



## Wie endet das große Schuldenmachen?

Nicht nur in Deutschland, sondern auch in den meisten anderen Euro-Ländern werden die Staatsschulden in den kommenden Jahren rasant steigen. Die EU dürften den Finanzministern durch mehr gemeinsame Schuldenaufnahme helfen. Die EZB unterstützt mit einer im Zweifel zu lockeren Geldpolitik und im Falle einer Staatsschuldenkrise mit breit angelegten Anleihenkäufen. All das hilft den Finanzministern beim Durchwursteln, gefährdet aber auf Dauer die Stabilität der Währungsunion.

Dr. Jörg Krämer<sup>AC</sup>

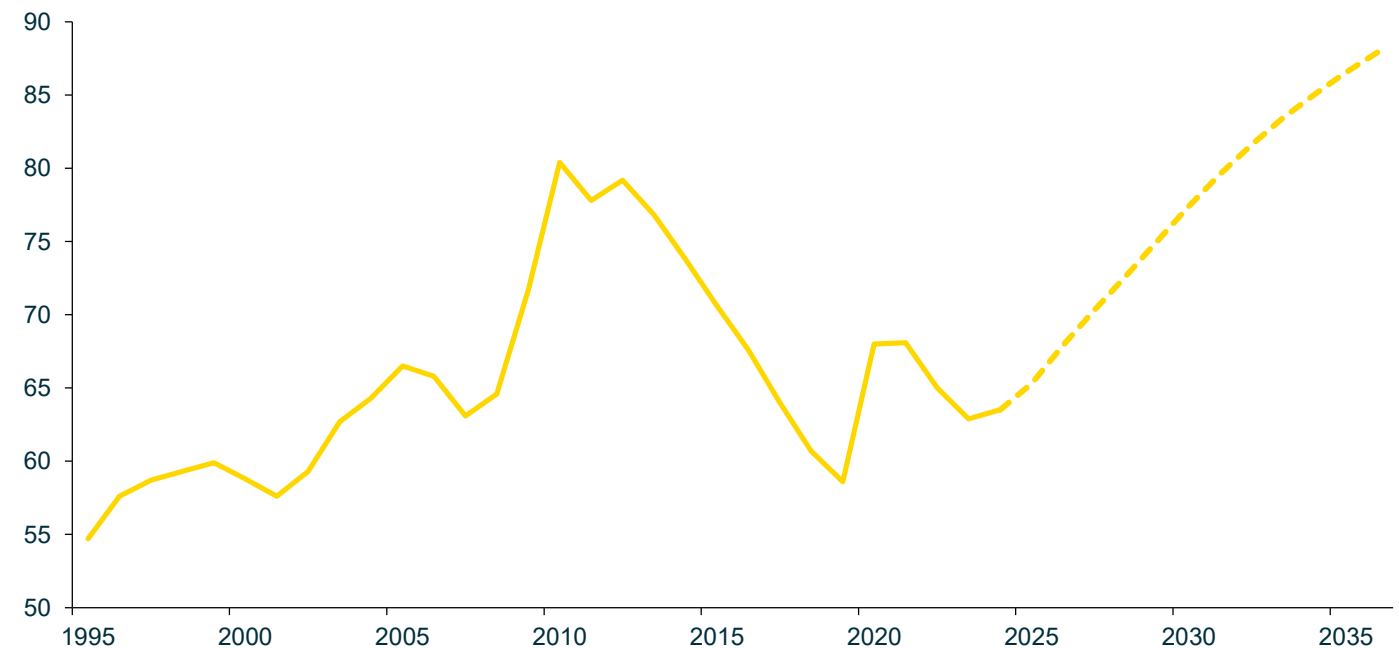
Dr. Ralph Solveen<sup>AC</sup>

### Deutschlands Schulden steigen rasant, ...

In der vergangenen Nacht hat der Haushaltsausschuss letzte Hand an den Bundeshaushalt für das kommende Jahr gelegt. In der übernächsten Woche dürfte das Budget vom Bundestag genehmigt werden. Nach den Plänen der Regierung soll der Bund im kommenden Jahr neue Schulden von mehr als 180 Mrd Euro aufnehmen – fast 40 Mrd Euro mehr als für das laufende Jahr veranschlagt sind. Ein Blick auf die Finanzplanung bis zum Jahr 2029 zeigt, dass für die nächsten Jahre ähnlich hohe Fehlbeträge eingeplant sind. Alles in allem dürften die Staatsschulden in den kommenden zehn Jahren auf fast 90 Prozent des Bruttoinlandsprodukts steigen. Die Schuldenquote wären dann deutlich höher als während der Finanzkrise (Chart 1).

#### Chart 1 - Schuldenquote Deutschlands wird deutlich steigen

Staatsschulden in Prozent des Bruttoinlandsproduktes, ab 2025 Schätzung der Commerzbank auf Basis der Finanzplanung bis 2029



Quelle: Bundesregierung, Statistisches Bundesamt, Commerzbank-Research

### ... was auch für den restlichen Euroraum gilt

Trotz dieses kräftigen Anstiegs wird die deutsche Schuldenquote 2035 noch deutlich unter dem Durchschnitt des Euroraums liegen. Denn dort dürften die Schulden schon in diesem Jahr bei etwa 90 Prozent des Bruttoinlandsprodukts liegen und in den kommenden Jahren wohl weiter steigen. Die Haushalte vieler Euro-Länder werden nämlich durch höhere Finanzierungskosten, steigende Verteidigungsausgaben und die ungünstige Demographie belastet, was viele Regierungen teilweise über neue Schulden finanzieren werden (Titelchart). Die Alternative – eine durchgreifende Konsolidierung der Haushalte durch weniger Ausgaben oder höhere Steuern – stößt nicht nur in Deutschland und Frankreich bei Politikern und Wählern auf Widerstand.

### Neue EU-Schulden zur Entlastung der nationalen Finanzen?

Vor diesem Hintergrund wird immer wieder gefordert, dass sich die EU zusätzlich verschuldet und die aufgenommenen Mittel an die Mitgliedstaaten entweder als Kredite oder gar als Zuschüsse weitergibt oder gewisse Aufgaben übernimmt, die bisher von den Staaten finanziert wurden. Als



Blaupause sehen viele den während der Pandemie beschlossenen Wiederaufbaufonds, obwohl damals betont worden war, dass es sich um eine einmalige Maßnahme handeln sollte.

Der Vorteil einer gemeinsamen Verschuldung besteht für Frankreich und andere Ländern mit einer schwächeren Bonität zunächst darin, dass die EU weniger Zinsen zahlen muss als sie. Außerdem müssen die einzelnen Länder weniger Anleihen emittieren, was die Finanzierungskosten ebenfalls senkt.

Im Rahmen des mehrjährigen Budgets für 2028 bis 2034 plant die EU-Kommission erste Schritte in diese Richtung:

- Zum einen soll über die Aufnahme gemeinsamer Schulden ein "Catalyst Europe" genannter Fonds mit 150 Mrd Euro gefüllt werden. Dieser soll Kredite an die EU-Länder vergeben, mit denen diese Investitionen im Einklang mit den Zielen der EU finanzieren sollen. Als Beispiele nannte Kommissionspräsidentin von der Leyen Investitionen in die Verteidigungsindustrie, die Energie-Infrastruktur und "strategische Technologien".
- Zum anderen soll eine Kreditfazilität in Höhe von knapp 400 Mrd Euro geschaffen werden, aus der in Krisensituationen Kredite an die EU-Länder vergeben werden können. Auch diese Kreditfazilität soll im Fall der Fälle durch die Aufnahme gemeinsamer Schulden refinanziert werden.

Diese im Sommer veröffentlichten Vorschläge der EU-Kommission stießen zwar in Deutschland und einigen weiteren Mitgliedsländern auf Widerstand. Allerdings hat Bundeskanzler Merz zur Unterstützung der Ukraine zuletzt ein Verfahren vorgeschlagen, bei dem eine von den Mitgliedsländern garantierte Anleihe eine zentrale Rolle einnimmt. Zudem hatte Bundesbankpräsident Nagel einen europäischen Verteidigungshaushalt vorgeschlagen, der über gemeinsame Schulden finanziert werden solle.

Auch wenn sich die deutsche Ablehnung gemeinsamer Schulden etwas aufzuweichen scheint, dürften die Pläne der EU-Kommission zumindest in dem vorgeschlagenen Umfang zunächst nicht umgesetzt werden. Aber das dürfte sich spätestens in der nächsten Krise ändern.

## EZB hilft mit einer im Zweifel lockeren Geldpolitik

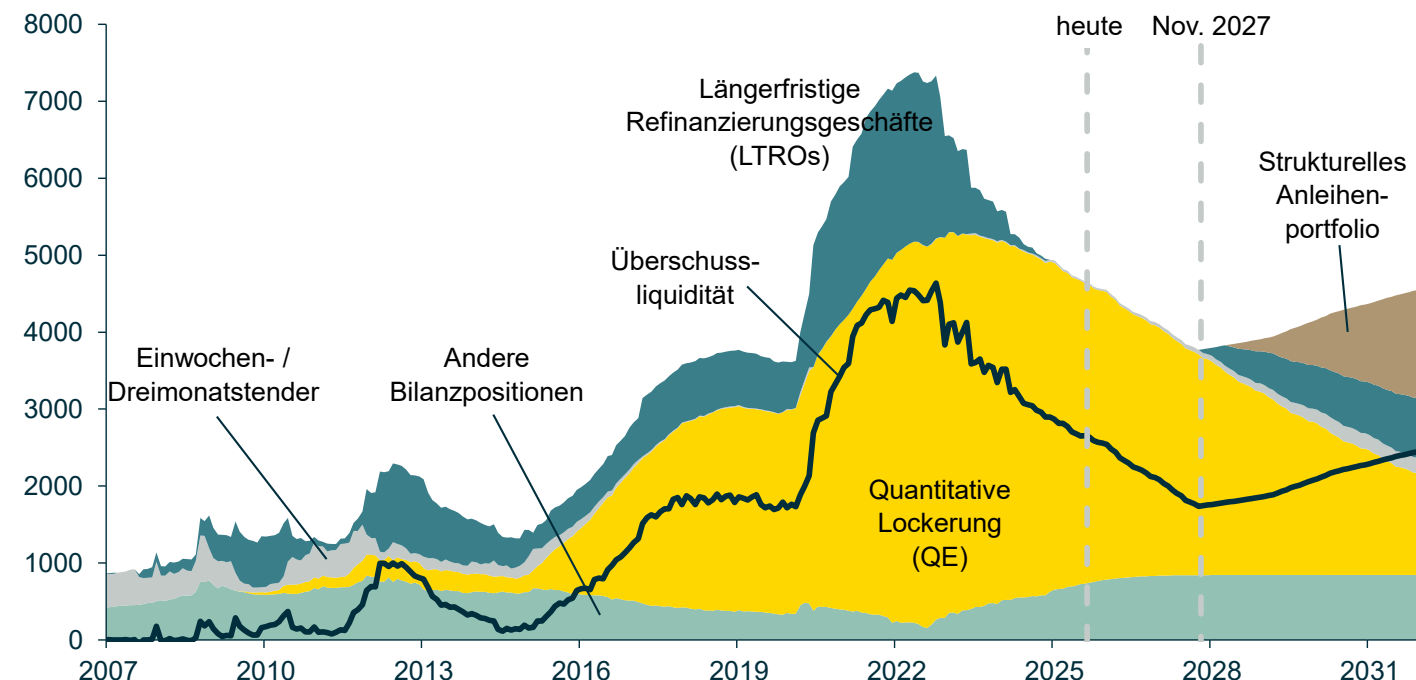
Auch die EZB dürfte helfen, nicht nur in Frankreich Druck von den Finanzministern zu nehmen:

- **Lockere Geldpolitik:** Die EZB dürfte wegen der hohen Staatsschulden im Zweifel zu niedrigen Leitzinsen neigen. Dieses als fiskalische Dominanz bezeichnete Phänomen hat der belgische Notenbankchef Pierre Wunsch in einer Rede vor gut zwei Jahren eingestanden, als er sagte, dass „wir geldpolitisch nicht agieren können, ohne an die fiskalischen Auswirkungen zu denken“. Eine Neigung zu einer lockeren Geldpolitik wird zwar längerfristig zu mehr Inflation führen. Trotzdem wäre den Finanzministern einige Jahre insofern geholfen, als die Steuereinnahmen rasch steigen, während die inflationsbedingt höheren Kupons nur für neu ausgegebene Anleihen gezahlt werden müssten.
- **Strukturelles Bondportfolio:** Laut ihrem 2024 aktualisierten geldpolitischen Handlungsrahmen wird die EZB ihr noch immer großes Anleiheportfolio nicht vollständig zurückführen. Stattdessen stellt sie ein sogenanntes strukturelles Anleiheportfolio mit einem beachtlichen Volumen in Aussicht (Chart 2). Dazu dürfte es am Ende kommen, weil ein dauerhaft großes Portfolio Staatsanleihen verknappt und die Laufzeitenprämie von Staatsanleihen senkt.



## Chart 2 - Ab 2027 wird die EZB wieder mehr Anleihen halten

Bilanz des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB), Aktivseite, in Mrd Euro; ab Oktober 2025 Commerzbank-Projektion



Quelle: EZB, Commerzbank-Research

## Im Fall der Fälle zieht die EZB das TPI

Käme es trotz der oben diskutierten Maßnahmen irgendwann zu einem Käuferstreik am Anleihemarkt und zu einer Staatsschuldenkrise, dürfte die EZB das 2022 beschlossene **Transmission Protection Instrument** (TPI) aktivieren, um den Finanzministern zu helfen. Das TPI sieht den Kauf von Staatsanleihen in großem Stil vor, wenn sich die Finanzierungsbedingungen in einem Mitgliedsland massiv verschlechtern, ohne dass das durch länderspezifische Fundamentaldaten begründet ist. Das Land müsse also unschuldig an dem massiven Anstieg der Anleiherenditen sein, schreibt die EZB.

Dazu zählt die EZB vier Kriterien auf, etwa die Einhaltung des finanzpolitischen Regelwerkes der EU. Aber selbst wenn gegen ein Mitgliedsland ein Verfahren wegen eines übermäßigen Haushaltsdefizits lief, würde es sich immer noch für das TPI qualifizieren, sofern es nicht gegen die haushaltspolitischen Empfehlungen des EU-Rats verstößt, die im Zweifel windelweich formuliert sind.

Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass diese Kriterien nur "in die Beschlussfassung des EZB-Rats einfließen" sollen. Trotzdem kann der EZB-Rat zu anderen Ergebnissen kommen. Ähnlich war es im Vorfeld der Währungsunion, als der EU-Rat Länder wie Italien in die Währungsunion aufnahm, obwohl sie mit Staatsschulden von mehr als 60% des Bruttoinlandsprodukts gegen die Fiskalregeln des Maastricht-Vertrags verstießen. Aber der Vertrag (Artikel 109j, Absatz 4) bestimmte lediglich, dass der EU-Rat über die aufzunehmenden Länder "unter Berücksichtigung" der Fiskalregeln entscheidet.

Alles in allem sind die Hürden für eine Aktivierung des TPI recht niedrig. Aber das bedeutet wohl nicht, dass die EZB das Kaufprogramm prophylaktisch, also vor Auftreten einer Staatsschuldenkrise, aktivieren würde. Denn dann würde die EZB offen gegen das Ziel des TPI verstoßen, "ungeordneten Marktdynamiken" entgegenzutreten, was ihrer Reputation schaden würde. An den Anleihemärkten müsste also ordentlich Stress aufkommen, es müsste sich wie zu Beginn einer Staatsschuldenkrise anfühlen, bevor die EZB das TPI aktivieren würde. Das Anleihekaufprogramm dürfte im Fall der Fälle eine Staatsschuldenkrise also nicht gänzlich verhindern. Allerdings dürfte sich eine Staatsschuldenkrise nicht wie vor rund fünfzehn Jahren mehrere Jahre hinziehen, sondern wäre rasch eingedämmt.

## Aber langfristig ist dies alles keine Lösung

Neue EU-Schulden, eine lockere Geldpolitik, viele Staatsanleihen auf der Bilanz der EZB, im Fall der Fälle großangelegte Anleihekäufe – mit all diesen Maßnahmen können EU und EZB den hoch verschuldeten Staaten helfen, sich viele Jahre durchzuwursteln. Aber all das hätte massive Nebenwirkungen und wäre insofern nicht nachhaltig:



- Gemeinsame Schulden verwischen die Verantwortlichkeit für die Schulden. Die EU wird als Kuh wahrgenommen, die auf Erden Milch gibt, aber im Himmel grast. Es entstehen starke politische Anreize, dass sich die einzelnen Länder auf Kosten der EU weiter verschulden. Gemeinsame Anleihen treiben die Schulden in der gesamten EU nach oben, entziehen dem Privatsektor Ressourcen und schwächen letztlich das Wirtschaftswachstum.
- Eine im Zweifel lockere Geldpolitik führt langfristig ebenso zu einer höheren Inflation wie Anleihekäufe. Kauft die EZB wie bei solchen Programmen üblich den Banken Anleihen ab, kommt es zwar zunächst nur zu einem Aktivtausch in den Bankbilanzen: Statt Anleihen halten sie mehr EZB-Guthaben. Aber wenn die Banken den Finanzministern neue Anleihen abkaufen, um sie an die EZB weiterreichen, schreiben sie ihnen die Gegenwerte auf ihren EZB-Konten gut. Dieses Geld werden die Finanzminister früher oder später ausgeben und damit in Umlauf bringen. Sind die monetär finanzierten Haushaltsdefizite wie während der Corona-Krise hoch genug, dürften sie die Inflation anfachen.

Letztlich schwächen die Hilfsmaßnahmen von EU und EZB das Wirtschaftswachstum und erhöhen die Inflation. Sie machen den Euroraum unattraktiver und stärken die politischen Kräfte, die ihr Heil außerhalb der Währungsunion suchen. Ein wirtschaftlich schwacher Euroraum ist auf die Dauer nicht stabil.



## Analysts

**Dr. Jörg Krämer**<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 14/11/2025 07:16 MEZ fertiggestellt und am 14/11/2025 07:16 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, die am Anfang dieses Berichts mit AC bezeichnet werden, bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigene Einschätzung zu den betreffenden Wertpapieren und Emittenten genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Vergütung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen.**

Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden. Wenn nicht anders angegeben, beziehen sich die Kurse der in diesem Dokument erwähnten Wertpapiere auf den Schlusskurs oder Spread des letzten Handelstages, die Schwankungen unterliegen können.

### Mögliche Interessenkonflikte

Offenlegung möglicher Interessenkonflikte der Commerzbank AG, ihrer Tochtergesellschaften, verbundenen Unternehmen („Commerzbank“) und Mitarbeitern in Bezug auf die Emittenten oder Finanzinstrumente; die in diesem Dokument analysiert werden, zum Ende des dem Veröffentlichungszeitpunkt diesem Dokument vorangegangenen Monats\*:

Für Angaben zu den in Kompendien genannten Unternehmen bzw. den von den Analysten der Commerzbank analysierten Unternehmen folgen Sie bitte diesem Link: <https://commerzbank.bluematrix.com/sellside/Disclosures.action>\*

\*Die Aktualisierung dieser Informationen kann bis zu 10 Tage nach Monatsende erfordern.

### Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und ist für Empfänger bestimmt, die wie professionelle Kunden gemäß der MiFID II ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand haben, um kapitalmarktbezogene Information zu verstehen. Es berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers und es stellt keine Anlageberatung dar. Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder irgendeiner anderen Handlung beabsichtigt und dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages. Anleger sollten sich unabhängig und professionell beraten lassen und ihre eigenen Schlüsse im Hinblick auf die Eignung der Transaktion einschließlich ihrer wirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit und Risiken sowie ihrer Auswirkungen auf rechtliche und regulatorische Aspekte sowie Bonität, Rechnungslegung und steuerliche Aspekte ziehen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind öffentliche Daten und stammen aus Quellen, die von der Commerzbank als zuverlässig und korrekt erachtet werden. Die Commerzbank übernimmt keine Garantie oder Gewährleistung im Hinblick auf Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck. Die Commerzbank hat keine unabhängige Überprüfung oder Due Diligence öffentlich verfügbarer Informationen im Hinblick auf einen unverbundenen Referenzwert oder -index durchgeführt. Alle Meinungsäußerungen oder Einschätzungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinungen der Commerzbank wider. Die Commerzbank ist nicht dazu verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

Um potenziellen Interessenkonflikten vorzubeugen, arbeitet die Research-Abteilung der Commerzbank unabhängig von anderen Geschäftseinheiten der Bank. Dies wird durch physische und administrative Informationsbarrieren und getrennte Berichtslinien sowie durch schriftliche interne Richtlinien und Verfahren erreicht.

Diese Ausarbeitung kann Handelsideen enthalten, im Rahmen derer die Commerzbank mit Kunden oder anderen Geschäftspartnern in solchen Finanzinstrumenten handeln darf. Die hier genannten Kurse (mit Ausnahme der als historisch gekennzeichneten) sind nur Indikationen und stellen keine festen Notierungen in Bezug auf Volumen oder Kurs dar. Die in der Vergangenheit gezeigte Kursentwicklung von Finanzinstrumenten erlaubt keine verlässliche Aussage über deren zukünftigen Verlauf. Eine Gewähr für den zukünftigen Kurs, Wert oder Ertrag eines in diesem Dokument genannten Finanzinstruments oder dessen Emittenten kann daher nicht übernommen werden. Es besteht die Möglichkeit, dass Prognosen oder Kursziele für die in diesem Dokument genannten Unternehmen bzw. Wertpapiere aufgrund verschiedener Risikofaktoren nicht erreicht werden. Hierzu zählen in unbegrenztem Maße Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Unternehmensentscheidungen, Nichtverfügbarkeit vollständiger und akkurater Informationen und/



oder die Tatsache, dass sich die von der Commerzbank oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen.

Die Commerzbank und/oder ihre verbundenen Unternehmen dürfen als Market Maker in den(m) Instrument(en) oder den entsprechenden Derivaten handeln, die in unseren Research-Studien genannt sind. Mitarbeiter der Commerzbank oder ihrer verbundenen Unternehmen dürfen unseren Kunden und Geschäftseinheiten gegenüber mündlich oder schriftlich Kommentare abgeben, die von den in dieser Studie geäußerten Meinungen abweichen. Die Commerzbank darf Investmentbanking-Dienstleistungen für in dieser Studie genannte Emittenten ausführen oder anbieten.

Weder die Commerzbank noch ihre Geschäftsleitungsorgane, leitenden Angestellten oder Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, die ggf. aus der Verwendung dieses Dokuments, seines Inhalts oder in sonstiger Weise entstehen.

Die Aufnahme von Hyperlinks zu den Websites von Organisationen, die in diesem Dokument erwähnt werden, impliziert keineswegs eine Zustimmung, Empfehlung oder Billigung der Informationen der Websites bzw. der von dort aus zugänglichen Informationen durch die Commerzbank. Die Commerzbank übernimmt keine Verantwortung für den Inhalt dieser Websites oder von dort aus zugängliche Informationen oder für eventuelle Folgen aus der Verwendung dieser Inhalte oder Informationen.

Dieses Dokument ist nur zur Verwendung durch den Empfänger bestimmt. Es darf weder in Auszügen noch als Ganzes ohne vorherige schriftliche Genehmigung der Commerzbank auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt, verbreitet, veröffentlicht oder an andere Personen weitergegeben werden. Die Art und Weise, wie dieses Produkt vertrieben wird, kann in bestimmten Ländern, einschließlich der USA, weiteren gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sind verpflichtet, sich diesbezüglich zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten.

Mit Annahme dieses Dokuments stimmt der Empfänger der Verbindlichkeit der vorstehenden Bestimmungen zu.

#### **Zusätzliche Informationen für Kunden in folgenden Ländern:**

**Deutschland:** Die Commerzbank AG ist im Handelsregister beim Amtsgericht Frankfurt unter der Nummer HRB 32000 eingetragen. Die Commerzbank AG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn, Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main und der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland.

**Großbritannien:** Dieses Dokument ist nicht zur Verteilung an Retail-Kunden bestimmt und wurde von der Commerzbank AG, Filiale London, herausgegeben oder für eine Herausgabe in Großbritannien genehmigt; diese Filiale ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority. Einzelheiten zum Umfang unserer Regulierung durch die Prudential Regulation Authority sind auf Anfrage bei uns erhältlich.

**USA:** Diese Ausarbeitung wurde von der Commerzbank AG erstellt, einem Unternehmen, das in Deutschland und dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) zum Wertpapierhandel zugelassen ist. Die Commerzbank AG ist kein in den USA registrierter Broker-Händler und unterliegt daher nicht den US-Vorschriften für die Erstellung von Research und den damit verbundenen Vorschriften für Research-Analysten. Dieses Dokument ist nicht zur Weitergabe an Privatkunden bestimmt. Jegliche Verteilung dieser Ausarbeitung an US-Investoren ist für institutionelle Großanleger mit Hauptsitz in USA unter Berufung auf Befreiung von der Registrierung gemäß Rule 15a-6(a)(2) des U.S. Securities Exchange Act von 1934 in der jeweils gültigen Fassung (der „Exchange Act“) bestimmt. Jeder U.S.-Empfänger dieses Research-Berichts, der auf der Grundlage der in diesem Research-Bericht enthaltenen Informationen Transaktionen zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder damit verbundenen Finanzinstrumenten durchführen möchte, darf dies nur über einen bei der Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) registrierten Broker-Händler tun. Commerz Markets LLC (CMLLC) ist ein in den USA registrierter Broker-Händler und eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der Commerzbank AG. Die Commerzbank AG ist ein bei der Commodity Futures Trading Commission (CFTC) registrierter Derivate-Swaphändler gemäß dem Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. US-Personen und damit verbundene Dodd-Frank-relevante Anleger, die auf der Grundlage der in diesem Research-Bericht enthaltenen Informationen Transaktionen mit nicht auf Wertpapieren basierenden Swaps durchführen möchten, dürfen dies nur über einen bei der CFTC registrierten Swap-Händler tun.

**Kanada:** Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Prospekt, Anzeige, öffentliche Emission oder Angebot bzw. Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der beschriebenen Wertpapiere in Kanada oder einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium beabsichtigt. Angebote oder Verkäufe der beschriebenen Wertpapiere erfolgen in Kanada ausschließlich im Rahmen einer Ausnahme von der Prospektspflicht 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 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 berechnete Institute bestimmt. Niemand sonst darf sich auf Informationen verlassen, die in diesem Dokument enthalten sind. Die in diesem Dokument enthaltenen Produkte und Dienstleistungen gelten nur für Institute in der VRC, für die die Bereitstellung dieser Produkte und Dienstleistungen nach den Gesetzen und Vorschriften der VRC zulässig ist. Für jede Person, die dieses Dokument erhält, dürfen die Informationen in diesem Dokument weder als Marketing oder Werbung des Geschäfts noch als buchhalterische, rechtliche, regulatorische, steuerliche, finanzielle oder andere Beratung und/oder Anlageberatung an den Empfänger dieses Dokuments angesehen werden und dem Empfänger wird geraten, sich von seinen eigenen professionellen Beratern über die hierin enthaltenen Informationen unabhängig zu beraten und sich bei der Durchführung von betreffenden Transaktionen an die Gesetze und Vorschriften der VRC zu halten.

© Commerzbank AG 2025. Alle Rechte vorbehalten. Version 25.04

<b>Frankfurt</b>	<b>London</b>	<b>New York</b>	<b>Singapore</b>
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