



US-Zölle – wer zahlt wirklich die Zeche?

Donald Trump behauptet, dass die massiv erhöhten US-Zölle von den anderen Ländern getragen werden. Wir untersuchen, wer wirklich die Zeche zahlt.

Bernd Weidensteiner^{AC}

Dr. Christoph Balz^{AC}

Zolleinnahmen der USA sprudeln, ...

Die protektionistische US-Zollpolitik macht sich mehr und mehr in steigenden Zolleinnahmen bemerkbar. Im August gingen beim US-Finanzministerium knapp 30 Mrd Dollar an Zöllen ein (Titelchart). Diese Einnahmen werden in den kommenden Monaten wohl weiter steigen. Verschiedenen Schätzungen zufolge könnten sich die jährlichen Einnahmen mittel- bis langfristig bei etwa 400 Mrd Dollar einpendeln.

... und die Zölle werden bleiben

Hieran dürfte sich in den kommenden Jahren kaum etwas Grundlegendes ändern. Zwar steht ein höchstrichterliches Urteil über die Rechtmäßigkeit der Zölle noch aus (siehe Kasten), zu einer Politik niedriger Zölle werden die USA aber kaum zurückkehren. Schließlich ist das Errichten von Zollmauern eines der wenigen Themen, in denen zwischen Republikanern und Demokraten weitgehend Einigkeit besteht. Zudem sind die Zolleinnahmen angesichts der Haushaltslage politisch kaum verzichtbar. Denn offenbar sind Zölle die einzige Möglichkeit, um in den USA für den Staat höhere Einnahmen durchzusetzen.

Wer trägt die Zölle?

Über die Größenordnung der zu erwartenden Zölle herrscht allmählich mehr Klarheit:

- Am Mittwoch hat die US-Regierung mitgeteilt, dass die Zölle auf aus der EU importierte Autos rückwirkend zum 1. August von 27,5% auf 15% gesenkt werden. Damit setzen die USA die mit der EU vereinbarten Erleichterungen um.
- Gestern verkündete Trump über die sozialen Medien die noch ausstehende Entscheidung über die Pharmazölle. Danach soll ab 1. Oktober ein 100%-iger Zollsatz auf alle patentgeschützten Medikamente anfallen, sofern die Hersteller keine US-Produktion aufbauen.

Unklar ist aber, wer am Ende die Zölle tatsächlich zahlen wird. Rein technisch ist die Antwort einfach: Der US-Importeur zahlt die Zölle an die amerikanische Zollbehörde. Kurzfristig kann der Importeur auf Zollerhöhungen auch kaum reagieren, wenn er an Lieferverträge ohne entsprechende Anpassungsklauseln gebunden ist und er die Preise für seine Kunden nicht massiv anheben kann. Mittelfristig wird er jedoch versuchen, zumindest einen Teil dieser Kosten an den ausländischen Exporteur und/oder an seine US-Kunden weiterzugeben. Entsprechend wird er versuchen, seinen Einkaufspreis (vor Zöllen) herunterzuverhandeln und seinen eigenen Verkaufspreis anzuheben.

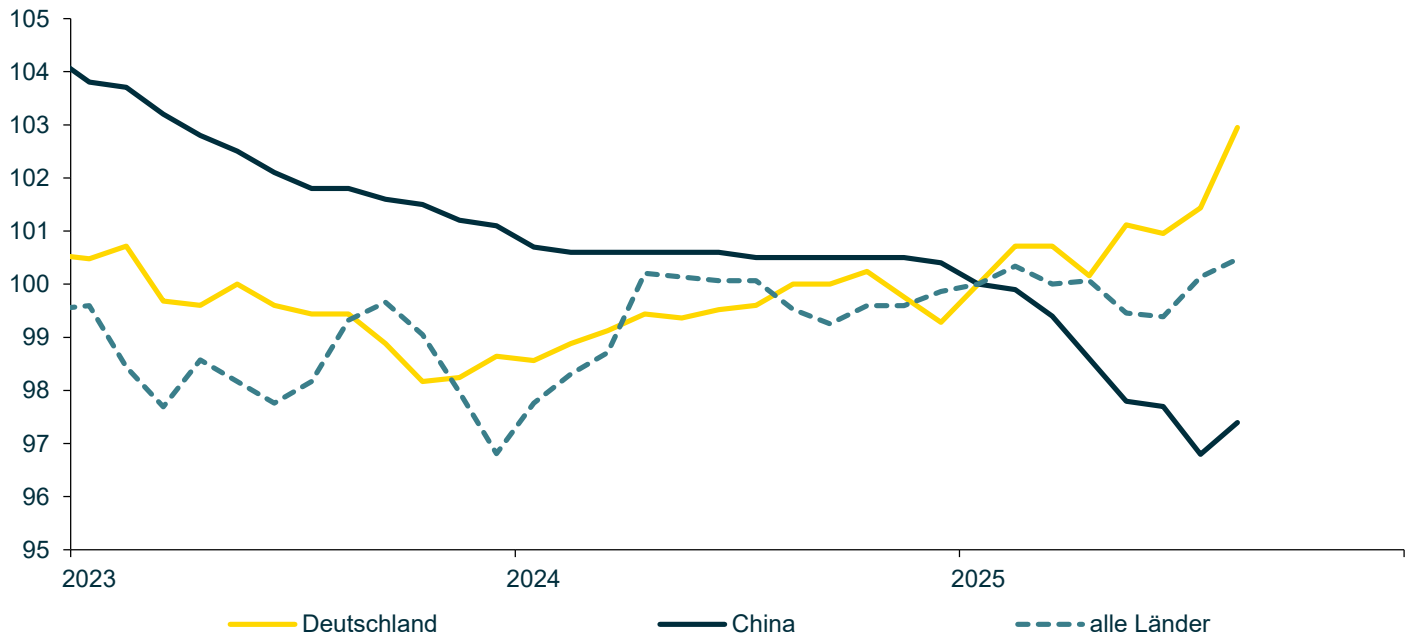
Bisher kaum Zugeständnisse der ausländischen Lieferanten, ...

Dabei zeigen die amerikanischen Importpreise, dass die US-Importeure bei ihren ausländischen Lieferanten noch keine nennenswerten Zugeständnisse erzielen konnten. Dabei ist es wichtig zu wissen, dass die Zölle in den Importpreisindizes nicht enthalten sind. Wenn die Ausländer die Zölle tragen würden, müssten also die US-Einfuhrpreise deutlich fallen, damit unter Berücksichtigung des Zollaufschlags die Preise für den US-Importeur gleich bleiben. Dies ist bisher offensichtlich nicht passiert. Vielmehr haben sich die Importpreise in den vergangenen Monaten kaum verändert, wenn überhaupt sind sie zuletzt sogar etwas gestiegen (Chart 1).

Allerdings gibt es gewisse Unterschiede, je nachdem aus welchem Land die Waren kommen. So sind die Preise für aus China importierte Waren seit Jahresanfang um etwa 3% gesunken, während sie für aus Deutschland importierte Produkte in den letzten Monaten leicht gestiegen sind. Die US-Importeure konnten also anscheinend ihre chinesischen Lieferanten zu gewissen Preiszugeständnissen bewegen, ohne dass dadurch die Belastung durch die Zölle auch nur annähernd ausgeglichen würde, die auf Importe aus China besonders hoch sind. Hingegen konnten deutsche Lieferanten solche Zugeständnisse bisher wohl weitgehend vermeiden, sodass die US-Importeure zumindest bis August den gesamten Zoll getragen haben.[1]

**Chart 1 - In der Summe haben die amerikanischen Importeure die Preise nicht drücken können**

US-Importpreisindizes nach Ursprungsland der Waren, Jan 2025 = 100, Monatsdaten



Quelle: BLS, S&P Global, Commerzbank Research

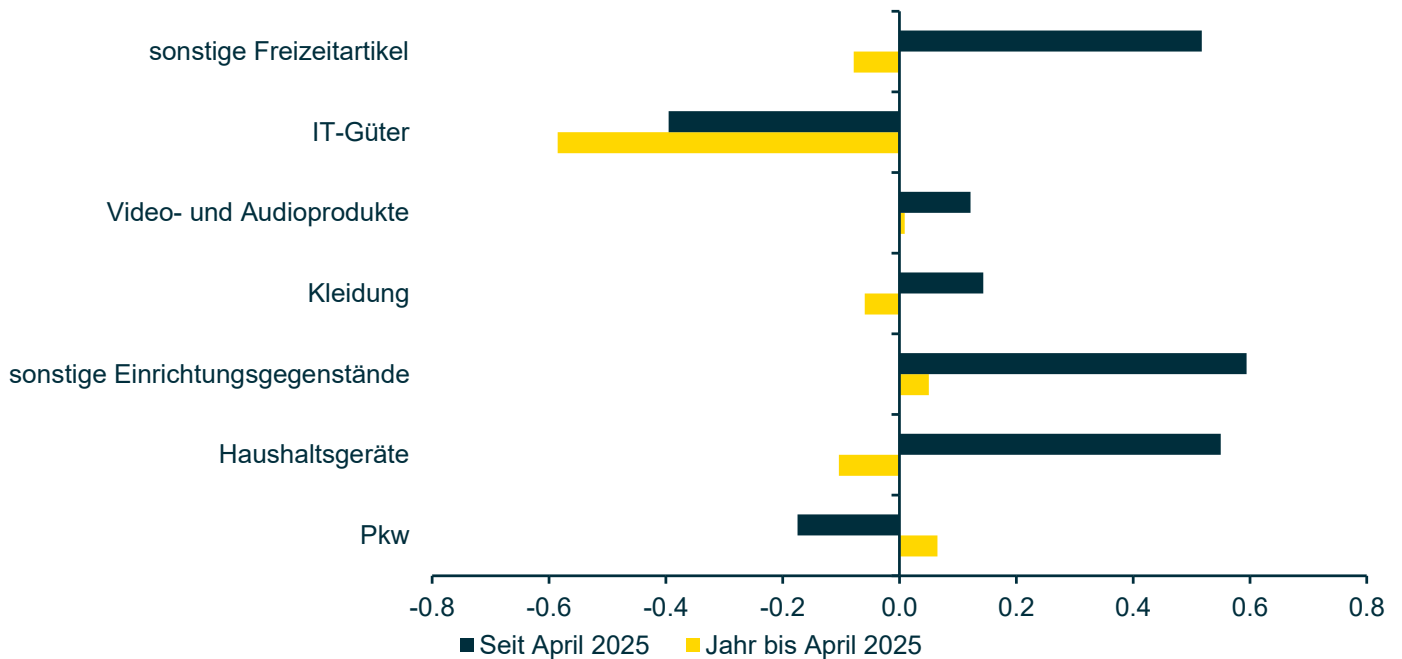
... aber erste Belastungen für den US-Verbraucher

Während die ausländischen Lieferanten also bisher keinen nennenswerten Teil der Zölle tragen, waren die US-Unternehmen bei der Weitergabe der Belastung an die Verbraucher etwas erfolgreicher. Denn die Preisentwicklung bei einigen Warengruppen, die typischerweise – vor allem aus China – importiert werden, zeigt teilweise deutliche Zolleffekte. So haben sich Haushaltsgeräte seit April gegenüber dem Vormonat im Durchschnitt um 0,6% verteuert, während sie sich in den zwölf Monaten davor monatlich um etwa 0,1% verbilligt hatten (Chart 2). IT-Güter verbilligten sich zuletzt zwar monatlich um 0,4%, womit sich ihr Rückgang aber von zuvor monatlich -0,6% verlangsamt hat. Kein Effekt ist hingegen bei den Preisen von Autos zu erkennen, dem wohl wichtigsten deutschen Produkt auf dem US-Markt. Diese sind seit April sogar etwas gefallen, während sie in den zwölf Monaten zuvor eher gestiegen waren.



Chart 2 - Einige typische Importwaren sind teurer geworden

Verbraucherpreise für einzelne Warengruppen, durchschnittliche saisonbereinigte Veränderungen gegen Vormonat in %, verschiedene Zeiträume



Quelle: BLS, S&P Global, Commerzbank Research

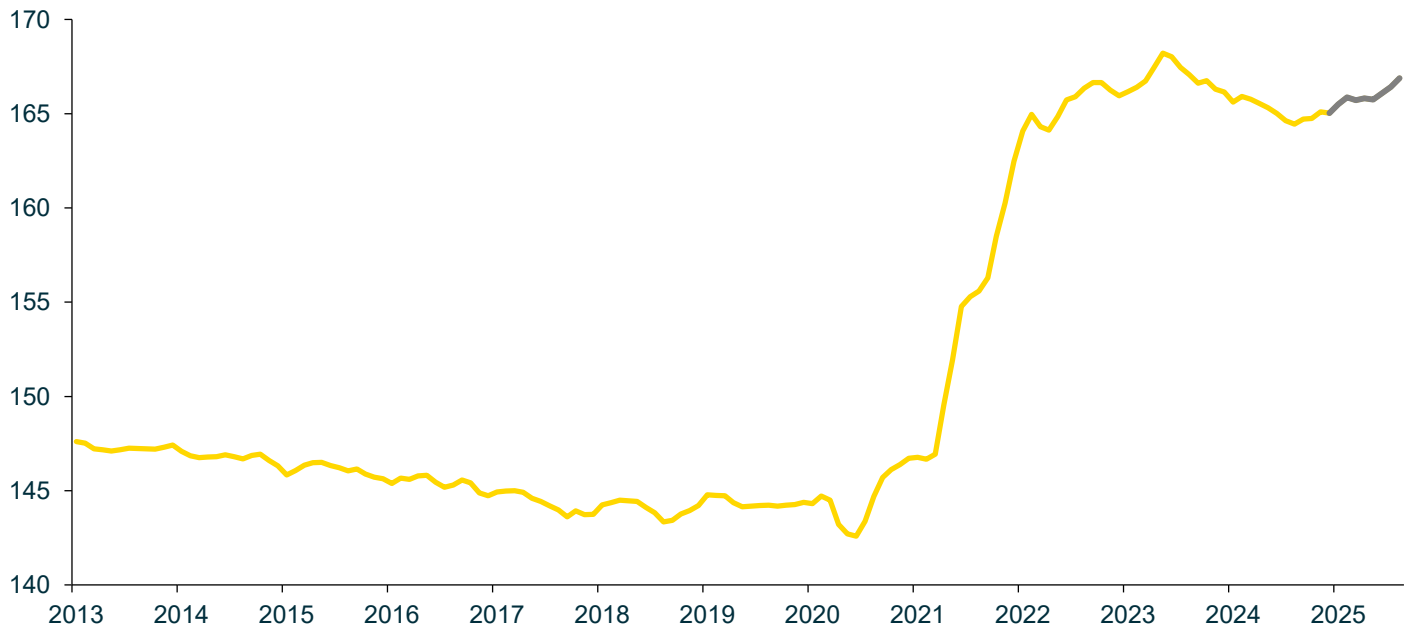
Damit haben die höheren Zölle wohl dazu beigetragen, dass die Verbraucherpreise für Waren ohne Energie und Nahrungsmittel in den letzten Monaten gestiegen sind, während sie in den vergangenen zwanzig Jahren – abgesehen von dem starken Anstieg von 2020 bis 2023, der auf die Verwerfungen und Lieferschwierigkeiten während der Pandemie zurückzuführen – im Trend leicht gefallen sind (Chart 3). Allerdings steigen die Preise bereits seit August 2024 wieder, als Trump noch nicht wieder Präsident war.

Damit stellt sich die Frage, ab wann man die Preiserhöhungen auf die Zölle zurückführt. Präsident Trump hat ab Februar massive Zölle eingeführt, die in den "reziproken" Zöllen am "Liberation Day" Anfang April kulminierten. Aber bereits die Wahl des selbsterklärten "Tariff Man" im November 2024 könnte zu ersten Preisreaktionen geführt haben. Wählt man letztlich pragmatisch den Jahresbeginn 2025 als Nullpunkt für unsere Unterscheidung in die Zeit "vor den Trump-Zöllen" und danach, ergibt sich ein Preiseffekt der Zölle auf die Kerninflationsrate von drei Zehntel [2]. Ohne die Zölle hätte diese also im August nicht 3,1% betragen, sondern 2,8%. Zu ähnlichen Ergebnissen kommt eine aktuelle **Studie** von drei US-Forschern auf der Basis von Mikrodaten von mehreren Einzelhandelsunternehmen. Danach sind die Preise von importierten Waren zwischen Oktober 2024 und Anfang September 2025 trendbereinigt um 2 Prozentpunkte stärker gestiegen als die von in den USA produzierten.



Chart 3 - Zuletzt ungewöhnlicher Anstieg der Warenpreise

Verbraucherpreisindex für Waren ohne Energie und Nahrungsmittel, Index 1982/84 = 100, saisonbereinigte Monatswerte. Entwicklung ab Januar 2025 hervorgehoben



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

US-Unternehmen werden Belastung weiter abwälzen, ...

Als Fazit bleibt: Bisher werden die höheren US-Zölle weitestgehend von US-Inländern getragen, und hier überwiegend von den Unternehmen.

Dies überrascht nicht, denn diese müssen die Zölle tatsächlich zahlen, und es braucht Zeit, die Kosten auf die ausländischen Exporteure oder die amerikanischen Verbraucher zu überwälzen. Letzteres wird auch dadurch verzögert, dass die US-Konsumenten wohl nur wenige Produkte direkt beim Importeur kaufen. Oft sind Großhändler dazwischengeschaltet, bevor die Ware beim Einzelhandel zum Verkauf steht. Noch länger ist die Kette, wenn das importierte Gut ein Vor- oder Zwischenprodukt bzw. eine Maschine für die US-Industrie ist. Dann sind es noch mehr Zwischenschritte, bis die Preiserhöhung beim Konsumenten ankommt und im Verbraucherpreisindex gemessen wird.

Die Verteilung der Belastung durch die Zölle wird sich daher sicherlich noch ändern. So sollten die Lieferanten aus Deutschland und anderen Ländern nicht darauf setzen, dass sie dauerhaft ohne Preissenkungen auskommen, wenn sie ihre Marktanteile verteidigen wollen. Es ist daher mittelfristig mit einem Rückgang der US-Importpreise zu rechnen.

... insbesondere an die Konsumenten, ...

Den größten Teil der Zölle dürften am Ende aber die US-Verbraucher in Form höherer Preise tragen. Denn sie haben wenig Ausweichmöglichkeiten. Grundsätzlich können sie zwar von importierten auf heimische Produkte ausweichen. Aber auch diese werden längerfristig wegen höherer Preise für importierte Vorprodukte teurer. Außerdem dürfte die Zollmauer um den US-Markt dazu führen, dass die heimischen Anbieter aufgrund des geringeren Wettbewerbsdrucks Preiserhöhungsspielräume ausnutzen werden.

... Zölle lassen Verbraucherpreise daher schneller steigen

Wie stark dieser Effekt am Ende sein wird, lässt sich nur grob schätzen. Bei einem Importanteil des privaten Konsums von rund 10% und einem Anstieg des durchschnittlichen Zollsatzes um etwa 15 Prozentpunkte (von 2% auf 17%) müssten die Unternehmen die Preise um 1,5% erhöhen, wenn die Konsumenten die Zölle vollständig tragen sollen. Hinzu kommen auf längere Sicht indirekte Effekte, wenn die Preise heimischer Produkte wegen teurerer Vorprodukte oder einem geringeren Wettbewerbsdruck aus dem Ausland steigen.

Am Ende dürfte der Effekt auf die Verbraucherpreise kleiner sein, da auch die ausländischen Lieferanten und US-Unternehmen einen Teil der Belastung tragen werden. Insgesamt rechnen wir damit, dass die Zölle für sich genommen die Verbraucherpreise um etwa ein Prozent steigen lassen werden, wovon etwa 0,7 Prozent noch ausstehen. Wir sind daher der Auffassung, dass die US-Notenbank die Inflationsgefahren unterschätzt. All das spricht für tendenziell höhere US-Anleiherenditen, was auf die Renditen im Euroraum abstrahlen dürfte.



KASTEN: Ist Trumps Zollpolitik rechtmäßig?

Vor dem Obersten Gericht der USA ist ein Verfahren anhängig, das klären soll, ob die von Präsident Trump verkündeten Zölle rechtmäßig sind. Im Mittelpunkt steht der International Emergency Economic Powers Act (IEEPA), auf den sich Trump bei den meisten der neuen Zölle gestützt hat. Einige Urteile von Bezirks- und Berufungsgerichten hielten die auf den IEEPA gestützten Zölle für nicht rechtmäßig, die Regierung hat daraufhin das Oberste Gericht angerufen. Dieses hat sich zu einem beschleunigten Verfahren bereit erklärt, bereits Anfang November werden die Streitparteien ihre Argumente dem Gericht vortragen. Mit einem Urteil ist aber wohl erst im Frühjahr oder Frühsommer 2026 zu rechnen.

Selbst wenn das Gericht die Befugnisse des Präsidenten auf Basis des IEEPA stützen sollte, wird das nicht das Ende der hohen Zölle bedeuten. Trump kann noch auf eine Reihe anderer Gesetze zurückgreifen, die allerdings teilweise längere Fristen vorgeben und engere Vorgaben für die Zollhöhe machen.

[1] Bei der Bewertung der unterschiedlichen Entwicklung der Preise von Importen aus Deutschland und denen aus China ist allerdings zu beachten, dass diese in den vergangenen Jahren unterschiedliche Trends aufwiesen. So sind die Preise für Importe aus China im Trend gefallen, während Waren aus Deutschland eher sogar etwas teurer wurden. Zudem könnte der Anstieg der Importpreise für deutsche Produkte zumindest teilweise darauf zurückzuführen sein, dass der Dollar seit Anfang Februar – als die US-Regierung die ersten Zollerhöhungen verkündete – handelsgewichtet um 8% abgewertet hat. Allerdings werden die meisten US-Importe wohl in Dollar fakturiert, sodass sich der Effekt von Wechselkursänderungen auf die Importpreise zumindest kurz- bis mittelfristig sehr in Grenzen halten dürfte. Hierfür spricht auch, dass sich die Importpreise auch in den Monaten zuvor wenig bewegt haben, obwohl der Dollar deutlich zugelegt hatte. ([zurück zum Text](#))

[2] Seit Anfang des Jahres sind die Verbraucherpreise für Waren ohne Energie und Nahrungsmittel um 1,1% gestiegen, während normalerweise ein Rückgang um ein bis zwei Zehntel zu erwarten gewesen wäre. Bei einem Anteil am Warenkorb der Kernrate von einem Viertel ergibt sich ein Preiseffekt der Zölle von drei Zehntel ($1,2 \times \frac{1}{4}$) auf die Kerninflationsrate. ([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 26/9/2025 07:26 CEST fertiggestellt und am 26/9/2025 07:26 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-Swap-Händler 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