



COMMERZBANK

Economic Research

Economic Insight

Wie stark steigen die Staatsschulden im Euroraum?

In den kommenden Jahren werden die Schuldenquoten der meisten großen Volkswirtschaften des Euroraums wohl deutlich zulegen. Neben höheren Verteidigungsausgaben dürften die massiv steigenden Zinszahlungen die Staatshaushalte belasten. Ohne ein starkes Gegensteuern der Politik gefährden die hohen Zinszahlungen insbesondere für Italien und Frankreich die Tragfähigkeit der Schulden. Darum dürfte der Druck auf die EZB und die EU zunehmen, mit ihrer Politik die die Länder zu unterstützen.

Die Staatsfinanzen im Euroraum werden sich in den kommenden Jahren wohl weiter verschlechtern. Denn die auf Staatsschulden zu bezahlenden Zinsen sind in den vergangenen Jahren deutlich gestiegen, sodass mehr und mehr Altschulden zu einer höheren Zinsrate refinanziert werden müssen.

Wir haben berechnet, wie stark die Zinszahlungen der vier größten Länder der Währungsunion in den kommenden Jahren steigen werden und was dies voraussichtlich für die Entwicklung der Staatsschulden bedeutet. Dafür haben wir Annahmen zur Entwicklung der Primärdefizite, der Zinsen, des Wirtschaftswachstums und der Inflation in Deutschland, Italien, Frankreich und Spanien getroffen (siehe Kasten).

Verschuldung erreicht zumeist Rekordhöhen

Die Berechnungen zeigen, dass der Schuldenstand Deutschlands, Frankreichs und Italiens in den kommenden zehn Jahren deutlich steigen dürfte (Chart 1). Während die deutsche Staatsverschuldung im Jahr 2035 in Relation zum Bruttoinlandsprodukt mit 93% auf erhöhtes Niveau steigen wird, wird die Schuldenquote Frankreichs voraussichtlich mit 146% und die Italiens mit 154% auf eine Rekordhöhe steigen. Dabei ist der Anstieg in Frankreich noch einmal deutlich stärker als in Italien. In Spanien dürfte die Schuldenquote in den kommenden fünf Jahren weitgehend unverändert bleiben und erst zwischen 2030 und 2035 zulegen, und dies auch nur in einem vergleichsweise geringen Umfang.

03. Juli 2025

Dr. Vincent Stamer ^{AC}

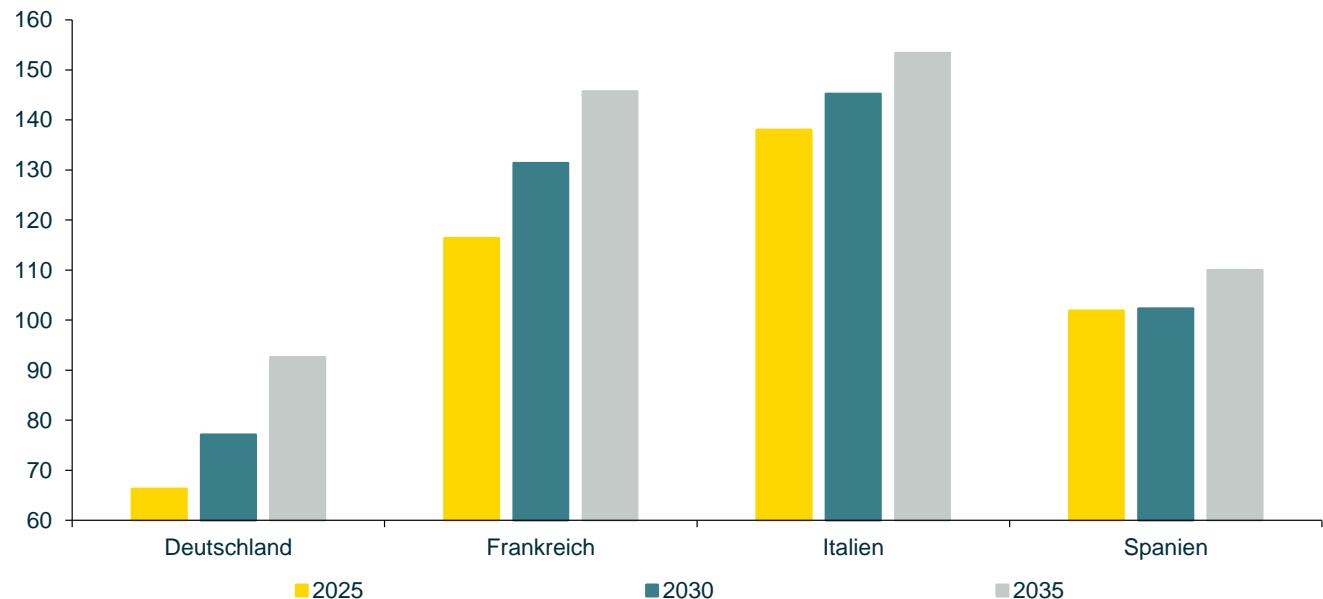
Inhalt

Verschuldung erreicht zumeist Rekordhöhen	1
Zinszahlungen belasten Haushalte massiv	2
Die Schuldentragfähigkeit leidet stark	3
Entweder die Regierungen handeln, ...	4
... oder der Druck auf EU und EZB steigt	4
Kasten: Berechnungsmethoden und Annahmen	5
Deutschland	5
Frankreich	5
Italien	6
Spain	6



Chart 1 - Schuldenquoten legen häufig kräftig zu

Gesamtstaatliche Schulden in Prozent des Bruttoinlandsprodukts, Projektionen der Commerzbank



Quelle: Weltbank, Bloomberg Economics, Commerzbank-Research

Zinszahlungen belasten Haushalte massiv

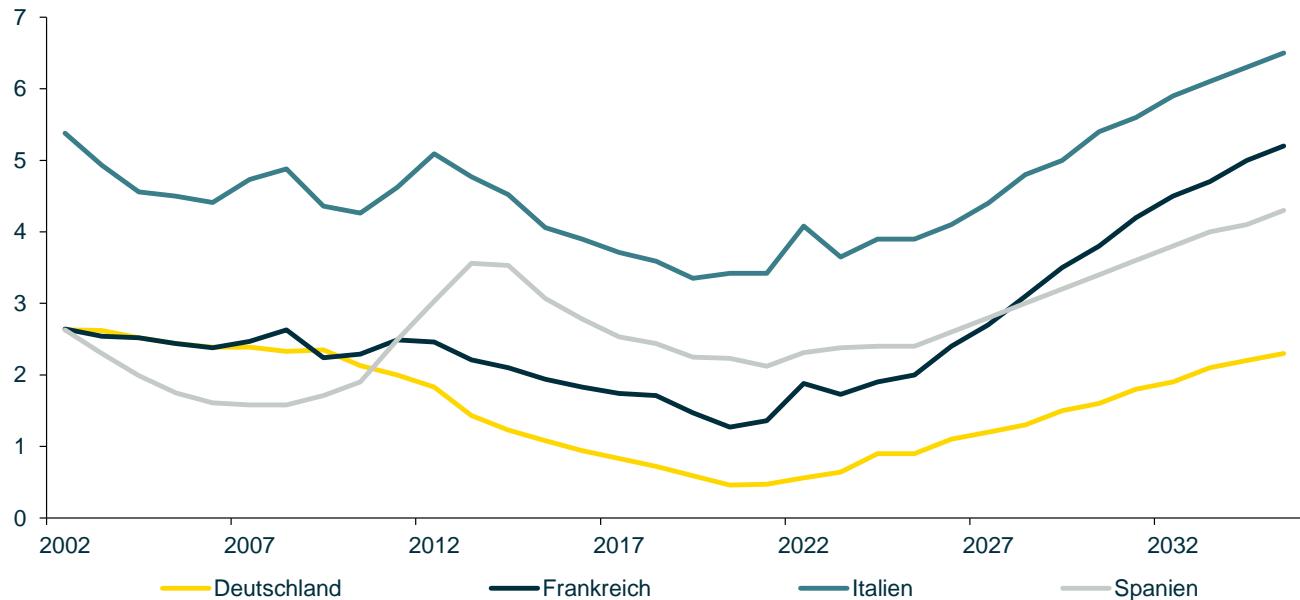
Ein zentraler Treiber der hohen Verschuldung in der Zukunft sind die merklich steigenden Zinszahlungen auf die Staatschulden. Nachdem die Anleiherenditen seit 2012 im Trend gefallen waren und damit die Staatshaushalte entlastet hatten, sind sie in den letzten drei Jahren wieder gestiegen. Zusammen mit den gestiegenen Schulden ist dies dafür verantwortlich, dass die Zinszahlungen der Staaten in Prozent des Bruttoinlandsproduktes zuletzt wieder gestiegen sind. Dieser Trend wird sich in den kommenden Jahren fortsetzen. Denn ein bedeutender Teil der Altschulden wird mit nun höheren Zinsen refinanziert werden müssen. Zudem gehen wir auch davon aus, dass die Anleiherenditen im Trend sogar noch etwas ansteigen werden.

Angesichts seines bereits jetzt hohen Schuldenstands wird der italienische Staatshaushalt auch weiterhin gemessen an der Wirtschaftskraft die höchste Zinslast zu tragen haben. Sie wird von zuletzt 3,9% auf etwa 6,5% bis 2035 steigen (Chart 2). Frankreichs Zinslast wird zwar auch 2035 mit 5% voraussichtlich kleiner sein als die Italiens, aber in den kommenden Jahren deutlich schneller zunehmen. Auch für den deutschen Staat wird die Zinslast gemessen am Bruttoinlandsprodukt gegenüber dem derzeitigen niedrigen Niveau um gut einen Prozentpunkt zulegen, damit aber weiter deutlich niedriger sein als für die drei anderen großen Länder der Währungsunion.



Chart 2 - Die steigenden Zinszahlungen belasten die Haushalte in der Zukunft massiv

Jährliche Zinszahlungen auf Schulden des Gesamtstaates in Prozent des Bruttoinlandsprodukts



Quelle: Weltbank, Bloomberg Economics, Commerzbank-Research

Die Schuldentragfähigkeit leidet stark

Die oben beschriebenen Trends gefährden die langfristige Tragfähigkeit der Schulden. Wenn der durchschnittlich auf die Schulden zu zahlende Zins höher ist als das nominale Wachstum der Volkswirtschaft, kann ein Land nicht mehr ohne weiteres aus seinen Schulden "herauswachsen". Das gilt auch dann, wenn der Primärhaushalt – also der Haushalt ohne Zinszahlungen – ausgeglichen wäre (wie auch in Ist die Staatsverschuldung noch tragbar? beschrieben.)

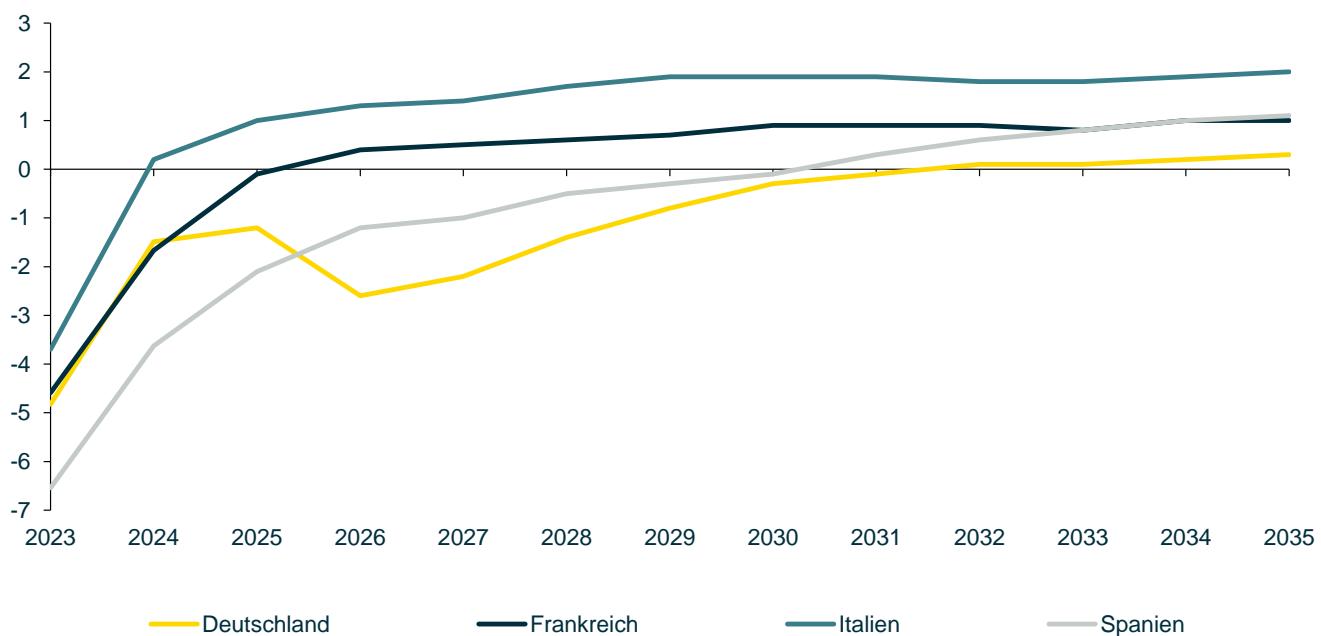
Für Italien liegt der Zins bereits in diesem Jahr über der nominalen Wachstumsrate, und diese Differenz dürfte sich in den kommenden Jahren noch steigen (Chart 3). Auch für Frankreich dürfte in den kommenden Jahren mit hoher Wahrscheinlichkeit der durchschnittliche Zins die Wachstumsrate übertreffen. Die spanische Wirtschaft wächst derzeit noch schnell genug, um die Schuldenlast als Anteil des Bruttoinlandsprodukts auch bei einem leicht defizitären Primärhaushalt stabil zu halten. In den 2030er Jahren dürften sich auch in Spanien das Wachstum wegen der dann schlechteren demografischen Entwicklung verlangsamen.

Im Umkehrschluss bedeuten diese Kennzahlen, dass insbesondere Italien und Frankreich deutlich höhere Primärüberschüsse bzw. überhaupt Primärüberschüsse erwirtschaften müssen als von uns erwartet, um einen weiteren Anstieg der Schuldenquote zu verhindern. In Deutschland wäre hingegen bis weit in das kommende Jahrzehnt ein ausgeglichener Primärhaushalt ausreichend, um die Schuldenquote zu stabilisieren.



Chart 3 - Die Zins-Wachstums-Differenz zeigt unnachhaltige Schulden an

Die Differenz zwischen dem effektiven Zins und dem nominalem Wachstum des Bruttoinlandsprodukts, in Prozentpunkten. Ein Wert über Null zeigt nicht nachhaltige Schulden an.



Quelle: Weltbank, Bloomberg Economics, Commerzbank-Research

Entweder die Regierungen handeln, ...

Der beste Handlungsweg für Regierungen wäre sicherlich, durch Reformen das Potenzialwachstum anzuschieben. Das würde das Verhältnis zwischen Wachstumsrate und durchschnittlichem Zins verbessern und letztlich ein "Herauswachsen" aus den Schulden ermöglichen. Eine sehr schmerzhafte Alternative wäre eine durchgreifende Konsolidierung der Staatshaushalte, um deutlich höhere Primärüberschüsse zu erwirtschaften. Dadurch könnte die Schuldenquote stabil gehalten werden, selbst wenn die nominale Wachstumsrate unter dem effektiven Durchschnittszins liegt. Aus heutiger Sicht ist dies aber eher unwahrscheinlich. Denn die wohl notwendigen höheren Verteidigungsausgaben und eine teilweise sehr ungünstige Demografie werden die Haushalte zusätzlich belasten. Politische Mehrheitsverhältnisse dürften außerdem eine tiefgreifende Konsolidierung der Staatsfinanzen mindestens erschweren.

... oder der Druck auf EU und EZB steigt

Somit dürfte ohne eine Wende in der nationalen Politik der Druck auf die EU und die EZB steigen, den Staaten ihre Schuldendlast zu erleichtern. So wird zunehmend diskutiert, dass die Europäische Union gemeinsame Schulden etwa für die Verteidigung aufnimmt. Das würde allerdings höchstens den zu zahlenden effektiven Zins verringern. Denn auch gemeinschaftliche Schulden der EU müssen letztendlich durch Beiträge der Mitgliedsstaaten getilgt werden. Außerdem würden die Anreize für die einzelnen Mitgliedsstaaten abnehmen, ihre Staatsfinanzen nachhaltig zu sanieren.

Eine starke Ausweitung der Anleihenrenditen, insbesondere gegenüber anderen Anleihenrenditen wie den deutschen Bunds, dürfte zudem die EZB auf den Plan rufen. Mit zusätzlichen Anleihenkäufe und/oder einer Senkung ihrer Leitzinsen könnte sie die Renditen zumindest zeitweise drücken. Das würde zwar die Finanzierungsbedingungen erleichtern, an dem Umfang der Schulden aber nichts ändern. Darüber hinaus hätte ein durch die Finanzpolitik erzwungenes Abweichen der EZB von ihrem Mandat der Preisstabilität (die sogenannte "fiscal dominance") erhebliche Folgen: Die Inflation würde wieder steigen und das Wirtschaftswachstum in der Folge



sinken, und auf Dauer wären die nominalen Zinsen für längere Laufzeiten wegen des stärkeren Preisauftriebs wahrscheinlich höher als ohne das Eingreifen der EZB.

Kasten: Berechnungsmethoden und Annahmen

Für die Projektion von Schuldenquoten und Zinslastquoten haben wir Annahmen für die Entwicklung des Staatshaushalts ohne die Zinsen (Primärsaldo), sowie für das wirtschaftliche Wachstum und die Inflation getroffen. Diese Annahmen diskutieren wir unten für die jeweiligen Länder. Die zukünftigen Zinszahlungen und den Effektivzins auf die gesamte Schuldenlast haben wir mit Hilfe des Fiskalmodells von Bloomberg Economics berechnet. Dieses ermöglicht es, die Refinanzierung von in der Zukunft fälligen Staatsanleihen sowie die Finanzierungsbedingungen für zukünftige Staatsschulden auf dem Kapitalmarkt zu modellieren. Diese Projektionen stellen das aus unserer Sicht realistischste Szenario dar. Insbesondere eine größere oder geringere Haushaltsdisziplin könnten die Entwicklung deutlich anders verlaufen lassen.

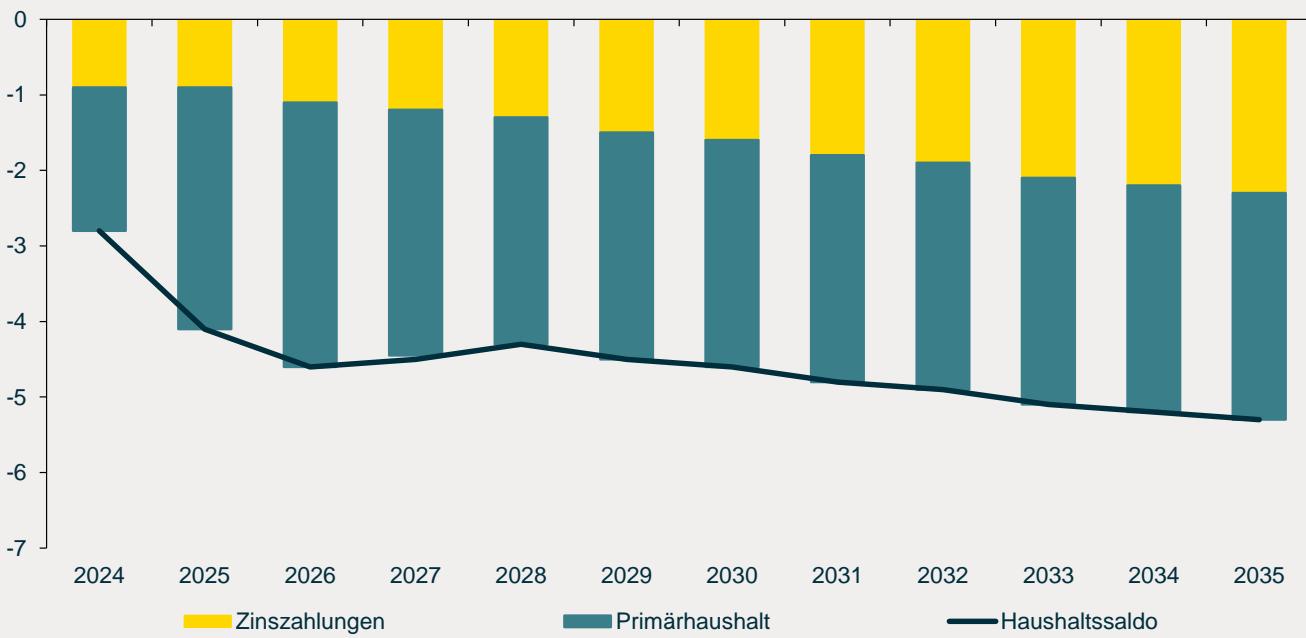
Deutschland

Nach den im Frühjahr vom Bundestag verabschiedeten Grundgesetzänderungen plant die deutsche Bundesregierung deutlich höhere Staatsausgaben. Auch wegen dieser sehr expansiven Finanzpolitik wird die deutsche Wirtschaft in den kommenden drei bis vier Jahren eher schneller wachsen als das Produktionspotenzial. Mittelfristig dürfte das Wachstum allerdings auf das sehr niedrige Potenzialwachstum von 0,4% zurückfallen. Das folgt aus der äußerst ungünstigen Demographie und unserer Annahme, dass die zusätzlichen Ausgaben das Potenzial der deutschen Wirtschaft kaum vergrößern werden.

Die deutlich höheren Staatsausgaben dürften die deutsche Primärdefizitquote von 1,9% im Jahr 2024 auf 3,5% im Jahr 2026 steigen lassen (Chart 4). Mittelfristig dürfte sich dieser Wert bei etwa 3% einpendeln. Zusammen mit den zunehmenden Zinszahlungen ergibt sich für 2025 eine Defizitquote von etwas mehr als 5%.

Chart 4 - Haushaltsentwicklung in Deutschland

Gesamtstaatliche Zinszahlungen, Primärhaushalt und Haushaltssaldo für Deutschland, Anteil am Bruttoinlandsprodukt in %



Quelle: Weltbank, Bloomberg Economics, Commerzbank-Research

Frankreich

Mit 5,8% war die Defizitquote des Staates in Frankreich deutlich höher als in den anderen großen Volkswirtschaften des Euroraums. Der aktuelle Haushaltspunkt Frankreichs sieht zwar bis 2029 eine Reduktion der Defizitquote auf 3,0% vor, womit sie wieder den Vorgaben der EU entsprechend würde. Allerdings dürfte dieses Ziel kaum erreicht werden. So dürften die Zinszahlungen gemessen am Bruttoinlandsprodukt von etwa 2% im Jahr 2024 auf etwa 3,5% im Jahr 2030 steigen (Chart 5). Zudem dürfte es der Minderheitsregierung unter Ministerpräsident Bayrou kaum gelingen, im Parlament für umfangreiche Einsparungen eine Mehrheit zu

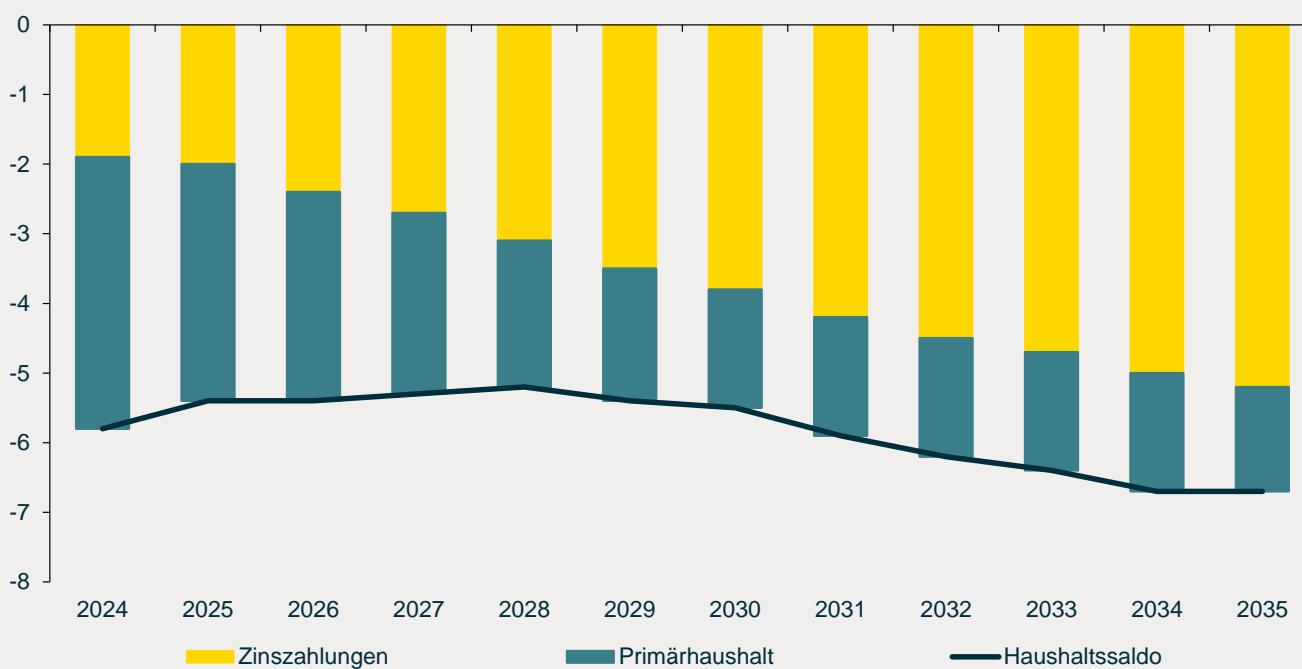


finden. So wurde das Ziel für 2025 bereits von 5,0% auf 5,4% nach oben revidiert. Darüber hinaus dürfte die französische Regierung als einzige Atommacht in der Europäischen Union und wichtiger Unterstützer der Ukraine ihr Verteidigungsbudget von derzeit 2% am BIP erhöhen.

Darum dürfte sich das Primärdefizit allenfalls von 3,9% im Jahr 2024 auf 1,7% im Jahr 2030 verbessern. Damit würde sich die gesamte Defizitquote in den kommenden Jahren kaum verändern und ab 2030 sogar langsam wieder zulegen. Die trotzdem restriktiver werdende Finanzpolitik dürfte das Wirtschaftswachstum Frankreichs in den kommenden Jahren geringer ausfallen lassen als in den vergangenen Jahren. Mittelfristig unterstellen wir ein Potenzialwachstum von 0,7%.

Chart 5 - Haushaltsentwicklung in Frankreich

Gesamtstaatliche Zinszahlungen, Primärhaushalt und Haushaltssaldo für Frankreich, Anteil am Bruttoinlandsprodukt in %



Quelle: Weltbank, Bloomberg Economics, Commerzbank-Research

Italien

Italien hat 2024 als einziges der größeren Euro-Länder einen Primärüberschuss erwirtschaftet. Mit einer Defizitquote von 3,4% war das Ergebnis sogar besser als von der Meloni-Regierung erwartet (3,8%). Für die kommenden Jahre plant die Regierung eine graduelle Verringerung des Haushaltsdefizits. Das ist aber vor dem Hintergrund der ungünstigen Demografie, den stark ansteigenden Zinszahlungen und wohl höheren Verteidigungsausgaben kaum umsetzbar: Der "Ageing Reports" des italienischen Wirtschaftsministeriums beispielsweise prognostiziert, dass die Zuschüsse des italienischen Staats für das Rentensystem bis 2040 von zuletzt knapp 5% auf fast 6% des Bruttoinlandproduktes steigt. Zudem dürfte Italien seine mit 1,5% bis zuletzt recht niedrige NATO-Quote – also die Verteidigungsausgaben in Prozent des Bruttoinlandproduktes – mittelfristig deutlich erhöhen, auch wenn das neue Ziel von 3,5% wohl vorerst nicht erreicht wird. Darum dürfte der Primärüberschuss ab 2030 wieder fallen. Da gleichzeitig die Zinslastquote deutlich steigen wird, dürfte die Defizitquote bei über 3% verharren und ab 2030 wieder merklich steigen (Chart 6).

Erschwerend für die langfristige Tragfähigkeit der Staatsschulden kommt hinzu, dass das Potenzialwachstum in den kommenden Jahren aufgrund der starken Abnahme der erwerbsfähigen Bevölkerung sehr gering ausfallen wird. Wir schätzen es auf 0,4% pro Jahr.

Chart 6 - Haushaltsentwicklung in Italien

Gesamtstaatliche Zinszahlungen, Primärhaushalt und Haushaltssaldo für Italien, Anteil am Bruttoinlandsprodukt in %



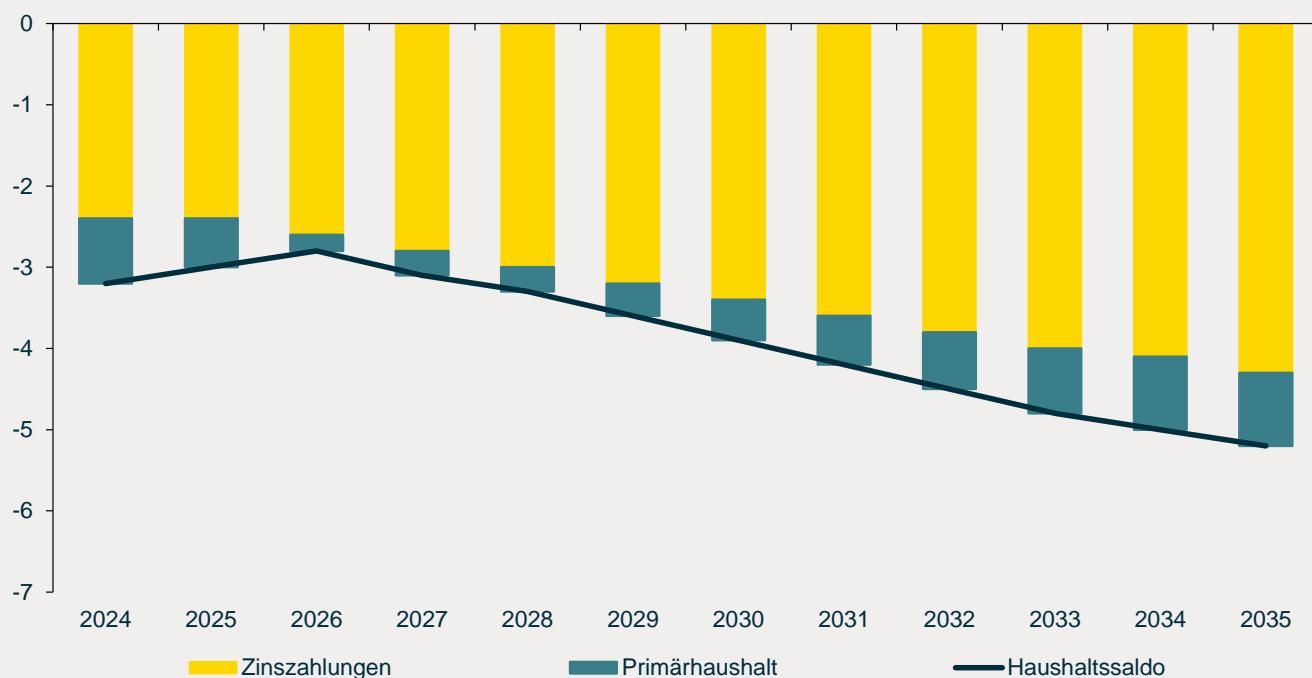


In Spanien ist wegen des hohen Wirtschaftswachstums die im Zuge der Pandemie kräftig gestiegene Schuldenquote zuletzt wieder deutlich gefallen. Dabei profitierte das Land maßgeblich von dem NextGeneration Förderprogramm der EU und einer vorteilhafteren Demografie als andere EU-Staaten. Während das Förderprogramm der EU nun ausläuft, dürfte die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter immerhin bis zum Jahr 2030 weiter leicht ansteigen. Danach fällt sie auch in Spanien. Wir unterstellen daher für Spanien ein Absinken des realen BIP-Wachstums von derzeit 2,3% auf 0,7% in 2035. Aufgrund des höheren Wachstums in den kommenden Jahren dürfte der BIP-Deflator in Spanien etwas schneller zulegen als in den anderen Ländern.

Die Ausgangslage für Spaniens Staatshaushalt hat sich in den vergangenen Jahren verbessert, das Primärdefizit belief sich auf 0,8% des Bruttoinlandproduktes, wovon 0,4 Prozentpunkte durch einmalige Ausgaben im Zusammenhang mit Überflutungen in Valencia verursacht wurden. Wir erwarten daher, dass das Primärdefizit kurzfristig auf 0,2% fällt (Chart 7). Angesichts der schwierigen Mehrheitsverhältnisse im spanischen Parlament, höherer Verteidigungsausgaben und einer abnehmenden Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter ab 2030 dürfte es in den folgenden Jahren auf bis zu 0,9% wieder steigen. Zusammen mit der höheren Zinslastquote wird dies dazu führen, dass auch das spanische Haushaltsdefizit im Trend zulegen wird.

Chart 7 - Haushaltsentwicklung in Spanien

Gesamtsstaatliche Zinszahlungen, Primärhaushalt und Haushaltssaldo für Spanien, Anteil am Bruttoinlandsprodukt in %



Quelle: Weltbank, Bloomberg Economics, Commerzbank-Research



Analysts

Dr. Vincent Stamer AC

Senior Economist

+4969935345800

vincent.stamer@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 3/7/2025 10:48 CEST fertiggestellt und am 3/7/2025 10:48 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 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-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 25.03

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 60327 Frankfurt	30 Gresham Street London, EC2P 2XY	New York, NY 10281-1050	#17-01 Guoco Midtown Singapore 189773
Tel: + 49 69 136 21200	Tel: + 44 207 623 8000	Tel: + 1 212 703 4000	Tel: +65 631 10000