



Factsheet US- Außenhandel

Anders als von vielen befürchtet hat der neue US-Präsident Trump zu seiner Amtseinführung keine konkreten Zölle verhängt. Dies bedeutet aber keine Entwarnung. Wir sehen weiterhin das Risiko, dass es letztlich in erheblichem Umfang zu Zöllen kommen kann und zeigen in einer Übersicht die Strukturen des US-Außenhandels auf.

Zölle zunächst als Mittel im Kampf gegen illegale Einwanderung...

Donald Trump hat zwar, anders als im Wahlkampf angekündigt, noch nicht gleich am ersten Tag seiner Amtszeit die große Zollkeule ausgepackt. Das bedeutet allerdings nicht, dass man hier von Entwarnung sprechen kann. Zunächst scheint er die Drohung mit Zöllen als ein Mittel einsetzen zu wollen, um die illegale Einwanderung in die USA zu bekämpfen.

Am Wochenende wurde dies mit Kolumbien durchexerziert. Die Regierung dieses Landes weigerte sich zunächst, amerikanischen Abschiebeflügen eine Landeerlaubnis zu erteilen. Trump drohte daraufhin einen sofortigen Zoll von 25% an, der sich in einer Woche auf 50% erhöhen würde (die USA sind der wichtigste Exportmarkt Kolumbiens und führen jährlich Waren für etwa 16 Mrd. Dollar aus diesem Land ein). Nach Angaben des Weißen Hauses hat Kolumbien daraufhin engelenkt, Donald Trump sieht daher von der Umsetzung der angedrohten Strafmaßnahmen ab.

Pressemeldungen zufolge verdichten sich die Anzeichen, dass Trump bereits am Wochenende gegen Kanada und Mexiko vorgehen könnte. Trump hatte einen Zollsatz von 25% auf Importe aus Mexiko und Kanada in Aussicht gestellt, ohne sich darauf bereits festzulegen. Als möglichen Termin nannte er den 1. Februar. Er begründete dies damit, dass diese Länder den Strom von Migranten und Drogen wie Fentanyl in die USA nicht ausreichend verhindern würden. Der ebenfalls angedrohte zusätzliche 10%-ige Zollsatz auf Importe aus China wurde damit gerechtfertigt, dass China Vorprodukte für Fentanyl nach Mexiko liefert.

Diese angedrohten Maßnahmen haben nicht-ökonomische Hintergründe. Er hat sich wahrscheinlich zunächst auf diese Punkte konzentriert, weil sie mit dem für seine Wähler vermutlich wichtigsten Thema zusammenhängen, der Grenzsicherung. Allerdings dürfte die offenkundig hohe Bereitschaft, das Zollinstrument einzusetzen, auch die Einschätzung der Marktteilnehmer darüber beeinflussen, wie wahrscheinlich umfassende Zölle sind.

27. Januar 2025

Bernd Weidensteiner^{AC}

Dr. Christoph Balz^{AC}

Inhalt

Zölle zunächst als Mittel im Kampf gegen illegale Einwanderung...	1
... und bald auch gegen das hohe Handelsbilanzdefizit?	2
Stichtag 1. April	2
Zölle gegen das Außenhandelsdefizit	2
In der Schusslinie steht vor allem China ...	3
... trotz einer gewissen Abkoppelung	4
Autos im Visier?	5
Kann sich Europa mit mehr LNG-Einfuhren aus der Affäre ziehen?	6
Zölle: War's das mit dem relativ freien Handel?	6



... und bald auch gegen das hohe Handelsbilanzdefizit?

Zwar scheint das Vorgehen gegen illegale Zuwanderung zunächst Priorität zu haben. Danach wird aber wohl der Kampf gegen das hohe Handelsdefizit in das Zentrum rücken. Dass Trump es ernst meint, unterstreichen auch seine Ankündigung, die Schaffung einer neuen Behörde für das Eintreiben von Zöllen und anderen Abgaben im Außenhandel zu prüfen und seine Erwartung, dass daraus erhebliche Einnahmen in den Staatshaushalt fließen werden. Ebenso erklärte er in Davos klipp und klar, Unternehmen sollten in den USA produzieren oder sie müssten mit Zöllen rechnen. Der Umgang mit Kolumbien zeigt zwar, dass Trump auf angedrohte Zölle verzichtet, wenn er anderweitig beschwichtigt wird. Allerdings dürfte es den Handelspartnern schwerfallen, ihm einen vollständigen Ausgleich der Handelsbilanz zuzusagen.

Seine Aussage zu Zöllen auf chinesische Produkte, "er würde sie lieber nicht einsetzen müssen", stufen wir eher als Verhandlungstaktik ein. Würde er von vornherein Zölle als unvermeidlich einstufen, hätte China keinen Anreiz, zumindest auf manche seiner Forderungen einzugehen, etwa beim Fentanyl-Thema.

Einige Kongressabgeordnete haben auch bereits eine Gesetzesvorlage im Senat und im Repräsentantenhaus (dort mit Unterstützung von Demokraten) eingebracht, die China den Status der "Permanent Normal Trade Relations" entziehen soll. Gemäß der Vorlage soll ein Zoll von 100% auf als strategische eingestufte Waren aus China erhoben werden und ein Mindestzoll von 35% auf die übrigen. Ein robustes Vorgehen gegen China hat überparteiliche Rückendeckung.

Stichtag 1. April

Dass Trump sich bisher zurückgehalten hat, liegt womöglich auch daran, dass einige der für die Verhängung von Zöllen in Frage kommenden gesetzlichen Grundlagen vorherige Untersuchungen erfordern. Entsprechend hat Trump eine umfassende Überprüfung der US-Außenhandelspolitik angeordnet. Die zuständigen Behörden sollen bis zum 1. April Berichte zu unfairen Handelspraktiken anderer Staaten, zu Währungsmanipulation, diskriminierenden ausländischen Steuern sowie zu den Praktiken des Technologietransfers vorlegen. Außerdem sollen sie Maßnahmen vorschlagen, die das Handelsdefizit reduzieren.

Die zuständigen Stellen werden auch angewiesen, zu überprüfen, ob sich China an seine Verpflichtungen im Rahmen des Phase-I-Deals gehalten hat. Dieser wurde in der ersten Amtszeit Trumps abgeschlossen. China hat ausweislich der Handelsdaten die darin zugesagten Volumina von Einfuhren aus den USA nicht erfüllt.

Auf Basis der im April vorliegenden Analysen hat Trump dann vielfältige Möglichkeiten, einzelne Länder, Branchen oder ganze Ländergruppen ins Visier zu nehmen.

Zölle gegen das Außenhandelsdefizit

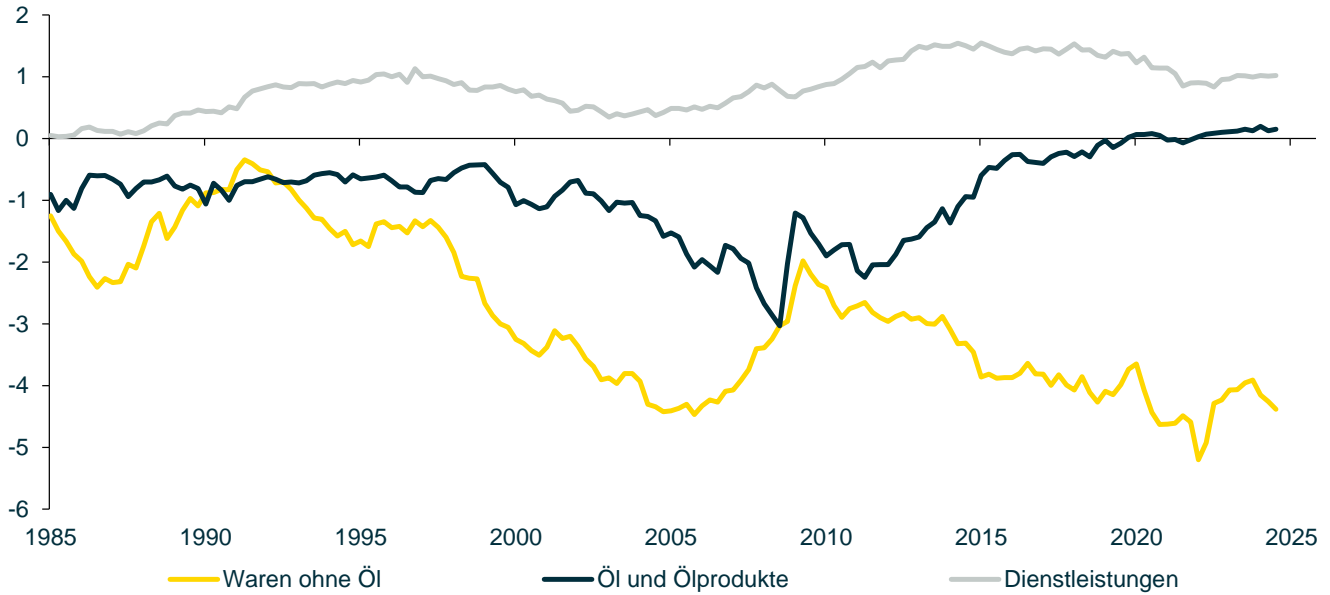
In den Analysen dürften mit ziemlicher Sicherheit Zölle eine große Rolle spielen, wenn es darum geht, das von Trump als "unfair" wahrgenommene US-Außenhandelsdefizit zu reduzieren. Dabei schaut er allerdings ausschließlich auf das Defizit bei Waren. Dieses



hat sich außerhalb des Ölsektors in den letzten Jahren ausgeweitet (Chart 1), wobei bei Ölprodukten die USA inzwischen einen geringfügigen Überschuss aufweisen. Bei Dienstleistungen sind die USA traditionell Netto-Exporteur.

Chart 1 - Weiterhin hohe US-Außenhandelsdefizite

Salden im Außenhandel auf VGR-Basis, in % des BIP, Quartalsdaten



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

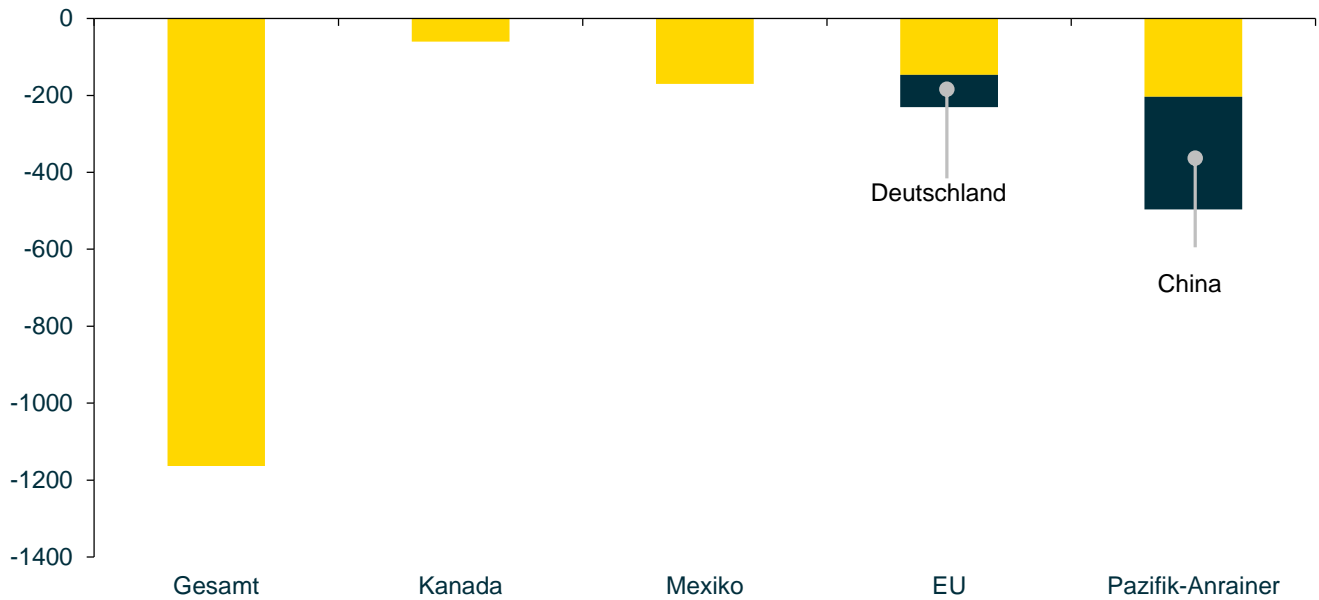
In der Schusslinie steht vor allem China ...



Besonderes Augenmerk richtet Trump vor allem auf die Handelspartner, gegenüber denen die USA die größten Defizite aufweisen. Dies ist mit Abstand China. Hohe Defizite gibt es auch mit der EU (und hier insbesondere Deutschland), Mexiko und Kanada (Chart 2).

Chart 2 - Defizite im Warenhandel: Regionale Aufteilung

US-Defizite im Warenhandel in den 12 Monaten bis November 2024 in Mrd. Dollar



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

... trotz einer gewissen Abkoppelung

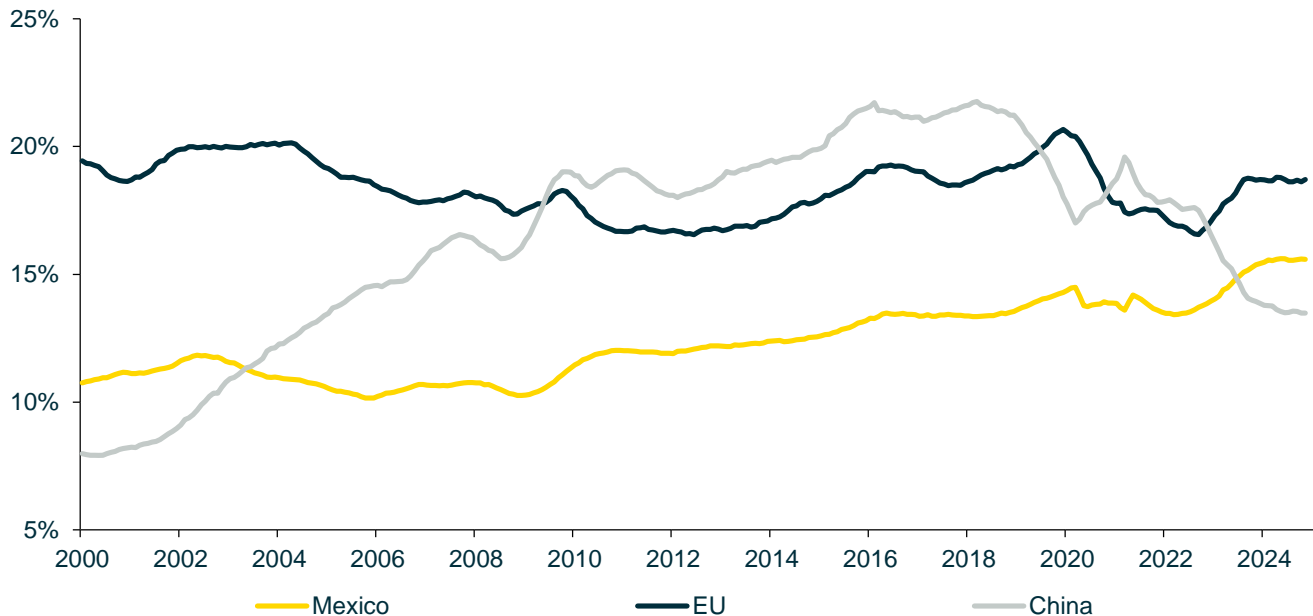
Das "China-Problem" ist also geblieben, trotz einer gewissen Abkoppelung. So beträgt der Anteil Chinas an den US-Wareneinfuhren nur noch 13,5% und damit deutlich weniger als in den Jahren 2015 bis 2018, wo Chinas Anteil bei nahezu 22% gelegen hatte. Damit ist China als Quelle von US-Einfuhren hinter die EU und Mexiko zurückgefallen ist (Chart 3). Diese auf bilaterale Salden verengte Sichtweise zeichnet aber wohl ein verzerrtes Bild. Teilweise laufen chinesische Ausfuhren in die USA jetzt offenkundig über



Drittstaaten wie Vietnam oder auch Mexiko. So hat sich der Anteil Vietnams an den US-Einfuhren in den letzten Jahren auf 4,2% beinahe verdreifacht.

Chart 3 - US-Importe sortieren sich um

Anteile an den gesamten US-Wareneinfuhren in %, 12-Monatsdurchschnitte



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

Autos im Visier?

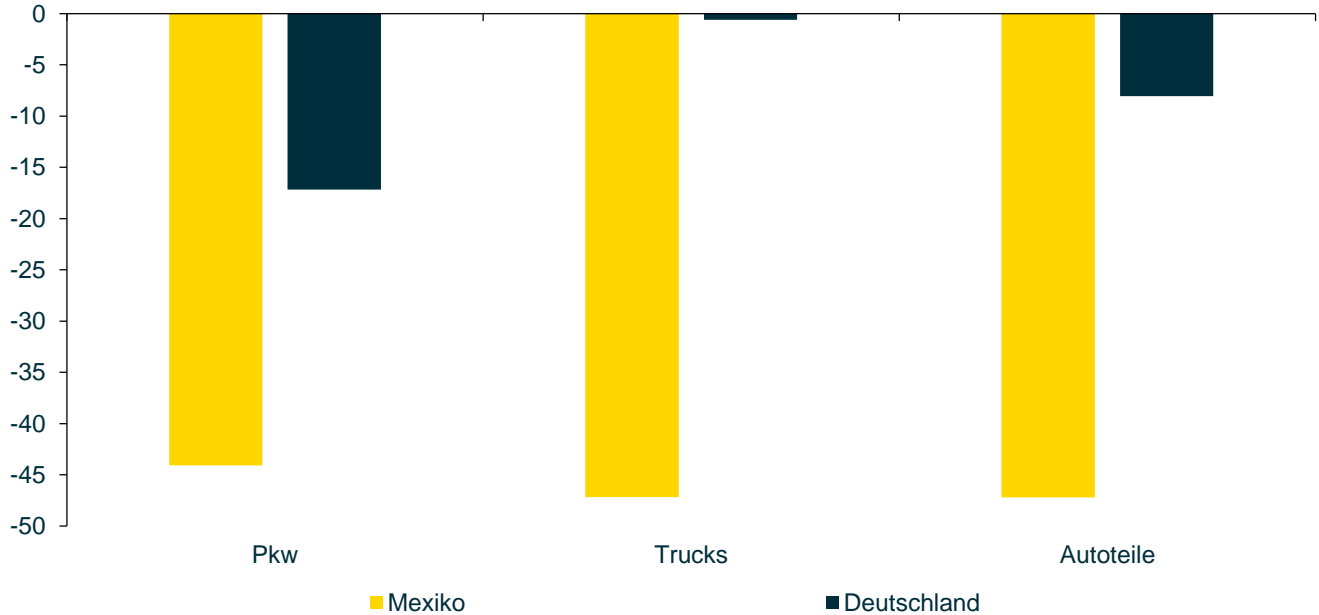
Donald Trump liegt der Schutz der einheimischen Autoindustrie besonders am Herzen. Hier wäre besonders Mexiko betroffen, das hohe Überschüsse im Handel mit Autos erzielt. In den letzten 12 Monaten hat Mexiko Pkw und Trucks für fast 100 Mrd. Dollar in die USA ausgeführt, die Importe sind dagegen relativ gering. Allerdings sind die amerikanische und die mexikanische Autoindustrie eng miteinander verflochten, wie der Handel mit Autoteilen zeigt. Hier exportieren die USA Teile für 36 Mrd. Dollar nach Mexiko und führen solche für 83 Mrd. Dollar ein. Halbfertigprodukte für Autos werden in den verschiedenen Wertschöpfungsstufen mehrfach über die Grenze hin- und hertransportiert. Hier Zölle zu erheben wäre mit erheblichen Kosten auch für amerikanische Hersteller verbunden und nicht zuletzt mit einer enormen Bürokratie.

Deutschland – das Trump im Wahlkampf auch des öfteren ins Visier genommen hat – hat ebenfalls einen beträchtlichen Überschuss im Autohandel mit den USA (Chart 4). Dieser konzentriert sich auf das Segment der Pkw. Trucks deutscher Hersteller, darunter SUVs, werden bereits weit überwiegend in den USA produziert.



Chart 4 - Autohandel: Mexiko als "Werkbank" der US-Autoindustrie?

Salden im Handel mit Autos und Autoteilen in den 12 Monaten bis November 2024



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

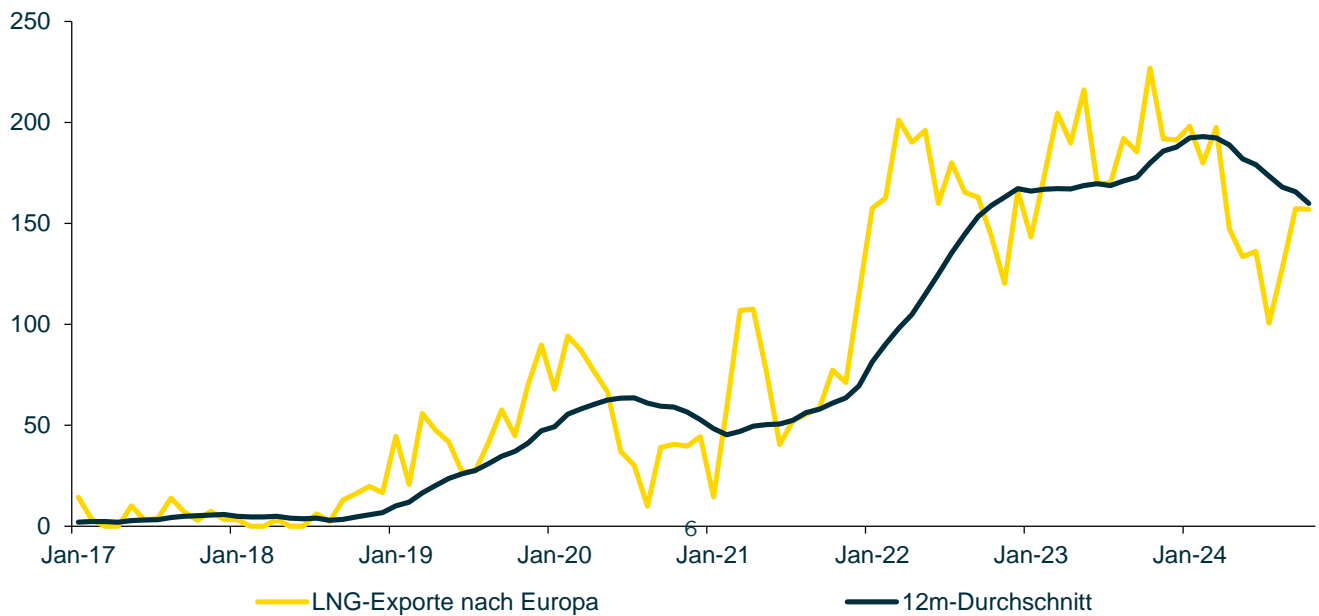
Kann sich Europa mit mehr LNG-Einfuhren aus der Affäre ziehen?

Die EU bereitet sich offenbar mit einer zweigleisigen Strategie auf Handelsstreitigkeiten mit den USA vor. Einerseits werden Vergeltungszölle und andere Gegenmaßnahmen vorbereitet, auf der anderen Seite sucht man wohl auch nach Türöffnern für Verhandlungen mit den USA. Die EU könnte beispielsweise die Zölle auf Autoimporte aus den USA senken, um der Trump'schen Kritik zu begegnen, dass man die Einfuhr solcher Fahrzeuge behindere und die USA "unfair" handle.

Weiterhin kann man sich eine Ausweitung der Einfuhr von verflüssigtem Erdgas aus den USA überlegen. Derartige Importe nahmen nach der russischen Invasion der Ukraine und dem Ausfall russischer Gaslieferungen deutlich zu, haben 2024 aber wieder abgenommen (Chart 5). Aufgrund des deutlichen Preisrückgangs hat sich der Wert der US-LNG-Ausfuhren in die EU von 25 Mrd. Dollar 2022 auf gut 12 Mrd. Dollar in den 12 Monaten bis November 2024 halbiert. Zudem führt die EU noch große Mengen russischen LNGs ein. Aber selbst deutlich erhöhte Einfuhren würden das US-Defizit im Handel mit der EU (aktuell rund 230 Mrd. Euro pro Jahr) nur etwas reduzieren. Erhöhte LNG-Einfuhren können daher wohl nur ein Teil des Angebots an die USA sein.

Chart 5 - Europa könnte den USA mehr Flüssiggas abnehmen

US-Exporte von verflüssigtem Erdgas (LNG) nach Europa (ohne UK, Türkei), in Mrd. Kubikfuß pro Monat



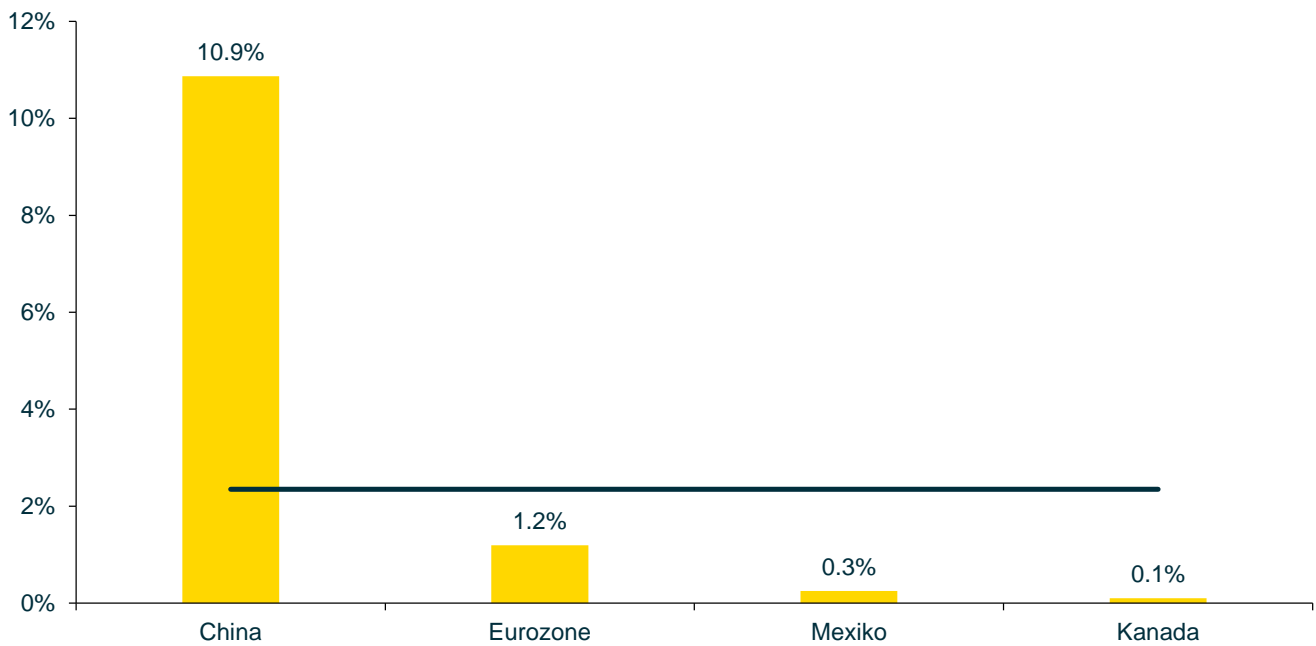


Handelspartner erschwert würden. Ein Problem mit den bisherigen sektoralen und kleinteiligen Zollmaßnahmen war ja, dass sich die Exporte dann andere Wege über Drittländern gesucht hatten.

Auf solche Maßnahmen würde der Dollar nach Ansicht vieler Handelsökonomien vermutlich reagieren und deutlich aufwerten, was zwar einen Teil der inflationären Wirkung höherer Zölle kompensieren würde, aber auch verhindern würde, dass amerikanische Exporte zunehmen (diese würden für Ausländer durch den höheren Dollar teurer werden). Gegenmaßnahmen der Handelspartner würden die Gewinn- und Verlustrechnung höherer Zölle für die USA wohl noch ungünstiger ausfallen lassen. Ob die erhoffte Entfesselung binnenwirtschaftlicher Wachstumskräfte durch Deregulierung dies kompensieren kann, ist fraglich.

Chart 6 - US-Zölle sind im Durchschnitt noch niedrig

Effektivzoll (Zolleinnahmen in % des gesamten Einfuhrwertes), Daten für 2024. Horizontale Linie: Durchschnitt für alle Einfuhren



Quelle: Census, Commerzbank-Research



Analysten

Bernd Weidensteiner ^{AC}
Senior Economist
+49 69 9353 45625
bernd.weidensteiner@commerzbank.com

Dr. Christoph Balz ^{AC}
Senior Economist
+49 69 9353 45592
christoph.balz@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 27/1/2025 09:51 MEZ fertiggestellt und am 27/1/2025 09:51 MEZ 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-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 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 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 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 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 25.01

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