die eigentlich mit den USA verbündet sind. Dies musste nicht zuletzt Kanada erfahren, das mit den USA und Mexiko zur Freihandelszone USMCA<sub>2</sub> gehört, die Donald Trump in seiner ersten Amtszeit neu verhandelt

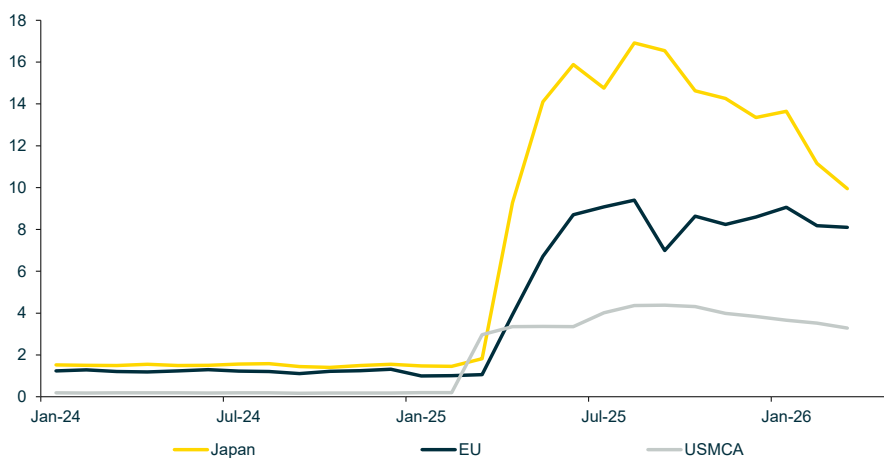


hatte. Insgesamt sind hier die effektiven Zölle mit 3,3% allerdings nach wie vor sehr niedrig, und sie unterscheiden sich auch nicht wesentlich zwischen Mexiko und Kanada (Chart 2).

Japan musste eine viel stärkere Erhöhung der Zölle hinnehmen. Diese stiegen von unter 2% auf in der Spitze fast 17%. Allerdings haben sich die USA und Japan im Sommer 2025 auf ein Abkommen (das "Japan Strategic Trade and Investment Agreement") geeinigt, das die Zölle wieder reduzierte. Im Gegenzug sagte Japan massive Investitionen in den USA zu. Inzwischen liegen die Effektivzölle auf Importe aus Japan knapp unter 10%.

Ein besonders angespanntes Verhältnis hat Trump mit der EU, der er beständiges sicherheitspolitisches Trittbrettfahren und unfaire Handelspraktiken vorwirft. Ende Juli 2025 erzielten die USA und die EU ein Übereinkommen, das eine Eskalation der Streitigkeiten vorerst verhinderte. Die Effektivzölle für die EU liegen jetzt bei etwa 8%. Eine größere Verringerung erreichte die EU damit nicht.

Chart 2 - US-Zölle für die "Verbündeten"  
Effektivzölle, Monatsdaten in %. USMCA: Kanada und Mexiko

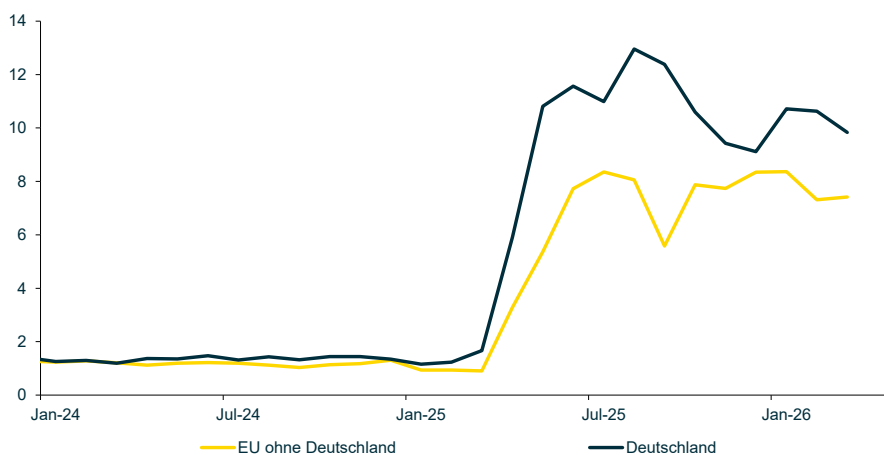


Quelle: US Census, Commerzbank Research

### ... und Deutschland leidet

Für alle EU-Länder gelten zwar dieselben Zollsätze. Die effektive Zollbelastung können sich aber von Land zu Land je nach Exportstruktur unterscheiden. So liegt der Effektivzoll auf deutsche Waren bei knapp 10%, derjenige für die EU ohne Deutschland ist mit 7,4% deutlich niedriger (Chart 3). Vor 2025 lagen diese Zollsätze in beiden Fällen bei etwas über 1%.

Chart 3 - Hat Trump Deutschland im Visier?  
Effektivzoll auf Importe aus Deutschland und aus der EU ohne Deutschland, Monatsdaten in %

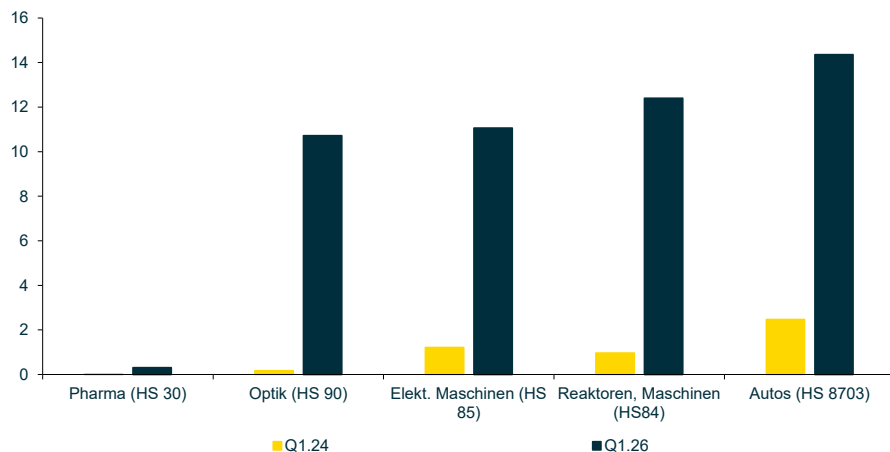


Quelle: US Census, Commerzbank Research

Für Deutschland haben wir zusätzlich die effektive Zollbelastung für verschiedene Produktgruppen berechnet. Wir konzentrieren uns dabei auf fünf Warengruppen, die rund zwei Drittel der deutschen Warenausfuhren in die USA abdecken. Lediglich bei pharmazeutischen Produkten, die Trump von den Zollrunden ausgenommen hat, ist der Zollsatz weiterhin sehr niedrig. Dagegen sind die Zölle bei optischen Produkten, Maschinen und Pkw (ohne die SUVs, die unter "leichte Lastwagen" fallen und schon seit Jahrzehnten mit hohen Zöllen belegt sind) auf 10% bis 14% gestiegen (Chart 4).



Chart 4 - Wichtige deutsche Exportgüter in die USA sind stark betroffen  
Effektivzoll je nach Warengruppe in %



Quelle: US Census, Commerzbank Research

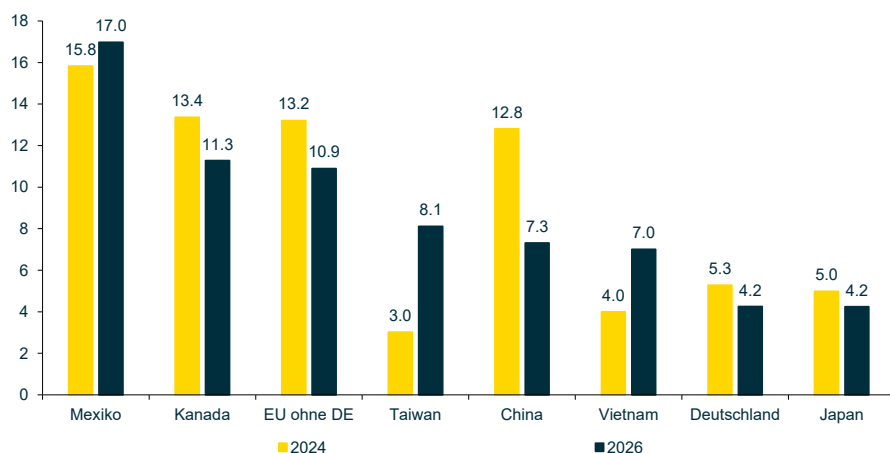
## Deutliche Verschiebungen bei Handelspartnern

Zwar hat sich das Handelsbilanzdefizit durch Donald Trumps Zollpolitik nicht verringert. Aber im Hinblick auf die Bedeutung der Handelspartner hat es in relativ kurzer Zeit beträchtliche Verschiebungen gegeben:

- Die meisten Importe kommen weiterhin aus Mexiko, der Importanteil des Landes ist auf 17,0% gestiegen. Kanada ist zwar auch Teil der USMCA, war aber zeitweise im Visier Trumps und hat Marktanteile verloren (Chart 5).
- Die USA importieren jetzt deutlich weniger aus China, der Anteil des Landes an den US-Einfuhren hat sich auf 7,3% verringert. Es besteht allerdings der Verdacht, dass Teile der chinesischen Waren jetzt über Umwege in die USA gelangen. So ist der Anteil Vietnams deutlich auf 7% gestiegen.
- Die EU hat ebenfalls deutlich an Bedeutung eingebüßt. Zuletzt kamen noch rund 15% der US-Importe aus der EU (davon entfielen 4,2% auf Deutschland), zwei Jahre zuvor waren es noch 18,5% (Deutschland: 5,3%).
- Die stark gestiegenen Importe aus Taiwan (das Land exportierte zuletzt fast doppelt so viele Waren in die USA wie Deutschland) hat mit Zöllen allerdings wenig zu tun. Vielmehr sind – wohl wegen des KI-Booms – die Importe von Halbleitern oder elektronischen Produkten massiv gestiegen.

Chart 5 - US-Importstruktur verschiebt sich: China und Europa verlieren

Anteil der Importe aus der jeweiligen Region an den US-Gesamtimporten in %. Angaben für Q1.2024 und Q1.2026



Quelle: US Census, Commerzbank Research

## Die US-Regierung hat noch viel Spielraum in der Zollpolitik, ...

Sollte die jüngste Entscheidung eines amerikanischen Handelsgerichts (dem US Court of International Trade), den neuen allgemeinen 10%-Zollsatz zu verwerfen, umgesetzt werden, würde dies die Zollsätze erst einmal drücken. Allerdings dürfte die Regierung vor ein Bundesberufungsgericht ziehen, wo die Chancen für die Trump-Regierung nach Ansicht mancher Juristen größer ist. Denn auf dieser



Ebene wurde der Exekutive in der Vergangenheit ein größerer Spielraum in Sachen Zöllen zugebilligt. Allerdings läuft dieser 10%-Zoll ohne eine Verlängerung durch den Kongress ohnehin nach 150 Tagen aus, also womöglich bevor ein endgültiges Urteil vorliegt.

Aus Sicht der Trump-Regierung ist dieser Zoll sowieso nur eine Übergangslösung, bis dauerhaftere Zölle gemäß Abschnitt 301 des Handelsgesetzes in Kraft treten können. Dafür muss die US-Regierung anderen Staaten unfaire Handelspraktiken nachweisen. Der US-Handelsbeauftragte hat im März bereits 76 entsprechende Untersuchungen in Auftrag gegeben:

- Gegen 16 Handelspartner wird wegen "struktureller Überkapazitäten in der Industrie", die die US-Wirtschaft belasten würden, ermittelt. Darunter sind die EU, die Schweiz und China.
- Gegen 60 Länder ermittelt der US-Handelsbeauftragte, weil sie nicht in ausreichendem Maß den Einsatz von Zwangsarbeit unterbinden würden. Neben zahlreichen Entwicklungsländern sind hier ebenfalls die EU und die Schweiz im Visier.

Der US-Handelsbeauftragte will nach seinen Aussagen diese Untersuchungen zügig durchführen, um das Verfahren spätestens bis zum 24. Juli 2026 (wenn die 150-Tage-Frist des 10%-Zolls ausläuft) abzuschließen, sodass dann die neuen Zölle verhängt werden könnten.

Abschnitt 301 ermächtigt den US-Handelsbeauftragten dabei,

- Zölle oder andere Einfuhrbeschränkungen zu verhängen,
- Zugeständnisse aus Handelsabkommen zurückzuziehen oder auszusetzen, und
- verbindliche Vereinbarungen mit der betreffenden ausländischen Regierung zu schließen, um entweder das beanstandete Verhalten (oder die Belastung für den US-Handel) zu beseitigen oder die Vereinigten Staaten durch zufriedenstellende Handelsvorteile zu entschädigen.

### **... sodass keine Änderung der Zollpolitik zu erwarten ist, ...**

Neben den wahrscheinlichen neuen Zöllen gemäß Abschnitt 301 wird die Trump-Regierung auch weiterhin auf die branchenspezifischen Zölle gemäß Abschnitt 232 setzen, die bereits u.a. für Stahl, Aluminium und Autos gelten und die von den Gerichtsurteilen nicht betroffen sind. So hat Trump kürzlich damit gedroht, den Zoll auf Autos aus der EU auf 25% anzuheben, wenn die EU nicht die Vereinbarungen des Handelsabkommens vom Sommer 2025 umsetzt. Allerdings will die EU ihre Hausaufgaben bis spätestens 4. Juli erledigen.

Allerdings dürfte der durchschnittliche Zollsatz am Ende wahrscheinlich niedriger ausfallen als auf dem Höhepunkt der Belastungen im Herbst. So haben sich die Zölle auch in den USA als unpopulär erwiesen, vor allem weil sie die Inflation anschieben. Diese Stimmung hat sich unter dem Eindruck des durch den Iran-Krieg ausgelösten zusätzlichen Inflationsschubs noch einmal verstärkt. So erhält die Trump-Regierung bei Umfragen regelmäßig sehr schlechte Noten beim Thema Inflation.

### **... selbst wenn die Demokraten bei den Zwischenwahlen siegen**

Auch ein Wahlsieg der Demokraten bei den Zwischenwahlen würde an den höheren Zöllen wohl kaum etwas ändern. Zum einen finden sich auch bei den Demokraten viele Anhänger einer protektionistischen Außenhandelspolitik. Zum anderen müsste der Kongress für niedrigere Zölle frühere Ermächtigungen des Präsidenten auf diesem Gebiet zurücknehmen. Selbst wenn sich dafür eine Mehrheit fände, würde der Präsident sein Veto einlegen, das wiederum nur mit einer völlig unrealistischen Zwei-Drittel-Mehrheit in beiden Häusern des Kongresses überstimmt werden könnte.

---

[1] Wir errechnen die effektiven Zollsätze, indem wir die vom Census Bureau errechneten Zolleinnahmen durch den Wert der Warenimporte dividieren. Die Daten liegen auf Monatsbasis vor, die aktuellsten Daten sind die für März 2026. Alle Angaben zu den Zollsätzen in dieser Analyse sind Effektivsätze ([zurück zum Text](#))



## Analysts

<sup>AC</sup>  
**Dr. Jörg Krämer**  
Chefvolkswirt  
+49 69 136 23650  
joerg.kraemer@commerzbank.com

<sup>AC</sup>  
**Dr. Ralph Solveen**  
Stellv. Leiter Economic Research  
+49 69 9353 45622  
ralph.solveen@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 29/5/2026 07:10 CEST fertiggestellt und am 29/5/2026 07:10 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 U.S.-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. Nicht alle in diesem Dokument genannten Finanz- oder sonstigen Instrumente sind innerhalb Japans verfügbar. 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 O4/1313 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 2026. Alle Rechte vorbehalten. Version 26.02

<b>Frankfurt</b>	<b>London</b>	<b>New York</b>	<b>Singapore</b>
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