Europas Aufrüstung und die Folgen

Dr. Jörg Krämer [AC]
Dr. Ralph Solveen [AC]

Die seit 80 Jahren währende Sicherheitsgarantie der USA für die europäischen Demokratien ist Vergangenheit. Um die Aufrüstung zu finanzieren, dürfte sich Deutschland von vergleichsweise niedrigen Haushaltsdefiziten verabschieden. Die europäischen Länder werden im Durchschnitt in den kommenden Jahren Defizite von deutlich mehr als 3% des Bruttoinlandsprodukts fahren. Die Risiken an den Staatsanleihemärkten steigen.

Der Rückzug der Amerikaner

Seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs haben die Amerikaner die europäischen Demokratien vor Russland beschützt. Diese seit 80 Jahre währende Sicherheitsgarantie ist nun Vergangenheit. In einer Rede vor europäischen NATO-Mitgliedern hat der US-Verteidigungsministers Pete Hegseth gesagt, die Europäer müssten künftig selbst die Verantwortung für ihre konventionelle Sicherheit übernehmen.

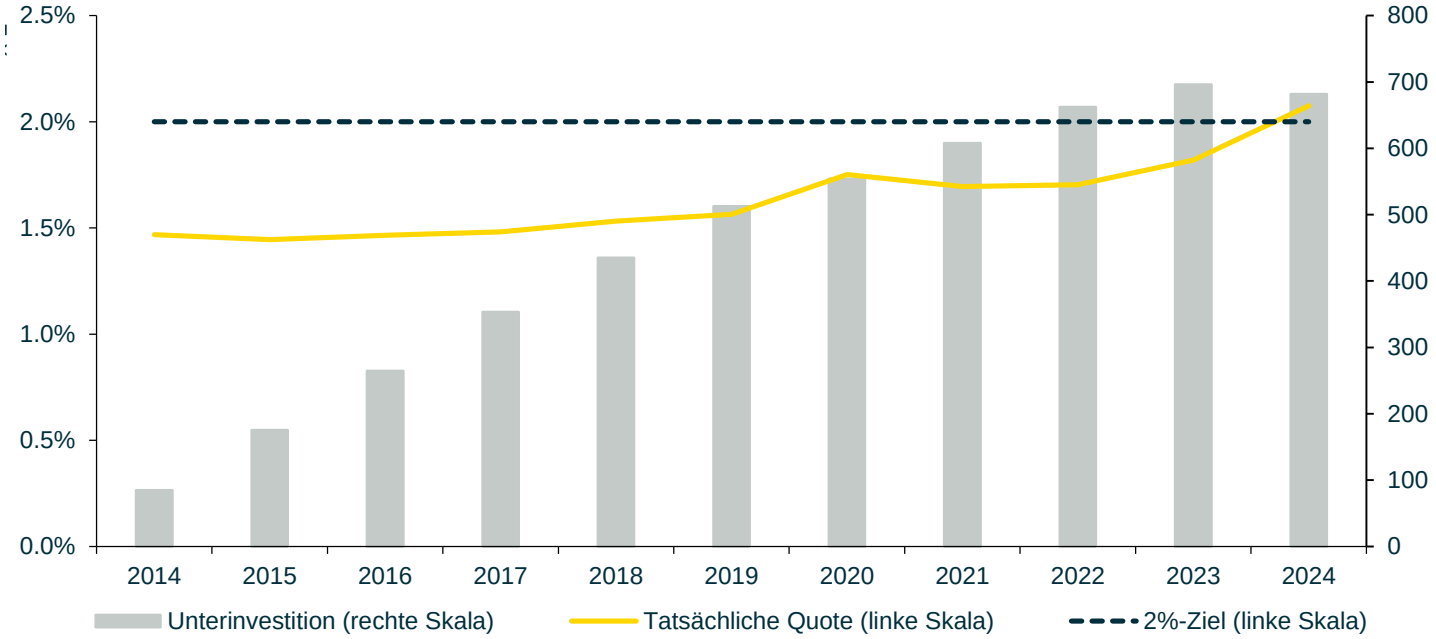
Das wäre kein Problem, wenn Russlands Führung Frieden wollte. Aber das Putin-Regime will offenbar den Einflussbereich zumindest teilweise zurückzugewinnen, den Russland nach dem Zusammenbruch der Sowjetunion verloren hatte. Es verhält sich gegen seine direkten westlichen Nachbarn wie Polen seit langem äußerst aggressiv. Insofern ist es durchaus möglich, dass Russland die Verteidigungsbereitschaft der westlichen Demokratien etwa durch einen Angriff auf ein baltisches Land testet, wenn es sich in ein paar Jahren vom Krieg in der Ukraine militärisch erholt hat. Bis dahin müssen die Streitkräfte der europäischen NATO-Mitglieder stark genug sein, um einen möglichen konventionellen Angriff Russlands ohne amerikanische Hilfe glaubhaft abwehren zu können.

Wieviel die Wiederaufrüstung kostet

Die Europäer verfügen derzeit aber nicht über diese Fähigkeit – man denke nur an den Zustand der Bundeswehr. Das liegt daran, dass sie ihre Verteidigungsausgaben nach dem Zusammenbruch der Sowjetunion massiv zurückgefahren hatten. Die meisten europäischen Nato-Länder haben das 2014 beschlossene Nato-Ziel, 2% des Bruttoinlandsprodukts für Verteidigung auszugeben, über viele Jahre nicht erreicht. Gemessen an dieser Relation beträgt die in den vergangenen gut zehn Jahren aufgelaufenen Unterinvestition kumuliert knapp 700 Mrd Dollar (Chart 1) oder 3,6% des Bruttoinlandsprodukts der europäischen Nato-Mitglieder.

Chart 1 - Europa hat 700 Mrd. Dollar zu wenig für Verteidigung ausgegeben

Verteidigungsausgaben der europäischen NATO-Staaten in % des BIP, "Unterinvestitionen": zum 2%-Ziel fehlende Ausgaben in Mrd. Dollar, kumuliert seit 2014



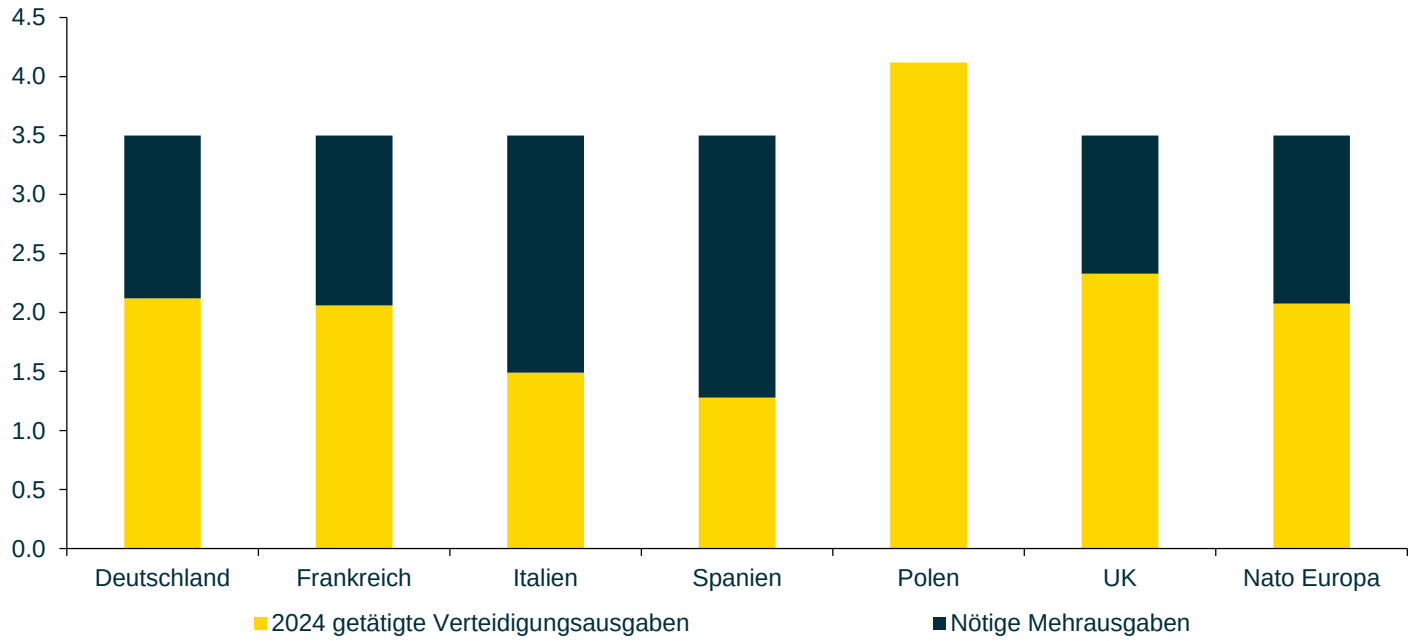
Quelle: NATO, Commerzbank-Research

Um verteidigungsfähig zu werden, sollen die Europäer ihre Verteidigungsausgaben laut US-Regierung auf 5% des Bruttoinlandsprodukts hochfahren. Am Ende könnte es auf 3,5% hinauslaufen, was aber immer noch fast doppelt so viel wäre wie die meisten Länder zuletzt ausgaben (Chart 2). Die Mehrausgaben pro Jahr würden für die gesamten europäischen NATO-Länder 280 Mrd Euro betragen (Chart 3**)**. Auf eine ähnliche Größenordnung (250 Mrd Euro) kommt das **Kieler Institut für Weltwirtschaft in einer Studie.**

Um die Lücke zu schließen, ohne die Steuern oder die Neuverschuldung zu erhöhen, müsste beispielsweise Deutschland die zivilen Ausgaben des Bundes um ein Fünftel kürzen. Das wäre politisch kaum durchsetzbar, auch wenn es mit Blick auf das Bürgergeld oder die häufig ineffiziente Klimapolitik beträchtliche Einsparmöglichkeiten gibt. Am Ende dürften die meisten europäische NATO-Mitglieder ihre Haushaltsdefizite deutlich erhöhen, um sich verteidigungsfähig zu machen. Im Folgenden stellen wir dar, wie das realisiert werden könnte.

Chart 2 - Verteidigungsausgaben sollen auf 3,5% des Bruttoinlandsprodukts steigen

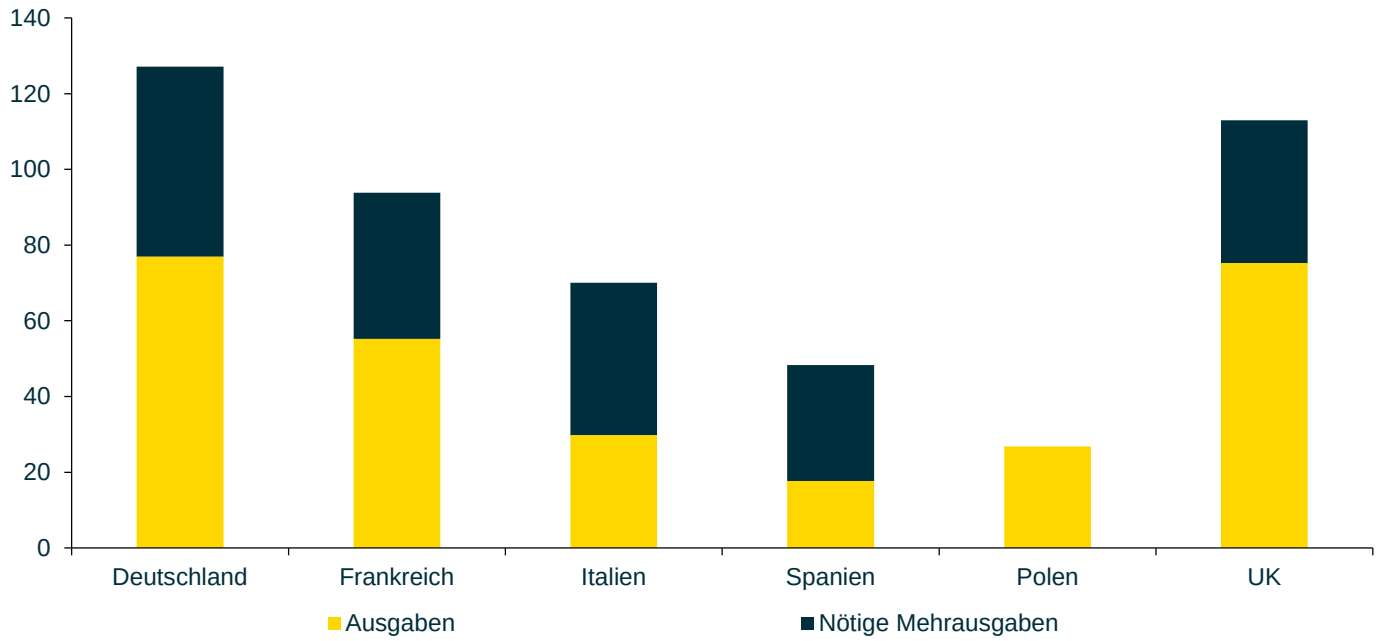
Verteidigungsausgaben 2024, notwendige Mehrausgaben, um Zielgröße von 3,5% des Bruttoinlandsprodukts zu erreichen, in % des Bruttoinlandsprodukts



Quelle: NATO, Commerzbank Research

Chart 3 - Europa müsste 280 Milliarden Dollar mehr für Verteidigung ausgeben

Verteidigungsausgaben 2024, notwendige Mehrausgaben, um Zielgröße von 3,5% des Bruttoinlandsprodukts zu erreichen, in Mrd. Dollar



Quelle: NATO, Commerzbank Research

Erst mal keine gemeinsamen Schulden

Viele südeuropäische Länder und Frankreich wollen die Aufrüstung über gemeinsame europäische Schulden finanzieren. Ein Vorbild hierfür wäre der Corona-Wiederaufbaufonds mit seinem Volumen von ursprünglich mehr als 800 Mrd Euro.

Zwar sehen wir den Euroraum seit Ausbruch der Staatsschuldenkrise im Jahr 2010 auf dem Weg in eine Schuldenunion, sodass der Corona-Wiederaufbaufonds keine Ausnahme bleiben dürfte. Allerdings verwässerte eine Vergemeinschaftung der Schulden die hohe Bonität der nördlichen Länder der Währungsunion, weshalb sie dort äußerst unbeliebt ist. Das gilt auch für CDU und CSU, die mit Friedrich Merz vermutlich den nächsten Bundeskanzler stellen werden. Es bedarf wohl einer wesentlich tieferen Krise als zurzeit, um ein ausreichendes politisches Momentum für eine erneute gemeinsame Schuldenaufnahme zu schaffen.

In diesem Zusammenhang wird auch diskutiert, die bisher nicht verwendeten 95 Mrd Euro des Corona-Wiederaufbaufonds für Verteidigung umzuwidmen. Vorbild ist das REPowerEU-Programm, für das 2022 zur Bewältigung der Energiekrise Mittel aus dem Corona-Wiederaufbaufonds verwendet wurden. Allerdings stehen die Mittel aus dem Wiederaufbaufonds nur bis Ende 2026 zur Verfügung. Außerdem reicht die Summe von 95 Mrd Euro mit Blick auf den pro Jahr benötigten Mehrbedarf von 280 Mrd Euro bei weitem nicht aus.

Lockerung der EU-Fiskalregeln eine ausgemachte Sache

Ausgemacht ist dagegen eine weitere Lockerung der EU-Fiskalregeln. So hat EU-Kommissionspräsidentin von der Leyen auf der Münchener Sicherheitskonferenz gesagt, dass höhere Verteidigungsausgaben nicht an den Fiskalregeln scheitern werden. Sie werde vorschlagen, nationale Ausweichklauseln für Verteidigungsausgaben zu aktivieren. Das ist laut **Artikel 26 der EU-Verordnung zur Koordinierung der Wirtschaftspolitik** möglich „bei Vorliegen außergewöhnlicher Umstände, die sich der Kontrolle des Mitgliedstaats entziehen und erhebliche Auswirkungen auf die öffentlichen Finanzen des betreffenden Mitgliedstaats haben." Offenbar bejaht die EU-Kommission das Vorliegen dieser Bedingungen mit Blick auf die Aggressivität Russlands und den Rückzug der Amerikaner.

Und was macht Deutschland?

Für Deutschland ergibt sich aus einer solchen Lockerung der europäischen Regeln allerdings kein entscheidend größerer Spielraum für Verteidigungsausgaben. Hierfür müsste die Schuldenbremse geändert oder ein zusätzliches Sondervermögen für die Bundeswehr eingerichtet werden, über das zur Finanzierung von Rüstungsinvestitionen Kredite aufgenommen werden könnte, die nicht auf die Schuldenbremse angerechnet werden.

Sperrminorität von AfD und Linkspartei im "neuen" Bundestag, ...

Um eine dieser beiden Optionen umzusetzen, müsste das Grundgesetz geändert werden, wofür es im neuen Bundestag aber kaum die erforderliche $^2/_3$-Mehrheit geben wird. Denn sowohl die Linkspartei als auch die AfD lehnen zusätzliche Rüstungsausgaben kategorisch ab. Zwar könnte die Linkspartei wahrscheinlich für eine komplette Abschaffung der Schuldenbremse gewonnen werden, da sie das in ihrem Wahlprogramm fordert. Allerdings ist fraglich, ob CDU und CSU hierzu bereit sind. Schließlich drohten dann weitere Wähler zur AfD abzuwandern, die jegliche Lockerung der Schuldenbremse ablehnt.

Da sich die neue Bundesregierung zur Finanzierung deutlich höherer Verteidigungsausgaben wohl kaum auf massive Einsparungen an anderer Stelle und/oder auf spürbare Steuererhöhungen einigen könnte, bleibe nur die Möglicheit, die Schuldenbremse jedes Jahr mit Verweis auf eine bestehende Notlage auszusetzen. Über die dafür notwendige absolute Mehrheit würde die neue Bundesregierung verfügen. Allerdings wären auf diesem Wege nur zusätzliche Ausgaben möglich, die im selben Jahr anfallen. Das kurzfristige Aussetzen der Schuldenbremse würde also nicht Investitionen in Rüstungsgüter ermöglichen, die erst nach einigen Jahren realisiert und bezahlt werden. Zudem liefe die Regierung Gefahr, bei einer regelmäßigen Anwendung der Notlage-Klausel auf den Widerstand des Bundesverfassungsgerichts zu stoßen.

... weshalb es der "alte" Bundestag richten soll

Anders als im "neuen" Bundestag verfügen Union, SPD und Grüne im "alten" Bundestag über eine deutliche $^2/_3$-Mehrheit. Darum ist direkt nach der Bundestagswahl die Diskussion entbrannt, ob man nicht die Mehrheitsverhältnisse im "alten" Bundestag noch nutzen soll, um den finanziellen Spielraum der neuen Bundesregierung für zusätzliche Verteidigungsausgaben zu vergrößern. Bis zur Konstituierung des "neuen" Bundestages, die voraussichtlich am 25. März erfolgen wird, könnte der "alte Bundestag" entsprechende Beschlüsse fassen.

Mehr Geld für Bundeswehr-Sondervermögen wahrscheinlich

Dabei dürfte es kaum um eine formelle Veränderung der Schuldenbremse gehen. Vielmehr dreht sich die Diskussion um einen neuen Schattenhaushalt ("Sondervermögen") für die Bundeswehr oder die Aufstockung des bisherigen Topfs. Auch wenn die Meinungsbildung bei CDU und CSU offiziell noch nicht abgeschlossen ist, dürfte die Union am Ende wie die SPD und die Grünen einem solchen neuen/vergrößerten Sondervermögen zustimmen und es mit $^{2}/_{3}$-Mehrheit wohl beschlossen werden. Ein Hindernis besteht allerdings darin, dass die Grünen gleichzeitig ein weiteres Sondervermögen für Infrastruktur einrichten wollen, was bei CDU und CSU auf Widerstand trifft. Wir halten es aber für unwahrscheinlich, dass die Grünen wegen ihrer Russland kritischen Haltung am Ende zusätzliche Finanzmittel für die Bundeswehr blockieren werden. Wir sehen es angesichts der Dynamik der Diskussion inzwischen als das wahrscheinlichste Szenario an, dass es zu einer Aufstockung des neuen oder zur Einrichtung eines neuen Sondervermögens für die Bundeswehr kommen wird.

Fazit: Deutschland mit deutlich höheren Defiziten

Der Rückzug der Amerikaner und die Aggressivität Russlands stellen die Europäer vor eine existentielle Herausforderung. In Deutschland sind die Zeiten verhältnismäßig geringer Haushaltsdefizite vorbei, auch wenn die Schuldenbremse nicht komplett abgeschafft wird und es neue gemeinsame europäische Anleihen erst nach einer echten Eskalation der Krise geben dürfte.

Im Euroraum als Ganzes dürften die Haushaltsdefizite in den kommenden Jahren weit über dem 3%-Kriterium des Maastricht-Vertrags liegen. Das Verhältnis der Staatsschulden zur Wirtschaftsleistung dürfte in den meisten Ländern deutlich steigen, wobei es etwa in Italien schon doppelt so hoch ist, wie der Maastricht-Vertrag vorsieht. Für steigende Staatsschuldenschuldenquoten spricht nicht nur die Aufrüstung, sondern auch das Aufkommen rechter und linker politischer Parteien. Dadurch schrumpfen die traditionellen Parteien, die als Teil von Koalitionsregierungen ihre weiter bestehenden inhaltlichen Unterschiede durch Mehrausgaben als kleinsten gemeinsamen Nenner übertünchen.

Anleger fordern höhere Risikoprämien

Die hohen Haushaltsdefizite dürften von den Anlegern zunehmend kritisch beäugt werden. Das gilt selbst für Deutschland. Schon jetzt liegt die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen über dem entsprechenden Swap-Satz – ein Phänomen, das es vorher nicht gab.

Alles in allem erwarten wir weiter, dass die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen auf die mittlere Sicht weiter steigen wird, zumal die EZB ihre Zinssenkungen Mitte des Jahres bei einem Einlagensatz von 2,0% beenden sollte. Das spricht für eine tendenziell steilere Zinsstrukturkurve. Außerdem dürfte der Abstand zwischen den Staatsanleiherenditen und der Swap-Kurve weiter steigen.

Research-Kontakte (E-Mail: vorname.nachname@commerzbank.com)

Dr. Jörg Krämer
Chefvolkswirt
+49 69 136 23650

Economic Research

Dr. Jörg Krämer (Leiter)
+49 69 136 23650

Dr. Ralph Solveen (stv. Leiter, Deutschland)
+49 69 9353 45622

Dr. Christoph Balz (USA, Fed)
+49 69 9353 45592

Dr. Vincent Stamer (Euroraum, Welthandel)
+49 69 9353 45800

Dr. Marco Wagner (EZB, Deutschland, Italien)
+49 69 9353 45623

Bernd Weidensteiner (USA, Fed)
+49 69 9353 45625

Tung On Tommy Wu (China)
+65 6311 0166

Zins und Credit Research

Christoph Rieger (Leiter)
+49 69 9353 45600

Michael Leister (Leiter Zinsen)
+49 69 9353 45610

Rainer Guntermann
+49 69 9353 45629

Hauke Siemßen
+49 69 9353 45619

Ted Packmohr
(Leiter Cov. Bonds und Financials)
+49 69 9353 45635

Marco Stöckle
(Leiter Credit)
+49 69 9353 45620

FX & Commodites Research

Ulrich Leuchtmann (Leiter)
+49 69 9353 45700

Antje Praefcke (FX)
+49 69 9353 45615

Tatha Ghose (FX)
+44 20 7475 8399

Charlie Lay (FX)
+65 63 110111

Michael Pfister (FX)
+49 69 9353 45614

Volkmar Baur (FX)
+49 69 9353 26854

Thu-Lan Nguyen (FX, Rohstoffe)
+49 69 9353 45617

Carsten Fritsch (Rohstoffe)
+49 69 9353 45647

Barbara Lambrecht (Rohstoffe)
+49 69 9353 45611

Tung On Tommy Wu (China)
+65 63110166

Weitere Publikationen (in Auszügen)

Economic Research:
Economic Briefing (zeitnahe Kommentierung wichtiger Indikatoren und Ereignisse)
Economic Insight (Umfassende Analyse ausgewählter Themen)
Konjunktur und Finanzmärkte (Chart-Buch, das monatlich unser weltwirtschaftliches Bild darstellt)

Commodity Research:
Rohstoffe Aktuell (Kommentar und Nachrichten zu Rohstoffmärkten, zweimal pro Woche)
Rohstoffe kompakt (umfassende Analyse und Prognosen zu Rohstoffmärkten)

Zins und Credit Research:
Ahead of the Curve (Flaggschiffpublikation mit Analysen und Strategien für die globalen Rentenmärkte)
European Sunrise (täglicher Marktkommentar für die Europäischen Rentenmärkte)
Covered Bond Weekly (wöchentliche Übersicht und Analysen für die Covered Bond-Märkte)
Rates Radar (ad-hoc Specials und Handelsideen für die Rentenmärkte)

FX Strategy:
Tagesinfo Devisen (Tageskommentar und -ausblick für die Devisenmärkte)
FX Hotspot (zeitnahe Kommentierung wichtiger Ereignisse für den Devisenmarkt)

Für den Bezug der aufgeführten Publikationen wenden Sie sich bitte an Ihren Kundenbetreuer.

Analysten

Dr. Jörg Krämer [AC]
Chefvolkswirt
+49 69 136 23650
joerg.kraemer@commerzbank.com

Dr. Ralph Solveen [AC]
Stellv. Leiter Economic Research
+49 69 9353 45622
ralph.solveen@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 28/2/2025 07:17 MEZ fertiggestellt und am 28/2/2025 07:17 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 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 hierein 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 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	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