



Staatsschulden – wieviel finanzielle Repression kommt?

Die Renditen französischer Staatsanleihen sind in dieser Woche massiv gestiegen – vor allem wegen der steigenden Schulden. In der Vergangenheit haben hoch verschuldete Staaten häufig künstlich Nachfrage nach ihren Anleihen geschaffen, um deren Renditen zu drücken. Diese finanzielle Repression lief in den zurückliegenden zwanzig Jahren vor allem über die Anleihenkäufe der Notenbanken. Wir analysieren, unter welchen Bedingungen die Zentralbanken trotz der Inflationsprobleme noch einmal zu diesem Instrument greifen könnten.

Dr. Jörg Krämer^{AC}

Tragfähigkeit der Staatsschulden gefährdet

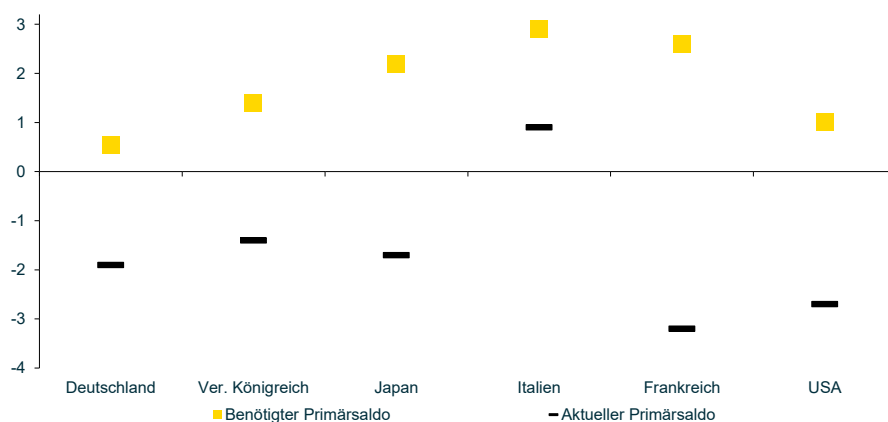
Die Anleiherenditen sind seit Jahresanfang massiv gestiegen. So hat die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihe seit Jahresanfang um gut 100 Basispunkte auf 5,25% zugelegt, die Rendite entsprechender französische Anleihen stieg sogar um mehr als 130 Basispunkte auf 4,92%, wobei sich der Anstieg in den letzten Tagen deutlich beschleunigt hat.

Hinter all dem stehen nicht nur Sorgen um die Inflation, sondern auch um die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen. So hat die US-Bundesregierung Schulden angehäuft, die mehr als 100% des Bruttoinlandsprodukts entsprechen (Titelchart). Die US-Schuldenquote ist damit bereits ähnlich hoch wie am Ende des Zweiten Weltkriegs. Unter den großen Ländern des Euroraums beträgt die Schuldenquote Italiens mehr als das Doppelte dessen, was der Maastricht-Vertrag maximal zulässt. Frankreich mit seinem zu hohen Haushaltsdefizit von mehr als 5% des Bruttoinlandsprodukts könnte in zehn Jahren ähnlich hoch verschuldet sein.

Um einen weiteren Anstieg der Staatsschuldenquote zu verhindern und damit Sorgen um die Tragfähigkeit der Staatsschulden einzudämmen, müsste Frankreich sein Haushaltsdefizit nach unseren Berechnungen um einen Betrag senken, der gut 5% des Bruttoinlandsprodukts entspricht (Chart 1). Aber wegen der Zuwächse der Links- und Rechtspopulisten hat die Regierung keine stabile Mehrheit für die notwendige Haushaltssanierung. Auch in anderen Ländern des Euroraums erschwert das Schrumpfen der politischen Mitte eine nachhaltige Finanzpolitik. In den USA ist der Kongress wegen des Zwei-Parteiensystems zwar nicht zersplittert. Aber aufgrund der Radikalisierung der beiden Parteien schwindet die Orientierung am Gemeinwohl. Ein amtierender Präsident ist weniger bereit zur Haushaltskonsolidierung, von der am Ende vor allem sein Nachfolger von der gegnerischen Partei profitieren könnte. Alles in allem spricht viel dafür, dass die ohnehin hohen Staatsschuldenquoten der westlichen Länder in den kommenden Jahren weiter steigen werden – und damit die Finanzierungsprobleme der Staaten.

Chart 1 - Staatshaushalte: Dramatischer Konsolidierungsbedarf

Primärsaldo in % des Bruttoinlandsprodukts, aktuell und benötigt zur Stabilisierung der Schuldenquote



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Finanzielle Repression als verdeckte Steuer

Nach dem Zweiten Weltkrieg waren viele Länder kriegsbedingt ebenfalls hoch verschuldet. Sie schufen künstliche Nachfrage nach ihren Anleihen, um deren Renditen zu drücken und die Schuldentragfähigkeit zu sichern. Das nennt man finanzielle Repression, zu der die Harvard-Ökonomin Carmen Reinhart folgende Maßnahmen zählt:

- Vorgaben an Banken und Pensionsfonds, Staatspapiere aus Liquiditäts- und Sicherheitsgründen zu halten



- Maßnahmen wie Zinsobergrenzen auf Bankeinlagen, die Staatsanleihen attraktiver erscheinen lassen
- Kapitalkontrollen, um den Abfluss von Mitteln ins Ausland zu begrenzen, damit das Kapital für den Kauf heimischer Staatsanleihen zur Verfügung steht
- Verbot der Goldhaltung, um eine weitere Alternative zu Staatsanleihen auszuschalten
- Käufe von Staatsanleihen durch Zentralbanken, weil so weniger Staatsanleihen an den Markt kommen

Durch diese Maßnahmen will der Staat die Zinsen seiner Anleihen senken. Besonders wirksam sind sie in Kombination mit einer schleichenden Inflation, da die Zinsen wegen der staatlichen Maßnahmen auf eine steigende Inflation und höhere Inflationserwartungen weniger stark reagieren. Im Endeffekt wirkt finanzielle Repression wie eine Steuer auf die Ersparnis. Dabei ist sie politisch attraktiv, weil sie verdeckter wirkt als Steuererhöhungen oder Ausgabenkürzungen.

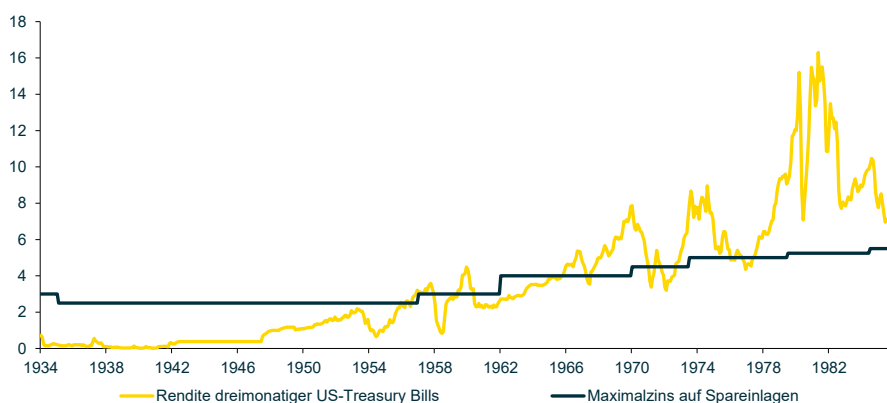
Finanzielle Repression nach dem Zweiten Weltkrieg

Eine Studie des National Bureau of Economic Research zeigt, dass etliche Staaten nach dem Zweiten Weltkrieg ihre Schuldenlast durch finanzielle Repression reduzierten.[1] So untersagte US-Präsident Roosevelt 1933 den Amerikanern den Besitz von Gold. Goldbestände mussten zum Preis von 20,67 Dollar je Unze an die Notenbank verkauft werden. Außerdem setzte die sogenannte "Regulation Q" 1933 einen Maximalzins für Bankguthaben fest. Ab Mitte der 60er Jahre lag die Obergrenze für Spareinlagen regelmäßig unter der Rendite dreimonatiger Schatzwechsel des Finanzministeriums (Chart 2). Ohne diese Maßnahme hätte der Staat wohl noch höhere Zinsen für seine Papiere bieten müssen. Die Politik änderte sich erst im Laufe der 70er Jahre. So dürfen US-Bürger seit Ende 1974 wieder Gold besitzen, und die Regulation Q lief schrittweise bis 1986 aus.

Durch solche und ähnliche Maßnahmen gelang es der US-Regierung, die Staatsanleihenrenditen in vielen Jahren unter die Inflation zu drücken, also für einen negativen Realzins zu sorgen. Die Autoren der oben genannten Studie haben den negativen Realzins mit der jeweils ausstehenden US-Staatsschuld multipliziert. Demnach hat die US-Regierung zwischen 1945 und 1980 in jedem Jahr durchschnittlich Zinszahlungen in Höhe von 3,2% des Bruttoinlandsprodukts gespart. Dies entspricht 19% der US-Steuereinnahmen. Besonders ausgeprägt war der Effekt in Italien (1945-1970) mit gut 5% des Bruttoinlandsprodukts. Die fiskalische Entlastung durch finanzielle Repression ist also beachtlich.

Chart 2 - Spareinlagen wurden zunehmend unattraktiv

Rendite dreimonatiger US-Treasury Bills, Maximalzins auf Spareinlagen, in Prozent



Quelle: Federal Reserve Bank, Federal Reserve Bank of St. Louis, Commerzbank-Research

Finanzielle Repression seit der Großen Finanzkrise: vor allem Staatsanleihenkäufe

In den Jahren nach der Großen Finanzkrise 2008 griffen die Staaten wieder zu finanzieller Repression. So haben viele Banken vor allem in den südlichen Ländern der Währungsunion während der Staatsschuldenkrise nicht zuletzt auf Druck ihrer Regierungen große Mengen an Staatsanleihen gekauft.

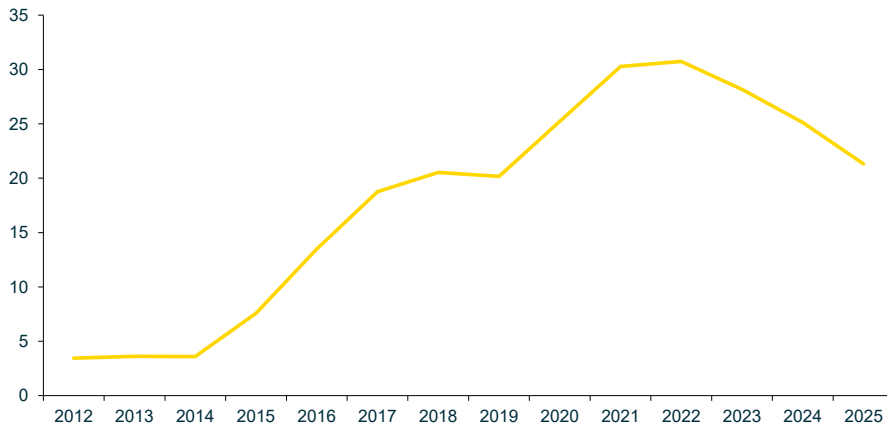
Am wichtigsten waren aber wohl die Staatsanleihenkäufe der Zentralbanken. So besaß die EZB zeitweise fast ein Drittel der ausstehenden Staatsanleihen im Euroraum (Chart 3), wobei sie die Senkung der Anleiherenditen nicht als finanzielle Repression verstanden wissen wollte. Stattdessen verkaufte sie die Anleihekäufe als geldpolitische Maßnahme gegen die unter dem EZB-Ziel von 2% liegende Inflation.

Darüber hinaus schuf die EZB mit dem OMT und dem TPI potentielle Anleihekaufprogramme, deren bloße Existenz Zweifel an der Tragfähigkeit der Staatsschulden zerstreuen sollte und so ebenfalls die Anleiherenditen senkte. So kann sie das TPI aktivieren und in großem Stil Anleihen eines Mitgliedslands kaufen, wenn sie deren Renditeaufschläge für fundamental zu hoch hält; die übrigen Voraussetzungen stellen nach unserer Meinung keine hohe Hürde dar.[2]



Chart 3 - EZB besaß zeitweise fast ein Drittel der ausstehenden Staatsanleihen im Euroraum

Anteil der vom Eurosystem gehaltenen Staatsanleihen an allen ausstehenden Staatsanleihen der Euro-Länder (Gesamtstaat), in Prozent



Quelle: EZB, Commerzbank-Research

Werden die Zentralbanken noch mal in großem Stil Staatsanleihen kaufen?

Mit Blick auf die rasch steigenden Staatsschulden und die politischen Schwierigkeiten, die hohen Haushaltsdefizite zu senken, stellt sich die Frage, ob die Regierungen und deren Zentralbanken in den kommenden Jahren wieder in großem Stil zu Instrumenten der fiskalischen Repression greifen werden.

Instrumente der klassischen finanziellen Repression wie Kapitalverkehrsbeschränkungen, Zinsregulierung oder das Verbot der Goldhaltung würden tief in die Freiheitsrechte der Bürger und Unternehmen eingreifen und wären somit unpopulär. Als Ausweg könnten die Staaten ihre Zentralbanken drängen, wieder ihre Bestände an Staatsanleihen zu erhöhen, die sie in den zurückliegenden Jahren heruntergefahren hatten. Dagegen spricht, dass die Inflation heute nicht wie damals unter dem Ziel der Notenbanken liegt, sondern darüber. Breitangelegte Anleihekäufe ließen sich also schlecht als geldpolitische Maßnahme gegen eine zu niedrige Inflation verkaufen. Dies gilt umso mehr, als sich der neue US-Notenbankchef Kevin Warsh gegen eine große Notenbank-Bilanz ausgesprochen hat und die EZB unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen nach der Erfahrung der hohen Inflation im Jahr 2022 mittlerweile zurückhaltender betrachtet.

Alles in allem ist die Hürde für eine Wiederaufnahme von Anleihekäufen (inkl. der Wiederaanlage fällig werdender Anleihen) sowohl in den USA als auch im Euroraum eher hoch. Die Notenbanken würden sie wohl nicht prophylaktisch aktivieren, also vor Ausbruch einer Staatsschuldenkrise. An den Märkten müsste es also zu ungeordneten Bewegungen kommen, es müsste sich wie zu Beginn einer Staatsschuldenkrise anfühlen. In einer solchen Notsituation würden die Notenbanken wohl zu Anleihekäufen greifen. Das gilt besonders für den Euroraum, der wegen des Fehlens einer politischen Union viel fragiler ist als die USA. Wenn die Existenz der Währungsunion gefährdet wäre, würde die EZB wie im Jahr 2012 unter Mario Draghi alle Register ziehen. Wann oder ob es überhaupt dazu kommt, lässt sich freilich nicht prognostizieren. Aber die steigenden Staatsschuldenquoten und die politischen Dysfunktionalitäten lassen das Risiko für ein solches Szenario steigen.

Ein weiteres Instrument der finanziellen Repression könnten auf Dollar lautende Stable Coins werden. Die ausgegebenen Stable Coins müssen von den Emittenten nämlich mit Sicherheiten, häufig kurzlaufende Staatsanleihen, hinterlegt werden. Dadurch entsteht eine zusätzliche Nachfrage nach Staatsanleihen. Stiege das Volumen der Dollar-Stable Coins in den kommenden fünf Jahren in einem optimistischen Szenario auf 3000 Mrd Dollar, so wäre ein Viertel des Finanzbedarfs der Bundesregierung gedeckt. Stable Coins können also einen nennenswerten Beitrag zur Stabilisierung der Nachfrage nach US-Staatsanleihen leisten. Das erklärt wohl, warum Präsident Donald Trump Stable Coins durch eine liberale Regulierung fördert. Im Euroraum dürften Stable Coins jedoch keine große Rolle spielen, weil die Regulierung weniger Spielraum bietet.

Eine weitere politische Reaktion auf die hohen Staatsschulden wäre eine bewusste Inflationierung oder zumindest eine Tolerierung einer etwas über 2% liegenden Inflation, wobei das nicht als finanzielle Repression gilt. Zwar funktioniert das nicht auf die lange Sicht. Schließlich würden die Anleiherenditen vermutlich stärker als die Inflation zulegen, weil auch die Unsicherheit über die künftige Inflation steigen würde. Aber auf die kurze und mittlere Sicht entlastet eine höhere Inflation die Finanzminister, weil zunächst nur ein kleiner Teil der Anleihen fällig wird und zu deutlich höheren Zinsen refinanziert werden muss. Insofern dürften die Regierungen in den kommenden Jahren Druck auf die Notenbanken ausüben, eine höhere Inflation zu tolerieren. Dazu könnten sie anpassungsfähigere Geldpolitiker in die Führungsgremien der Notenbanken entsenden.

Fazit: Im Zweifel mehr finanzielle Repression und höhere Inflation



Alles in allem sprechen die steigenden Staatsschulden im Zweifel für mehr finanzielle Repression, wobei die Latte für breitangelegte Staatsanleihenkäufe gestiegen ist. Auch eine strukturell lockerere Geldpolitik ist wahrscheinlich, weil sie den Politikern zumindest kurz- und mittelfristig hilft. Das alles spricht dafür, dass die Inflation im Durchschnitt der kommenden Jahre über dem 2%-Ziel der westlichen Notenbanken liegt. Außerdem dürften die Realrenditen von Staatsanleihen tendenziell negativ sein. Käme es zu finanzieller Repression, wären die gegenwärtig positiven Realrenditen für Investoren attraktiv.

[1] Carmen M. Reinhart, M. Belen Sbrancia, The Liquidation of Government Debt, NBER Working Paper 16893, 2011 ([zurück zum Text](#))

[2] Ein Land müsste laut den Regeln der EZB unschuldig am Anstieg der Anleiherenditen sein. 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. ([zurück zum Text](#))



Analysts

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 2/10/2026 07:20 CEST fertiggestellt und am 2/10/2026 07:20 CEST verbreitet wurde.

Für die Erstellung und Veröffentlichung dieser Ausarbeitung sind die Abteilung Group Research (GM-R) im Unternehmensbereich Group Management der Commerzbank AG, Frankfurt am Main, bzw. etwaig in der Ausarbeitung genannte Filialen der Commerzbank außerhalb der USA verantwortlich.

Analyst Certification (AC): Die Verfasser, die am Anfang dieses Berichts mit AC bezeichnet werden, bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigene Einschätzung zu den betreffenden Wertpapieren und Emittenten genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Vergütung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen.

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

Mögliche Interessenkonflikte

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

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

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

Disclaimer

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

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

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

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

Die Commerzbank und/oder ihre verbundenen Unternehmen dürfen als Market Maker in den(m) Instrument(en) oder den entsprechenden Derivaten handeln, die in unseren Research-Studien genannt sind. Mitarbeiter der Commerzbank oder ihrer



verbundenen Unternehmen dürfen unseren Kunden und Geschäftseinheiten gegenüber mündlich oder schriftlich Kommentare abgeben, die von den in dieser Studie geäußerten Meinungen abweichen. Die Commerzbank darf Investmentbanking-Dienstleistungen für in dieser Studie genannte Emittenten ausführen oder anbieten.

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

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

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

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

Zusätzliche Informationen für Kunden in folgenden Ländern:

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

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

USA: Diese Ausarbeitung wurde von der Commerzbank AG erstellt, einem Unternehmen, das in Deutschland und dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) zum Wertpapierhandel zugelassen ist. Die Commerzbank AG ist kein in den USA registrierter Broker-Händler und unterliegt daher nicht den US-Vorschriften für die Erstellung von Research und den damit verbundenen Vorschriften für Research-Analysten. Dieses Dokument ist nicht zur Weitergabe an U.S.-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 Neuauflage für die Verbreitung im Europäischen Wirtschaftsraum durch die Commerzbank AG, Filiale London. Die Commerzbank AG, Filiale London, ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority.

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

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



in Verbindung mit dem FAA nicht in Verbindung mit dieser Ausarbeitung für den Empfänger. Den Empfängern wird empfohlen, zu den hierin enthaltenen Informationen den unabhängigen Rat ihrer eigenen professionellen Berater einzuholen.

Japan: Diese Informationen und ihre Verteilung stellen keine „Aufforderung“ gemäß dem Financial Instrument Exchange Act (FIEA) von Japan dar und sind nicht als solche auszulegen. Diese Informationen dürfen von internationalen Filialen der Commerzbank außerhalb Japans ausschließlich an „professionelle Anleger“ gemäß Article 2(31) des FIEA und Article 23 der Cabinet Ordinance Regarding Definition of Article 2 of the FIEA verteilt werden. Die Commerzbank AG, Tokyo Branch, war nicht an der Erstellung dieser Informationen beteiligt. Nicht alle in diesem Dokument genannten Finanz- oder sonstigen Instrumente sind innerhalb Japans verfügbar. 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 2026. Alle Rechte vorbehalten. Version 26.03

Frankfurt

Commerzbank AG
DLZ - Gebäude 2, Händlerhaus
Mainzer Landstraße 153
60327 Frankfurt
Tel: + 49 69 136 21200

London

Commerzbank AG
PO BOX 52715
30 Gresham Street
London, EC2P 2XY
Tel: + 44 207 623 8000

New York

Commerz Markets LLC
225 Liberty Street, 32nd floor,
New York,
NY 10281-1050
Tel: + 1 212 703 4000

Singapore

Commerzbank AG
128 Beach Road
#17-01 Guoco Midtown
Singapore 189773
Tel: +65 631 10000