



Japan – was der Renditeanstieg bedeutet

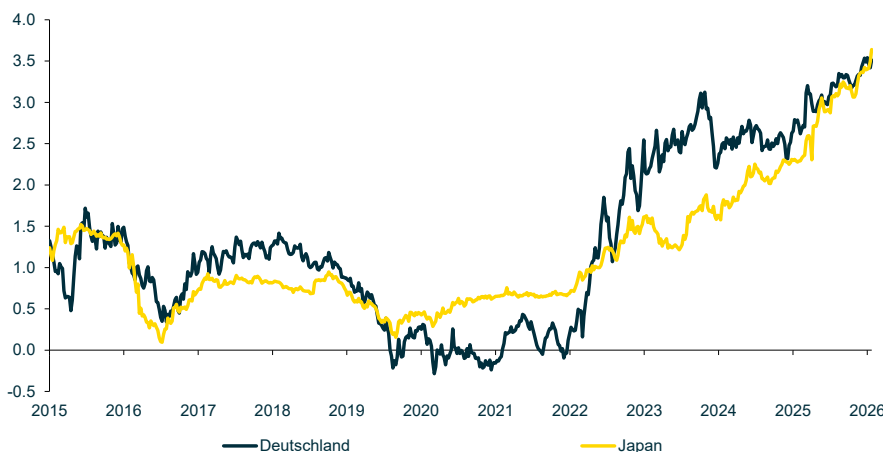
Die langfristigen Zinsen in Japan sind massiv gestiegen. Was ist da los? Bedroht der Zinsanstieg die Tragfähigkeit der Schulden? Drohen Verwerfungen an den globalen Finanzmärkten?

Bernd Weidensteiner^{AC}
Dr. Christoph Balz^{AC}

Renditen deutlich höher und Yen schwächer, ...

Die japanischen Finanzmärkte hatten einen bewegten Auftakt ins neue Jahr. Die Zinsen 30jähriger Staatsanleihen schossen in der Woche bis zum 20. Januar um fast 40 Basispunkte in die Höhe, ehe sich der Markt wieder beruhigte. Gegenwärtig rentieren diese Papiere sogar etwas höher als ihre deutschen Pendanten (Chart 1). Auch der Yen stand lange Zeit unter Druck, bis er sich zuletzt aufgrund von Interventionsgerüchten stabilisierte. Was steckt hinter diesen heftigen Marktbewegungen?

Chart 1 - Langfristige Zinsen in Japan sind jetzt sogar etwas höher als in Deutschland
Rendite 30jähriger japanischer und deutscher Staatsanleihen, Wochendaten in %



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

... weil Inflation zurückgekehrt ist ...

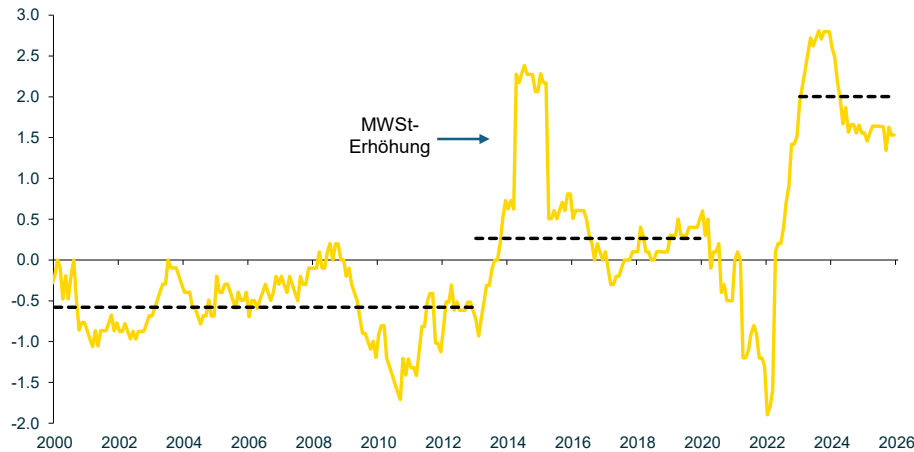
Die Stärke des jüngsten Anstiegs der Renditen war zwar außergewöhnlich, neu ist die Aufwärtsbewegung aber nicht. Vielmehr zeigt der Renditetrend bereits seit mehreren Jahren nach oben. Der Grund hierfür ist wohl in der Rückkehr der Inflation zu suchen. So war Japan lange Jahre für viele das Musterbeispiel für eine in einer Deflation gefangenen Wirtschaft. So bewegte sich die Inflationsrate ohne Nahrung und Energie in den ersten 13 Jahren dieses Jahrtausends fast ausschließlich im negativen Bereich und betrug durchschnittlich -0,5% pro Jahr (Chart 2). Zwei wirtschaftspolitische Schocks haben diese Phase beendet:

- Im Jahr 2013 leitete der damalige Premierminister Abe einen drastischen Kurswechsel in der Wirtschaftspolitik ein, um den Rückgang der Verbraucherpreise zu stoppen. Dabei setzte er insbesondere auf eine aggressive Geldpolitik, während das Haushaltsdefizit unter seiner Ägide sogar eher sank. Die Bank von Japan (BoJ) hielt die Leitzinsen bis 2024 nahe null. Vor allem aber kaufte sie große Mengen an Staatsanleihen, deren Wert etwa 100% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) entsprach, womit diese Käufe ungleich umfangreicher waren als die in den USA oder im Euroraum. Die verfestigten Inflationserwartungen begannen sich zu ändern. Die Löhne, die seit der Jahrtausendwende um etwa 0,7% pro Jahr gefallen waren, legten wieder leicht zu. Die Inflationsrate war von 2013 bis Ende 2019 leicht positiv, auch wenn man sie um die Effekte der deutlichen Mehrwertsteueranhebung im Jahr 2014 bereinigt. .
- Auf die Corona-Pandemie und die sich daraus ergebenden Belastungen der Wirtschaft reagierte der japanische Staat mit einer äußerst expansiven Finanzpolitik, durch die das Primärdefizit – also der Haushaltssaldo ohne die auf die bestehende Staatsschuld zu zahlenden Zinsen – von etwa 3% auf rund 9% des Bruttoinlandsprodukts nach oben sprang. Hinzu kam eine expansive Geldpolitik. Weil die so angefachte gesamtwirtschaftliche Nachfrage auf ein Corona bedingt geschrumpftes Angebot an Gütern und Dienstleistungen traf, kletterte die Kernteuerungsrate bis Ende 2024 auf fast 3% und pendelte sich danach bei rund 1,5% ein. [1]



Chart 2 - Inflation ist jetzt stabil positiv

Verbraucherpreisindex ohne Nahrung und Energie, Veränderung gg. Vorjahr in %, Monatsdaten. Gestrichelte Linien: Durchschnitte der entsprechenden Perioden, wobei 2013-19 um Effekte der MWSt-Erhöhung bereinigt wurden



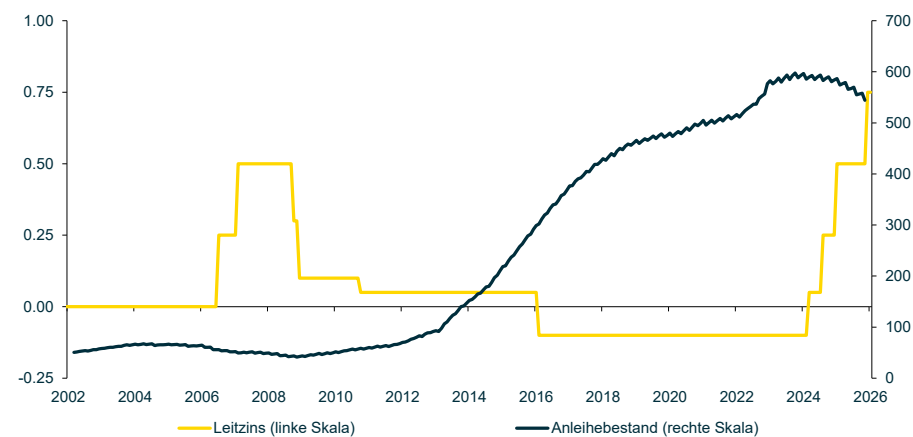
Quelle: S&P Global, Commerzbank-Research

... die Geldpolitik normalisiert wurde, ...

Dieser Normalisierung der Inflation folgte eine Normalisierung der Geldpolitik. So hat die Bank of Japan (BoJ) den Leitzins von -0,1% auf zuletzt 0,75% angehoben und weitere Schritte in Aussicht gestellt. Zudem hat sie den Kauf von Staatsanleihen deutlich verringert, weshalb das enorme Staatsanleihenportfolio der Notenbank in den letzten Monaten wegen der Fälligkeit von Anleihen geschrumpft ist (Chart 3). Schließlich hat sie den Anstieg der Renditen nicht mehr durch Käufe verhindert.

Chart 3 - Die Bank von Japan normalisiert ihre Geldpolitik

Leitzins in % und Bestand der BoJ an japanischen Staatsanleihen in Billionen Yen, Monatsdaten



Quelle: BoJ, Commerzbank-Research

... und jetzt auch noch deutlich höhere Budgetdefizite drohen

Die wieder steigenden Preise und die daher höheren Inflationserwartungen sowie der Kurswechsel der Geldpolitik haben die Anleiherenditen in den letzten Jahren merklich steigen lassen. Der jüngste Renditesprung wurde allerdings durch eine sich abzeichnende Wende in der Fiskalpolitik ausgelöst. Denn während das Primärdefizit in den vergangenen Jahren merklich gefallen ist und sich zuletzt der Nulllinie genähert hat, droht nun wieder eine deutliche Verschlechterung der Haushaltslage. Die neue Premierministerin Takaichi hat Steuersenkungen und höhere Staatsausgaben, nicht zuletzt für Verteidigung, angekündigt. So will sie beispielsweise die Mehrwertsteuer auf Nahrungsmittel aussetzen.

An den Finanzmärkten ist dies auf große Skepsis gestoßen. Eine Erhöhung der Defizite zur falschen Zeit ist problematisch. Dies musste schon die kurzzeitige britische Premierministerin Liz Truss erfahren, die 2022 über ihre Pläne für Steuersenkungen stolperte und nicht zuletzt unter dem Eindruck steigender Renditen rasch ihr Amt aufgeben musste. Im Endeffekt zeigt der jüngste Anstieg der Renditen somit, dass der japanische Anleihemarkt längst nicht mehr von einer landesspezifischen Sondersituation geprägt ist, sondern sich jetzt recht normal verhält.



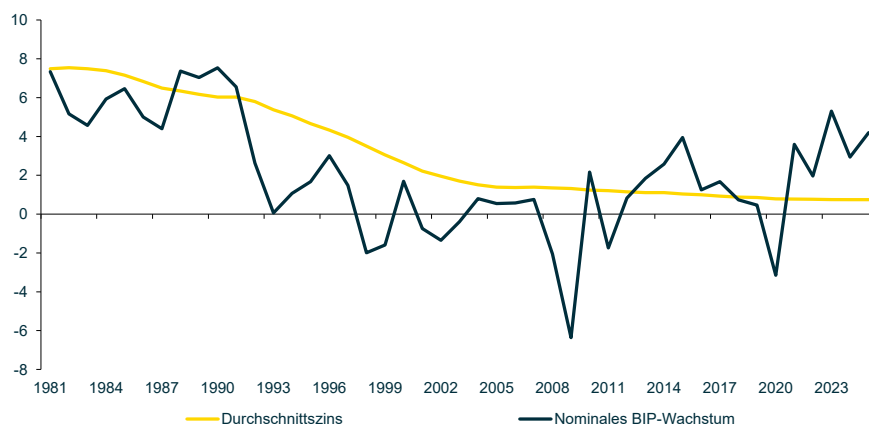
Kann sich Japan "normale" Zinsen überhaupt leisten?

Auch nach dem jüngsten Anstieg sind die japanischen Renditen noch nicht extrem, jedenfalls im internationalen Vergleich. Beunruhigend ist aber das Tempo dieses jüngsten Anstiegs. Schließlich trägt Japan seit geraumer Zeit eine enorme Schuldenlast. Zwar liegt die Staatsschuldenquote – also das Verhältnis zwischen Staatsschulden und Bruttoinlandsprodukt – nicht mehr wie 2020 bei mehr als 250%. Mit etwa 210% ist sie aber immer noch mit Abstand die höchste unter den Industrieländern [2].

Allerdings dürfte die Zinslast für den japanischen Staat nur langsam steigen. Denn die höheren Zinsen sind nur für neu aufgenommene Schulden zu zahlen, mit denen das Budgetdefizit und die Rückzahlung auslaufender Anleihen finanziert wird. Folglich dürfte der durchschnittliche Zinssatz auf die ausstehenden Staatsanleihen, der infolge der langen Niedrigzinsphase aktuell noch unter 1% liegt, nur langsam steigen. Damit dürfte der durchschnittliche Zins auch in den kommenden Jahren niedriger sein als die Zuwachsrate des nominalen Bruttoinlandsproduktes, sodass selbst bei dem von der Regierung geplanten höheren Primärdefizit die Schuldenquote wohl vorerst weiter fallen wird.

Chart 4 - Nominales BIP-Wachstum derzeit deutlich höher als Durchschnittszins

Veränderung des nominalen Bruttoinlandsprodukts gegen Vorjahr, durchschnittlicher Zins jap. Staatsanleihen; jeweils in %



Quelle: S&P Global, Japan Ministry of Finance, Commerzbank-Research

Warum eine Staatsschuldenkrise zwar unwahrscheinlich ist ...

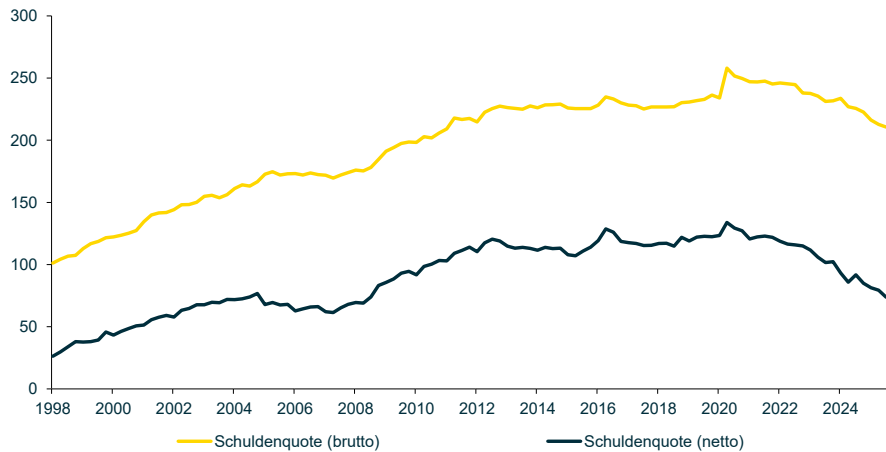
Aber selbst wenn der Durchschnittszins auf die Staatsschuld längerfristig über die nominale Wachstumsrate steigen sollte und damit wieder ein Anstieg der Schuldenquote drohen würde, sprechen einige Faktoren gegen eine Staatsschuldenkrise in Japan:

- Japan ist kaum in fremder Währung verschuldet, und Ausländer halten nur 12% der JGBs. Ein etwaiger ausländischer Käuferstreik würde für sich genommen keine Staatsschuldenkrise auslösen. Und ein in inländischer Währung verschuldeter Staat kann dank seiner Notenbank, die im Krisenfall jederzeit die Bedienung der Staatsschulden sicherstellen kann, Zahlungsausfälle verhindern. Japan hat zudem eine überschüssige Leistungsbilanz, es ist gegenüber dem Rest der Welt ein Netto-Gläubiger.
- Schließlich verfügt der japanische Staat über hohe Vermögenswerte, die von dem riesigen staatlichen Pensionsfonds und der Zentralbank gehalten werden. Aktuell beläuft sich das Finanzvermögen des Gesamtstaates auf über 135% des BIP. Dieses etwa in ausländischen Aktien gebundene Kapital ist zwar in einer Krise kaum zu mobilisieren. Aber bei einem internationalen Vergleich der Staatsfinanzen mit Ländern, wo öffentlichen Pensionsverpflichtungen kaum Vermögenswerte gegenüberstehen, sollten sie berücksichtigt werden. So betragen die Netto-Schulden des japanischen Staates (also die Finanzverbindlichkeiten abzüglich des Finanzvermögens) aktuell 74% des BIP und sind damit niedriger als die Netto-Schulden etwa der USA (ungefähr 100% des BIP).



Chart 5 - Japan - hohen Staatsschulden steht viel Vermögen gegenüber

Staatsschulden in % des Bruttoinlandsprodukts, brutto und netto (abzüglich des staatlichen Finanzvermögens), Quartalsdaten



Quelle: BoJ Flow of Funds, Commerzbank-Research

... auch wenn man einige Risiken nicht ignorieren sollte

Damit deuten die Fundamentaldaten Japans derzeit nicht auf eine bevorstehende Krise. Auch sollten die Politiker aus der Liz-Truss-Episode gelernt haben und bei entsprechenden Marktsignalen vor einer unverantwortlichen Finanzpolitik zurückschrecken. Es bleiben aber genügend Risiken. So lässt sich kaum vorhersagen, an welchem Punkt genau Anleiheinvestoren "kalte Füße" bekommen könnten. Auch würde ein neuerlicher schwerer Konjunkturreinbruch sämtliche Finanzplanungen über den Haufen werfen und die Haushaltslöcher erheblich vergrößern.

In den letzten Jahren profitierte der japanische Staat auch davon, billig aufgenommene Mittel in hochrentierliche langfristigen Anlagen wie etwa Aktien im Inland und im Ausland zu investieren. Laut Forschern der St. Louis Fed hat dies den japanischen Staatsfinanzen erheblich geholfen. In einer **Analyse** weisen sie aber auf erhebliche Laufzeiten- und Währungsrisiken hin. Hinzu kommen die gerade in Japan erheblichen Herausforderungen aus der Alterung der Gesellschaft.

Was heißt das für den Rest der Welt?

Auch wenn die Renditen von japanischen Staatspapieren nicht außer Kontrolle geraten, könnten die höheren Niveaus auch am langen Ende anderer Anleihemärkte für höhere Renditen sorgen. So sind Japaner mit einem Gesamtvolumen von 1,2 Bio US-Dollar die größten Investoren von US-Staatsanleihen, und auch auf dem europäischen Markt sind sie stark vertreten. Ihr größtes Engagement in Europa haben sie in Frankreich, wo sie Staatsanleihen im Wert von rund 140 Mrd Euro halten. Neben der Repatriierung japanischer Bestände steigen auch die Risiken von Ansteckungseffekten, da internationale Anleger ihr Engagement in Japan weiter erhöhen könnten.

Darüber hinaus bietet der "Fall Japan" auch einige wirtschaftspolitische Lehren. So galt die japanische Wirtschaft als Musterbeispiel von Nullinflation und Nullzinsen, weil diese Phänomene sich dort über Jahrzehnte verfestigt hatten. Aber auch solche scheinbar unerschütterlichen Gleichgewichte können durch große Schocks wie die Pandemie beendet werden.

Gleichzeitig zeigt Japan, dass die leichte Deflation nur ein Symptom der Wirtschaftsschwäche war und nicht – wie von manchen Ökonomen behauptet – die Ursache. So expandierte die japanische Wirtschaft von 2012 bis 2019, einem Zeitraum mit kaum steigenden Preisen, im Durchschnitt um 0,9% pro Jahr. In den letzten drei Jahren legte die Wirtschaft bei wieder kräftig steigenden Preisen aber nur 0,6% pro Jahr zu. Eine "Deflationsfalle" ist für die reale Wirtschaft also längst nicht so problematisch, wie dies von manchen Ökonomen dargestellt wird.

Das Beispiel Japan zeigt aber auch, dass eine Konsolidierung der Staatsfinanzen in einer deflationären Phase, die von einem stagnierenden nominalen BIP begleitet wird, kaum möglich ist. Dies erklärt die langjährigen Versuche des Landes, aus dieser fiskalischen Falle auszubrechen.

Die Erfahrungen aus Japan bestätigen somit auch die Entscheidung der EZB für ein **symmetrisches** Inflationsziel von 2%. Denn aus einem langjährigen Unterschreiten des Ziels ergeben sich keine deutlich größeren Gefahren als aus einem dauernden Überschreiten des Ziels.

Yen: Realzins und politische Risiken belasten

In den vergangenen Monaten stand der japanische Yen (JPY) trotz des deutlichen nominalen Zinsanstiegs stark unter Druck. Zuletzt drohte der Wechselkurs USD-JPY wieder über die 160 zu steigen, obwohl der US-Dollar sich ebenfalls schwach zeigte.



Ein Grund hierfür dürfte sein, dass die realen Zinsen in Japan wegen der anziehenden Inflation weniger stark gestiegen sind als in anderen Regionen. Der reale Leitzins (Leitzins abzgl. Inflation) war sogar über eine längere Zeit niedriger als selbst zur Zeit der negativen nominalen Leitzinsen. Erst in den letzten Monaten hat eine Abschwächung der Inflation den realen Leitzins steigen lassen, der aber noch immer niedriger ist als in den anderen G-10 Ländern.

Zudem haben in den letzten Monaten politische Risiken den japanischen Yen belastet. So hat der Markt nervös darauf reagiert, dass die neue Premierministerin Takaichi eine sehr expansive Finanzpolitik und ein Ende der, wie sie es nannte, "exzessiven Austerität" der letzten Jahre angekündigt hat, und dies bei der – wie oben beschrieben – hohen Brutto-Verschuldung des japanischen Staats. Bei den am 8. Februar anstehenden Neuwahlen könnten Takaichis Liberaldemokraten zulegen, sodass die Ministerpräsidentin ihre Vorstellungen besser durchsetzen könnte. Viele am Markt erwarten dann eine spürbar expansivere Finanzpolitik.

Tatsächlich könnte ein sehr starkes Abschneiden der Liberaldemokraten den Yen belasten. Wir halten es aber für wahrscheinlicher, dass geringere politische Risiken und der zuletzt gestiegene Realzins den Yen in diesem Jahr aufwerten lassen werden.

[1] Der zwischenzeitliche Rückgang der Preise in den Jahren 2021/22 war teilweise einem Sondereffekt geschuldet, nämlich der von der Regierung angeregten kräftigen Senkung von Telekommunikationsgebühren. ([zurück zum Text](#))

[2] Wir verwenden zur Errechnung der Schuldenquote die Daten aus den japanischen Flow of Funds, die von der Bank von Japan zur Verfügung gestellt werden. ([zurück zum Text](#))



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

Dr. Jörg Krüger
Chefvolkswirt
+49 69 136 23650

Economic Research

Dr. Jörg Krüger (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 Siemsen
 +49 69 9353 45619

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

Marco Stöckle
 (Leiter Credit)
 +49 69 9353 45620

FX & Commodities 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 Auszug)

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.



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 30/1/2026 07:10 MEZ fertiggestellt und am 30/1/2026 07:10 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 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 26.01

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