



## Drei Tiefschläge für die Staatsfinanzen

Die Staatsfinanzen der vier großen Euro-Länder werden in den kommenden Jahren mit drei Belastungsfaktoren konfrontiert: steigenden Militärausgaben, höheren Zinszahlungen auf die bestehenden Schulden und einer ungünstigen demographischen Entwicklung. Die sich daraus ergebenden zusätzlichen Ausgaben werden wohl kaum durch Einsparungen an anderer Stelle ausgeglichen werden, sodass die Budgetdefizite und die Schuldenquoten deutlich steigen werden. Dies wird die Forderungen nach der Aufnahme gemeinsamer Schulden lauter werden lassen, und der Druck auf die EZB dürfte steigen, durch niedrigere Zinsen und Anleihenkäufe die Haushalte der hochverschuldeten Länder zu entlasten.

Dr. Ralph Solveen<sup>AC</sup>

### Deutschlands Defizit steigt, ...

Wie der diese Woche in den Bundestag eingebrachte Bundeshaushalt für 2025 und die Finanzplanung für die folgenden Jahre zeigen, will die Bundesregierung ihre Ausgaben deutlich erhöhen und diese mit der Aufnahme zusätzlicher Schulden finanzieren. Werden die Pläne 1:1 umgesetzt, würde sich die Defizitquote in den kommenden Jahren bei etwas mehr als 4% des Bruttoinlandsprodukts bewegen.

Am Ende könnte der Fehlbetrag noch einmal höher ausfallen. Denn die Koalitionspartner wollen die Schuldenbremse noch einmal reformieren, sprich lockern. Sollte dies gelingen, wird die Koalition den dadurch entstehenden zusätzlichen finanziellen Spielraum sicherlich nutzen. Denn trotz der Einplanung vieler neuer Schulden klaffen in der Finanzplanung für die Jahre ab 2027 beträchtliche Löcher. Eines ist damit klar: Die deutsche Schuldenquote wird in den kommenden Jahren massiv steigen.

### ... aber auch die Haushalte anderer Euro-Länder stehen unter Druck

Mit dieser Aussicht steht Deutschland unter den Euro-Ländern nicht alleine da. Denn auch die Staatshaushalte der anderen großen Euro-Ländern werden sich in den kommenden Jahren – in unterschiedlichem Ausmaß – mit den Belastungen konfrontiert sehen, die zumindest für einen Teil der zusätzlichen deutschen Staatsschulden ursächlich sind: Höheren Ausgaben für die Verteidigung, einer steigenden Zinslast und einer ungünstigen demographischen Entwicklung.

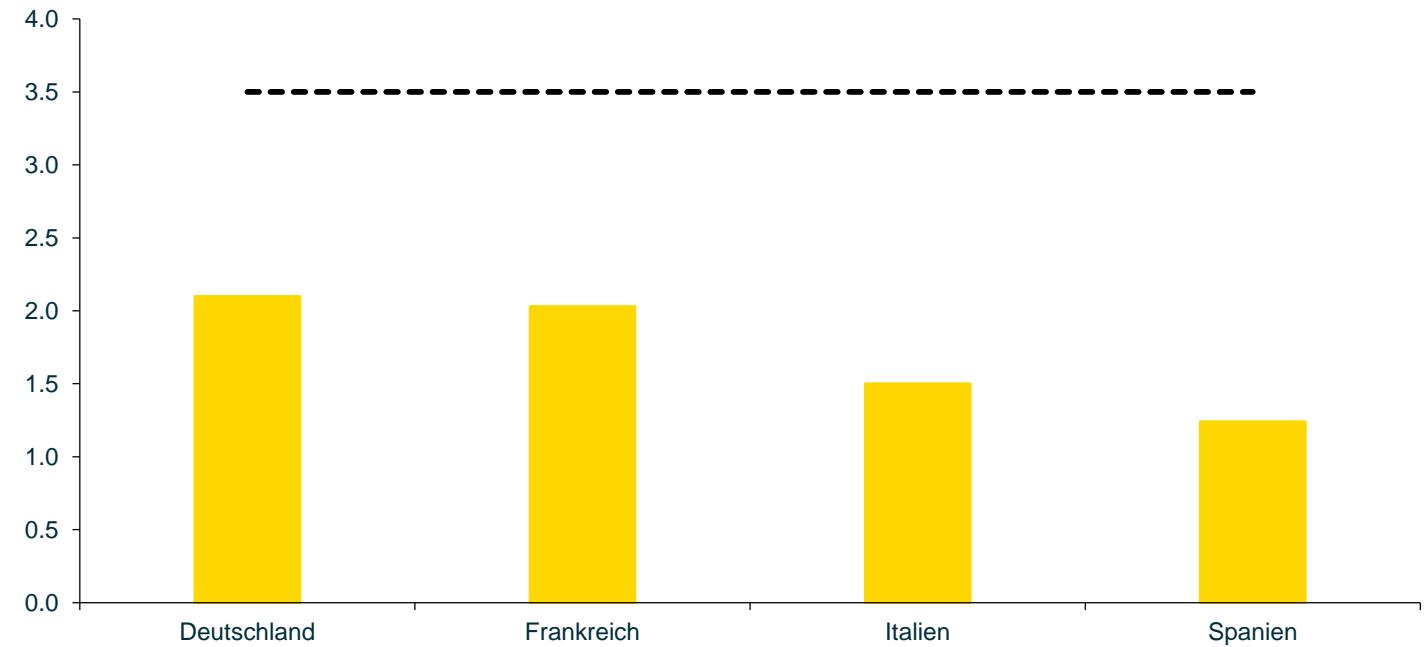
### Drei Belastungsfaktoren: Höhere Militärausgaben, ...

Beim NATO-Gipfel Ende Juni haben die Verbündeten beschlossen, ihre Verteidigungsausgaben bis 2035 auf 3,5% ihres nationalen Bruttoinlandsproduktes zu erhöhen. Hinzu sollen jeweils 1,5% für Investitionen in die Infrastruktur kommen, um diese für den Verteidigungsfall fit zu machen.

Die 3,5% für die Verteidigung im engeren Sinne sind deutlich mehr, als die Regierungen der vier großen Euro-Länder im vergangenen Jahr ausgegeben haben (Chart 1). Während Deutschland und Frankreich mit etwas mehr als 2% des Bruttoinlandproduktes zumindest das alte NATO-Ziel knapp erreicht haben, wurde dieses von Italien und insbesondere Spanien deutlich verfehlt.

**Chart 1 - Verteidigungsausgaben deutlich unter neuem NATO-Ziel**

Verteidigungsausgaben nach NATO-Definition in Prozent des Bruttoinlandsproduktes, gestrichelte Linie: neues NATO-Ziel für 2035



Quelle: NATO, Commerzbank-Research

Nach der aktuellen Finanzplanung will die deutsche Regierung das neue NATO-Ziel nicht erst 2035, sondern bereits 2029 erreichen. Hingegen ist es bei den anderen drei Ländern fraglich, ob sie dieses Ziel tatsächlich anvisieren werden oder erst einmal auf Zeit spielen. So ist die spanische Regierung der Meinung, mit den anderen NATO-Staaten eine Ausnahmeregelung vereinbart zu haben, was die anderen Regierungen aber dementieren. So spricht manches dafür, dass insbesondere Italien und Spanien das 3,5%-Ziel am Ende nicht erreicht werden. Aber auch sie dürften kaum darum herumkommen, ihre Ausgaben für die Verteidigung spürbar anzuheben.

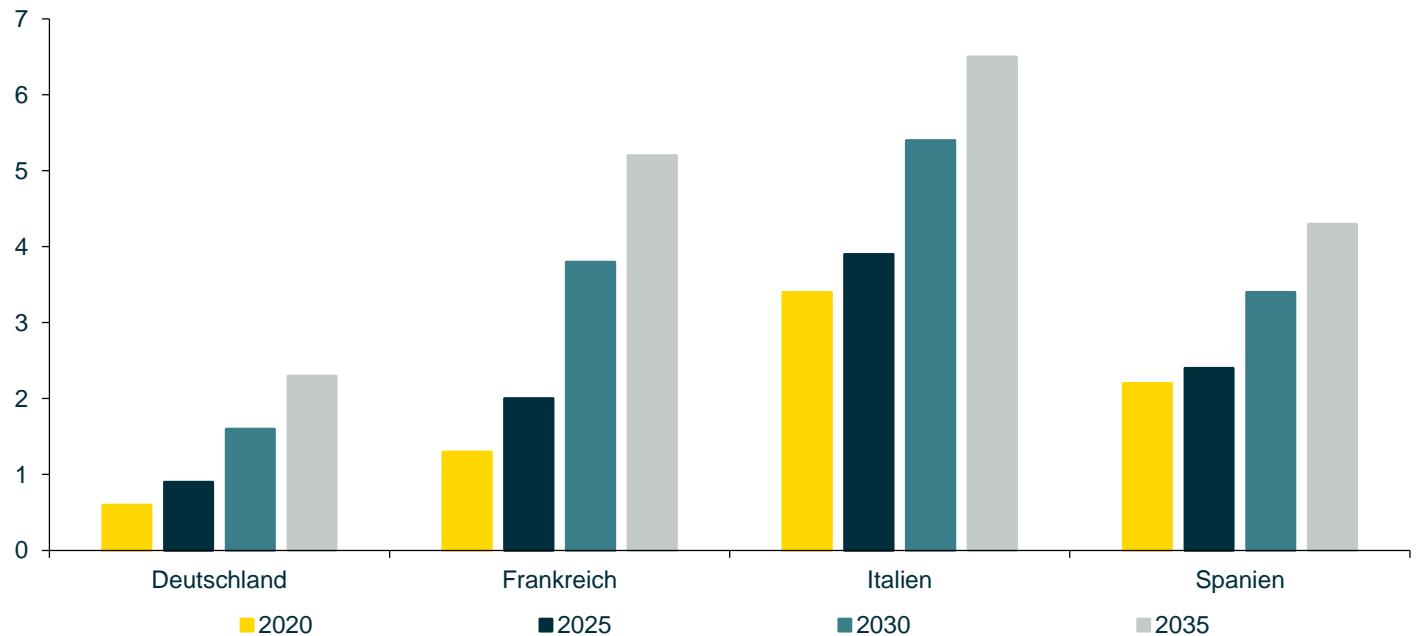
**... steigender Schuldendienst ...**

Eine weitere Belastung für die Staatshaushalte sind die steigenden Zinsausgaben für die Staatsschuld. Nachdem die Regierungen lange Jahre davon profitiert haben, dass die Zinslast wegen fallender Renditen am Kapitalmarkt trotz steigender Verschuldung immer weiter zurückgingen, geht die Entwicklung nun in die andere Richtung. Denn zunehmend müssen Anleihen, die mit geringen Coupons versehen sind, nun zu schlechteren Bedingungen refinanziert werden. Hinzu kommen die steigenden Schulden.

Wir haben unter bestimmten Annahmen (für Details siehe [hier](#)) berechnet, wie sich die Zinszahlungen in den kommenden Jahren in Relation zum Bruttoinlandsprodukt entwickeln werden. Selbst unter der Annahme, dass die Renditen für 10-jährige Anleihen in den kommenden Jahren nur geringfügig zulegen, wird die Zinslastquote – also die Zinszahlungen des Staates in Prozent des Bruttoinlandproduktes – in den kommenden zehn Jahren beträchtlich steigen. Dabei dürfte Deutschland mit einem Plus von knapp eineinhalb Prozentpunkten gegenüber dem laufenden Jahr noch vergleichsweise geringförmig davonkommen. Für Spanien wird sie um mehr als zwei, für Italien um zweieinhalb und für Frankreich sogar um mehr als drei Prozentpunkte steigen (Chart 2).

**Chart 2 - Zinskosten steigen deutlich**

Zinszahlungen des Staates in Prozent des Bruttoinlandsproduktes, ab 2025 Simulationen der Commerzbank



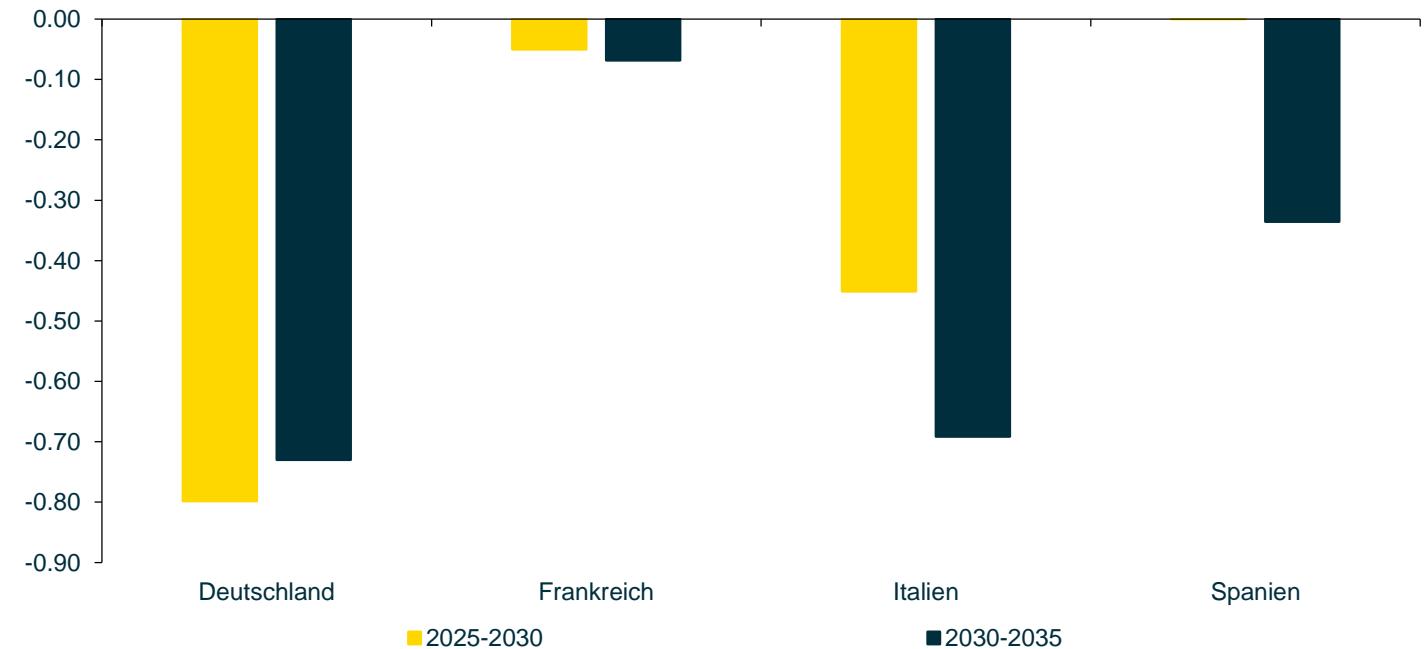
Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

**... und ungünstige Demographie**

Hinzu kommt, dass sich die Demographie in den kommenden zehn Jahren in allen vier großen Euro-Ländern verschlechtern wird. Denn nach den aktuellen Projektionen von Eurostat wird das Arbeitsangebot – hier definiert als die Anzahl der Einwohner in einem Alter zwischen 20 und 64 Jahren – schrumpfen. Mit etwa 3/4 Prozent pro Jahr dürfte der Rückgang in Deutschland am stärksten (Chart 3). In Italien wird dieser Effekt in den ersten fünf Jahren etwas kleiner, zwischen 2030 und 2035 aber ähnlich stark wie in Deutschland sein. In Frankreich wird sich das Arbeitsangebot kaum verändern, aber eben auch nicht mehr wachsen, sodass ein Wirtschaftswachstum alleine auf Produktivitätsfortschritte beschränkt sein dürfte. In Spanien wird das Arbeitsangebot zunächst weitgehend konstant bleiben, in den 2030er Jahren dann aber ebenfalls spürbar zurückgehen.

**Chart 3 - Arbeitsangebot droht deutlich zu schrumpfen**

Veränderung der Anzahl der 20 bis 64jährigen pro Jahr, in Prozent, Projektionen von Eurostat



Quelle: Eurostat, Commerzbank-Research

Teilweise könnte diese ungünstige demographische Entwicklung durch eine stärkere Zuwanderung und andere Maßnahmen wie eine längere Lebensarbeitszeit ausgeglichen werden. Letzteres ist wie die Diskussion in Deutschland und Frankreich zeigt aber politisch nur schwer durchzusetzen, und auch über Migration dürfte der Effekt aufgrund politischer Widerstände nicht annähernd ausgeglichen werden. So mag der Effekt der Demographie auf das Wirtschaftswachstum wohl nicht so stark sein wie die aktuellen Projektionen es befürchten lassen. Spürbar wird er aber trotzdem sein.

Ein wegen eines schrumpfenden Arbeitsangebots schwächeres Wachstum erschwert es den Ländern, aus ihren Staatsschulden "herauszuwachsen", also die Schuldenquote auch bei einem bestehenden Defizit im Staatshaushalt und einer damit steigenden absoluten Verschuldung zu drücken, zumindest so lange die Inflation nicht anzieht.

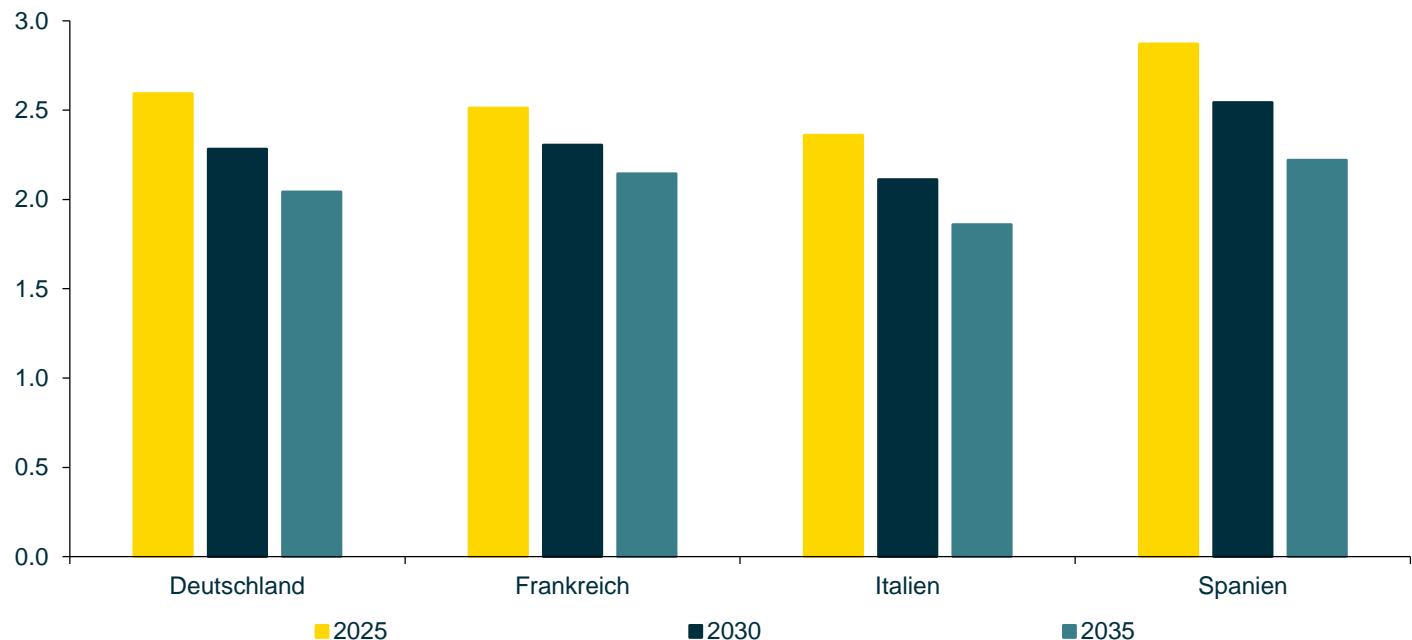
Zudem wird sich das Verhältnis zwischen Erwerbstätigen und Rentnern deutlich verschlechtern, und zwar in allen vier Ländern, also auch in Frankreich und Spanien. So werden in Deutschland auf jeden Einwohner über 65 Jahre in zehn Jahren nur noch zwei Einwohner im Alter zwischen 20 und 64 Jahre kommen, während dies derzeit noch zweieinhalb Personen sind (Chart 4). In Frankreich ist der Effekt etwas kleiner, in Spanien etwas größer.

In erster Linie sind von diesem ungünstigeren Verhältnis zwischen den Altersgruppen natürlich die sozialen Sicherungssysteme betroffen, da sich die Relation zwischen Beitragszahlern und Zahlungsempfängern verschlechtert. Allerdings dürfte dies auch an den Staatshaushalten nicht spurlos vorbeigehen. Denn ein Teil der Finanzierungslücke bei den Sozialversicherungen dürfte durch Zuschüsse aus dem Staatshaushalt überbrückt werden. Zudem würde ein Anstieg der Sozialversicherungsbeiträge für sich genommen Wachstum ebenfalls bremsen und damit den oben beschriebenen Effekt verstärken.



#### Chart 4 - Weniger Junge kümmern sich um einen Alten

Verhältnis der Bevölkerung im Alter zwischen 20 und 64 Jahren zu der Bevölkerung im Alter ab 65 Jahren; Prognosen von Eurostat



Quelle: Eurostat, Commerzbank-Research

#### Ausreichende Gegenmaßnahmen unwahrscheinlich

Natürlich könnten die sich aus den drei beschriebenen Effekten ergebenden zusätzlichen Ausgaben durch Einsparungen an anderer Stelle ausgeglichen werden. Bisher tun sich die Regierungen hiermit allerdings schwer, und das in allen vier Ländern zu beobachtende Erstarken der politischen Ränder, macht das Bilden von Koalitionsregierungen mit ähnlichem wirtschaftspolitischen Vorstellungen immer schwieriger.

Auch die EU wird eine nachhaltige Sanierung der Staatshaushalte kaum erzwingen. Zum einen ist der Stabilitäts- und Wachstumspakt durch seine zahlreichen Reformen immer unverbindlicher geworden. Zum anderen plagen die meisten Staaten die gleichen Probleme, sodass es im Europäischen Rat kaum eine Mehrheit für irgendwelche Sanktionen geben wird.

#### Höhere Defizite lassen Schuldenquoten weiter steigen

Damit ist zu befürchten, dass die Budgetdefizite in den kommenden Jahren weiter steigen werden und damit auch der Trend bei den Staatsschuldenquoten nach oben zeigen wird. Dabei wird wegen eines voraussichtlich stärkeren Wachstums der Wirtschaft die Schuldenquote Spaniens vergleichsweise wenig zulegen und in zehn Jahren etwa 110 Prozent betragen. Die Quote Deutschlands könnte 2035 mit mehr als 90 Prozent deutlich höher sein als derzeit (2024: 62,4 Prozent), aber immer noch niedriger sein als die Spaniens. Die größten Sorgenkinder sind Frankreich und Italien, wobei deren Schuldenquoten mit knapp unter und knapp über 150% nicht mehr weit auseinanderliegen werden (siehe Titelchart).

#### Keine akute Krise, aber Risiko steigt

Auch wenn wegen der weiterhin im langfristigen Vergleich immer noch niedrigen Renditen eine Krise in der nahen Zukunft wohl unwahrscheinlich ist, steigt mit der Zeit natürlich das Risiko, dass die Märkte die Schulden einzelner Euro-Länder angesichts einer immer stärkeren Belastung durch den Schuldendienst als nicht mehr nachhaltig ansehen werden. Sollten sie dann höhere Risikoprämien fordern, droht ein Teufelskreis.

#### Rufe nach gemeinsamen Schulden werden lauter, ...

Vor diesem Hintergrund ist es kein Wunder, dass immer wieder über die Aufnahme gemeinsamer Schulden diskutiert wird, und trotz des Widerstands aus Deutschland und einigen anderen Ländern geht die Tendenz wohl in diese Richtung. [1] Ohne eine Wende in der nationalen Finanzpolitik aller Euro-Länder würde aber auch mit gemeinsamen Schulden nur Zeit gekauft. Denn im Endeffekt würden die Schulden nur auf eine andere Ebene verlagert, müssten am Ende aber doch von den einzelnen Ländern getragen werden.



Zudem ist es fraglich, ob Deutschland mit einer deutlich steigenden Schuldenquote von den Märkten immer noch als ausreichender fiskalischer Anker betrachtet würde, um die Rückzahlung dieser gemeinsamen Schulden zu garantieren. Dann dürfte auch der Zinsvorteil gemeinsamer Anleihen und damit die Entlastung der nationalen Haushalte nicht mehr so groß ausfallen wie dies mancher wünscht.

## **... und Druck auf die EZB wird steigen**

Damit würde der Druck auf die EZB steigen, ihrerseits durch niedrigere Leitzinsen und auf Dauer auch Anleihenkäufen die Finanzierungskosten der Euro-Länder zu drücken. Dies würde zwar wohl zunächst die Finanzierungskosten senken, und wegen der als Konsequenz mittelfristig wohl höheren Inflation würde die reale Schuldenlast sinken. Auf längere Sicht würden aber wohl auch die Inflationserwartungen und damit die Renditen der Staatsanleihen noch stärker zulegen als bei unseren Simulationen unterstellt, sodass auf lange Sicht die Staatshaushalte per Saldo sogar belastet würden.

---

[1] So will die EU-Kommission an den Kapitalmärkten bis zu 150 Mrd Euro aufnehmen, um so den EU-Staaten Kredite für Inventionen in die Verteidigung einräumen zu können.

Zudem gibt es Medienberichte, dass die EU-Kommission im Rahmen des neuen mehrjährigen Finanzplans ein neues Instrument zur Unterstützung von EU-Ländern mit fiskalischen Problemen plant. Auch hierfür müssten am Ende gemeinsame Schulden aufgenommen werden. ([zurück zum Text](#))



# Analysts

## Dr. Jörg Kraemer <sup>AC</sup>

Chefvolkswirt  
+49 69 136 23650  
joerg.kraemer@commerzbank.com

## Dr. Ralph Solveen <sup>AC</sup>

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

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 11/7/2025 07:10 CEST fertiggestellt und am 11/7/2025 07:10 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 erforderlich.

## 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, abzändern 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 25.03

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	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