



Risiko Energiepreisschock

Eine knappe Woche nach Beginn des Iran-Kriegs ist sein Ende nicht absehbar. Unter anderem wegen der militärischen Übermacht der USA und Israels bleibt ein relativ kurzer Krieg zwar weiterhin unser Basisszenario. Doch es besteht ein nennenswertes Risiko, dass die Auseinandersetzungen länger anhalten. Wir analysieren die Folgen eines solchen Alternativszenarios für die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte.

Dr. Christoph Balz ^{AC}

Dr. Marco Wagner ^{AC}

Bei längerem Krieg ...

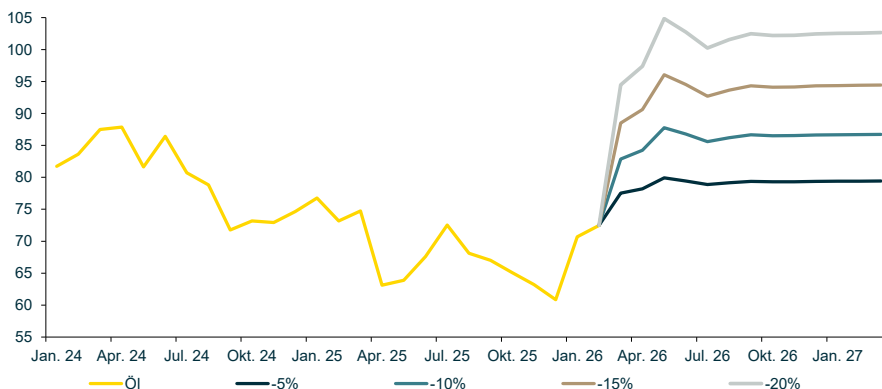
Wie stark belastet der Iran-Krieg die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte? Offensichtlich hängt dies maßgeblich davon ab, wie lange dieser Krieg dauert und wie stark er die Versorgung mit Öl und Gas behindert. Wir gehen in unserem Basisszenario weiter davon aus, dass der Krieg und damit die Behinderungen des Schiffverkehrs in der Straße von Hormus in wenigen Wochen zu Ende gehen. Angesichts des von der US-Regierung und der israelischen Regierung immer wieder genannten Ziels eines "Regime-Wechsels" besteht allerdings das Risiko, dass sich die Angriffe der USA und Israels über einige Monaten hinziehen und damit auch den Transport von Öl und Gas länger behindern werden. Im Extrem könnten damit sowohl bei Öl als auch bei Flüssiggas ein Fünftel der weltweiten Produktion nicht mehr auf den Weltmarkt kommen.^[1]

... könnte der Ölpreis auf 100 Dollar steigen

Auch bei einem längeren Konflikt dürfte es zwar wohl keinen Mangel an Öl und Gas geben (siehe Kasten), aber das geringere Angebot würde den Ölpreis sicherlich steigen lassen. Nach einem von uns geschätzten VAR-Modell würde bei einem um 20% geringeren Angebot – bei sonst unveränderten Rahmenbedingungen – der Ölpreis auf 100 USD steigen (Chart 1). Auch der LNG-Preis könnte in einem solchen Szenario noch weiter zulegen.

Chart 1 - 20% geringeres Angebot lässt Ölpreis auf 100 US-Dollar steigen

Historischer Ölpreis und mögliche Preispfade bei verschiedenen Angebotsausfallszenarien (5%, 10%, 15%, 20%), basierend auf einem VAR-Modell, in USD je Barrel



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

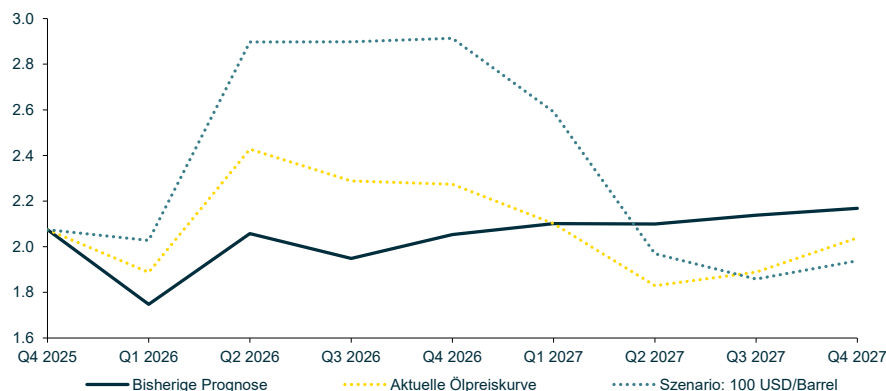
Euroraum: Inflation bei 3%, Konjunktur noch schwächer

Eine solche kräftige Verteuerung der Energieträger würde die Inflation deutlich nach oben treiben. Dabei würde sich der höhere Ölpreis sehr schnell bei den Preisen für Benzin und Heizöl bemerkbar machen und die Inflationsrate Richtung 3 Prozent steigen lassen (Chart 2). Hinzu käme der Effekt des höheren Gaspreises, der allerdings mit einer gewissen Verzögerung in der Statistik auftauchen würde, da hierfür die Gas- und Stromversorger erst ihre Tarife anpassen müssten. Insgesamt würde die Inflationsrate über weite Strecken dieses Jahres wohl über 3% liegen. Auf etwas längere Sicht wird sich der höhere Ölpreis auch in einer höheren Kerninflation niederschlagen. Denn die Unternehmen würden ihre höheren Energiekosten an ihre Kunden weitergeben.



Chart 2 - Der Anstieg des Ölpreises erhöht die Inflation

Konsumumentenpreisindex im Euroraum, Vorjahresvergleich in Prozent; Aktuelle Ölpreiskurve berechnet aus Ölpreis-Futures



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Die Belastung von Unternehmen und privaten Haushalten durch die höheren Energiepreise würde auch das Wachstum im Euroraum bremsen. Nach unserer Modellschätzung würde das Wirtschaftswachstum im Euroraum bei einem anhaltend hohen Ölpreis von 100 Dollar um rund 0,4 Prozentpunkte schwächer ausfallen als in unserem Basiszenario eines kurzen Kriegs. Damit würde sich die von uns für 2026 erwartete Wachstumsrate (0,9%) etwa halbieren, sodass von einer Belebung kaum noch die Rede sein könnte.

EZB würde wohl stillhalten

Damit käme die EZB in eine unbequeme Lage. Schließlich würde die schwächere Konjunktur eher für niedrigere Zinsen sprechen, während eine Inflationsrate von mehr als 3% ein Argument für höhere Zinsen wäre. Die Märkte scheinen davon auszugehen, dass für die EZB die Inflationsgefahren stärker wiegen würden, wobei die jüngsten Aussagen von EZB-Chefvolkswirt Philipp Lane eine Rolle gespielt haben könnten, "in Bezug auf Inflation kein Risiko eingehen" zu wollen. So erwarten die Finanzmärkte für die EZB mittlerweile mit einer Wahrscheinlichkeit von etwa 20% in den kommenden Monaten eine Zinserhöhung, während Ende vergangener Woche diese sogar noch eine Zinssenkung für möglich gehalten hatten.

Wir gehen allerdings davon aus, dass die EZB die Leitzinsen auch in unserem Risikoszenario bei 2% belassen würde. Denn die Notenbanker würden wohl argumentieren, dass die EZB dem mittelfristigen Inflationsziel von 2% verpflichtet sei, das durch einen vorübergehenden, größtenteils von den Energiepreisen getriebenen Anstieg der Inflationsrate nicht gefährdet wäre. Zudem scheint die Toleranzschwelle der EZB recht hoch zu liegen. Bei der letzten Hochinflation-Episode brauchte es eine Inflation von über 8%, bis die EZB mit einer ersten Zinserhöhung reagierte, und auch in unserem Risikoszenario würde die Inflationsrate bei weitem nicht in einen solchen Bereich steigen. Zudem würde eine durch den Energiepreisschock geschwächte Konjunktur für einen mittelfristig geringeren Inflationsdruck sprechen.

US-Wirtschaft in komfortablerer Position

Für die US-Wirtschaft wären die Aussichten in unserem Risikoszenario deutlich besser. Zwar dürfte der höhere Ölpreis die Inflation ähnlich stark nach oben drücken wie im Euroraum, aber der Effekt von Seiten des Gaspreises dürfte deutlich geringer ausfallen. So ist der Gaspreis in den USA in den vergangenen Tagen deutlich weniger gestiegen als in Europa.

Auch die Auswirkungen auf das Bruttoinlandsprodukt dürften sich sehr in Grenzen halten. Schließlich sind die USA seit einigen Jahren ein Nettoexporteur von Energie. Damit mag ein höherer Ölpreis die Wirtschaft zunächst belasten, weil die negativen Auswirkungen (höhere Preise an der Tankstelle reduzieren die Kaufkraft der Konsumenten) schneller auftreten als die positiven (etwa höhere Investitionen und Dividenden in der Ölbranche). Mittelfristig dürfte sich der Effekt auf das Wirtschaftswachstum aber gering sein.

Fed-Zinssenkungen im zweiten Halbjahr fraglich

Bei der US-Notenbank drehte sich die Diskussion bisher darum, wann und in welchem Ausmaß die Zinsen weiter gesenkt werden. So rechnen wir in unsrem Basiszenario nach Amtsübernahme des designierten Notenbankchefs Kevin Warsh ab Juni mit Zinssenkungen um insgesamt 100 Basispunkte, davon 75 bis Jahresende. Sollte die Inflationsrate wegen teurerer Energie deutlich zulegen bei einem gleichzeitig immer noch ordentlichem Wachstum und einer relativ niedrigen Arbeitslosenquote, wären Zinssenkungen wohl fraglich, jedenfalls in diesem Ausmaß. Ein vollständiger Kurswechsel hin zu Zinserhöhungen ist allerdings auch dann unwahrscheinlich. Denn die Trump-Administration würde ihren bereits jetzt erheblichen Druck auf die Notenbank noch einmal verstärken und Zinserhöhungen womöglich als unpatriotisch oder gar vor dem Hintergrund des Kriegs quasi als "Hochverrat" bezeichnen.

An den Märkten sind höhere Anleihenrenditen, ...



Die Renditen von Staatsanleihen sind seit dem Beginn des Iran-Krieges bereits gestiegen. Auch fallende Aktienkurse haben die Investoren nicht in hochklassige Staatspapiere getrieben. Offensichtlich sehen die Anleger in US-Treasuries und Bundesanleihen – anders als in früheren Krisen – keine sicheren Häfen mehr. Wenn sich der Krieg länger hinziehen sollte, würden die Renditen sicherlich weiter steigen. Denn eine stärkere Inflation, geringere Zinssenkungserwartungen sowie gegebenenfalls kostenträchtige fiskalische Maßnahmen zur Abfederung eines Energiepreisschocks wären ein schlechtes Umfeld für Anleihen.

... ein stärkerer Dollar ...

Der Dollar hat in der letzten Woche bereits zugelegt. Wir sehen drei Argumente, die bei einem längeren Konflikt für eine anhaltende Dollarstärke sprechen:

- In Kriegssituationen profitiert der US-Dollar in der Regel von seinem Status als Weltleitwährung. Denn um die Zahlungsfähigkeit für den Fall der Fälle sicherzustellen, steigt die Nachfrage nach der US-Währung in unsicheren Zeiten.
- Ein Ölpreisschock ist für jede Volkswirtschaft eine Belastung. Allgemein dürfte aber angenommen werden, dass sich die US-Wirtschaft gegenüber einem solchen Schock als widerstandsfähiger erweist als die Wirtschaft im Euroraum. Denn bei Öl und Gas sind die USA Netto-Exporteur, der Euroraum dagegen Netto-Importeur.
- Da die USA mehr Öl und Gas exportieren als importieren, erhöhen steigende Preise dieser Energieträger die Netto-Exporte der USA und damit die Nachfrage nach Dollar.

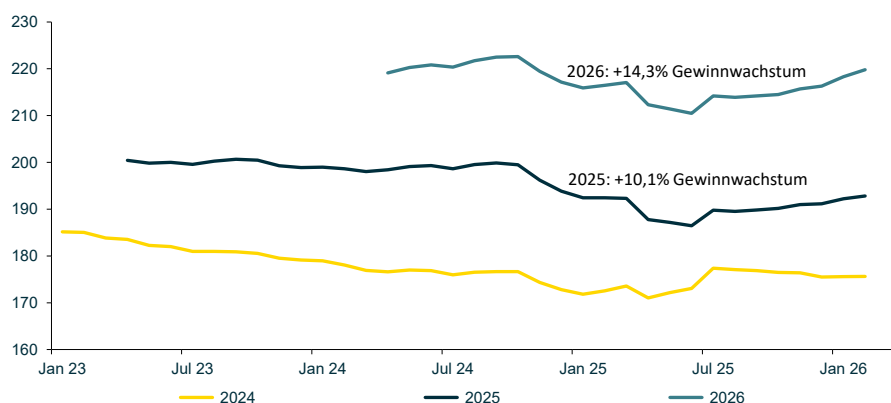
Zur Erinnerung: Nach dem Überfall Russlands auf die Ukraine im Februar 2022 stieg der Ölpreis von 100 USD je Barrel bis auf fast 140 USD und begann erst ab Mitte des Jahres wieder nachhaltig zu fallen. Der EUR-USD-Kurs fiel derweil von Niveaus um 1,13 im Februar auf bis zu 0,95 im September desselben Jahres.

... und schwächere Aktien wahrscheinlich

Ein längerer Krieg würde das eigentlich für Aktien recht freundliche Umfeld deutlich ungünstiger machen. So rechnen die Analysten bisher damit, dass die MSCI World-Unternehmen die Gewinne um beeindruckende 14% steigern (Chart 3). Wir halten diese Annahmen ohnehin für etwas zu hoch, und bei einem langen Krieg sollte ein noch größerer Anpassungsbedarf bestehen. Eine ausgedehnte Phase hoher Öl- und Gaspreise dürfte wegen einer dann schwächeren Weltkonjunktur das Umsatzwachstum bremsen, und die hohen Öl- und Gaspreise würden für viele Unternehmen steigende Kosten und damit fallende Gewinnmargen bedeuten. Dann würde sich die Korrektur der Aktienmärkte wohl über mehrere Monate hinziehen, und der MSCI World könnte zwischenzeitlich 10% bis 20% von seinem Hochpunkt verlieren.

Chart 3 - Iran-Krieg gefährdet die optimistischen Analysten-Gewinnerwartungen für 2026

MSCI World: Entwicklung der Gewinnerwartungen für die Geschäftsjahre 2024 bis 2026 in Indexpunkten



Quelle: LSEG-Datastream-Markterwartungen, Commerzbank-Research

Kasten: Drohen Versorgungsengpässe?

Auch bei einem mehrere Monate dauernden Konflikt dürfte es keinen Mangel an Energie geben. So wurden insbesondere bei Öl die Lager in den vergangenen Monaten aufgefüllt und damit Puffer aufgebaut. Laut der Internationalen Energiebehörde IEA haben die weltweiten Lagerbestände das höchste Niveau seit Frühjahr 2021 erreicht. Damit könnte rein rechnerisch ein Komplettausfall der Lieferungen durch die Straße von Hormus für ein Jahr abgedeckt werden. Zudem könnten Saudi Arabien und die Vereinigten Arabischen Emirate freie Pipelinekapazitäten nutzen, was laut US-Energiebehörde die Reichweite der weltweiten Ölvorräte um weitere zwei Monate verlängern würde. Schließlich könnten notfalls China und Indien wieder verstärkt auf Öllieferungen aus Russland zurückgreifen, was die Situation für andere Ölnachfrägeländer erleichtern würde.



Bei Gas wäre bei einem längeren Ausbleiben der Lieferungen aus Katar die Gefahr eines Engpasses wohl größer. Schließlich sind in Europa die Lager ungewöhnlich leer. Allerdings wird in den kommenden Wochen wegen des Endes des Winters die Nachfrage deutlich abnehmen, sodass dann die Lieferungen aus Nordamerika und Norwegen ausreichen dürften, um die Nachfrage zu decken.

Abgesehen von Öl und Gas dürfte sich die Beeinträchtigung der Lieferketten europäischer Produzenten in engen Grenzen halten. Denn beim Warenhandel zwischen Europa und Ostasien werden die meisten Containerschiffe noch immer um Afrika über das Kap der Guten Hoffnung herumgeleitet. Damit bleibt diese wichtige Handelsroute von dem Iran-Krieg weitgehend unberührt. ([zurück zum Text](#))

[1] Die Meerenge bei Hormus wird zur Zeit von Tankern vor allem deshalb nicht passiert, weil die Reedereien die durch den Militärkonflikt drastisch gestiegenen Versicherungsprämien scheuen; eine militärische Blockade gibt es derzeit nicht. Im Zuge dessen hat US-Präsident Trump den Schiffen Geleitschutz angeboten und die höheren Versicherungsprämien zu übernehmen. Allerdings ist fraglich, ob dies die Reedereien dazu bewegen wird, ihre Tanker die Meerenge wieder befahren zu lassen. ([zurück zum Text](#))



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 6/3/2026 07:25 MEZ fertiggestellt und am 6/3/2026 07:25 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