



Bringt KI die New Economy zurück?

Der designierte Chef der US-Notenbank Kevin Warsh erwartet, dass Künstliche Intelligenz die Inflation dämpfen und das Wachstum antreiben wird, ähnlich wie es die Informationstechnologie in den Jahren um die Jahrtausendwende getan hat. Mit dieser Hoffnungen auf eine Wiederkehr der New Economy will er in der Fed deutliche Zinssenkungen durchsetzen. Wir schätzen die Bedeutung von KI für die US-Wirtschaft und vergleichen die aktuelle Situation mit damals.

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

Kevin Warsh wettet auf segensreiche Wirkung von High Tech

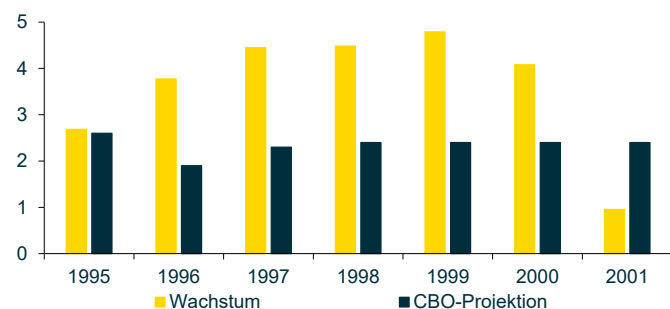
Donald Trump hat klargemacht, dass er vom designierten Notenbank-Chef Kevin Warsh deutliche Zinssenkungen erwartet, sobald dieser im Mai das Ruder bei der Fed übernimmt. Hierfür seriöse Gründe zu finden, ist angesichts einer Inflationsrate von etwa 3% und einer relativ niedrigen Arbeitslosenquote allerdings nicht einfach. Warsh wird wohl den zunehmenden Einfluss künstlicher Intelligenz (KI) auf die US-Wirtschaft als hauptsächliches Argument nutzen. In einem Meinungsartikel im Wall Street Journal im November schrieb Warsh: *"KI wird eine bedeutende deflationäre Kraft sein, die die Produktivität steigert und die Wettbewerbsfähigkeit der USA stärkt."*

New Economy als Vorbild

Offensichtlich setzt Warsh darauf, dass KI eine ähnliche Wirkung hat wie die Fortschritte der Informationstechnologie um die Jahrtausendwende. Damals ist die US-Wirtschaft auch wegen eines massiven Anstiegs der Produktivität deutlich stärker gewachsen als dies zuvor allgemein erwartet wurde. In der im Sommer 1995 veröffentlichten wirtschaftlichen Projektion des Rechnungshofes des Kongresses (CBO) wurde für die folgenden fünf Jahre ein reales Wirtschaftswachstum von durchschnittlich 2,3% und eine Inflationsrate von 3,3% unterstellt. Tatsächlich lag das Wachstum um volle zwei Prozentpunkte höher bei 4,3% pro Jahr (Chart 1). Die Inflationsrate fiel dagegen mit 2,5% deutlich niedriger aus als erwartet (Chart 2).

Chart 1 - Wachstum unterschätzt...

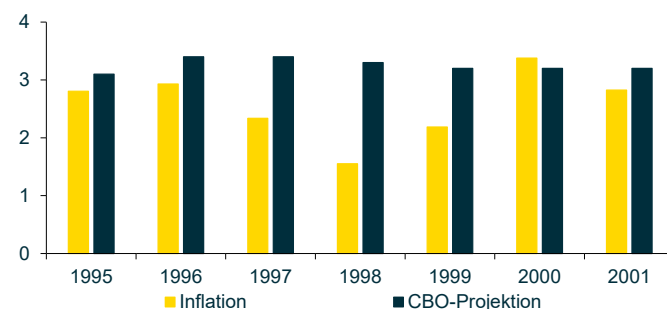
Reales BIP, Änderung gg. Vorjahr in %: Ist-Werte und Projektion des CBO vom Aug. 1995



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

Chart 2 - ... Inflation überschätzt

Verbraucherpreisindex, Änderung gg. Vorjahr in %: Ist und CBP-Projektion vom Aug. 1995



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

Auch jetzt schießen High-Tech-Investitionen nach oben, ...

Zwischen damals und heute gibt es offensichtliche Parallelen. So sind die Investitionen in den High-Tech-Bereich im letzten Jahr deutlich gestiegen, vor allem in die Infrastruktur der KI. Die Investitionen in Informationstechnologie und Software lagen im vierten Quartal preisbereinigt um fast 20% über dem Vorjahresniveau und befanden sich gemessen am Bruttoinlandsprodukt sogar auf einem etwas höherem Niveau als am Höhepunkt des IT-Booms um die Jahrtausendwende (Titelchart). Berücksichtigt man die Forschungsinvestitionen sowie die Bauausgaben für Rechenzentren, so haben High-Tech-Investitionen das Wirtschaftswachstum 2025 um rund 1 Prozentpunkt angeschoben.

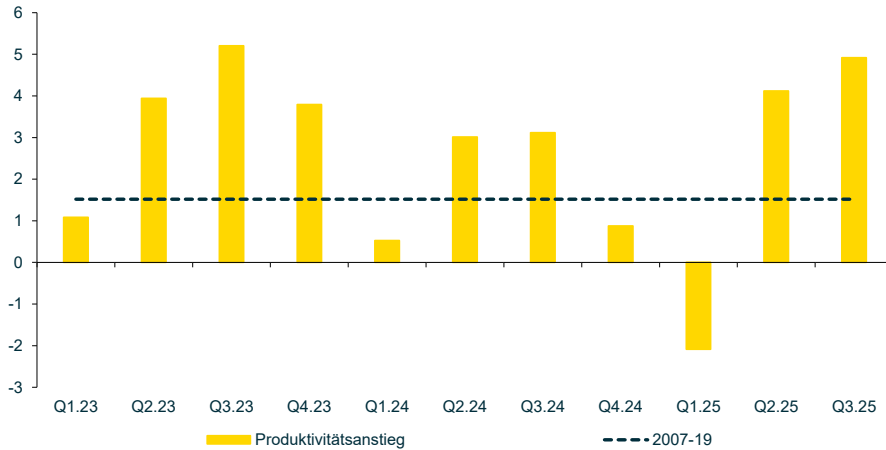
... aber der Produktivitätsanstieg hinkt bisher hinterher, ...

Ein dadurch ausgelöster Produktivitätsschub lässt aber noch auf sich warten. Zwar hat sich die Produktivität in den letzten Quartalen stark verbessert, Die Vorquartalsraten bei der Arbeitsproduktivität lagen zuletzt im Bereich von annualisiert 4% (Chart 3; die Zahlen zum Q4 werden kommende Woche veröffentlicht). Hier bereits von einem Trend zu sprechen, erscheint allerdings verfrüht. Denn es hat in den letzten Jahren immer wieder Phasen mit vorübergehend hoher Produktivitätsentwicklung gegeben, beispielsweise 2023. Man kann daher noch nicht sicher sagen, dass die Produktivität jetzt dauerhaft – oder zumindest für längere Zeit – rascher wächst als die vor der Corona-Krise erzielten rund 1,5% pro Jahr.



Chart 3 - Setzt sich der zuletzt kräftige Produktivitätsanstieg fort?

Veränderung der Arbeitsproduktivität in % gg. Vorquartal (auf Jahresrate hochgerechnet). Durchschnittliche Produktivitätsänderung 2007-19, Quartalsdaten



Quelle: BLS, Commerzbank-Research

... was jedoch nicht ungewöhnlich ist

Allerdings ist es keineswegs ungewöhnlich, dass sich eine grundlegende technische Innovation erst mit Verzögerung in den gesamtwirtschaftlichen Statistiken bemerkbar macht. Der eigentliche Start der KI liegt mit der Veröffentlichung des ersten breit nutzbaren KI-Chatbots im Jahr 2022 ja erst wenige Jahre zurück. Ein ähnliches Phänomen war in der New Economy zu beobachten. PCs wurden im Laufe der 1980er Jahre auf breiterer Basis eingeführt, das Internet gewann mit den ersten Browsern ab 1994 an Fahrt. Erst danach begann der starke Anstieg der Produktivität.

Dieser Effekt bei der Einführung von Innovationen in die Wirtschaft ist als "J-Kurven-Effekt" bekannt. Die Einführung einer Basisinnovation – eine technische Neuerung, die breite Auswirkungen auf die gesamte Wirtschaft hat und für längere Zeit das Wachstum anschieben kann – ist mit erheblichen Anfangsinvestitionen verbunden. Dabei reicht es gewöhnlich auch nicht, nur neue Technik zu installieren. Vielmehr müssen ganze Produktionsprozesse umorganisiert werden, um das Potenzial der Innovation zu heben. Hierzu ist erfahrungsgemäß eine längere Lernphase erforderlich. Womöglich müssen für eine Übergangszeit alte und neue Systeme parallel betrieben werden. Anfangs befindet sich die Produktivitätsentwicklung somit auf dem absteigenden Teil des "J"; ein höherer Aufwand geht nicht gleich mit überproportional steigender Erzeugung einher. Längerfristig werden die Kinderkrankheiten aber überwunden, die Unternehmen und ihre Belegschaften bekommen die neue Technik in den Griff. Dann nimmt die Produktivität stark zu, man kommt in den steil ansteigenden Teil des "J".

Wie steil wird das J?

Die Meinungen gehen weit auseinander, wie stark KI die Produktivität letztlich wirklich verbessern wird und damit auch Potenzial für eine niedrigere Inflation besteht. So **analysierte Nobelpreisträger Daron Acemoglu 2024**, welche Tätigkeiten durch KI produktiver ausgeführt werden können. Weil bei vielen Jobs etwa in der Pflege und im Handwerk KI nur begrenzt helfen kann, kam er für die Gesamtwirtschaft auf Sicht von zehn Jahren auf einen Produktivitätsschub von weniger als 0,1% pro Jahr. Einen "KI-Effekt" in dieser Größenordnung hat auch der US-Rechnungshof (CBO) kürzlich in seinen **Zehnjahresprojektionen** unterstellt. Optimistischer zeigten sich **Forscher der OECD**, die über diesen Zeitraum KI ein zusätzliches Produktivitätsplus von bis zu 0,6% pro Jahr zutrauen.

Einige Einflussfaktoren heute deutlich schlechter

Gegen zu hohe Erwartungen an das Produktivitätswachstum spricht auch, dass die sehr positive Entwicklung um die Jahrtausendwende wohl nicht nur auf die Fortschritte in der Informationstechnologie zurückzuführen waren, sondern eine Reihe anderer positiver Faktoren hinzukamen, die die Produktivität steigen ließen und die Inflation drückten:

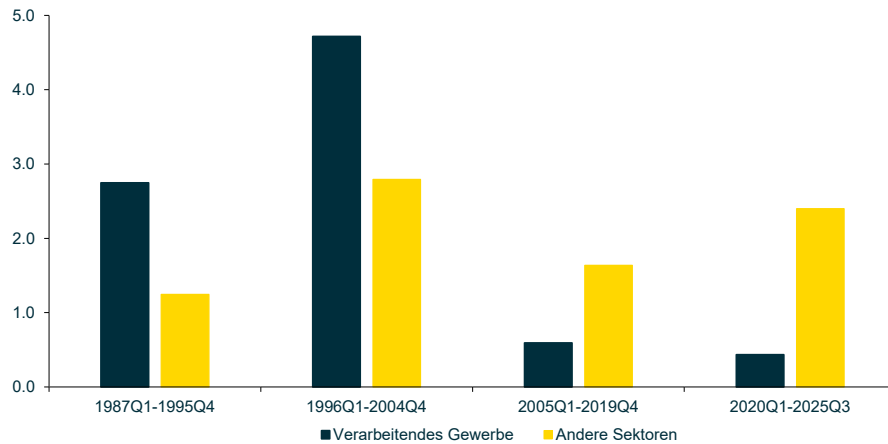
- **Globalisierung vs. De-Globalisierung:** Ein Blick auf die damalige Produktivitätsentwicklung zeigt, dass die Produktivität am stärksten in der Industrie zugelegt hat (Chart 4). Hierzu dürfte die damalige durchgreifende Liberalisierung des Welthandels und eine produktivitätssteigernde Ausweitung der internationalen Arbeitsteilung beigetragen haben. So wurde in großem Umfang Produktion mit geringer Produktivität in Länder mit niedrigeren Löhnen wie China und Mexiko ausgelagert. Dies erhöhte die durchschnittliche Produktivität der heimischen Produktion und drückte die Inflation. Dagegen wird derzeit der US-Markt gegen internationale Konkurrenz abgeschottet, um Produktion in die USA zurückzuholen. Viele Produktionsketten zielen außerdem nicht mehr auf eine möglichst hohe Effizienz, sondern orientieren sich an Sicherheitsaspekten. Dies drückt die Produktivität und treibt die



Preise in die Höhe.

Chart 4 - Industrie trieb Produktivität in der New Economy

Reale Produktion je Arbeitsstunde im verarbeitenden Gewerbe und in den anderen privatwirtschaftlichen Bereichen (ohne Agrar), durchschnittliche Jahresveränderung in %



Quelle: BLS, Commerzbank-Research

- **Keine Friedensdividende mehr:** Nach Ende des Kalten Kriegs konnten in den 1990er die US-Verteidigungsausgaben deutlich verringert werden, von 5 - 6% des BIP in den späten 1980er Jahren bis auf rund 3% im Jahr 2000. Die Ressourcen konnten daher in produktivere Verwendungen umgeleitet werden. Jetzt ist dagegen mit steigenden Militärausgaben zu rechnen, die über höhere Defizite und steigende Schulden die Nachfrage und damit auch die Preise anschieben werden.
- **Ungünstigere Demografie:** Damals war die Altersstruktur günstiger. So gab es 1995 fast doppelt so viel 5-14jährige wie 55 - 64jährige. Es rückten also deutlich mehr jüngere nach, als ältere Arbeitnehmer aus dem Berufsleben ausschieden. Heute sind dagegen die älteren Jahrgänge stärker besetzt als die jungen. Dies dämpft das Arbeitsangebot stärker als die Konsumnachfrage. Tendenziell führt das zu steigenden Preisen.

... man sollte daher nicht alles auf KI setzen

Eine wichtige Voraussetzung für die New Economy war in den 1990er Jahren sicherlich das damalige günstige Umfeld. Dieses sieht jetzt weniger einladend aus: Demografie, De-Globalisierung oder die überhöhten Staatsschulden sprechen im Gegensatz zu den 1990er Jahren jetzt nicht mehr für eine disinflationäre Entwicklung. Gleichzeitig ist die produktivitäts- und damit wachstumstreibende Wirkung von KI bisher eher eine Prognose als eine Tatsachenbeschreibung.

Wenn der designierte Fed-Chef Kevin Warsh darauf setzt, dass KI seine Inflationsprobleme löst, begeht er wohl einen Politikfehler. Wir erwarten zwar, dass er bis Frühjahr 2027 Zinssenkungen um 100 Basispunkte durchsetzen kann. Damit wird die Geldpolitik aber zu expansiv werden und Inflationsrisiken schaffen.



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 27/2/2026 07:07 MEZ fertiggestellt und am 27/2/2026 07:07 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