



COMMERZBANK

Economic Research

Economic Briefing

# US-Staatsfinanzen – Zölle und Einsparungen reichen nicht

Im Kongress wird gerade ein großes Fiskalpaket verhandelt, welches das US-Defizit in den nächsten Jahren weiter aufblähen würde. Die Schuldenquote würde dadurch weiter stark steigen und die langfristige Tragfähigkeit der US-Staatsfinanzen in Frage stellen. Gleichzeitig hat die Ratingagentur Moody's die Kreditwürdigkeit der USA herabgestuft. Wir analysieren, inwieweit Zollerhöhungen und Ausgabenkürzungen die Finanzlage verbessern können.

## Schon die Ausgangslage ist besorgniserregend...

Auf Basis der aktuellen Gesetzeslage schätzt der Rechnungshof des Kongresses (Congressional Budget Office, CBO), dass das Defizit der US-Bundesregierung in den kommenden zehn Jahren im Durchschnitt bei rund 6% des BIP liegen wird und sich damit nicht wesentlich verringert (Chart 1). Die Schuldenquote wird das am Ende des 2. Weltkriegs erreichte Hoch von 106% des BIP in wenigen Jahren überschreiten und 2025 bei fast 119% des BIP liegen.

19. Mai 2025

Bernd Weidensteiner<sup>AC</sup>

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

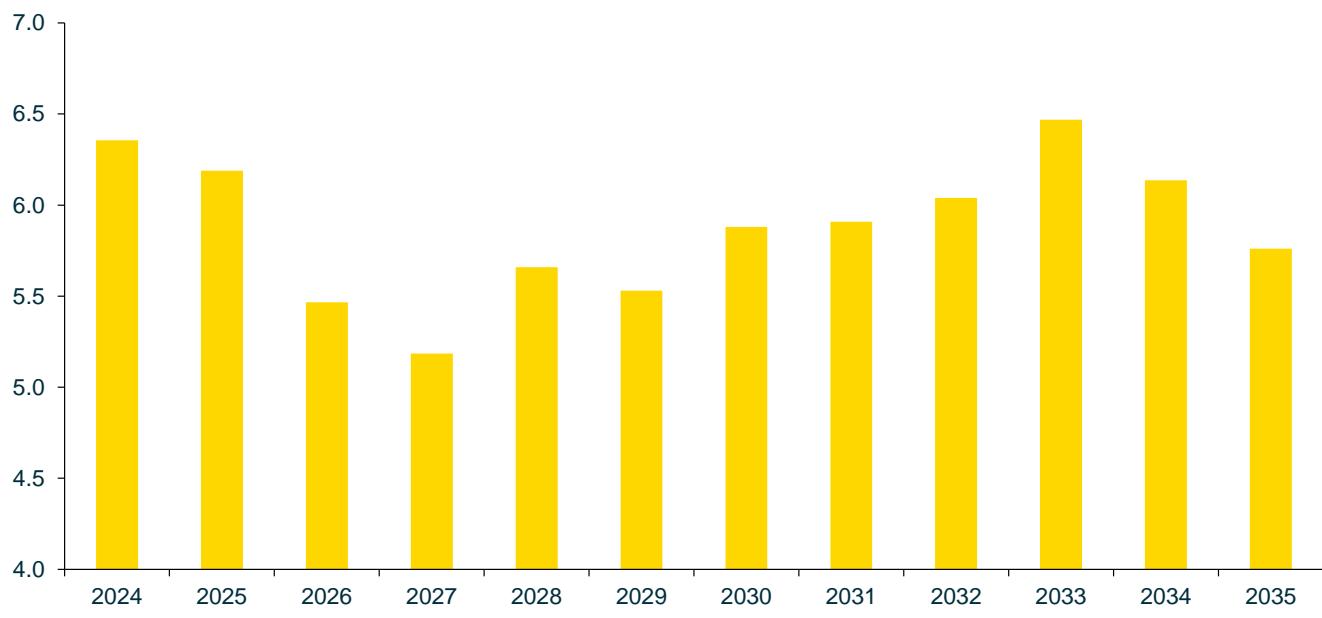
## Inhalt

Schon die Ausgangslage ist besorgniserregend...	1
... und der Kongress arbeitet an noch höheren Defiziten	2
Wie kann das Loch gestopft werden?	2
Ausgabenkürzungen durch DOGE?	3
Finanzpfad weiterhin nicht nachhaltig	5



### Chart 1 - Die "Baseline" ist schlimm genug

Defizit der US-Bundesregierung auf Basis der aktuellen Gesetzeslage in % des BIP,  
Haushaltsjahre. Ab 2025 Projektion des CBO



Quelle: CBO, Commerzbank Research

### ... und der Kongress arbeitet an noch höheren Defiziten

Das von Präsident Trump geforderte "große und schöne Fiskalpaket" (big beautiful package) hat im Repräsentantenhaus die erste Hürde genommen. Kern ist eine Verlängerung der 2017 erfolgten Einkommensteuersenkung (die Steuersätze würden ohne Zutun des Gesetzgebers sonst automatisch auf das alte und höhere Niveau zurückgesetzt werden), weitere im Wahlkampf versprochene Entlastungen (z.B. steuerliche Abzugsfähigkeit von Zinsen auf Autokredite) und sehr wenige Einsparungen. Auf Basis der Berechnungen des "Joint Committee on Taxation" schätzen wir, dass dieses Paket das Defizit (inklusive Zinsen) im für Budgetplanungen relevanten 10-Jahreszeitraum 2026-35 um 3,5 Billionen Dollar erhöhen würde (im Jahresschnitt etwa 1% des BIP). Dies ist im Übrigen eher der bestmögliche Fall. Denn das Fiskalpaket sieht vor, dass zahlreiche der Vergünstigungen 2028 oder 2029 auslaufen, ein üblicher Trick, um die realistischen Kosten eines Fiskalpakets zu verschleiern. Erfahrungsgemäß ist zu erwarten, dass der Kongress temporäre Steuererleichterungen vor Ablauf der Frist verlängert. Generell erscheint problematisch, dass Entlastungen eher früh und Belastungen eher spät (nach der Wahl 2028) erfolgen sollen.

### Wie kann das Loch gestopft werden?

Die Regierung hat versprochen, dass sie das Defizit trotz der Steuersenkungen reduzieren will. Finanzminister Bessent stellt mittelfristig ein Defizit von 3% des BIP in Aussicht. Dazu müssten andere Einnahmen des Staates erhöht werden – oder die Ausgaben deutlich gesenkt. Wie stehen da die Chancen?

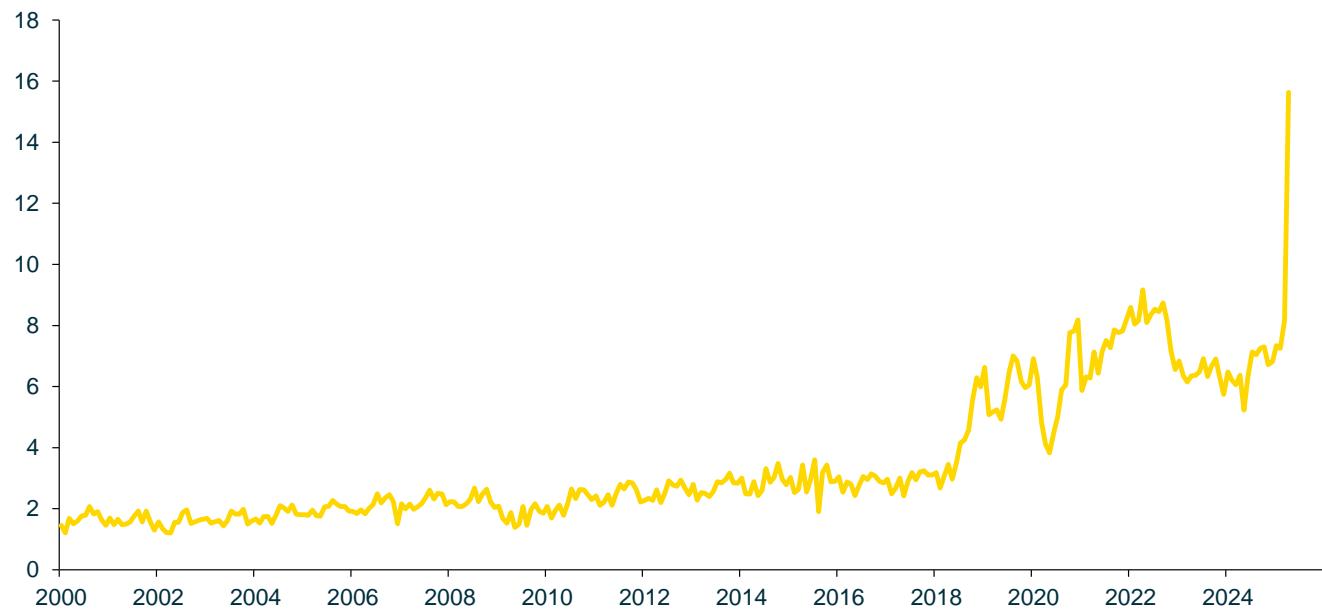
Präsident Trump geht davon aus, dass man durch Zölle enorme Einnahmen generieren könne, die dann auch noch von den ausländischen Lieferanten bezahlt würden.

Tatsächlich haben die Zolleinnahmen des Staates im April, dem ersten Monat, wo die Zollerhöhungen durchschlugen, auf 15,6 Mrd. Dollar beinahe verdoppelt (Chart 2). Im Monatsdurchschnitt 2024 nahm die US-Regierung aus Zöllen nur 6,6 Mrd. Dollar ein.



### Chart 2 - Zolleinnahmen steigen steil an

Monatliche Zolleinnahmen der US-Bundesregierung (netto, d.h. unter Berücksichtigung von Rückerstattungen), in Mrd. Dollar



Quelle: US Treasury, S&P Global, Commerzbank Research

Auf ein Jahr hochgerechnet ergäben die April-Einnahmen allerdings nur knapp 200 Mrd Dollar. Dies wären nur gut 100 Mrd Dollar mehr als 2024. Wie hoch die Zolleinnahmen letztlich ausfallen werden, hängt dabei auch davon ab, wie stark die Importe auf die Zölle reagieren.

Der Wirtschaftsberater des Weißen Hauses, Peter Nevarro, hatte ursprünglich jährliche Zolleinnahmen von 600 Mrd Dollar in Aussicht gestellt. Das geht vermutlich auf eine statische Betrachtung zurück: Bei letztjährigen Warenimporten von 3.300 Mrd Dollar würde ein durchschnittlicher Zollsatz von etwa knapp 20% diesen Betrag generieren. Allerdings ist das eine Milchmädchenrechnung. Schließlich würden sich die Einfuhren zollbedingt erheblich verteuern und die Nachfrage nach ausländischen Waren daher einbrechen. Die Denkfabrik Tax Foundation rechnet daher nur mit Zolleinnahmen von 140 Mrd Dollar, das Yale Budget Lab mit 180 Mrd Dollar und das Penn Wharton Modell ermittelt 290 Mrd Dollar.

Wir haben auf Basis historischer Nachfrageelastizitäten **geschätzt**, dass die US-Importe nach vier Jahren 40% niedriger ausfallen dürften als ohne die Zölle. Unterstellt man, dass die Importe ohne Zölle jährlich moderat zulegen würden, wäre also ein Rückgang um etwa 30% gegenüber 2024 auf etwa 2.300 Mrd Dollar realistisch, womit die Zolleinnahmen etwa 450 Mrd Dollar ergeben könnten. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass die Zölle das Wachstum dämpfen und zu niedrigeren Unternehmensgewinnen führen, soweit die Zölle von den US-Unternehmen getragen werden. Entsprechend sollten die Steuereinnahmen geringer ausfallen. Der Nettoeffekt auf die Staatsfinanzen wäre also geringer. Letztlich sind wohl jährliche Mehreinnahmen von bestenfalls 200 Mrd Dollar realistisch.

### Ausgabenkürzungen durch DOGE?

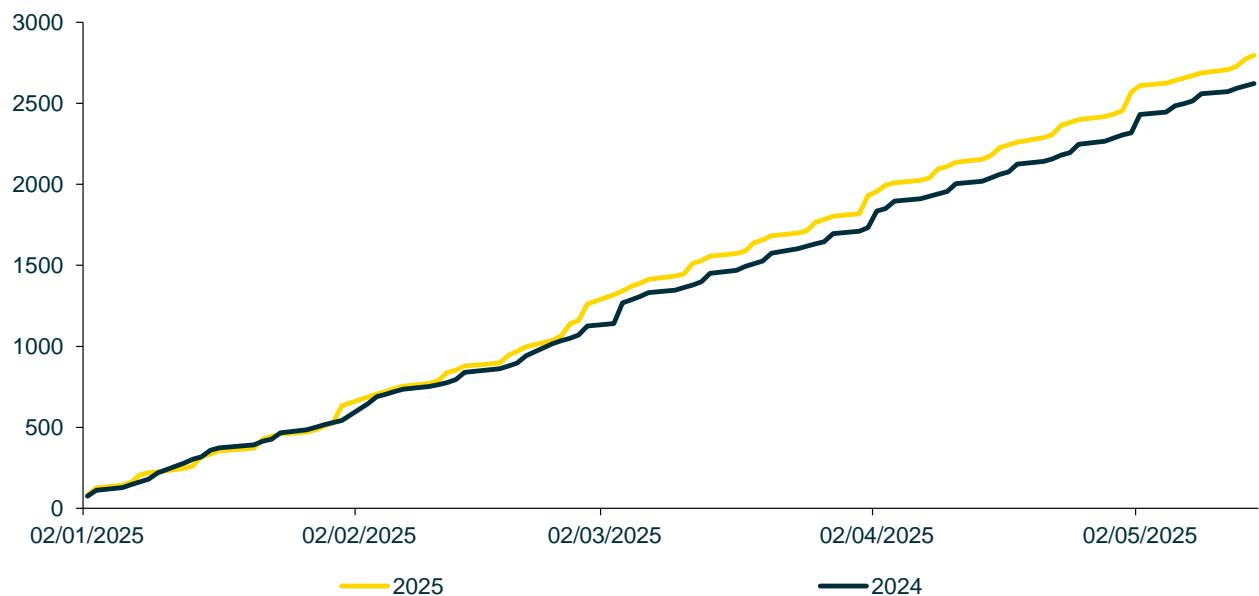
Alternativ könnten die Löcher auch durch Ausgabenkürzungen gestopft werden. Hieran versucht sich das Department of Government Efficiency (DOGE), bisher allerdings mit geringem Erfolg. So gibt die Bundesregierung dieses Jahr mehr Geld aus als letztes (Chart 3).



Dies ernüchtert, auch wenn manche Maßnahmen noch nicht kassenwirksam sind, weil etwa ausscheidende Mitarbeiter noch für eine gewisse Zeit Gehalt beziehen.

### Chart 3 - Bisher keine Einsparungen

Ausgaben ohne Zinsen, seit Jahresanfang kumuliert, in Mrd Dollar



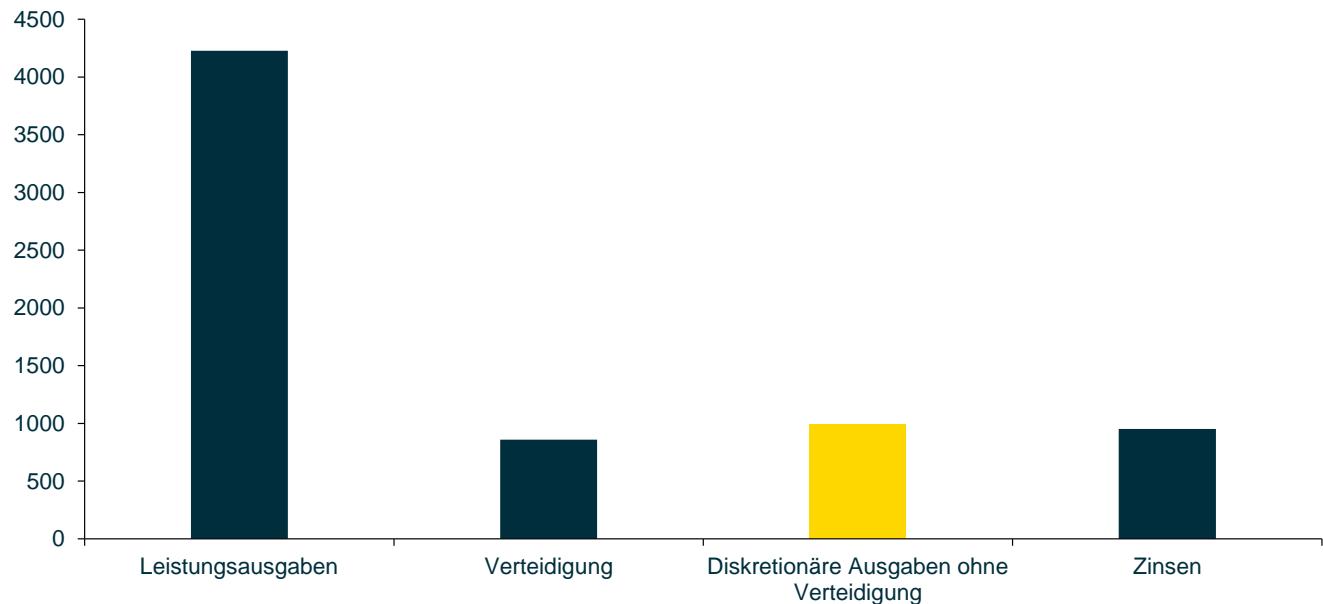
Quelle: US Treasury, Bloomberg, Commerzbank-Research

Trotz eines Haushalts von aktuell 7 Billionen Dollar erweisen sich größere Einsparungen ohnehin als schwierig. Ein großer Teil des Budgets sind Leistungsausgaben der Renten- und Krankenversicherungen. Diese beruhen auf gesetzlichen Ansprüchen und sind bei der Bevölkerung sehr beliebt. Jegliche Kürzungen in diesem Bereich sind ein politisches Minenfeld. Damit sind über 4 Billionen Dollar an Ausgaben von vorneherein tabu für Einsparungen. An den Zinsausgaben (1 Billion Dollar) lässt sich auch nichts ändern, und im aktuellen außenpolitischen Umfeld erscheinen Kürzungen bei Verteidigung (0,9 Billionen Dollar) unwahrscheinlich. Somit konzentrieren sich Kürzungspläne im Wesentlichen auf die verbleibenden Ausgaben von rund 1 Billion Dollar (der gelbe Balken in Chart 4). Selbst wenn man da aggressiv vorgeht, sind wohl nur 100 Mrd Dollar pro Jahr realistisch.



#### Chart 4 - 7 Billionen Dollar Budget - wo soll gespart werden?

Ausgaben im Haushaltsjahr 2025 laut CBO-Projektion in Mrd. Dollar



Quelle: CBO, Commerzbank-Research

#### Finanzpfad weiterhin nicht nachhaltig

Insgesamt könnten die zollbedingten Mehreinnahmen in Verbindung mit Ausgabenkürzungen einigermaßen ausreichen, um das aktuelle Finanzpaket zu finanzieren. Man würde damit im Grundsatz auf dem alten Defizitpfad bleiben. Allerdings wird auch der bisherige Pfad der US-Finanzpolitik die Schuldenquote immer höher treiben und ist damit nicht nachhaltig. Die finanzielle Situation erscheint damit sehr auf Kante genäht. Größtes Risiko ist, dass irgendwann in den nächsten Jahren eine neue Rezession eintritt [1] und die Finanzpolitik keinen Puffer mehr besitzt, durch expansive Maßnahmen deren Belastungen zu mildern. Verschärfen könnte sich die Haushaltssituation auch dadurch, dass die Zinsen in den nächsten Jahren höher liegen als erwartet. Das CBO geht für 2026-35 von einem durchschnittlichen 10-Jahreszins von 3,9% aus. Zum Vergleich: Aktuell liegt die Rendite zehnjähriger Treasuries bei knapp 4,6%.

[1] Die letzte Rezession endete im April 2020, ist also über fünf Jahre her. Die letzten drei Expansionsphasen waren zwischen sechs und zehn Jahren lang. ([zurück zum Text](#))



# Analysts

## Bernd Weidensteiner<sup>AC</sup>

Senior Economist

+49 69 9353 45625

bernd.weidensteiner@commerzbank.com

## Dr. Christoph Balz<sup>AC</sup>

Senior Economist

+49 69 9353 45592

christoph.balz@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 19/5/2025 14:47 CEST fertiggestellt und am 19/5/2025 14:47 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 Sachverständ haben, um kapitalmarktbezogene Information zu verstehen. Es berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers und es stellt keine Anlageberatung dar. Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder irgendeiner anderen Handlung beabsichtigt und dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages. Anleger sollten sich unabhängig und professionell beraten lassen und ihre eigenen Schlüsse im Hinblick auf die Eignung der Transaktion einschließlich ihrer wirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit und Risiken sowie ihrer Auswirkungen auf rechtliche und regulatorische Aspekte sowie Bonität, Rechnungslegung und steuerliche Aspekte ziehen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind öffentliche Daten und stammen aus Quellen, die von der Commerzbank als zuverlässig und korrekt erachtet werden. Die Commerzbank übernimmt keine Garantie oder Gewährleistung im Hinblick auf Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck. Die Commerzbank hat keine unabhängige Überprüfung oder Due Diligence öffentlich verfügbarer Informationen im Hinblick auf einen unverbundenen Referenzwert oder -index durchgeführt. Alle Meinungsaussagen oder Einschätzungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinungen der Commerzbank wider. Die Commerzbank ist nicht dazu verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

Um potenziellen Interessenkonflikten vorzubeugen, arbeitet die Research-Abteilung der Commerzbank unabhängig von anderen Geschäftseinheiten der Bank. Dies wird durch physische und administrative Informationsbarrieren und getrennte Berichtslinien sowie durch schriftliche interne Richtlinien und Verfahren erreicht.

Diese Ausarbeitung kann Handelsideen enthalten, im Rahmen derer die Commerzbank mit Kunden oder anderen Geschäftspartnern in solchen Finanzinstrumenten handeln darf. Die hier genannten Kurse (mit Ausnahme der als historisch gekennzeichneten) sind nur Indikationen und stellen keine festen Notierungen in Bezug auf Volumen oder Kurs dar. Die in der Vergangenheit gezeigte 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 einzuhören.

**Japan:** Diese Informationen und ihre Verteilung stellen keine „Aufforderung“ gemäß dem Financial Instrument Exchange Act (FIEA) von Japan dar und sind nicht als solche auszulegen. Diese Informationen dürfen von internationalen Filialen der Commerzbank außerhalb Japans ausschließlich an „professionelle Anleger“ gemäß Article 2(31) des FIEA und Article 23 der Cabinet Ordinance Regarding Definition of Article 2 of the FIEA verteilt werden. Die Commerzbank AG, Tokyo Branch, war nicht an der Erstellung dieser Informationen beteiligt. In dieser Ausarbeitung erwähnte Instrumente können nicht von der Filiale eingeführt werden. Anfragen bezüglich der Verfügbarkeit dieser Instrumente richten Sie bitte an den Bereich Firmenkunden der Commerzbank AG..

**Australien:** Die Commerzbank AG hat keine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen. Dieses Dokument wird in Australien an Großkunden unter einer Ausnahmeregelung zur australischen Finanzdienstleistungslizenz von der Commerzbank gemäß Class Order 04/1313 verteilt. Die Commerzbank AG wird durch die BaFin nach deutschem Recht geregelt, das vom australischen Recht abweicht.

**Volksrepublik China (VRC):** Dieses Dokument wird von der Commerzbank AG zur Verfügung gestellt und ist ausschließlich für berechtigte Institute bestimmt. Niemand sonst darf sich auf Informationen verlassen, die in diesem Dokument enthalten sind. Die in diesem Dokument enthaltenen Produkte und Dienstleistungen gelten nur für Institute in der VRC, für die die Bereitstellung dieser Produkte und Dienstleistungen nach den Gesetzen und Vorschriften der VRC zulässig ist. Für jede Person, die dieses Dokument erhält, dürfen die Informationen in diesem Dokument weder als Marketing oder Werbung des Geschäfts noch als buchhalterische, rechtliche, regulatorische, steuerliche, finanzielle oder andere Beratung und/oder Anlageberatung an den Empfänger dieses Dokuments angesehen werden und dem Empfänger wird geraten, sich von seinen eigenen professionellen Beratern über die hierin enthaltenen Informationen unabhängig zu beraten und sich bei der Durchführung von betreffenden Transaktionen an die Gesetze und Vorschriften der VRC zu halten.

© Commerzbank AG 2025. Alle Rechte vorbehalten. Version 25.02

#### Commerzbank Filiale

Frankfurt	London	New York	Singapore
Commerzbank AG DLZ - Gebäude 2, Händlerhaus Mainzer Landstraße 153 60327 Frankfurt Tel: + 49 69 136 21200	Commerzbank AG PO BOX 52715 30 Gresham Street London, EC2P 2XY Tel: + 44 207 623 8000	Commerz Markets LLC 225 Liberty Street, 32nd floor, New York, NY 10281-1050 Tel: + 1 212 703 4000	Commerzbank AG 128 Beach Road #17-01 Guoco Midtown Singapore 189773 Tel: +65 631 10000