



Steigende Staatsschulden – Geht das gut?

Die Staatsschulden sind weltweit massiv gestiegen und bei vielen Ländern gibt es noch keine Anzeichen einer Wende. Denn die Finanzpolitik steht vor vielen Herausforderungen, und es fehlt zumeist der politische Wille, die wichtigen Ausgaben zu priorisieren und bei anderen Ausgaben die notwendigen schmerzhaften Einschnitte vorzunehmen. Viele setzen darauf, dass die Notenbanken eine Schuldenkrise verhindern werden. Allerdings wäre dies mit beträchtlichen Nebenwirkungen wie einer höheren Inflation verbunden.

Bernd Weidensteiner

Dr. Christoph Balz

Schuldenquoten seit Finanzkrise deutlich gestiegen ...

In vielen Ländern sind die Staatsschulden seit der Finanzkrise 2007 in die Höhe geschneit. In den USA sind sie in Relation zum Bruttoinlandsprodukt von 65% auf 122% [\[1\]](#) gestiegen, die Staatsschuldenquote hat sich also fast verdoppelt. In Frankreich, dessen Kreditwürdigkeit die Ratingagentur S&P jüngst herabgestuft hat, ist diese Quote von 65% auf 111% gestiegen (Titelchart).

... und keine Wende in Sicht, ...

In den kommenden Jahren droht ein weiterer Anstieg. Denn die Konsolidierung des Staatshaushalts genießt nirgends Priorität. Im Gegenteil: Ohnehin hoch verschuldete Staaten wie Frankreich stellen die Weichen für weitere teure Ausgabeprogrammen oder Steuersenkungen. Keines der Lager im derzeitigen französischen Wahlkampf verschwendet einen Gedanken auf die Reduzierung der Defizite.

... auch wegen höherer Zinsen und geringerer Inflation

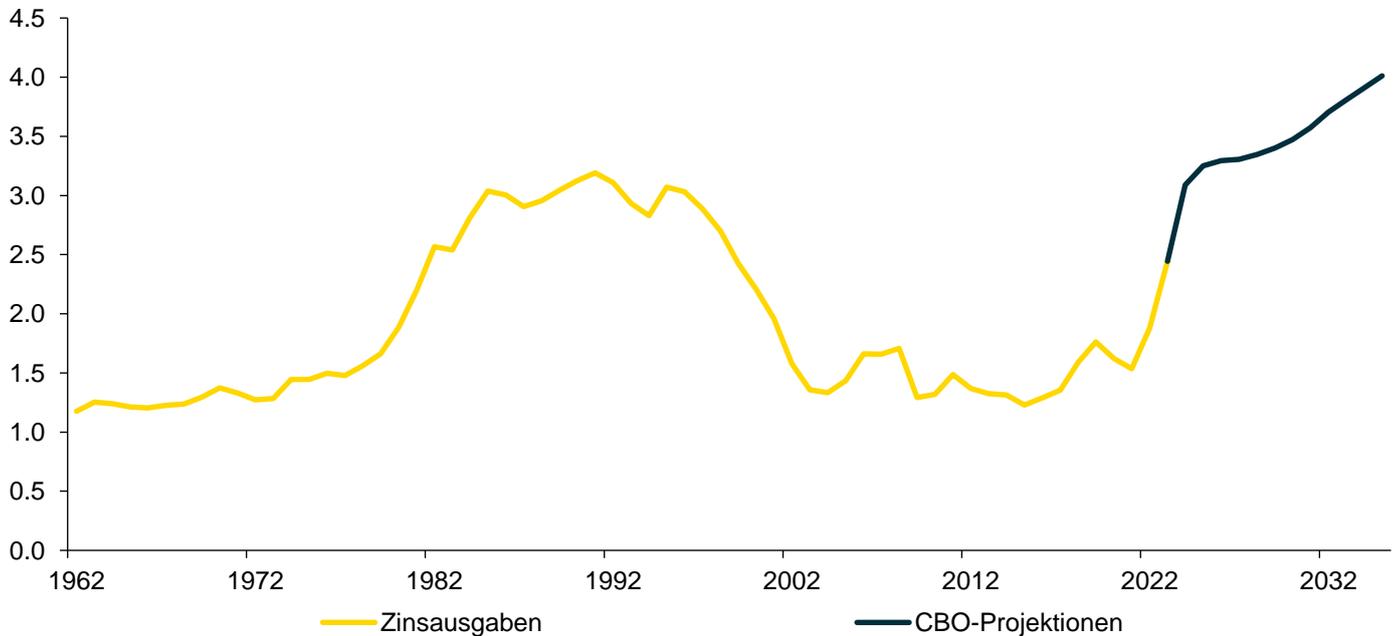
Das fehlende Problembewusstsein der Politik erklärt sich wohl auch damit, dass die Zinsen lange Zeit außergewöhnlich niedrig waren, sodass neue Schulden den Haushalt zunächst nicht spürbar belastet haben. Zuletzt kam die hohe Inflation hinzu, die das nominale Bruttoinlandsprodukt schneller steigen ließ und damit den Anstieg der Schuldenquoten gebremst hat.

Diese Bremsfaktoren verlieren allerdings an Wirkung. Die Inflation ist deutlich gefallen, und die höheren Zinsen schlagen mehr und mehr auf die Staatshaushalte durch. Die Folgen der angeschwollenen Schulden zeigen sich bei den Zinsausgaben der Staaten. So entsprechen die Zinsausgaben der US-Bundesregierung im laufenden Haushaltsjahr 2024 voraussichtlich 3,1% des Bruttoinlandsprodukts, womit diese Quote doppelt so hoch wäre wie in den ersten 20 Jahren des 21. Jahrhunderts. In den nächsten Jahren wird diese Quote auf über 4% steigen (Chart 1).



Chart 1 - US-Schuldenlast wird schwerer zu tragen

Zinsausgaben der US-Bundesregierung (netto) in % des BIP, Haushaltsjahre. Ab 2024 Projektion des Rechnungshofes des Kongresses (CBO)



Quelle: CBO, Commerzbank Research

Reiche Länder gehen nicht pleite...

Trotz des starken Anstiegs der Schuldenquoten vieler Länder und des sich abzeichnenden weiteren Aufwärtstrends erscheint eine Schuldenkrise auf den ersten Blick zumindest im Kreise der fortgeschrittenen Länder als wenig wahrscheinlich. Denn die Staaten dieser Länder verschulden sich – im Gegensatz zu den regelmäßig von Schuldenkrisen heimgesuchten Entwicklungsländern – normalerweise in eigener Währung. Sollte es aufgrund der hohen Defizite/Schulden Schwierigkeiten bei der Platzierung neuer Staatsanleihen am Markt geben, würde die eigene Notenbank einspringen und die Bonds nötigenfalls kaufen.[2].

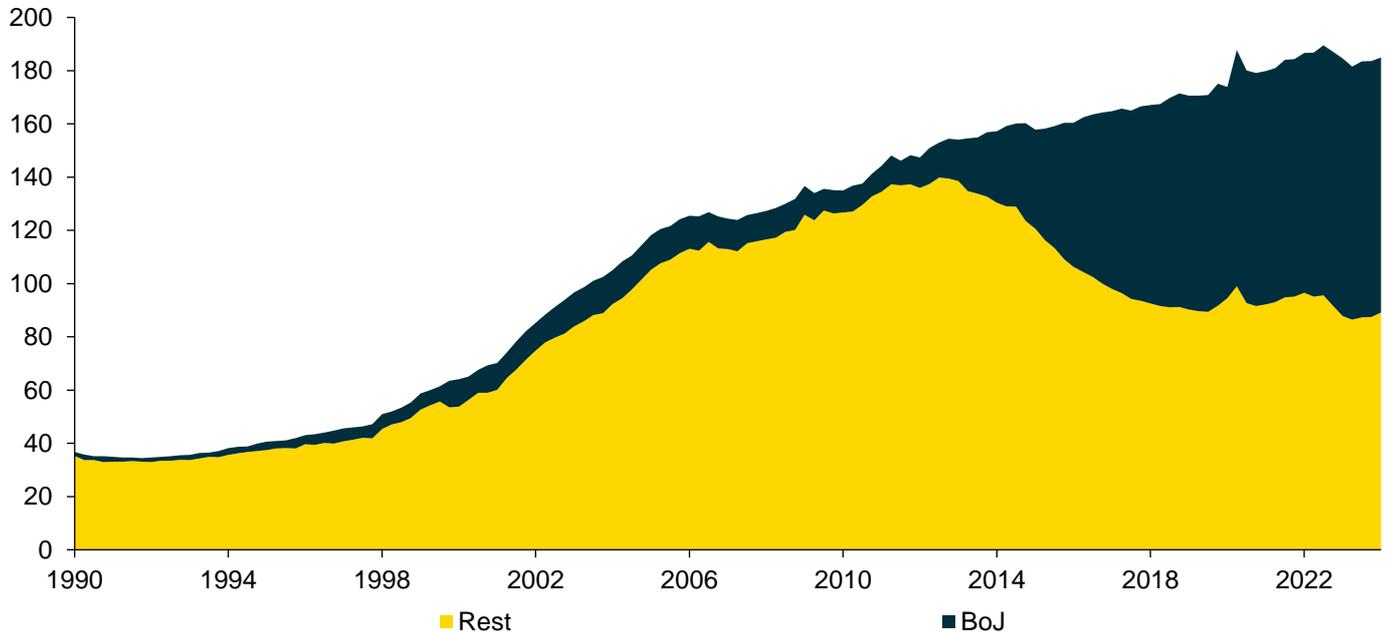
... sagt die Erfahrung mit Japan

Viele führen hier Japan als Paradebeispiel an. Schließlich belaufen sich dessen Staatsschulden inzwischen auf weit mehr als das Doppelte des Bruttoinlandsproduktes. Dabei hat die Bank of Japan in den vergangenen zehn Jahren etwa die Hälfte der ausstehenden Staatsanleihen aufgekauft. Das Volumen der vom Markt gehaltenen Staatsanleihen ist dadurch in Relation zum Bruttoinlandsprodukt sogar gefallen (Chart 2).



Chart 2 - Japan: Ein Freund, ein guter Freund...

Japanische Staatsanleihen (JGBs), Quartalsendstände in % des BIP, im Besitz der BoJ und in anderen Händen



Quelle: BoJ, S&P Global, Commerzbank-Research

Aber ist diese Erfahrung auf andere Länder übertragbar?

Japan ist unter den reichen Ländern allerdings eine absolute Ausnahme, wenn man sich die makroökonomische Entwicklung des Landes anschaut. Denn seit 2000 – also grob ab dem Zeitpunkt, an dem die BoJ mit umfangreichen Anleihekäufen begann – lag die Inflationsrate im Durchschnitt bei 0,3%. Im selben Zeitraum lag die Inflation in den USA bei durchschnittlich 2,6%, in der Eurozone bei 2,1%. Viel spricht dafür, dass Japan ein Sonderfall ist. Die dort gemachten Erfahrungen lassen sich daher nicht ohne weiteres auf andere Länder übertragen.

"Lender of last resort": so war das nicht gedacht

Die von den Notenbanken den Staaten ausgestellte Rückversicherung ist dafür gedacht, eine akute Krise bei der Staatsfinanzierung zu bekämpfen (vgl hierzu die Erfahrungen Großbritanniens 2022, siehe [Kasten](#)). Dies funktioniert aber nur als Überbrückung, bis der Staat seinen Haushalt wieder unter Kontrolle gebracht und Glaubwürdigkeit bei den Investoren am Anleihenmarkt zurückgewonnen hat.

Die Voraussetzung für eine langfristige Tragfähigkeit der Staatsschulden ist, dass die Schulden nicht dauerhaft rascher wachsen als die Wirtschaftsleistung. Schließlich ist das Bruttoinlandsprodukt die Steuerbasis des betreffenden Staates, und Zins- und Tilgungszahlungen müssen langfristig durch diese Steuern zu decken sein. Ein dauerhaft überproportionaler Anstieg der Schulden wird immer mehr andere Ausgaben im Budget verdrängen und irgendwann Zweifel daran wecken, ob der Staat dem Schuldendienst langfristig Priorität gegenüber Sozialleistungen oder Verteidigungsausgaben einräumt. Dann werden die Marktzinsen massiv steigen, was den zunehmenden Risikoaufschlag auf die Anleihen des betreffenden Staates widerspiegelt.

Will die Notenbank eine permanent steigende Schuldenquote, auch weit über das japanische Ausmaß hinaus, ermöglichen, müsste sie ihre Bilanz in Relation zum BIP immer weiter erhöhen. Dadurch würde sie immer mehr Geld in Umlauf bringen. Die Bereitschaft der Unternehmen und Haushalte zur Liquiditätshaltung ist nicht unbegrenzt, sondern wächst langfristig mehr oder weniger proportional zur Gesamtwirtschaft. Die Haushalte würden versuchen, die Kassenhaltung durch Käufe von Waren und Dienstleistungen zu vermindern (was Inflation auslösen würde). Zudem wäre mit Kapitalflucht ins Ausland zu rechnen, was über eine Währungsabwertung weitere inflationäre Impulse auslösen würde. Aus Sicht der Notenbank kämen die Ziele Preisniveaustabilität und Staatsfinanzierung in Konflikt. Im Extremfall kann dies zu einer völligen Entwertung der Währung führen. Wahrscheinlicher ist aber, dass steigende Inflation – und wir sprechen hier nicht von 2% oder 3%, sondern deutlich höheren Werten – zu einer politischen Reaktion führen würde. Schließlich hat sich gerade in der Coronakrise gezeigt, wie stark Otto Normalverbraucher unter der Inflation leidet. Dies sieht man



auch in den USA, wo die Wirtschaftslage trotz jahrelanger Vollbeschäftigung derzeit sehr negativ eingeschätzt wird, was in erster Linie wohl auf die starke Inflation der letzten Jahre zurückzuführen ist.

Durchgreifende Haushaltskonsolidierung bleibt vorerst aus, ...

Der klassische Weg zu einer Sanierung der öffentlichen Finanzen wären Ausgabenkürzungen und/oder Steuererhöhungen. Eine solche Konsolidierung der Staatshaushalte ist allerdings vorerst nicht abzusehen. Vielmehr zeichnen sich sogar höhere Ausgaben ab: Die zunehmende Alterung der westlichen Gesellschaften treiben die Ausgaben für das Renten- und das Gesundheitssystem nach oben, und viele Länder wollen nach dem Angriff Russlands auf die Ukraine ihre Rüstungsausgaben erhöhen. Zudem wollen die Regierungen die Klimawende genauso finanziell unterstützen wie die Ansiedlung neuer Industrien. Gleichzeitig fehlt der politische Wille, an anderen Stellen hierfür die Ausgaben ausreichend zu kürzen.

... aber eine wirkliche Alternative gibt es nicht

Wirkliche Alternativen zu solch einer Priorisierung der Ausgaben und damit einer Konsolidierung der Staatsfinanzen gibt es allerdings kaum. So wird häufig argumentiert, dass durch die höheren Staatsausgaben und die dabei getätigten Investitionen das Wirtschaftswachstum angeschoben wird. Dadurch würden die Staatseinnahmen steigen sowie der Nenner der Schuldenquote rasch wachsen und damit die Schuldenquote wieder sinken. Allerdings spricht die demographische Entwicklung gegen eine deutliche Wachstumszunahme (es fehlen schlicht die Arbeitskräfte). Es bleibt eine deutliche Steigerung der Produktivität. Dies wiederum setzt umfangreiche Deregulierungen voraus, die aber ebenfalls als unpopulär gelten.

Auch eine höhere Inflation hilft nur auf den ersten Blick einem Schuldner, indem sie seine Verbindlichkeiten entwertet. Allerdings werden die Investoren dann für neue Kredite entsprechend höhere Zinsen verlangen. Da höhere Inflationsraten meist mit stärkeren Schwankungen einhergehen, käme womöglich eine höhere Risikoprämie hinzu. Daher wäre eine höhere Inflation bestenfalls eine kurzfristige Lösung, oder sie müsste ständig weiter zunehmen.

Eine weitere Option wäre eine Verstärkung der finanziellen Repression. Hierunter versteht man Maßnahmen, die die Zinslast des Staates verringern. So wurden in der Vergangenheit durch Zinsdeckel Anlegern reale Verluste quasi verordnet. Dies half Ländern wie den USA bei der Verringerung der Schuldenlast nach dem Zweiten Weltkrieg. Heute werden zudem beispielsweise Investoren in Staatsanleihen getrieben, weil sie diese aus regulatorischen Gründen halten müssen oder weil diese Papiere durch vorteilhafte Risikogewichtungen begünstigt werden. Bei den heute weitgehend freien Kapitalmärkten der westlichen Staaten dürften solche Maßnahmen allerdings kaum ausreichen, um den Anstieg der Schuldenquoten zu stoppen oder diese gar nach unten zu drücken.

It's politics, stupid!

In den nächsten Jahren rechnen wir mit einer gegenüber der Zeit vor der Pandemie höheren Inflation. Gleichzeitig dürften die Regierungen über finanzielle Repression versuchen, die Zinslasten zu verringern. Dies mag kurzfristig den Anstieg der Schulden bremsen. Letztendlich wird aber eine Schuldenkrise langfristig nur zu verhindern sein, wenn es den politischen Willen gibt, schmerzhaft Kurskorrekturen vorzunehmen. Danach sieht es in vielen Ländern bisher nicht aus. Offensichtlich muss sich die Lage also noch verschärfen, bis es wieder besser wird.

Immerhin haben einzelne Staaten in der Vergangenheit verschiedentlich gezeigt, dass sie den nötigen Willen aufbringen können. Dazu muss das Problembewusstsein aber ausgeprägt und der nötige öffentliche Druck vorhanden sein. Dies war Anfang der 1990er Jahre in den USA der Fall; die Defizite gehörten damals zu den wichtigsten politischen Themen. Die Clinton-Administration setzte dann Steuererhöhungen durch und bremste das Ausgabenwachstum. Die Konsolidierung der Staatshaushalte war dann, begünstigt durch die hohen Steuereinnahmen im New-Economy-Boom, so erfolgreich, dass man schon das Verschwinden der Treasuries befürchtete. Etwas jüngeren Datums sind die Konsolidierungserfolge in Ländern wie Deutschland und der Schweiz. Diese haben sich eine wirksame Schuldenbremse verordnet (auch wenn der dahinter stehende Konsens in Deutschland deutliche Risse bekommen hat).

Die aktuelle politische Lage lässt den Willen zur Konsolidierung allerdings noch nicht erkennen. Damit dürften die Defizite hoch bleiben und die Schuldenquoten mittelfristig weiter steigen. Man wird versuchen, die unumgängliche Kurskorrektur nach hinten zu verschieben. Einige Länder werden austesten, wie weit sie gehen können, ehe die Schuldenquote einen kritischen Punkt erreicht. [3]

Kasten: Warnung aus Britannien – Beinahe-Infarkt des Bondmarktes

Auch die Erwartung, dass die Notenbank im Notfall eingreift, schließt eine Finanzkrise nicht aus. Dies zeigte sich Anfang September 2022 als Liz Truss britische Premierministerin wurde. Im innerparteilichen Wahlkampf hatte sie mit deutlichen Steuererleichterungen geworben, die die Wirtschaft ankurbeln sollten. Als eine der ersten Maßnahmen der neuen Regierung



kündigte Finanzminister Kwasi Kwarteng Steuersenkungen an, die zu jährlichen Einnahmenverlusten von etwa 45 Mrd Pfund (2% des Bruttoinlandsprodukts) führen würden. Im Gegenzug sollten dafür neue Schulden aufgenommen werden. Anders als üblich wurde darauf verzichtet, gleichzeitig eine Bewertung der Maßnahmen durch das unabhängige Office for Budget Responsibility vorzulegen.

An den Märkten verlor das Pfund deutlich an Wert – gegenüber dem Dollar sank es auf ein historisches Tief –, und die Renditen britischer Staatsanleihen schossen in die Höhe. So legte die Zehnjahresrendite binnen zwei Wochen von 3% auf 4,5% zu.

Um die Märkte zu beruhigen, stellte die Bank of England am 28. September Anleihenkäufe im Volumen von 65 Mrd Pfund in Aussicht und setzte im Rahmen der geplanten Rückführung der Bilanz vorgesehene Anleihenverkäufe aus. Am 10. Oktober kündigte sie zusätzliche Käufe von inflationsgeschützten Anleihen (Linker) an, da dieser enge Markt besonders unter Druck geraten war. Die Renditen sanken allerdings erst spürbar, nachdem am 14. Oktober der Finanzminister entlassen wurde und sein Nachfolger Jeremy Hunt am 17. Oktober den Großteil der Pläne beerdigte. Drei Tage später trat Premierministerin Truss zurück. ([zurück zum Text](#))

[1] Zur besseren Vergleichbarkeit verwenden wir hier die vom IWF veröffentlichten gesamtstaatlichen Schuldenquoten. Für die USA konzentrieren sich die Märkte normalerweise auf die von der Öffentlichkeit (einschließlich der Fed) gehaltenen Schulden der US-Bundesregierung. Diese Quote belief sich Ende 2023 auf 97% des BIP. ([zurück zum Text](#)).

[2] Die Staatsschuldenkrise in der Eurozone 2012 war auch darauf zurückzuführen, dass sich die Märkte anfangs nicht sicher waren, ob die EZB Griechenland als "Lender of Last Resort" zur Seite springt. Griechenland hatte in diesem Sinne keine "eigene" Notenbank und erlitt gleichsam eine Emerging Market-Krise. Nachdem EZB-Chef Draghi die Zweifel mit der Garantie ausreichender Maßnahmen ausgeräumt hatte, war die Schuldenkrise zu Ende. ([zurück zum Text](#))

[3] Wo dieser kritische Punkt liegt, lässt sich nicht mit ausreichender Sicherheit sagen. In der Literatur wird die Bedingung genannt, dass der Barwert der künftig zu erwartenden Budgetüberschüsse mindestens so hoch sein muss wie der aktuelle Schuldenstand. Die Märkte müssen also davon ausgehen, dass der Staat die Schulden irgendwann zurückzahlen kann. Dieses theoretisch schlüssige Konzept stößt bei der praktischen Anwendung allerdings auf Schwierigkeiten. Das Ergebnis ist stark beeinflusst vom Diskontfaktor bei der Ermittlung des Barwerts. Und Budgetüberschüsse der fernerer Zukunft hängen stark von den Annahmen hinsichtlich Wachstum und Inflation der betreffenden Wirtschaft ab. Wir sehen daher davon ab, eine Schätzung zu geben. ([zurück zum Text](#))



Research-Kontakte (E-Mail: vorname.nachname@commerzbank.com)

Dr. Jörg Krämer
Chefvolkswirt
+49 69 136 23650

Economic Research

Dr. Jörg Krämer (Leiter)
 +49 69 136 23650

Dr. Ralph Solveen (stv. Leiter, Deutschland)
 +49 69 9353 45622

Dr. Christoph Balz (USA, Fed)
 +49 69 9353 45592

Dr. Vincent Stamer (Euroraum, Welthandel)
 +49 69 9353 45800

Dr. Marco Wagner (EZB, Deutschland, Italien)
 +49 69 9353 45623

Bernd Weidensteiner (USA, Fed)
 +49 69 9353 45625

Tung On Tommy Wu (China)
 +65 6311 0166

Zins und Credit Research

Christoph Rieger (Leiter)
 +49 69 9353 45600

Michael Leister (Leiter Zinsen)
 +49 69 9353 45610

Rainer Guntermann
 +49 69 9353 45629

Hauke Siemßen
 +49 69 9353 45619

Ted Packmohr
 (Leiter Cov. Bonds und Financials)
 +49 69 9353 45635

Marco Stöckle
 (Leiter Credit)
 +49 69 9353 45620

FX & Commodites Research

Ulrich Leuchtmann (Leiter)
 +49 69 9353 45700

Antje Praefcke (FX)
 +49 69 9353 45615

Tatha Ghose (FX)
 +44 20 7475 8399

Charlie Lay (FX)
 +65 63 110111

Michael Pfister (FX)
 +49 69 9353 45614

Volkmar Baur (FX)
 +49 69 9353 26854

Thu-Lan Nguyen (FX, Rohstoffe)
 +49 69 9353 45617

Carsten Fritsch (Rohstoffe)
 +49 69 9353 45647

Barbara Lambrecht (Rohstoffe)
 +49 69 9353 45611

Tung On Tommy Wu (China)
 +65 63110166

Weitere Publikationen (in Auszügen)

Economic Research: Economic Briefing (zeitnahe Kommentierung wichtiger Indikatoren und Ereignisse)
 Economic Insight (Umfassende Analyse ausgewählter Themen)
 Konjunktur und Finanzmärkte (Chart-Buch, das monatlich unser weltwirtschaftliches Bild darstellt)

Commodity Research: Rohstoffe Aktuell (Kommentar und Nachrichten zu Rohstoffmärkten, zweimal pro Woche)
 Rohstoffe kompakt (umfassende Analyse und Prognosen zu Rohstoffmärkten)

Zins und Credit Research: Ahead of the Curve (Flaggschiffpublikation mit Analysen und Strategien für die globalen Rentenmärkte)
 European Sunrise (tägliches Marktkommentar für die Europäischen Rentenmärkte)
 Covered Bond Weekly (wöchentliche Übersicht und Analysen für die Covered Bond-Märkte)
 Rates Radar (ad-hoc Specials und Handelsideen für die Rentenmärkte)

FX Strategy: Tagesinfo Devisen (Tageskommentar und -ausblick für die Devisenmärkte)
 FX Hotspot (zeitnahe Kommentierung wichtiger Ereignisse für den Devisenmarkt)

Für den Bezug der aufgeführten Publikationen wenden Sie sich bitte an Ihren Kundenbetreuer.



Analysten

Dr. Jörg Krämer

Chefvolkswirt

+49 69 136 23650

joerg.kraemer@commerzbank.com

Dr. Ralph Solveen

Stellv. Leiter Economic Research

+49 69 9353 45622

ralph.solveen@commerzbank.com

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 5/7/2024 07:17 CEST fertiggestellt und am 5/7/2024 07:17 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.

Die Verfasser bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigene Einschätzung zu den betreffenden Wertpapieren und Emittenten genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Dotierung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen wird.

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: 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 Section 2(31) des FIEA und Section 23 der Cabinet Ordinance Regarding Definition of Section 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 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 2024. Alle Rechte vorbehalten. Version 24.04

Commerzbank Filiale

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