Ausblick 2027 – am Scheideweg

Dr. Jörg Krämer AC

Wahlen in Frankreich, der Iran-Krieg, die Finanzierung der künstlichen Intelligenz – im neuen Jahr stehen in vielen Bereichen wichtige Entscheidungen an, die die Wirtschaft prägen werden. Wir skizzieren einen Ausblick für die Konjunktur und die Finanzmärkte. Im kommenden Jahr dürfte die Wirtschaft ähnlich wachsen wie in diesem Jahr, aber 2028 merklich an Schwung verlieren (Deutschland-Prognose 2028: 0,6%). Fed und EZB dürften ihre Leitzinsen bis zum Frühjahr noch zweimal erhöhen, ab 2028 aber wieder senken. Der weltweite Renditeanstieg dürfte bis auf weiteres pausieren.

Das kommende Jahr dürfte ein Jahr der Entscheidungen werden. Die Franzosen wählen einen neuen Präsidenten und entscheiden damit auch über die Art und Weise, wie es mit der französischen Haushaltskrise weitergeht. Darüber hinaus müssen die USA und der Iran entscheiden, ob sie ihren Konflikt beenden. Außerdem müssen sich die Anleger ein Urteil darüber bilden, ob sie den KI-Ausbau weiter finanzieren wollen.

Frankreich: Mit Hilfe der EZB durchmogeln

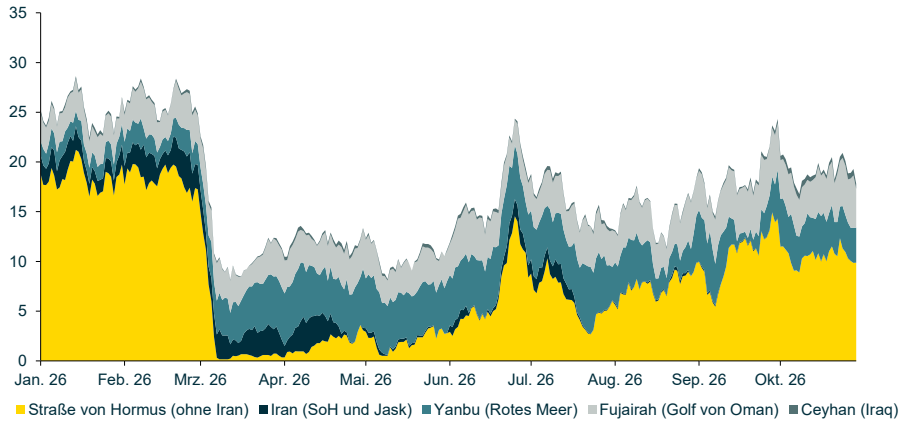
In Frankreich steht am 18. April die erste Runde der Präsidentschaftswahlen an. Laut den Umfragen hat Marine Le Pen die besten Chancen, das Rennen zu gewinnen. Aber selbst, wenn ihre Partei bei den üblicherweise folgenden Parlamentswahlen die absolute Mehrheit gewänne (eher unwahrscheinlich), würde sie wohl nicht den dringend benötigten Abbau des viel zu hohen französischen Haushaltsdefizits einleiten. Hinter ihrem vorgestellten Haushaltsplan stehen zu viele Fragezeichen. So werden sich die französischen Zahlungen an die EU wohl kaum drastisch senken lassen. Vor allem will Le Pen das Renteneintrittsalter wieder auf 62 Jahre senken. All das macht es unwahrscheinlich, dass das viel zu hohe französische Haushaltsdefizit deutlich zurückgeht. Trotzdem rechnen wir nicht mit einer Staatsschuldenkrise wie vor 15 Jahren. Denn im Hintergrund steht die EZB mit ihrem Anleihekaufprogramm TPI bereit. Frankreich wird sich mit Hilfe der EZB durchmogeln, ohne dass das eigentliche Problem damit gelöst wäre.

Iran-Krieg: Schrittweise De-Eskalation und weiter fallende Ölpreise

Entscheidungen sind auch beim Iran-Krieg fällig. Der Charakter dieses Konflikts wurde durch die sogenannten Dark Transits geändert, also durch Öltransporte, die mit abgeschalteten Positionssignalen von der US-Marine durch die Straße von Hormus eskortiert werden. Weil die Ölexporte der Region mittlerweile wieder auf 80% des Vorkriegsniveaus gestiegen sind (Chart 1), haben die USA nun wie der Iran einen langen Atem. Es hat sich ein Patt entwickelt. Wenn der Iran in dieser Situation seine Angriffe reduzierte, könnten die USA ihre Blockade iranischer Häfen lockern. Es käme zu einer schrittweisen De-Eskalation, ohne dass zwischenzeitliche Rückschläge ausgeschlossen wären.

Basierend auf diesem Szenario erwarten wir, dass der Preis für ein Fass Brentöl gegen Ende dieses Jahres auf 85 Dollar und gegen Ende nächsten Jahres auf 65 Dollar fällt. Bei Gas, das unter größeren Zerstörungen der Förderanlagen leidet und weniger von Dark Transits profitiert, rechnen wir mit einem Rückgang des Preises auf 95 Euro je Megawattstunde zum Ende dieses Jahres (bisher: 75) und auf 55 Euro per Ende 2027. Der Gaspreis wird also viel länger als der Ölpreis deutlich über dem Vorkriegsniveau liegen.

Chart 1 - Ölexporte haben sich erholt
Volumen an Rohöl und Ölprodukten, das den Mittleren Osten verlässt; in Mio Barrel pro Tag, 7-Tages-Durchschnitte



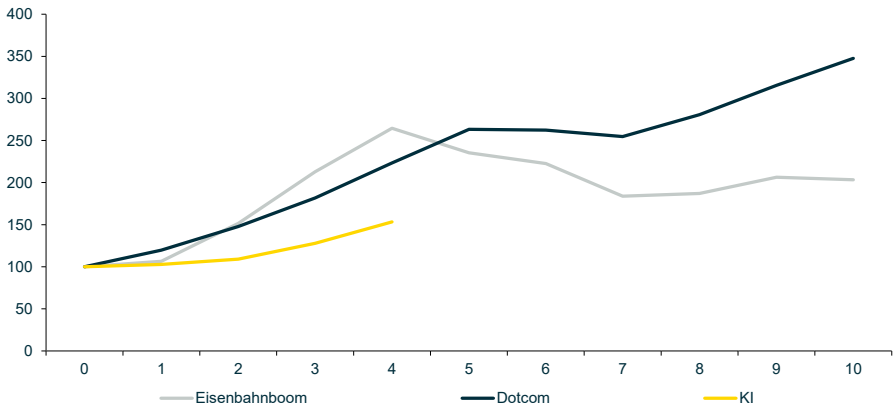
Quelle: Vortexa, Bloomberg, Commerzbank-Research

Anleger dürften KI weiter finanzieren

Anleger werden im kommenden Jahr entscheiden müssen, ob und wie lange sie die massiven Investitionen in KI weiter finanzieren wollen. Natürlich wecken rasante technologische Entwicklungen immer auch Sorgen, zumal diese in der Wirtschaftsgeschichte häufig in Übertreibungen endeten. Aber mit Blick auf die kommenden zwei Jahre sprechen gewichtige Argumente für eine Fortsetzung des KI-Investitionsbooms, der für die US-Konjunktur wichtig ist:

- ***Starke Nachfrage:*** KI bietet den Unternehmen große Möglichkeiten, ihre Produktivität zu erhöhen, auch indem sie ihre Geschäftsprozesse neu um KI herum ausrichten. Dieser Prozess ist in vielen Unternehmen bereits in vollem Gange und benötigt massiv mehr Rechenleistung.
- ***Starke KI-Unternehmen:*** Die US-Hyperscaler sind seit langem etabliert und hochprofitabel – anders als die Neoclouds, die aber nur einen untergeordneten Teil der KI-Investitionen verantworten. Die Hyperscaler haben ihre Gewinne in diesem Jahr wohl um mehr als ein Drittel gesteigert. Bis zuletzt haben sie die Gewinnschätzungen der Analysten in der Regel übertroffen.
- ***Investitionen historisch nicht übertrieben:*** Alleine die großen US-Hyperscaler werden 2026 schätzungsweise 900 Mrd Dollar in KI-Infrastruktur investieren. Das sind gewaltige Zahlen. Aber verglichen mit dem Internet-Boom um die Jahrtausendwende oder mit dem Eisenbahn-Boom im Großbritannien des 19. Jahrhunderts besteht noch deutlich Luft nach oben (Chart 2).
- ***Bewertung angemessen:*** Die sieben großen KI-Unternehmen ("Magnificent Seven") sind mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von rund 23 nicht übertrieben teuer. Es gibt keine Bewertungsblase – anders als vor dem Platzen der Internet-Blase Anfang 2000.
- ***Geopolitische Bedeutung von KI:*** Die neue texanische Gouverneurin hat ein Gesetz gegen den Neubau von Data Centern angekündigt, worauf die Kurse der KI-Aktien deutlich gefallen sind. Aber man sollte nicht übersehen, dass KI eine große Rolle im Systemwettbewerb mit China spielt. Präsident Trump dürfte jede geplante Verschärfung der KI-Regulierung auf Bundesebene mit seinem Veto verhindern. Ansonsten sehen sowohl Republikaner als auch Demokraten in China eine Bedrohung und dürften KI deshalb am Ende – auch aus militärischen Gründen – keine großen Steine in den Weg legen.

Chart 2 - Investitionsbooms: KI und ihre Vorläufer
Investitionen in den Jahren nach Boombeginn, Index = 100 im Ausgangsjahr 0. Eisenbahnboom: reale Invest. in UK ab 1843; Dotcom: Reale Invest. in IT-Ausrüstungen & Software ab 1995; KI: Reale Invest. in IT-Ausrüstungen & Software ab 2022, Jahresdaten



Quelle: BEA, BoE, BIZ, Commerzbank-Research

Die Folgen für die Konjunktur: 2027 weitgehend unveränderte Wachstumsraten, ...

Das kommende Jahr wird durch beträchtliche Risiken geprägt sein. Aber in unserem Hauptszenario gehen wir davon aus, dass die Anleger die KI-Investitionen 2027 weiter finanzieren, eine Staatsschuldenkrise im Euroraum dank der EZB vermieden wird und es im Konflikt zwischen den USA und dem Iran zu einer De-Eskalation mit rückläufigen Energiepreisen kommt. Letztlich rechnen wir nicht damit, dass die Konjunktur von diesen Risiken zum Entgleisen gebracht wird. Allerdings gibt es Argumente für einen leicht nachlassenden Konjunkturschub in den kommenden zwei Jahren:

- Die Hyperscaler werden ihre Investitionen in den kommenden Jahren nach eigenen Angaben nicht wie in diesem Jahr erneut verdoppeln. Der Wachstumsbeitrag der KI-Investitionen – im ablaufenden Jahr schätzungsweise 0,5 Prozentpunkte – lässt besonders 2028 nach.
- Die Finanzierungsbedingungen in den USA und im Euroraum sind wegen der Leitzinserhöhungen und des Renditeanstiegs nicht mehr ganz so günstig wie im ablaufenden Jahr. Der entsprechende Indikator der US-Notenbank hat bereits nach unten gedreht (Chart 3). Gleiches gilt für ähnliche Indikatoren für den Euroraum.
- Der Impuls von der Finanzpolitik lässt nach, da das US-Haushaltsdefizit 2027 nicht weiter steigen wird und im Euroraum die Mittelvergabe durch den Corona-Wiederaufbaufonds bereits Ende dieses Jahres ausgelaufen ist.

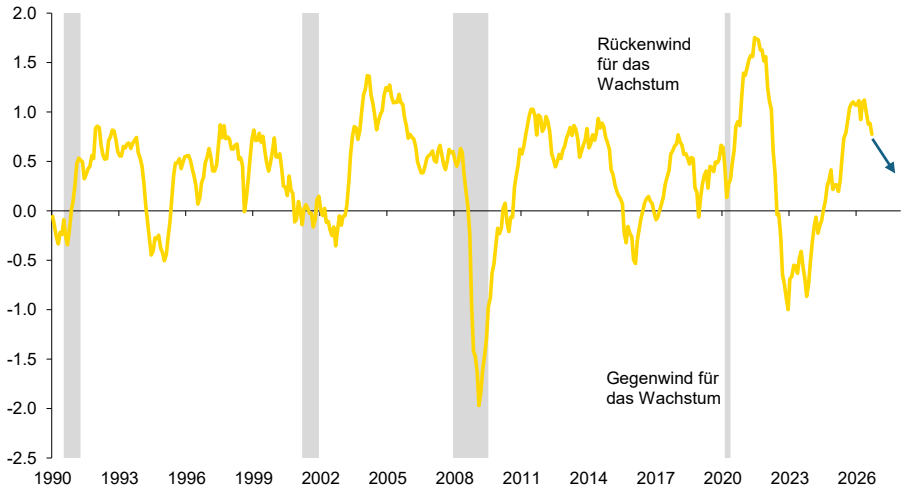
Diesen nachlassenden Konjunkturimpulsen steht jedoch der von uns erwartete Rückgang der Energiepreise gegenüber. In der Summe lassen die Konjunkturimpulse im kommenden Jahr kaum nach. Deshalb prognostizieren wir für 2027 auch weitgehend unveränderte Wachstumsraten. Für die USA erwarten wir für 2027 ein Plus von 2,3% (nach 2,4% im Jahr 2026), für den Euroraum rechnen wir unverändert mit 1,1%. In Deutschland sollte das Wachstum leicht von 1,3% (2026) auf 1,2% sinken.

... aber 2028 etwas weniger Wachstum

Im Jahr 2028 werden die Konjunkturimpulse in der Summe deutlicher nachlassen, und zwar vor allem von Seiten der KI-Investitionen, wobei die gesunkenen Energiepreise dann weniger entlasten werden. Entsprechend dürfte das US-Wachstum 2028 von 2,3% auf 1,9% nachlassen und das im Euroraum von 1,1% auf 0,8%.

In Deutschland sollte das Wachstum 2028 auch wegen eines auslaufenden Fiskalimpulses von 1,2% (2027) auf 0,6% sinken, wobei aber 0,4 Prozentpunkte des Rückgangs darauf zurückgehen, dass es 2028 deutlich weniger Arbeitstage als 2027 geben wird. Ansonsten leidet die Erholung in Deutschland darunter, dass die Ausrüstungsinvestitionen der Unternehmen bis zuletzt tendenziell gefallen sind und in Zukunft nur unwesentlich zulegen dürften. Das liegt vor allem daran, dass die Bundesregierung in der Wirtschaftspolitik zerstritten ist. Sie kann sich nicht auf die notwendigen Reformen verständigen, die notwendig sind, um die ramponierte Standortqualität durchgreifend zu verbessern.

Chart 3 - Rückenwind von den Finanzierungsbedingungen lässt nach
Financial Conditions Impulse on Growth (FCI-G), Beitrag zum Wachstum des US-Bruttoinlandsproduktes über das nächste Jahr in Prozentpunkten. Rezessionen schattiert



Quelle: Fed, Commerzbank-Research

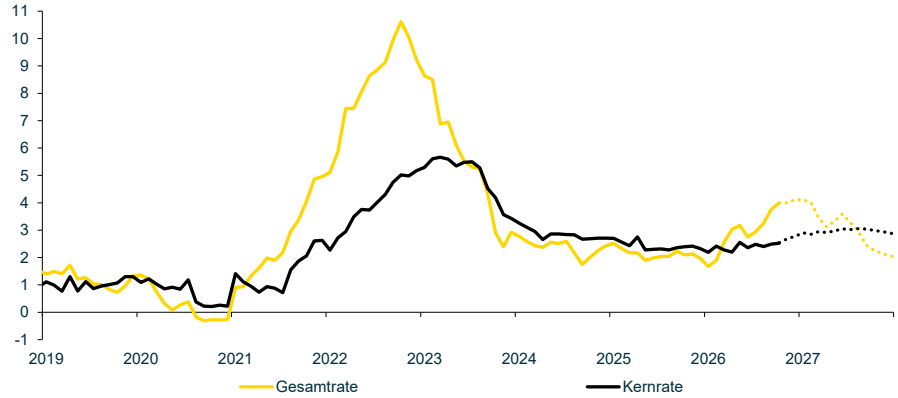
Inflation sinkt, aber zumindest im Euroraum langsamer als gedacht

Die Inflation dürfte in den USA und im Euroraum im Oktober vermutlich den Höhepunkt erreicht haben. Die zuletzt massiv gesunkenen Energiepreise sprechen für die kommenden Monate ebenso für einen Rückgang wie der Basiseffekt, der im März 2027 ein Jahr nach Beginn des Iran-Kriegs einsetzen sollte.

Allerdings dürfte der Rückgang der Inflation vor allem im Euroraum durch sogenannte indirekte Effekte verlangsamt werden, also dadurch, dass Unternehmen die gestiegenen Energiekosten, vor allem bei Gas, mit einer zeitlichen Verzögerung auf die Preise anderer Güter und Dienstleistungen aufschlagen. Unser auf maschinelles Lernen basierendes Inflationsmodell für den Euroraum erwartet, dass die Kerninflation (ohne Energie, Nahrungs- und Genussmittel) von zuletzt 2,5% bis Herbst nächsten Jahres auf gut 3% steigen wird. Wir haben unsere Inflationsprognose deutlich erhöht und erwarten jetzt für das erste Quartal immer noch eine Inflationsrate von fast 4% (bisher 3,4%). Für das gesamte Jahr 2027 erwarten wir eine Teuerungsrate von 3,1% (Chart 4).

Rascher sinken dürfte die Inflation in den USA. Das liegt vor allem am Gaspreis, der in den USA bei weitem nicht so stark gestiegen ist wie im Euroraum und daher weniger indirekte Inflationseffekte auslösen dürfte. Für den Durchschnitt von 2027 prognostizieren wir eine Inflationsrate von 2,8%.

Chart 4 - Unterliegender Inflationsdruck bleibt hoch, auch wenn Gesamtrate sinkt
Euroraum, Verbraucherpreisindex insgesamt und ohne Energie, Nahrungs- und Genussmittel, Veränderung gegen Vorjahr in %, Prognosen gestrichelt



Quelle: Eurostat, Bloomberg, Commerzbank-Research

Fed & EZB: Noch zwei weitere Zinserhöhungen

Was die Zentralbanken anbelangt, so erwarten wir für die USA nicht mehr nur eine Zinserhöhung im Dezember (Obergrenze des Zielkorridors von 4,0% auf 4,25%), sondern einen weiteren Schritt im März. Die unerwartet hoch ausgefallene Oktober-Inflation bedeutet, dass der Trend bei der Kerninflation wieder nach oben zeigt. Daraufhin hatten einige Fed-Vertreter ein entschiedeneres Vorgehen gegen die Inflation ins Gespräch gebracht.

Auch im Euroraum rechnen wir nach einer Zinserhöhung im Dezember nun ebenfalls für den März mit einem weiteren Schritt. Bis dahin dürfte die Inflation nicht zuletzt wegen der Folgewirkung des sehr hohen Gaspreises kaum gesunken sein, und die Kerninflation dürfte noch steigen. In diesem Umfeld würde der neue EZB-Präsident – wahrscheinlich der Spanier Pablo Hernández de Cos – den Zinserhöhungsprozess wohl nicht stoppen, auch um eine Reputation als Inflationsbekämpfer aufzubauen. Hinter dieser Prognose steht natürlich die Annahme, dass es in Frankreich nicht zu einer Staatsschuldenkrise kommt.

Im Frühjahr 2028 wird die EZB ihre Leitzinsen wohl wieder senken, weil die Inflation bis dahin klar nach unten weisen sollte. Das gilt ab dem zweiten Quartal auch für die US-Notenbank.

Finanzmärkte: Anstieg der Anleiherenditen pausiert, ...

Im ablaufenden Jahr sind die Renditen in den meisten westlichen Staatsanleihenmärkten deutlich gestiegen – vor allem weil die Inflation wegen des Iran-Kriegs zugenommen hat, die Anleger ihre Leitzinserwartungen nach oben revidiert haben und die Staaten und KI-Unternehmen ungewöhnlich viele Mittel aufnahmen. Dagegen dürften sich die Anleiherenditen im kommenden Jahr eher unter Schwankungen seitwärts bewegen. Zwar sprechen die hohen Haushaltsdefizite und der Kapitalbedarf der Hyperscaler für sich genommen für steigende Anleiherenditen. Aber letztlich dürften die Inflationsraten wegen der von uns unterstellten De-Eskalation im Iran-Konflikt und den weiter rückläufigen Energiepreisen sinken, auch wenn dieser Prozess im Euroraum langsamer verlaufen wird als in den USA. Darüber hinaus dürften sowohl die Fed als auch die EZB ihren Zinserhöhungsprozess im Frühjahr beenden. Außerdem wird sich wohl gegen Ende des Jahres 2027 eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums abzeichnen. Alles in allem dürften sich die Argumente für fallende und steigende Anleiherendite 2027 mehr oder weniger die Waage halten. Der Trend hin zu höheren Anleiherenditen sollte bis auf Weiteres pausieren.

... EUR-USD leidet unter Frankreichs Haushaltskrise, ...

Wir hatten lange einen schwächeren Dollar prognostiziert, weil Donald Trump die Unabhängigkeit der US-Notenbank schwächt. Aber nach dem überraschend deutlichen Wahlsieg der Demokraten ist Trump eine lahme Ente. Er wird im Senat nicht mehr ihm genehme Kandidaten für den Vorstand der US-Notenbank durchsetzen können. Auch dürfte die Fed weniger Angst vor einem Konflikt mit einem politisch schwachen Trump haben. Damit geht nur noch von der hohen Staatsverschuldung Druck auf die Unabhängigkeit der Fed aus. Das gilt aber auch für die EZB, wobei ihre Unabhängigkeit durch die Haushaltskrise in Frankreich und die Konstruktionsmängel der Währungsunion (fehlende politische Union) im Zweifel stärker leidet. Alles in allem erwarten wir deshalb für 2027 einen moderaten Rückgang von EUR-USD (Prognose Ende 2027: 1,08).

... und die Aktienmärkte könnten im Ausmaß der Gewinnsteigerungen zulegen

Im zu Ende gehenden Jahr sind die Aktienkurse vor allem in den USA bei weitem nicht so stark gestiegen wie die Unternehmensgewinne. So liegt der S&P 500 seit Jahresanfang rund 10% im Plus, während die Unternehmen ihre Gewinne wohl um mehr als 30% steigern

werden. Der entsprechende Rückgang des Kurs-Gewinn-Verhältnisses lag vor allem an den deutlich gestiegenen Anleiherenditen. Für das kommende Jahr erwarten wir jedoch keinen deutlichen Anstieg der Renditen. Entsprechend dürfte der Gegenwind von dieser Seite spürbar nachlassen. In diesem Umfeld sehen wir gute Chancen, dass die Aktienkurse in etwa im Ausmaß der Unternehmensgewinne zulegen werden. Weltweit halten wir 2027 ein Gewinnwachstum von 8% bis 10% für wahrscheinlich. Die im DAX enthaltenen Unternehmen dürften ihre Gewinne um 6% bis 8% steigern.

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 13/11/2026 09:51 MEZ fertiggestellt und am 13/11/2026 09:51 MEZ verbreitet wurde.

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

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

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

Mögliche Interessenkonflikte

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

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

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

Disclaimer

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

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind öffentliche Daten und stammen aus Quellen, die von der Commerzbank als zuverlässig und korrekt erachtet werden. Die Commerzbank übernimmt keine Garantie oder Gewährleistung im Hinblick auf Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck. Die Commerzbank hat keine unabhängige Überprüfung oder Due Diligence öffentlich verfügbarer Informationen im Hinblick auf einen unverbundenen Referenzwert oder -index durchgeführt. Alle Meinungsaussagen 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.

Nutzung von Künstlicher Intelligenz

Dieses Research-Material darf ohne vorherige Genehmigung durch Commerzbank Research weder in ein System der Künstlichen Intelligenz (KI) oder einen KI-gestützten Dienst hochgeladen noch damit verarbeitet, analysiert oder diesem anderweitig zur Verfügung gestellt werden.

Die Genehmigung muss vorab über **research-servicedesk@commerzbank.com** eingeholt werden. 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 Prospektpflicht 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 hierein 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 berechtigte 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 26.05

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