



Wie weit erhöht die EZB die Zinsen?

Die EZB wird nächste Woche voraussichtlich ihre Leitzinsen erhöhen. Weitere Zinsschritte, wie sie vom Markt erwartet werden, sind möglich, aber unwahrscheinlich. Denn die Inflationsrate dürfte sich zunächst weiter wie im Basisszenario der EZB entwickeln, für das die Notenbank nur eine verhaltene Reaktion angekündigt hat. Zudem wird der Einlagesatz mit 2,5% ab kommende Woche nach Einschätzung der EZB eher am oberen Rand seines neutralen Niveaus liegen, über das die geldpolitischen Tauben, die nach unserem aktualisierten Hawkometer im EZB-Rat weiter klar in der Mehrheit sind, wohl kaum hinausgehen wollen.

Dr. Marco Wagner^{AC}

Die EZB erhöht nächste Woche die Zinsen, ...

Die EZB dürfte in der kommenden Woche aller Voraussicht nach die Leitzinsen zum zweiten Mal um 25 Basispunkte erhöhen, womit der Einlagesatz 2,50% betragen würde. Denn selbst Vertreter des Tauben-Lagers im EZB-Rat haben sich in diese Richtung geäußert. So sprechen laut dem Gouverneur der slowenischen Notenbank, Primož Dolenc, derzeit die Argumente für eine Zinserhöhung, zumal sich die "Inflationssituation nicht von selbst lösen" werde. Der finnische Notenbankpräsident, Olli Rehn, hält die Markterwartungen für "verständlich". Angesichts dieser klaren Signale aus dem EZB-Rat haben die Terminmärkte diesen Zinsschritt voll eingepreist, und auch die von Bloomberg befragten Volkswirte erwarten nahezu alle eine Zinserhöhung.

... aber danach ist wohl erst einmal Schluss

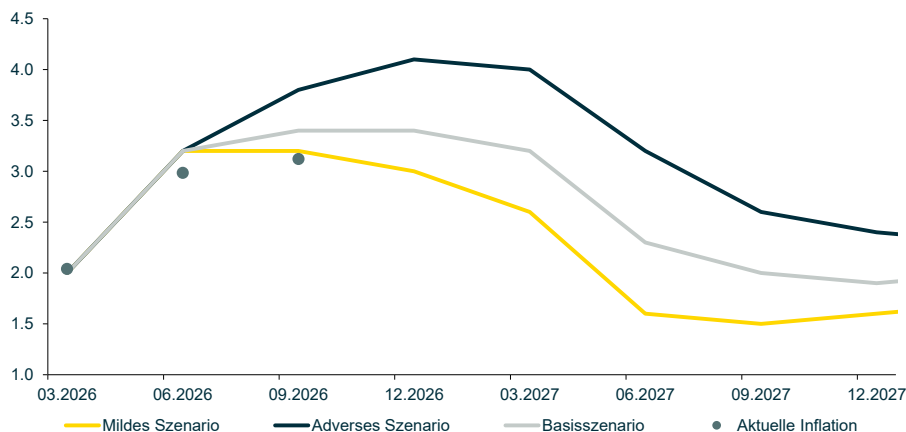
Weniger sicher ist, wie es nach der Erhöhung im September weitergehen wird. Die Anleger an den Terminmärkten erwarten bis Mitte des kommenden Jahres zwei weitere Zinserhöhungen. Wir halten es allerdings für wahrscheinlicher, dass die Leitzinsen in den kommenden Monaten nicht verändert werden (siehe Titelchart).

Inflation nahe am Basisszenario der EZB

Das aus unserer Sicht stärkste Argument sind die Aussagen der EZB zu ihrer zu erwartenden geldpolitischen Reaktion auf bestimmte Szenarien. Auf ihrer Sitzung im Juni hatte die EZB neben dem üblichen Basisszenario weitere Szenarien präsentiert: Im Basisszenario würde die Inflationsrate ihren Höhepunkt im laufenden Jahr bei knapp 3½% erreichen, um im Frühjahr 2027 deutlich zu fallen und schließlich gegen das Inflationsziel von 2% zu konvergieren (Chart 1). Im adversen Szenario würde sie hingegen bis Ende 2026 auf etwas über 4% steigen und sich erst gegen Ende 2028 dem Inflationsziel nähern. Im milden Szenario schließlich würde der Hochpunkt mit 3¼% bereits im dritten Quartal erreicht, ab dann die Inflation allmählich zurückgehen und ab dem Frühjahr nächsten Jahres das 2%-Inflationsziel sogar unterschreiten.

Chart 1 - Die Inflations-Szenarien der EZB

Szenarien zur Inflation aus der EZB-Projektion vom Juni, aktuelle Inflationszahlen (Q3 = Juli/August), in Prozent



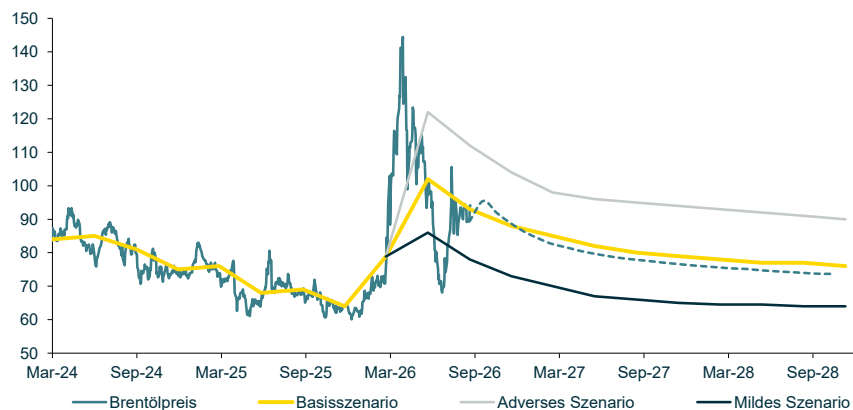
Quelle: Eurostat, EZB, Commerzbank-Research

In den vergangenen Monaten hat sich die Inflationsrate weitgehend wie im milden Szenario entwickelt. Allerdings dürfte die Inflationsrate vorerst nicht zurückgehen und sich damit eher dem Basisszenario annähern. Auch die Entwicklung der Ölpreise sowie von deren Futures entsprechen weitgehend dem Basisszenario (Chart 2), und die Gaspreise sogar eher dem adversen Szenario.



Chart 2 - Ölpreis rangiert um das Basisszenario

Brentölpreis und -Futures; Basis-, mildes und adverses Szenario der EZB zum Ölpreis, in Dollar je Barrel



Quelle: Bloomberg, EZB, Commerzbank-Research

Folglich dürfte sich die EZB in den kommenden Monaten am ehesten im Basisszenario wähen. Insofern dürften die EZB-Volkswirte lediglich "kosmetische" Anpassungen an ihren Projektionen vornehmen (Tabelle 1).

Tabelle 1 – EZB dürfte Projektionen kaum verändern

Commerzbank-Einschätzung zur September-Projektion der EZB-Experten, in Klammern: EZB-Juni-Projektion; Wachstums- und Inflationsraten in Prozent

	2026	2027	2028
Wachstum	0,8 (0,8)	1,2 (1,2)	1,5 (1,5)
Inflation	2,9 (3,0)	2,3 (2,3)	2,0 (2,0)
Kernrate	2,5 (2,5)	2,5 (2,5)	2,2 (2,2)

Quelle: EZB, Commerzbank-Research

Zu den geldpolitischen Folgerungen einer solchen Entwicklung hatte sich EZB-Präsidentin Lagarde in ihrer **Rede auf der "ECB Watchers Conference"** geäußert: "Sollte der Schock zu einer starken, wenn auch nicht allzu anhaltenden Überschreitung unseres Zielwerts führen, könnte eine maßvolle Anpassung der Politik gerechtfertigt sein. Die optimale Reaktion auf eine solche Abweichung fällt geringer aus, wenn die Ursache in exogenen Angebotsstörungen und nicht in einer starken Nachfrage liegt". Nach unserer Lesart spricht dies im Basisszenario eher für vereinzelte Zinserhöhungen.

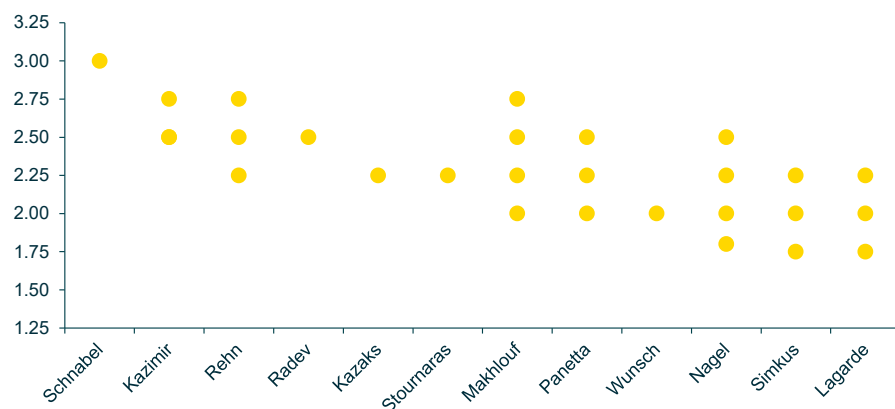
Neutraler Zins mit September-Zinsschritt ausgeschöpft

Hinzu kommt, dass mit einem Einlagesatz von 2,5% die EZB nach ihrer Einschätzung den oberen Rand des neutralen Zinses – der die Wirtschaft weder anschiebt noch bremst und mit einer mittelfristigen Inflation von 2% vereinbar ist – erreicht hätte. Auch wenn der neutrale Zins nicht beobachtet werden kann und deshalb ein vages Konzept ist, äußern sich ab und an EZB-Ratsmitglieder zu ihm. Aussagen der Notenbank in den vergangenen beiden Jahren sprechen dafür, dass die meisten Zentralbanker den neutralen Zinssatz zwischen 2% und 2,50% verorten (Chart 3). Dabei lokalisiert sogar der von uns als geldpolitischer Falke eingeschätzte Dimitar Radev, der Notenbankpräsident Bulgariens, den neutralen Zins im Bereich von 2,50%. Für viele Vertreter des Taubenlagers dürfte die Geldpolitik bei einem solchen Zinsniveau bereits moderat restriktiv ausgerichtet sein, und sie dürften die Geldpolitik wohl kaum weiter verschärfen wollen, zumal nach Ansicht einzelner Ratsmitglieder der in den vergangenen Wochen erfolgte Renditeanstieg langfristiger Anleihen bei der Bekämpfung der Inflation hilft.



Chart 3 - Neutraler Zins zwischen 2% und 2,5%

Aussagen von EZB-Ratsmitgliedern zum neutralen Zins seit 2024



Quelle: Commerzbank-Research

Hawkometer: Weiter klare Tauben-Mehrheit im EZB-Rat

Am Ende dürfte sich die Einschätzung der Tauben im EZB-Rat durchsetzen. Denn diese stellen auch nach der Aufnahme Bulgariens in den Euroraum und den Wechseln an der Spitze zahlreicher nationaler Notenbanken die klare Mehrheit im EZB-Rat. Dies zeigt unser überarbeitetes Hawkometer, mit dem wir die EZB-Ratsmitglieder in geldpolitische Falken und Tauben einordnen. Bei diesem haben wir die Methodik auf den neuesten Stand gebracht, indem wir nun ein Large Language Modell (LLM) zur Auswertung der Reden und Kommentare der EZB-Ratsmitglieder nutzen, um größtmögliche Objektivität zu erzielen (siehe **Economic Insight "Hawkometer - KI-Edition"**). Diese Auswertung zeigt, dass derzeit im EZB-Rat 14 Tauben, die tendenziell eine lockere Geldpolitik verfolgen, fünf Falken gegenüberstehen.

Chart 4 - Geldpolitische Tauben im EZB-Rat in der Überzahl

Commerzbank-Einschätzung zur geldpolitischen Grundhaltung der EZB-Ratsmitglieder

	Falken	Moderate Falken	Neutrale	Moderate Tauben	Tauben			
Direktorium	 Schnabel (DE) Executive Board	 Elderson (NL) Executive Board	 Lagarde (FR) Präsidentin	 Vujčić (HR) Vize-Präsident	 Lane (IR) Executive Board	 Cipollone (IT) Executive Board		
Vertreter nationaler Notenbanken	 Radev Bulgaria	 Sleijpen Netherlands	 Wunsch Belgium	 Nagel Germany	 Moulin France	 Makhlouf Ireland	 Panetta Italy	 Stournaras Greece
	 Reinesch Luxembourg	 Kazimír Slovakia	 Santos Pereira Portugal	 Kaasik Estonia	 Dolenc Slovenia	 Escrivá Spain	 Rohn Finland	 Patsalides Cyprus
			 Žigman Croatia	 Kocher Austria	 Kazāks Latvia	 Simkus Lithuania		 Demarco Malta

Quelle: Commerzbank-Research

Zunehmende Rücksicht auf Nöte der Finanzminister?

Zudem dürften viele EZB-Ratsmitglieder die Folgen höherer Zinsen auf die Staatsfinanzen im Auge haben, die derzeit bereits durch steigende Zinsausgaben belastet werden. So zeigt eine Auswertung von **Stefan Gerlach**, dem früheren stellvertretenden Gouverneur der Zentralbank von Irland und Chefökonom der Zentralbank von Hongkong, dass Anfang der 2000er Jahre kein einziger der damals 18 Ratsmitglieder zuvor ein Ministerialamt inne hatte, sich das aber über die Zeit gewandelt hat. Kurz vor dem durch die Corona-Pandemie ausgelösten Inflationsschub 2021 hatten sieben der 25 Ratsmitglieder zuvor Ministerpositionen, darunter Präsidentin Lagarde und der damalige Vize-Präsident de Guindos. Nach unserer Zählung blicken mittlerweile zwölf der 28 Ratsmitglieder auf politische Spitzenämter wie Minister, Staatssekretär oder Kabinettschef in ihrer beruflichen Laufbahn zurück.



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 4/9/2026 07:16 CEST fertiggestellt und am 4/9/2026 07:16 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