



Verpufft das Fiskalpaket?

Ausbleibende Reformen und schwache Konjunkturdaten haben zuletzt Zweifel daran geweckt, dass das Finanzpaket der Bundesregierung die Konjunktur im kommenden Jahr deutlich anschieben wird. Aber auf Basis der geplanten Maßnahmen erwarten wir für 2026 weiter einen beträchtlichen Fiskalimpuls von fast 1% des Bruttoinlandsprodukts. Abwärtsrisiken für die 2026er-Wachstumsprognose von 1,4% gehen nur darauf zurück, dass die zuletzt schwachen Konjunkturdaten die Ausgangsbasis für die Prognose senken könnten.

Dr. Jörg Krämer^{AC}

Dr. Ralph Solveen^{AC}

Bisher erwarten die Volkswirte starkes Wachstum für 2026, ...

Bereits Anfang März hatten sich die künftigen Koalitionspartner Union und SPD darauf geeinigt, Verteidigungsausgaben von mehr als 1% des Bruttoinlandsprodukts von den Beschränkungen der Schuldenbremse auszunehmen und ein Sondervermögen in Höhe von 500 Mrd Euro vor allem für Infrastruktur einzurichten. Der CDU-Vorsitzende Merz sprach in Anspielung auf Mario Draghi von "whatever it takes". Daraufhin nahmen die meisten Volkswirte ihre Wachstumsprognose für 2026 weiter nach oben. Mittlerweile rechnen sie für das kommende Jahr im Schnitt mit einem Plus von 1,2%.

... aber zuletzt sind Fragezeichen aufgetaucht

Aber zuletzt sind Fragezeichen aufgetaucht. Während des Sommers wurde immer sichtbarer, wie unterschiedlich die Vorstellungen von Union und SPD im Bereich der Wirtschaftspolitik sind. So brachte die SPD Steuererhöhungen ins Gespräch, obwohl der Koalitionsvertrag diese ausschließt und ab 2028 schrittweise niedrigere Unternehmenssteuern vorsieht. Außerdem erhöhte die SPD mit dem von ihr auf den Weg gebrachten Tarifreuegesetz die Bürokratiebelastung, unter der die deutschen Unternehmen bereits jetzt so leiden. Von einem Herbst der Reformen ist kaum etwas zu sehen, so dass die massiven staatlichen Mehrausgaben kaum mit einem höheren Potenzialwachstum einhergehen.

Darüber hinaus haben wichtige Konjunkturdaten zuletzt enttäuscht. So ist das Ifo-Geschäftsklima nach mehreren Anstiegen in Folge im September überraschend deutlich gefallen. Außerdem sind die Auftragseingänge bereinigt um die schwankungsanfälligen Großaufträge im August um mehr als 3% eingebrochen, so dass bei ihnen allenfalls von einer Seitwärtsbewegung auf niedrigem Niveau gesprochen werden kann. Für Aufsehen hat auch der massive Rückgang der Industrieproduktion gesorgt, auch wenn das teilweise daran lag, dass in der Automobilindustrie ungewöhnlich viele Werksferien in den August fielen.

Finanzpolitik hat dieses Jahr sogar eher gebremst, ...

Damit hat sich die Konjunktur zuletzt eher schwächer entwickelt als bisher unterstellt. Allerdings widerspricht dies nicht der Erwartung, dass eine expansivere Finanzpolitik die Konjunktur anschieben wird. Schließlich ist der Haushalt für 2025 und das Gesetz für das Sondervermögen erst Anfang Oktober in Kraft getreten. Die bisher allenfalls für den September vorliegenden Konjunkturdaten können also noch nicht positiv reagiert haben.

Vielmehr hat die Finanzpolitik in diesem Jahr bisher leicht restriktiv gewirkt. Denn durch höhere Beiträge zu den Sozialversicherungen, den Wegfall der Inflationsprämien – Unternehmen konnten ihren Mitarbeitern bis zu 3000 Euro steuer- und sozialabgabenfrei auszahlen – und zahlreiche andere Maßnahmen wurden die privaten Haushalte und die Unternehmen nach Berechnungen der **Gemeinschaftsdiagnose der Wirtschaftsforschungsinstitute** per Saldo mit gut 17 Mrd Euro belastet, was etwa 0,4% des Bruttoinlandsprodukts entspricht (Chart 1). Hinzu kam wegen des lange Zeit fehlenden Bundeshaushalts eine "vorläufige Haushaltsführung", die die Ausgaben des Bundes in diesem Jahr zusätzlich gebremst hat.

Chart 1 - Spürbare Änderung des finanzpolitischen Umfeldes

Belastung (+) und Entlastung (-) des gesamtstaatlichen Haushalts durch finanzpolitische Maßnahmen in den jeweiligen Jahren, in Mrd Euro, Schätzungen der Gemeinschaftsdiagnose der Wirtschaftsforschungsinstitute



Quelle: Gemeinschaftsdiagnose, Commerzbank-Research

... aber 2026 schiebt sie die Wirtschaft an

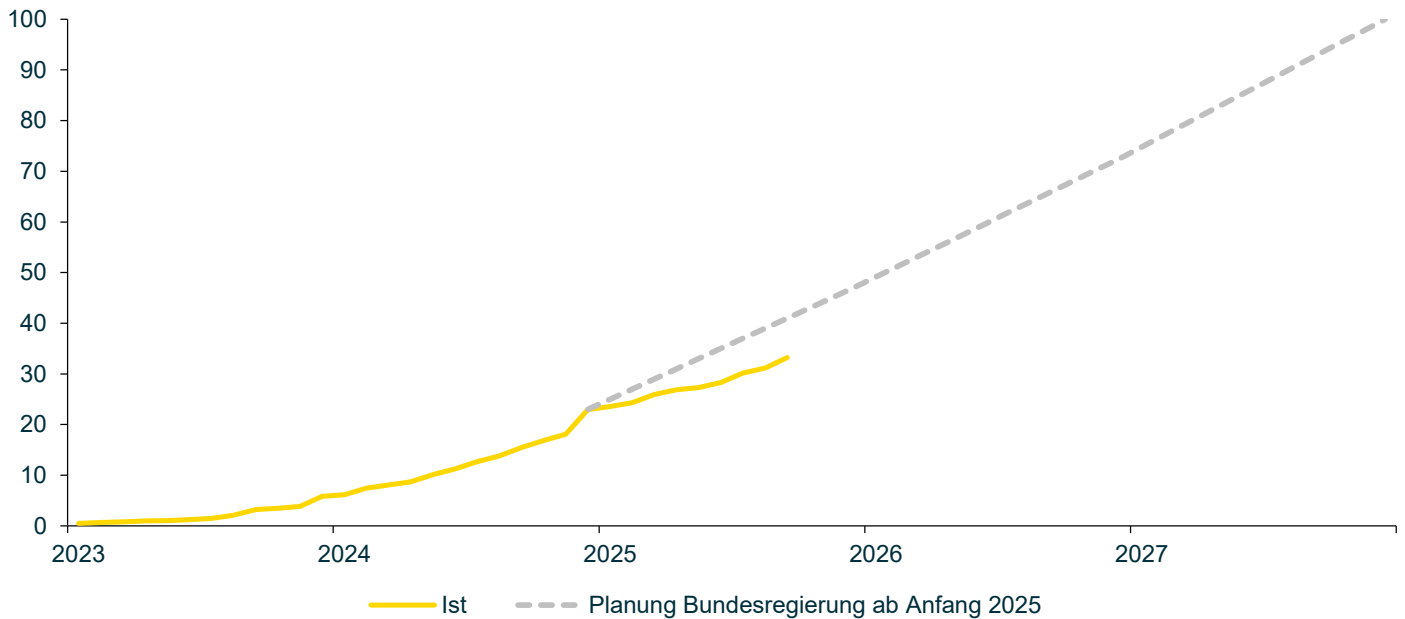
Spätestens im kommenden Jahr dürfte sich dies ändern. Denn anders als in diesem Jahr werden die Gesetzesänderungen die Konjunktur per Saldo anschieben. Die größten positiven Posten sind das noch von der Ampel-Koalition initiierte "Steuerfortentwicklungsgesetz", das unter anderem die kalte Progression ausgleicht, die besseren Abschreibungsbedingungen des "Investitionsboosters", die geringere Mehrwertsteuer im Gastgewerbe und Entlastungen bei den Netzentgelten.^[1] Diese und andere Maßnahmen entlasten die private Wirtschaft per Saldo um 10 Mrd Euro, was gegenüber der Belastung von etwa 17 Mrd Euro in diesem Jahr immerhin einen Swing von gut 27 Mrd Euro oder 0,65% des Bruttoinlandsprodukts bedeutet. Durch das Ende der "vorläufigen Haushaltsführung" könnte der Swing noch etwas größer ausfallen.

Hinzukommen dürften 2026 zusätzliche Ausgaben für die Verteidigung und die Infrastruktur aus dem inzwischen handlungsfähigen Sondervermögen. Folgt man dem Haushaltsentwurf, wird das Defizit 2026 hauptsächlich wegen der Ausnahme eines Teils der Verteidigungsausgaben von der Schuldenbremse und ersten Ausgaben aus dem Sondervermögen fast 125 Mrd Euro und damit fast 3% des Bruttoinlandsprodukts höher sein, als dies im Jahr 2024 der Fall war. Tatsächlich dürften die Ausgaben 2026 weniger stark steigen. Dafür sprechen Engpässe bei den entsprechenden Firmen und die langwierigen Planungs- und Genehmigungsprozessen, worauf auch die zögerliche Mittelverwendung des Bundeswehrsondervermögens in diesem Jahr hindeutet (Chart 2).

Wir haben uns am Ende an den konservativen Schätzungen der deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute orientiert. Demnach steigen die Verteidigungsausgaben und Infrastrukturinvestitionen 2026 immerhin noch um knapp 26 Mrd Euro, was 0,6% des Bruttoinlandsprodukts entspricht.

Chart 2 - Mittel aus Bundeswehr-Sondervermögen fließen nur langsam ab

Aggregierte Verteidigungsausgaben, die bisher aus dem Sondervermögen für die Bundeswehr finanziert wurden; gestrichelte Linie: Entwicklung gemäß Bundeshaushalt für die Jahre 2025 und 2026 und Finanzplanung für 2027



Quelle: Bundesregierung, Deutsche Finanzagentur, Commerzbank-Research

Fasst man die höheren Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur sowie die durch Gesetzesänderungen verursachten Mehrausgaben zusammen, so ergäbe sich für das kommende Jahr insgesamt ein beträchtlicher finanzpolitischer Impuls von etwa 0,8% des Bruttoinlandsprodukts. Angesichts einer Belastung von 0,2% in diesem Jahr spricht das rechnerisch dafür, dass das Wirtschaftswachstum 2026 etwa 1 Prozentpunkt höher ausfällt als 2025.[2]

Dass der Fiskalimpuls so hoch ist, hat auch damit zu tun, dass die Bundesregierung in den Haushalten für 2025 und 2026 Ausgaben für Investitionen in einem beträchtlichen Umfang vom Kernhaushalt in das Sondervermögen verschoben hat. Zudem fällt ein Teil der bisherigen Verteidigungsausgaben nicht mehr unter die Schuldenbremse. Beides zusammen vergrößert den finanziellen Spielraum der Bundesregierung 2026 beträchtlich. Sie kann andere Ausgaben rasch anheben, was bei Infrastruktur und Rüstung nicht so einfach ist. Das hilft der Konjunktur 2026 und 2027, auch wenn die langfristigen Wachstumsaussichten geschwächt werden, wenn Investitionen teilweise durch konsumptive Ausgaben ersetzt werden.

Fazit: 2026 deutlich höheres Wachstum

Alles in allem dürfte also der Fiskalimpuls im kommenden Jahr mit etwa 1% des Bruttoinlandsprodukts recht hoch ausfallen. Für mehr Wachstum spricht auch die Halbierung des EZB-Einlagensatzes auf 2,0%, womit er unter dem neutralen Niveau liegt, das wir bei knapp 3% sehen. Wenn wir trotzdem gewisse Abwärtsrisiken für unsere 2026er Prognose von 1,4% sehen, dann nur wegen der zuletzt schwächeren Konjunkturdaten, die die Ausgangsbasis für das kommende Jahr senken könnten. Klarer wird man am kommenden Donnerstag sehen, wenn das Statistische Bundesamt das Bruttoinlandsprodukt für das dritte Quartal veröffentlicht und eventuell zurückliegende Quartale revidiert.

[1] Einige dieser Entlastungen wie die niedrigere Mehrwertsteuer in der Gastronomie sind noch nicht beschlossen, da sich Bund und Länder über die Verteilung der damit verbundenen Lasten für die öffentlichen Haushalte streiten. Wir gehen aber davon aus, dass sie am Ende pünktlich zum 1. Januar in Kraft treten werden. ([zurück zum Text](#))

[2] Nicht eingerechnet sind hier mögliche Änderungen bei den Bundesländern, die zum einen nun in ihren Haushalten ein strukturelles Defizit von 0,35% des Bruttoinlandsproduktes aufweisen dürfen und zudem jedes Jahr aus dem Sondervermögen für Infrastruktur gut 8 Mrd Euro erhalten werden. Teilweise dürfte dies den Ländern – und den Gemeinden, denen die Länder zumindest einen Teil der Mittel aus dem Sondervermögen weitergeben sollen – ansonsten notwendige Konsolidierungsmaßnahmen ersparen, aber zumindest ein Teil dürfte in zusätzliche Ausgaben oder Steuersenkungen fließen und damit die Konjunktur ebenfalls anschieben. ([zurück zum Text](#))



Analysts

Dr. Jörg Krämer^{AC}
Chefvolkswirt
+49 69 136 23650
joerg.kraemer@commerzbank.com

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

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 24/10/2025 07:24 CEST fertiggestellt und am 24/10/2025 07:24 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-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 Neuauflage für die Verbreitung im Europäischen Wirtschaftsraum durch die Commerzbank AG, Filiale London. Die Commerzbank AG, Filiale London, ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority.



Schweiz: Dieses Dokument ist grundsätzlich nicht zur Verteilung an Retail-Kunden bestimmt. Weder diese Research-Studie noch die hierin enthaltenen Informationen sind als persönliche Empfehlungen für Transaktionen in Finanzinstrumenten im Sinne des Finanzdienstleistungsgesetzes zu betrachten..

Singapur: Dieses Dokument wird in Singapur von der Commerzbank AG, Filiale Singapur, zur Verfügung gestellt. Es darf dort nur von institutionellen Investoren, akkreditierten Investoren oder sachkundigen Investoren, jeweils laut Definition in Section 4A des Securities and Futures Act, Chapter 289, von Singapur („SFA“) gemäß Section 274 bzw. Section 275 des SFA, entgegengenommen werden. Dieses Dokument stellt keine Beratung in bilanziellen, rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, finanziellen oder anderen Fragen und/oder Empfehlungen für den Empfänger dieser Ausarbeitung dar. Darüber hinaus stellen die hierin enthaltenen Mitteilungen/Informationen keine „Finanzberatungs-Dienstleistung“ im Sinne des Financial Advisers Act, Chapter 110, von Singapur („FAA“) dar; deshalb gelten die gegenüber einem Kunden gegebenenfalls zu beachtenden aufsichtsrechtlichen Anforderungen und geschuldeten Pflichten nach oder in Verbindung mit dem FAA nicht in Verbindung mit dieser Ausarbeitung für den Empfänger. Den Empfängern wird empfohlen, zu den hierin enthaltenen Informationen den unabhängigen Rat ihrer eigenen professionellen Berater einzuholen.

Japan: Diese Informationen und ihre Verteilung stellen keine „Aufforderung“ gemäß dem Financial Instrument Exchange Act (FIEA) von Japan dar und sind nicht als solche auszulegen. Diese Informationen dürfen von internationalen Filialen der Commerzbank außerhalb Japans ausschließlich an „professionelle Anleger“ gemäß Article 2(31) des FIEA und Article 23 der Cabinet Ordinance Regarding Definition of Article 2 of the FIEA verteilt werden. Die Commerzbank AG, Tokyo Branch, war nicht an der Erstellung dieser Informationen beteiligt. 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 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 25.04

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