



Frankreich an der Weggabelung

Am Montag dürfte das französische Parlament der Regierung Bayrou das Vertrauen verweigern. Danach dürfte es weiter keine politischen Mehrheiten für eine Sanierung der angeschlagenen französischen Staatsfinanzen geben. Wir zeigen, was das für die Staatsverschuldung bedeutet und wie riskant das für französische Anleihen ist.

Dr. Ralph Solveen^{AC}

Dr. Vincent Stamer^{AC}

Bayrous Flucht nach vorne wird wohl scheitern

Am Montag stimmt das französische Parlament über die von Premierminister Bayrou gestellte Vertrauensfrage ab; alles andere als eine deutliche Niederlage der Regierung wäre eine große Überraschung. Denn die Regierung verfügt im Parlament über keine Mehrheit; praktisch alle Oppositionsparteien haben bereits angekündigt, Bayrou ihr Vertrauen zu verweigern. Damit dürfte Bayrou nach einer Amtszeit von nicht einmal neun Monaten seinen Rücktritt erklären.

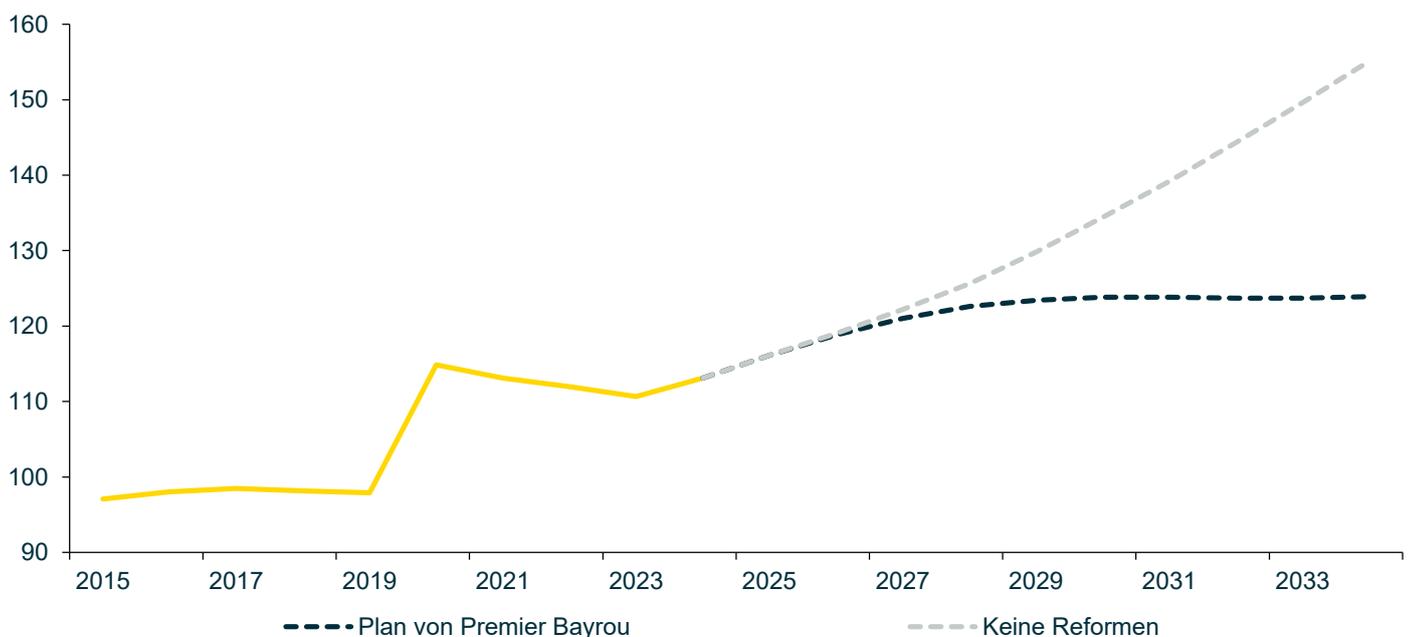
Ohne Konsolidierung steigt die Schuldenquote stark an

Wie sein Vorgänger Michel Barnier im Dezember 2024 wäre Bayrou dann an einem Streit über den Haushalt für das folgende Jahr und die darin vorgesehenen Konsolidierungsmaßnahmen gescheitert. Nachdem er im Februar bereits erste Maßnahmen durchgesetzt und damit das Defizit in diesem Jahr voraussichtlich von 5,8% auf 5,4% des Bruttoinlandsprodukts gedrückt hat, sollten nun im Budget für 2026 Einsparungen und Steuererhöhungen von mehr als 40 Mrd Euro dazu beitragen, die Defizitquote auf 4,6% zu drücken. So sollten unter anderem die Sozialausgaben für ein Jahr eingefroren und zwei Feiertage gestrichen werden. In den kommenden Jahren sollte die Defizitquote weiter gesenkt werden und Anfang der 2030er Jahre die Maastricht-Obergrenze von 3% erreichen. [1]

Würden diese Pläne umgesetzt, würde sich nach unseren Berechnungen die Staatsschuldenquote in den kommenden Jahren bei knapp über 120% stabilisieren (Chart 1). [2] Ein nennenswerter Rückgang der bereits sehr hohen Schuldenquote wäre aber auch dann nicht zu erwarten. Vielmehr würde Frankreich weiterhin nach Italien und Griechenland die dritthöchste Schuldenquote aller Euro-Länder aufweisen.

Chart 1 - Ohne weitere Reformen schnell die französische Verschuldung nach oben

Gesamtstaatliche Verschuldung Frankreichs in Prozent des Bruttoinlandsprodukts, ab 2025 Schätzungen der Commerzbank



Quelle: Bloomberg Economics, Commerzbank-Research

Deutlich schlechter sähe es aus, wenn es zu keiner Konsolidierung der Staatsfinanzen käme. Dann würde die Defizitquote in den kommenden Jahren wohl weiter steigen. So nimmt auch in Frankreich der Anteil der Rentner stetig zu. In den kommenden zehn Jahren dürfte die Bevölkerung über 65 Jahre um mehr als ein Prozent pro Jahr zunehmen – bei konstanter Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter. Bereits jetzt muss der Staat das Rentensystem mit regulären Steuereinnahmen stützen, diese Belastung dürfte in den kommenden Jahren weiter zulegen. Unter anderem deshalb



dürften die Defizite weiter steigen und in der Folge die französischen Staatsschulden in diesem Szenario ungebremst nach oben schnellen. In zehn Jahren läge die Schuldenquote deutlich über 150%.

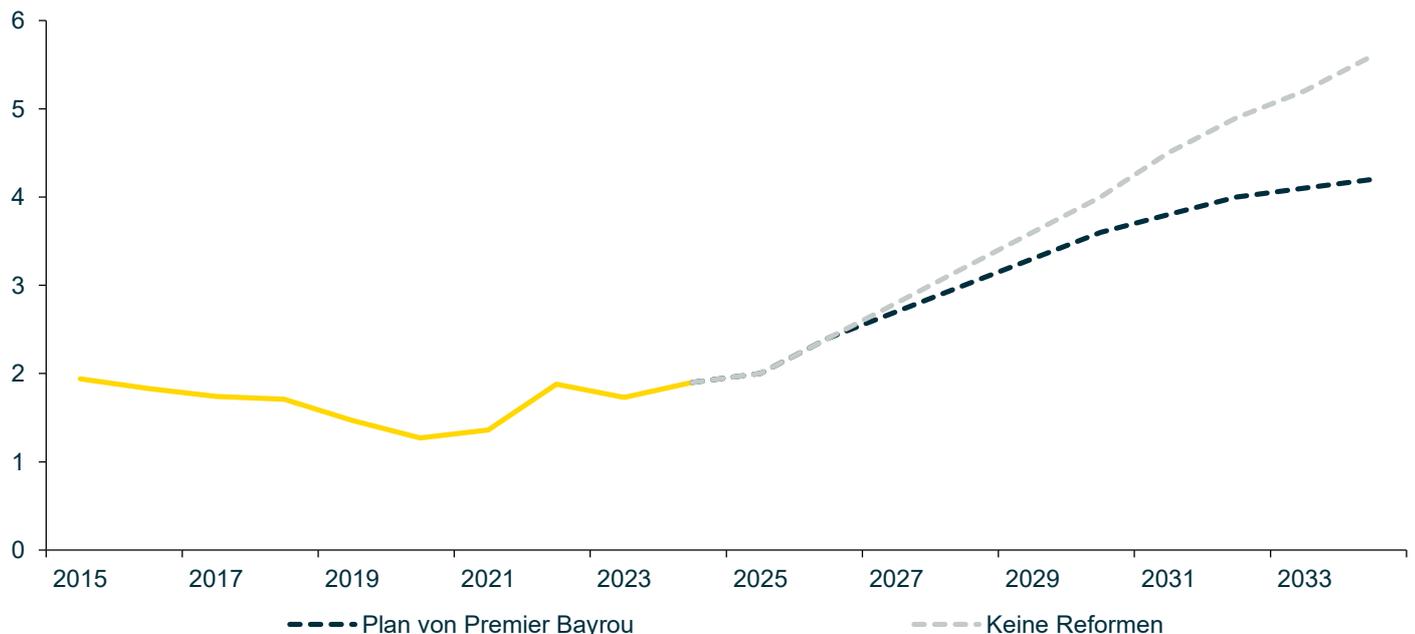
Konsolidierung wird immer schmerzhafter

Unsere Simulationen zeigen, dass es immer schwieriger wird, die steigende Verschuldung zu stoppen. Denn selbst bei der Umsetzung des Konsolidierungsplans der aktuellen Regierung würden sich die vom Staat jedes Jahr auf seine Schulden zu zahlenden Zinsen in Relation zum Bruttoinlandsprodukt mehr als verdoppeln (Chart 2). Das liegt daran, dass in Zukunft immer noch viele Staatsanleihen durch die Ausgabe von Anleihen mit deutlich höheren Kupons refinanziert werden müssen.

Ohne eine schnelle Konsolidierung steigt die Belastung durch Zinszahlungen in den 2030er Jahren sogar noch stärker an. Damit würden immer tiefere Einschnitte bei anderen Ausgaben oder immer stärkere Steuererhöhungen notwendig, um das Defizit so weit zu drücken, dass die Schuldenquote zumindest nicht mehr steigt. Damit steht Frankreich offensichtlich an einer echten Wegscheide: Wird der Anstieg der Schuldenquote und der Zinsbelastung des Haushaltes in den kommenden Jahren gestoppt oder setzt er sich ungebremst fort, womit sich Frankreich immer weiter von einer nachhaltigen Situation entfernen würde. Dies wird auch davon abhängen, ob sich die politischen Kräfteverhältnisse in absehbarer Zeit verschieben werden.

Chart 2 - Zinslast für den französischen Staat steigt kräftig

Zinszahlungen des französischen Staates in Prozent des Bruttoinlandsprodukts, ab 2025 Schätzung der Commerzbank



Quelle: Bloomberg Economics, Commerzbank-Research

Macron dürfte im Amt bleiben, ...

Stürzt der Premierminister am Montag, dürfte es vorerst keine Änderung im Präsidentenamt geben. Emmanuel Macron ist bis Mai 2027 gewählt und bisher hat er alle Rücktrittsforderungen der Opposition zurückgewiesen. Gegen einen Rücktritt spricht aus seiner Sicht sicherlich auch, dass der wahrscheinliche Kandidat des weit rechts stehenden Rassemblement National (RN), Jordan Bardella, gute Chancen hätte, nächster Präsident zu werden.^[3] Dieses will Macron sicherlich verhindern.

... und Neuwahlen wohl erst nach der nächsten Präsidentenwahl

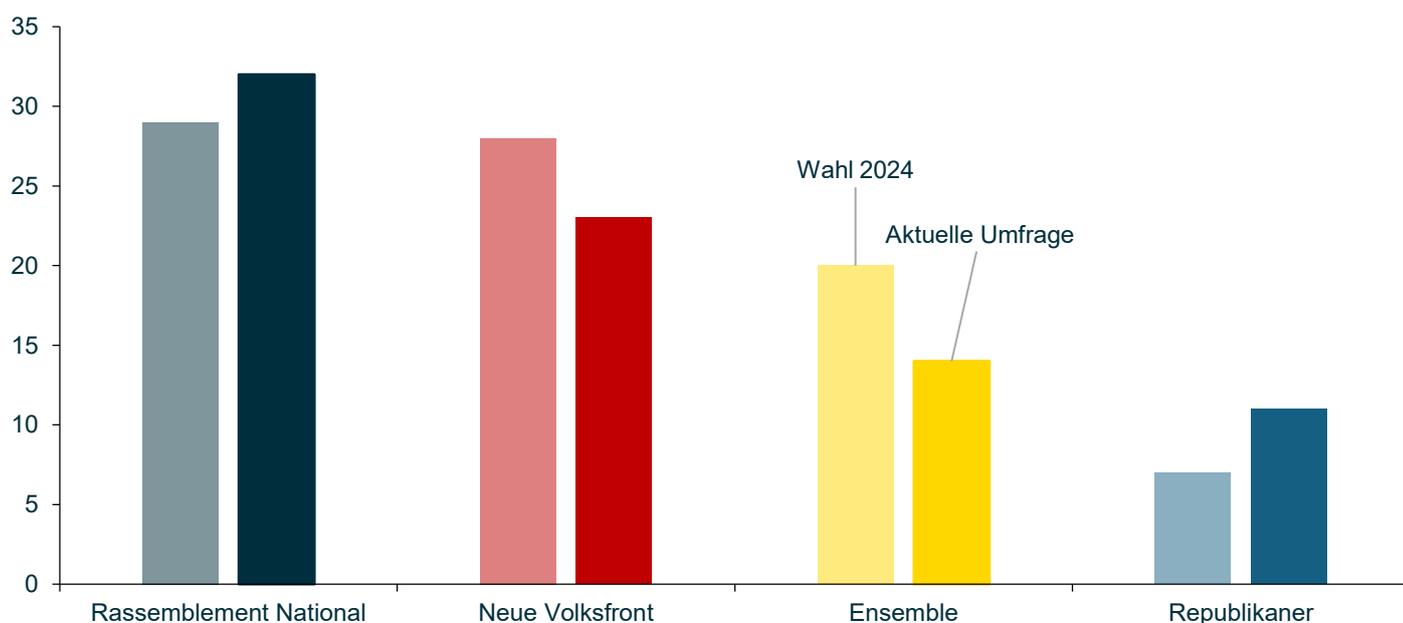
Für die weitere Entwicklung der Staatsfinanzen dürfte ohnehin die Zusammensetzung des Parlaments wesentlich wichtiger sein. Denn dort müsste sich eine stabile Mehrheit finden, die der Regierung den notwendigen Rückhalt für unpopuläre Maßnahmen geben würde. Das ist derzeit offensichtlich nicht gegeben. Auch eine neuerliche Auflösung des Parlaments und darauf folgende Neuwahlen würden hieran wohl nichts ändern. Denn nach einer Umfrage von Ende August dürfte sich das Kräfteverhältnis im Parlament kaum verschieben. So würden derzeit der RN und die konservativen Republikaner im ersten Wahlgang etwas besser abschneiden als Ende Juni 2024 bei der letzten Wahl; das Macron-Lager ("Ensemble") und die linken Parteien würde wohl Stimmen verlieren. Eine stabile Mehrheit wäre aber angesichts einer weiterhin sehr schwachen politischen Mitte nicht in Sicht. Da



somit aus Sicht von Macron eher eine Verschlechterung der Situation drohen würde, wird er das Parlament wohl nicht erneut auflösen.^[4] Vielmehr wird es wohl erst nach der nächsten Präsidentschaftswahl zu den dann üblichen Neuwahlen kommen.

Chart 3 - Umfragen zeigen bisher wenig Veränderung zu den Wahlen in 2024

Stimmenanteile beim ersten Durchgang der Parlamentswahlen am 30. Juni 2024 und bei der aktuellsten Umfrage vom 29. August 2025, in Prozent



Quelle: Politico, Commerzbank-Research

Wer darf es als Nächstes versuchen?

Damit dürfte Macron direkt einen neuen Premierminister ernennen, der mit dem aktuellen Parlament arbeiten muss. Im Prinzip hat er hier zwei Möglichkeiten: Er könnte erneut einen Politiker aus der politischen Mitte oder der moderaten Rechten ernennen. Dieser wäre mit den gleichen Problemen wie Bayrou und dessen Vorgänger Barnier konfrontiert; kaum etwas spricht dafür, dass dieser neue Regierungschef diese Konfrontation erfolgreicher gestalten könnte, zumal das Näherrücken der Präsidentschaftswahl die politischen Lager wohl kaum kompromissbereiter machen würde.

Die Alternative wäre die Ernennung eines Premierministers der moderaten Linken, worauf die entsprechenden Parteien schon länger drängen. Auf den ersten Blick erscheint dies erfolgversprechender. Schließlich verfügen das Macron-Lager und das Linksbündnis zusammen über eine Mehrheit im Parlament, die durch einige kleinere Gruppen der politischen Mitte vergrößert werden könnte. Allerdings ist es fraglich, ob Macron zu einem solchen Schritt bereit ist, da sein Einfluss auf die Innenpolitik bei einem Premierminister aus einem anderen politischen Lager weiter abnehmen würde. Zudem dürfte es dem Macron-Lager und dem Linksbündnis auch unter einem "linken" Premierminister schwerfallen, sich auf Maßnahmen zur Konsolidierung des Haushaltes zu einigen. Denn der neue Premierminister würde voraussichtlich bei der Konsolidierung mehr auf höhere Steuern setzen, alleine um sich die Unterstützung großer Teile seines eigenen Lagers zu sichern. Dies dürfte allerdings beim Macron-Lager kaum auf Beifall treffen, da es der von Macron in den vergangenen Jahren verfolgten Wirtschaftspolitik widersprechen würde. Auch hier gilt: Die Kompromissbereitschaft der Parteien wird sicherlich nicht zunehmen, umso näher die nächsten Wahlen rücken.

Letzte Ausfahrt Euro-Bonds oder EZB?

Als Fazit bleibt: Sollte Bayrou am kommenden Montag bei der Vertrauensabstimmung tatsächlich scheitern, wird eine spürbare Konsolidierung der Staatsfinanzen zumindest bis zu den Präsidentschaftswahlen im Jahr 2027 immer unwahrscheinlicher. Vielmehr dürfte die Schuldenquote Frankreichs erst einmal ungebremst weiter steigen. Einen Kurswechsel dürfte es allenfalls geben, wenn die Politiker durch einen Kaufstreik bei französischen Anleihen und deshalb massiv steigenden Renditen dazu gezwungen würden.

Damit würde Frankreich aller Voraussicht nach gegen die neuen europäischen Schuldenregeln verstoßen. Da gegen das Land bereits ein Defizitverfahren läuft, müssten eigentlich Sanktionen näherrücken. Allerdings ist es sehr unwahrscheinlich, dass die EU-Kommission dies tatsächlich forcieren wird.



Vielmehr dürfte die Diskussion um Euro-Bonds – also eine teilweise Finanzierung der Staatshaushalte im Euroraum über eine gemeinsame Verschuldung – an Fahrt aufnehmen. Ohne eine neue Krise dürften dazu wohl aber kaum alle Länder bereit sein. Somit dürfte es am Ende der EZB zufallen, durch Käufe im Rahmen des vor einigen Jahren installierten TPI-Programms ("Transaction Protection Instrument") den Risikoaufschlag französischer Staatsanleihen zu drücken. Denn dieses Programm hatte sie vor einigen Jahren geschaffen, um gegen eine aus ihrer Sicht fundamental nicht gerechtfertigte Ausweitung der Risikozuschläge vorzugehen.

Wie reagieren die Finanzmärkte?

An den Finanzmärkten hat der sich anbahnende Sturz der Regierung und die damit sinkende Chance auf eine Konsolidierung der Staatsfinanzen die Risikoaufschläge französischer Staatsanleihen weiter steigen lassen. Mittlerweile muss der französische Staat mehr für seine Schulden bezahlen als das frühere Krisenland Griechenland, und auch der Zinsvorteil gegenüber Italien ist inzwischen nur noch gering (siehe Titelgrafik). Da allgemein mit dem erneuten Scheitern einer französischen Regierung an der Haushaltskonsolidierung gerechnet wird, dürfte es am Montag kaum größere Bewegungen am Rentenmarkt auslösen. Am Ende der Woche könnten die Risikoaufschläge französischer Staatsanleihen sogar wieder etwas fallen, wenn die Ratingagentur Fitch wie von uns erwartet ihr Rating bestätigen wird.

Auf längere Sicht droht aber ein weiterer Anstieg der Risikoaufschläge, wenn sich keine Lösung der Schuldenproblematik abzeichnet. In diesem Fall ist auch eine krisenhafte Zuspitzung der Situation nicht auszuschließen, die dann wohl die EZB auf den Plan rufen würde.

[1] Éric Lombard, Finanzminister Frankreichs, hatte zuletzt erneut bekräftigt, dass ein Defizit von 3% wie mit der EU vereinbart im Jahr 2029 erreicht werden soll. In der Tat hatte Premierminister Barnier einen Pfad für das Erreichen dieses Ziels bis 2029 vorgelegt. Allerdings verfehlte sein Nachfolger Bayrou bereits mit dem verabschiedeten Budget für 2025 diesen Pfad. Das gleiche gilt für das vorgeschlagene Budget für 2026. Wir gehen daher davon aus, dass selbst in dem Szenario mit einem Erfolg für Bayrous Budget das Defizit Ziel von 3% erst in 2031 erreicht wird. ([zurück zum Text](#))

[2] Für das Vorgehen bei dieser Schätzung und der dabei getroffenen Annahmen siehe [hier](#). ([zurück zum Text](#))

[3] Die frühere Vorsitzende und Präsidentschaftskandidatin, Marine Le Pen, darf derzeit nicht für ein öffentliches Amt kandidieren, da sie wegen einer Verurteilung wegen Veruntreuung öffentlicher Gelder bis 2029 zu keinen Wahlen antreten und kein öffentliches Amt bekleiden darf. ([zurück zum Text](#)).

[4] Am ehesten auf eine eigene Mehrheit bei Neuwahlen könnte wohl noch der RN hoffen, wenn es im zweiten Wahlgang nicht mehr zu Absprachen der anderen Parteien käme, was angesichts der dauernden Konflikte im Linksbündnis durchaus passieren könnte. Eine Konsolidierung der Staatsfinanzen würde aber wohl auch eine RN-Regierung kaum in Angriff nehmen. Denn die Partei hat zumindest vor der letzten Wahl in erster Linie Maßnahmen angekündigt, die den Staatshaushalt belasten und nicht entlasten. Zudem dürfte für den RN der Fokus auf der spätestens im Frühjahr 2027 anstehenden Präsidentenwahl liegen, und sie dürfte ihre dortigen Chancen kaum durch unpopuläre Maßnahmen verringern wollen. ([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 5/9/2025 08:10 CEST fertiggestellt und am 5/9/2025 08:10 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 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-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 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 O4/1313 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 berechnigte 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