



Neue Bundesregierung – Woher soll das Geld kommen?

Die neue Bundesregierung wird in den kommenden Jahren zumindest die Ausgaben für Verteidigung deutlich ausweiten, womit das bereits jetzt beträchtliche Loch in der Finanzplanung noch größer würde. Da die sich abzeichnende neue Koalition aus CDU/CSU und SPD auch mit Unterstützung der Grünen im Bundestag keine 2/3-Mehrheit haben wird, wäre sie für die Einrichtung neuer Sondervermögen oder der Lockerung der Schuldenbremse auf die Unterstützung der Linkspartei angewiesen, die allerdings einen hohen politischen Preis verlangen dürfte. Wir diskutieren verschiedene Szenarien, wie dieses Problem angegangen werden könnte.

Verteidigungsausgaben steigen ...

Der Streit um den Bundeshaushalt war der Auslöser für das Auseinanderbrechen der Ampel-Koalition. Denn SPD, Grüne und FDP konnten sich nicht darauf einigen, wie das Loch im Bundeshaushalt, das auf bis zu 26 Mrd Euro beziffert wurde, am Ende geschlossen werden sollte. Dieses Problem wird nun die neue Bundesregierung in Angriff nehmen müssen. Erschwert wird dies dadurch, dass die Bundesregierung in den kommenden Jahren die Ausgaben für Verteidigung voraussichtlich noch einmal deutlich anheben muss. Auch wenn es am Ende nicht die von US-Präsident Trump für die Verteidigungsausgaben geforderten 5% des nationalen Bruttoinlandsproduktes sein werden: Auch die in der Nato und in Deutschland diskutierten 3,5% würden gegenüber den im vergangenen Jahr erreichten 2% eine deutliche Steigerung bedeuten, zumal ab 2028 das nach dem Beginn des Ukraine-Kriegs eingerichtete Sondervermögen aufgebraucht sein dürfte und damit auch die bisher auf diesem Weg finanzierte Teil der Verteidigungsausgaben aus einem anderen Weg bereitgestellt werden müssten. Ohne ein neues Sondervermögen müsste der "normale" Verteidigungshaushalt jedes Jahr etwa 150 Mrd Euro umfassen, fast 100 Mrd Euro mehr als derzeit.^[1]

... in den kommenden Jahren schrittweise

Allerdings werden diese Mehrausgaben nicht sofort anfallen. Zum einen können die Ausgaben zunächst noch teilweise über das Sondervermögen finanziert werden. Zum anderen würden neue Vorgaben der NATO wohl erst in Schritten umgesetzt. Hierfür spricht schon, dass größeres Kriegsgerät wie Panzer, Flugzeuge und Schiffe erst mit einer beträchtlichen Verzögerung geliefert werden können, entsprechende Investitionen also erst in einigen Jahren realisiert werden könnten. Dies zeigen auch die bisherigen

24. Februar 2025

Dr. Ralph Solveen ^{AC}**Inhalt**

Verteidigungsausgaben steigen ...	1
... in den kommenden Jahren schrittweise	1
Wie kann dies finanziert werden?	2
Spielt neue Regierung erst einmal auf Zeit?	3



Abflüsse aus dem Sondervermögen für die Bundeswehr, das 2022 eingerichtet wurde und aus dem im Jahr 2023 nur 8 1/2 Mrd Euro (von insgesamt zur Verfügung stehenden 100 Mrd Euro) ausgegeben wurden. Damit dürften sich die zusätzlichen Ausgaben aus dem Bundeshaushalt in diesem Jahr eher vernachlässigbar sein und sich im kommenden Jahr allenfalls auf einen niedrigen zweistelligen Milliarden-Betrag belaufen, bevor sie dann insbesondere ab 2028 deutlich steigen werden.

Wie kann dies finanziert werden?

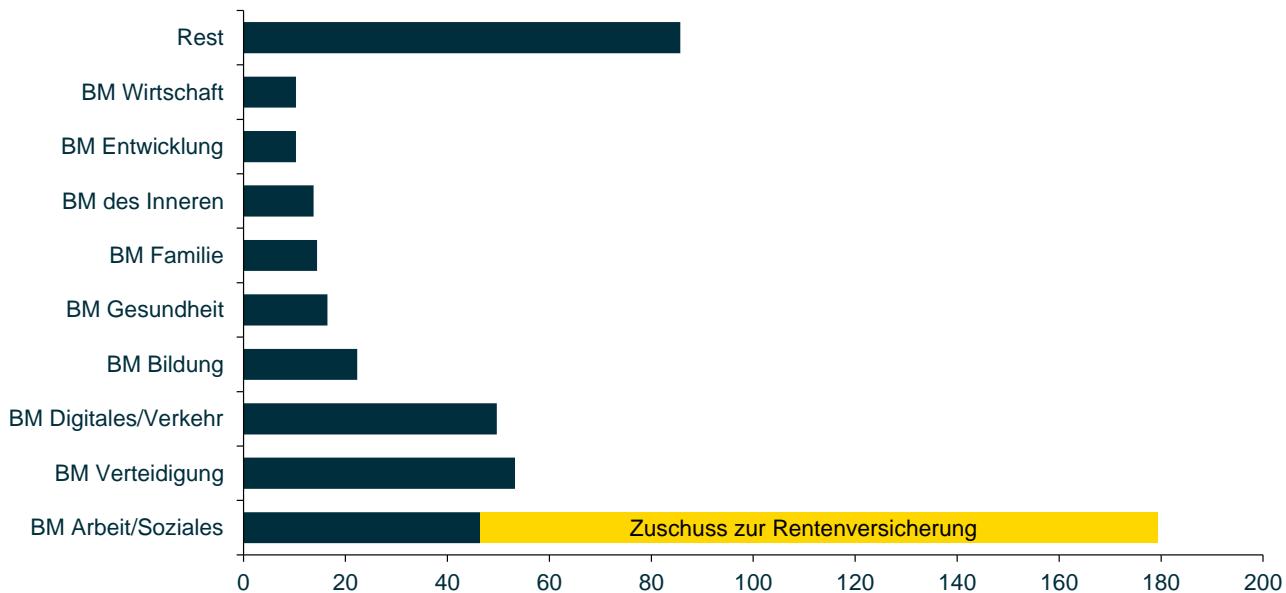
Für die Finanzierung dieser Ausgaben gibt es zumindest theoretisch verschiedene Optionen:

(1) Über höhere Steuern und Einsparungen an anderer Stelle

Schon in der vergangenen Woche – also kurz vor der Wahl – kam die Diskussion um eine Erhöhung der Mehrwertsteuer auf, als der zukünftige Kanzler Friedrich Merz diese in einer Fernsehsendung nicht kategorisch ausschließen wollte. Mancher fühlte sich an die Bundestagswahl 2005 erinnert, als die SPD im Wahlkampf eine von CDU/CSU geforderte Anhebung des Mehrwertsteuersatzes um 2 Prozentpunkte kategorisch ablehnt hatte, die Parteien sich nach der Wahl aber auf eine Anhebung um 3 Prozentpunkte einigten. Ein um einen Punkt höherer Normalsatz der Mehrwertsteuer (derzeit 19%) bringt dem Staat derzeit etwa 16 Mrd Euro. Auch wenn hiervon nur etwa die Hälfte an den Bund ginge, könnte dies zumindest in diesem und dem nächsten Jahr bei der Verringerung des Defizits helfen. Gleiches gilt für Senkungen der Ausgaben, wobei CDU und CSU insbesondere auf die Ausgaben im Sozialbereich abzielen, der auch ohne die Zuschüsse zur Rentenversicherung einer der größten Posten im Bundeshaushalt ist (Chart 1).

Chart 1 - Bundeshaushalt: Die großen Ausgabenblöcke

Vorläufiger Bundeshaushalt für 2025 (ohne Ausgaben für die Bundesschuld), Ausgaben in Mrd. Euro



Quelle: BMF, Commerzbank Research

Auch wenn diese Maßnahmen im Bundestag mit der normalen Regierungsmehrheit beschlossen werden könnten, ständen ihnen einige Hürden im Weg. So würden in der SPD nicht nur Einsparungen im sozialen Bereich, sondern auch eine höhere Mehrwertsteuer auf Widerstand treffen, da Letztere als eine Steuer gilt, die niedrigere Einkommen überproportional belastet. Zudem müsste der Bundesrat zustimmen, wo die höhere Mehrwertsteuer durch Grüne, Linkspartei und BSW blockiert werden könnte.

(2) Eine neuerliche Aussetzen der Schuldenbremse

Der konkrete Anlass für das Auseinanderbrechen der Ampelkoalition war die Weigerung des damaligen Finanzministers Lindner, die Schuldenbremse erneut auszusetzen, nachdem der Bundestag dies bereits für die Vorjahre beschlossen hatte. Dieses könnte die Koalition nun nachholen. Dafür könnten verschiedene Begründungen angeführt werden: entweder – wie damals vom Bundeskanzler



Scholz geplant – die Ausgaben zur Unterstützung der Ukraine, die er damals für das gesamte Jahr 2024 auf etwa 15 Mrd Euro bezifferte, oder die Forderungen der USA nach zusätzlichen Verteidigungsausgaben.

Der Vorteil dieser Option läge für die Regierung darin, dass sie dies mit der absoluten Mehrheit der Bundestagsabgeordneten beschließen könnte, über die die neue Koalition zumindest nominell verfügen würde. Allerdings würde ihr dies nur nachhaltig helfen, wenn sie die Schuldenbremse für mehrere Jahre aussetzen würde, womit sie allerdings Gefahr liefe, gegen den Geist der Regelung zu verstößen und damit das Bundesverfassungsgericht auf den Plan zu rufen.

(3) Ein neues Sondervermögen für die Bundeswehr

Eine weitere Option könnte die Erweiterung des bestehenden Sondervermögens für die Bundeswehr oder die Einrichtung eines neuen Sondervermögens sein, für das zusätzliche Schulden aufgenommen werden könnte, ohne dass dies auf die Schuldenbremse angerechnet würde. Der Vorteil für die neue Regierung wäre, dass die zusätzlichen Verteidigungsausgaben ohne Einschnitte an anderer Stelle und ohne Steuererhöhungen finanziert werden könnten, und die Schuldenbremse würde zumindest nominell nicht angerührt. Letzteres wäre für CDU/CSU ein Pluspunkt, da sie in ihrem Wahlprogramm versprochen hat, an der Schuldenbremse "festzuhalten". Bis zur Wahl hatten wir diese Option deshalb als die wahrscheinlichste eingeschätzt. Allerdings kann ein neues Sondervermögen, dessen Schulden nicht auf die Schuldenbremse angerechnet werden soll, nur durch eine Änderung des Grundgesetzes etabliert werden, für die eine 2/3-Mehrheit im Bundestag und damit neben der Zustimmung der Grünen auch Stimmen der Linkspartei notwendig wäre. Deren Vorsitzender hat aber bereits am Wahlabend erklärt, dass seine Partei zusätzlichen Mittel für die Bundeswehr nicht zustimmen würde.

(4) Eine Lockerung/Abschaffung der Schuldenbremse

Offener dürfte sich die Linkspartei gegenüber einer generellen Lockerung der Schuldenbremse oder gar deren vollständigen Abschaffung zeigen. Hier sind verschiedene Varianten denkbar: Von einer Anhebung des strukturellen Fehlbetrags, der sich derzeit auf 0,35% des Bruttoinlandsproduktes beläuft und ausschließlich dem Bund zusteht, über ein Herausrechnen der (Netto-)Investitionen des Staates bis zu einer vollständigen Abschaffung der Schuldenbremse. Bei einem Herausrechnen der Investitionen würde sich auch der Spielraum für Verteidigungsausgaben vergrößern, da auch in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung Ausgaben für Waffensystem als Investition gewertet werden.

Ein Vorteil dieser Variante aus Sicht der neuen Regierung wäre, dass in diesem Zuge auch die Vorschriften für die Bundesländer gelockert werden könnten – diese müssen einen strukturell ausgeglichenen Haushalt vorlegen – und damit die Zustimmung des Bundesrates gesichert werden könnte. Allerdings ist fraglich, ob sich die Linkspartei mit einer gewissen Lockerung der Schuldenbremse zufriedengeben würde oder ob sie eine vollständige Abschaffung fordern würde. Letzteres dürfte insbesondere bei CDU und CSU auf Widerstand treffen, sodass es hier zu keiner Einigung kommen könnte.

(5) Alter Bundestag beschließt neues Sondervermögen oder Lockerung der Schuldenbremse

Schon im Wahlkampf hatte der Kanzlerkandidat der Grünen, Robert Habeck gefordert, dass noch der alte Bundestag eine Reform der Schuldenbremse oder ein neues Sondervermögen beschließen sollte, damit dies nicht von der Zustimmung der Parteien am linken und rechten Rand des politischen Spektrums blockiert werden könnte. Diese Forderung haben die Grünen heute erneuert, und Friedrich Merz hat dies bei seiner heutigen Pressekonferenz zumindest nicht ausgeschlossen.

Tatsächlich amtiert der alte Bundestag bis zur Konstituierung des neuen Parlaments, die spätestens 30 Tage nach der Wahl, also am 25. März erfolgen muss. Bis dahin kann er auch noch alle Entscheidungen treffen. Allerdings wurde diese Möglichkeit bisher nur für Fragen wie der Verlängerung von Einsätzen der Bundeswehr im Ausland genutzt, die auch im neuen Bundestag wohl eine Mehrheit erhalten hätten. Das wäre dieses Mal anders. Vielleicht auch deshalb haben sich sowohl der aktuelle Finanzminister, Jörg Kukies, als auch CDU-Politiker wie der Fraktionsgeschäftsführer Frei skeptisch gegenüber einer solchen Ad-hoc-Maßnahme gezeigt.

Spielt neue Regierung erst einmal auf Zeit?

Aus heutiger Sicht lässt sich kaum absehen, welche dieser Optionen – oder welche Kombination aus ihnen – die neue Regierung wählen wird. Wenn sie nicht noch vom alten Bundestag Änderungen beschließen lassen möchte, könnte sie zunächst auf Zeit spielen. So könnte sie versuchen, mit einer Kombination aus Einsparungen und einer Aussetzung der Schuldenbremse für die Ukraine-Hilfe die



in diesem und dem nächsten Jahr noch eher begrenzten zusätzlichen Verteidigungsausgaben zu finanzieren und das schon vorher bestehende Loch im Bundeshaushalt zu schließen.

[1] Hinzu kommen andere von den zukünftigen Koalitionspartner in ihren Wahlprogrammen geforderten zusätzliche Ausgaben wie z.B. stärkere Investitionen in die Infrastruktur. Allerdings dürften diese Wünsche erst einmal hinter dem Ziel der Ertüchtigung der Bundeswehr und der Erfüllung der neuen NATO-Vorgaben zurückstehen müssen. ([zurück zum Text](#))



Analysten

Dr. Ralph Solveen ^{AC}

Stellv. Leiter Economic Research
+49 69 9353 45622
ralph.solveen@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 24/2/2025 16:26 MEZ fertiggestellt und am 24/2/2025 16:26 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 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 akkurate 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 Prospektflicht 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 25.01

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