



Fed-Sitzung – Erfüllt Warsh Trumps Wünsche?

Präsident Trump hat Kevin Warsh als Fed-Chef installiert, um rasche Zinssenkungen durchzusetzen. Nächste Woche wird Warsh seine erste Sitzung leiten. Diese dürfte einige konkrete Hinweise liefern, welche Neuerungen Warsh plant. Tiefgreifende Änderungen dürften kurzfristig aber kaum durchsetzbar sein.

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

Warsh übernimmt das Ruder...

Seit dem 22. Mai hat die US-Notenbank einen neuen Chef: Kevin Warsh hat Jerome Powell als Vorsitzenden des Direktoriums der Fed, dem Federal Reserve Board, abgelöst [1]. Er wird nächste Woche erstmals eine geldpolitische Sitzung leiten und danach seine erste Pressekonferenz bestreiten.

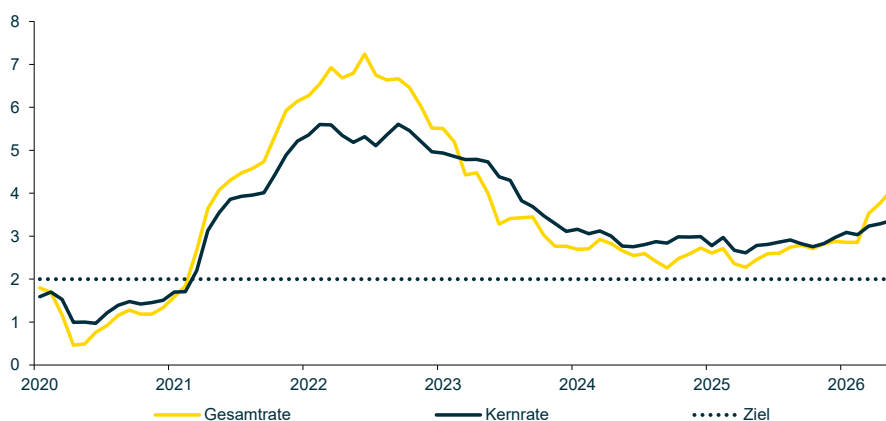
Warsh wurde von Präsident Trump nominiert, da dieser mit der Politik seines Vorgängers nicht zufrieden war. Denn Powell hatte sich trotz massiven Drucks geweigert, die Zinsen zu senken. Die Marktteilnehmer werden sich von dem ersten großen Auftritt Warshs Hinweise erhoffen, inwieweit er den Kurs der Fed ändern wird. Zwar hat Trump in einem Fernsehinterview kürzlich gesagt, dass Warsh tun könne, was er wolle und dass er keinen großen Einfluss auf ihn haben möchte. Gleichwohl stellte Trump klar, dass es keinen Grund gebe, die Zinsen zu erhöhen. In einem früheren Interview gab Trump zu, dass er Warsh nicht ausgewählt hätte, wenn dieser ihm gesagt hätte, dass er die Zinsen erhöhen wolle [2].

... hat aber vorerst keine Mehrheit für Zinssenkungen, ...

Eine Zinssenkung dürfte nächste Woche aber kaum ernsthaft zur Debatte stehen. Denn die Inflationsrisiken haben sich seit der letzten Sitzung im April weiter erhöht. So waren die Preise auf Basis des von der US-Notenbank bevorzugten umfassenden Inflationsmaßes, des Deflators der Konsumausgaben (PCE), im April 3,8% höher als ein Jahr zuvor. Die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel belief sich auf 3,3%. Da für Mai bereits die meisten Daten vorliegen, aus denen sich der PCE-Deflator errechnet, ist ein weiterer Anstieg auf 4,1% (Gesamtrate) bzw. 3,4% (Kernrate) absehbar (Chart 1). Dabei hat sich der Iran-Krieg bisher hauptsächlich in höheren Benzinpreisen niedergeschlagen, während sich Zweitrundeneffekte bei anderen Gütern und Dienstleistungen etwa aufgrund höherer Transportkosten bisher in engen Grenzen. Ohne ein baldiges Ende des Konflikts am Persischen Golf und deshalb fallenden Energiepreisen dürfte sich dies in den kommenden Monaten allerdings ändern.

Chart 1 - US-Inflation entfernt sich weiter vom Ziel

Deflator der Konsumausgaben (PCE), Veränderung gegen Vorjahr in %. Letzter Wert (Mai 2026) Prognose



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

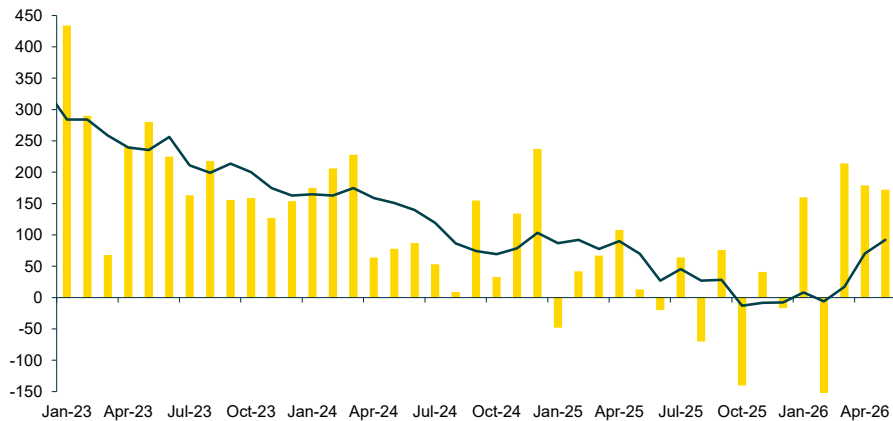
Da die Inflationsrate deutlich über dem Fed-Ziel von 2% liegt und sich sogar weiter davon entfernt, wäre eine Zinssenkung nur dann zu begründen, wenn die Vollbeschäftigung als zweites Ziel völlig verfehlt würde. Tatsächlich hat der Arbeitsmarkt seine Schwächephase vom letzten Herbst überwunden. Damals war die Arbeitslosenquote bis auf 4,6% gestiegen, weshalb die Fed die Zinsen dreimal senkte.

Inzwischen liegt die Arbeitslosenquote aber seit mehreren Monaten bei 4,3%, was ungefähr dem von der Fed als letztlich unvermeidlich angesehenen Niveau entspricht. In den letzten drei Monaten entstanden dabei jeweils mehr als 100 Tsd neue Stellen, was zuletzt Anfang 2024 zu beobachten war (Chart 2). Auch wenn der Lohndruck nachgelassen hat, was die Inflation dämpfen sollte, spricht damit der Arbeitsmarkt nicht für Zinssenkungen.



Chart 2 - US-Beschäftigungstrend legt wieder zu

Beschäftigung außerhalb der Landwirtschaft, Veränderung gegen Vormonat in Tsd. Linie: 6-Monatsdurchschnitt



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

... sondern "Easing bias" dürfte sogar gestrichen werden

Vielmehr zeigen sich einige Fed-Verantwortlichen unzufrieden damit, dass in dem nach der Zinssitzung veröffentlichten Kommuniqué immer noch der Hinweis auftaucht, dass sich die Notenbank über "weitere Anpassungen" der Zinsen Gedanken macht, also über weitere Zinssenkungen. Dieser "Easing Bias" passt nach ihrer Ansicht nicht mehr zur konjunkturellen Lage. Vielmehr solle sich die Notenbank zumindest neutral positionieren. Bei der letzten Sitzung stimmten daher bereits drei der zwölf Mitglieder des Offenmarktausschusses gegen die geldpolitischen Beschlüsse.

Wir gehen davon aus, dass die Notenbank den "Easing Bias" streichen wird. Kevin Warsh wird zwar nichts gegen eine Zinssenkung als nächsten Schritt haben. Aber er hält grundsätzlich wenig davon, Hinweise auf künftige Zinsschritte zu geben. Er könnte daher auf Forderungen eingehen, die Formulierung zu eliminieren, auch wenn er die inhaltlichen Argumente nicht teilt.

Was die eigentliche Zinsentscheidung nächste Woche angeht, so stehen Warsh zwei Wege offen, eine Lockerung der Geldpolitik durchzusetzen. Er könnte selbst für eine Zinssenkung stimmen. Damit würde er sich Trumps Applaus sichern. Allerdings dürfte er dann wohl der einzige sein und klar überstimmt werden. Dies wäre für einen Fed-Chef eine sehr ungewöhnliche Situation, die seine Autorität untergraben könnte.

Oder Warsh stimmt für unveränderte Zinsen in dem Versuch, die zumindest derzeit eine Zinssenkung ablehnenden übrigen FOMC-Mitglieder "abzuholen" und dann im Laufe der Zeit die Mehrheitsmeinung in die gewünschte Richtung zu steuern. Wir halten letzteres für wahrscheinlicher und, was Warshs Ziele angeht, für erfolgversprechender.

Mittelfristig setzt Warsh auf Rückendeckung durch KI ...

Erst im nächsten Jahr hat Warsh bessere Chancen, eine Zinssenkung durchzusetzen. Denn dann dürfte die Inflationsrate wieder fallen, da die preistreibenden Effekte der Zölle und der durch den Konflikt im Persischen Golf verteuerten Energie nachlassen sollten. Zudem geht Warsh davon aus, dass die Einführung der Künstlichen Intelligenz (KI) die Produktivität deutlich erhöhen wird, wie es während der "New Economy" in den 1990er und frühen 2000er Jahren der Fall war. Damals stieg die Produktivität mehrere Jahre lang deutlich an, was dazu beitrug, dass die Inflationsrate trotz robusten Wirtschaftswachstums niedrig blieb.

Zwar hat sich die Produktivität in letzter Zeit wieder etwas günstiger entwickelt, der große Schub durch KI ist bislang allerdings mehr Hoffnung als Realität, und die Zinsen im Vorgriff auf künftige Produktivitätssteigerungen zu senken, wäre sicherlich ein riskantes Unterfangen. Schließlich haben fünf Jahre mit überhöhter Inflation ihre Spuren hinterlassen, die Inflationserwartungen der Konsumenten und Anleger sind vor dem Hintergrund dieser Erfahrungen wohl nicht mehr ganz so fest verankert wie zuvor. Da dies zahlreichen Fed-Mitgliedern beträchtliche Sorgen bereitet, dürfte es Warsh auch im nächsten schwerfallen, kräftige Zinssenkungen durchzusetzen.

... und hat auch sonst einiges vor

Warsh hat nicht nur andere Vorstellungen von der künftigen Zinspolitik als die Mehrheit im FOMC. Er ist mit weiteren Aspekten der in den letzten Jahren betriebenen Geldpolitik unzufrieden und plant Veränderungen:

- **Änderung der Kommunikation:** Warsh zufolge redet die Fed zu viel. Insbesondere würde die Forward Guidance die Geldpolitik zu stark festlegen, notwendige Anpassungen könnten dann zu spät kommen. Der Dot Plot – die quartalsweise Veröffentlichung der Einschätzung des künftigen Leitzinspfades durch die Fed-Mitglieder – steht bei Warsh auf der Abschussliste. Hier ist allerdings keine rasche Änderung zu erwarten, vielmehr dürfte dies erst einmal intern beraten und vorbereitet werden. Damit wird der Dot Plot auch



nächste Woche turnusgemäß veröffentlicht werden.

- **Schlankere Fed-Bilanz:** Warsh kritisiert die ständige Ausweitung der Geschäftstätigkeit der Fed. Er würde die Bilanzsumme der US-Notenbank gerne wieder deutlich reduzieren. Während die Bilanz der Fed vor der Finanzkrise rund 6% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) entsprach, stand sie zuletzt bei 21% des BIP. Dies ist deutlich weniger als die 2022 erreichten 35%, eine Rückkehr zur alten Quote von 6% wäre allerdings wohl nur mit einem Regimewechsel bei der Versorgung des Finanzsystems mit Zentralbankgeld zu erreichen. Aktuell operiert die Fed in einem Umfeld "reichlicher Reserven". Die Bankreserven, also Guthaben der Banken bei der Fed, belaufen sich auf etwa 3 Billionen Dollar. Vor 2008 waren es dagegen nur etwa 10 - 20 Mrd Dollar. Die Versorgung der Banken mit Liquidität wurde damals am Interbankenmarkt durch den Handel mit knappen Zentralbankgeldmitteln sichergestellt. Ein Zurück zum alten System könnte nur nach und nach erfolgen, um Verwerfungen am Geldmarkt zu verhindern. Zudem müsste die Fed bei einem Bilanzabbau der Fed ihr Staatsanleihenportfolios abbauen, was marktschonend wohl nur über einen längeren Zeitraum via Fälligkeiten der gehaltenen Treasuries möglich wäre.
- **Überprüfung der Inflationsmessung:** Warsh hat Zweifel daran, ob Inflationsmaße wie die Kernrate den Preisdruck gut abbilden. Er würde wohl prüfen lassen, ob man sich nicht auf andere Indizes stützen sollte, beispielsweise solche, die die extremsten Preisentwicklungen abschneiden und nicht nur die Nahrungs- und Energiepreise außen vor lassen. Dies erscheint aber eher eine Diskussion um Nuancen, schließlich werden solche alternativen Maßzahlen von der Fed bereits seit längerem berechnet.

Gemein ist all diesen Vorhaben, dass sie kaum rasch umsetzbar sind, sondern einen erheblichen Vorlauf erfordern. Vermutlich wird Warsh hierzu Arbeitsgruppen einsetzen, die konkrete Vorschläge unterbreiten sollen. Ein radikaler Kurwechsel ist mit einigen dieser Pläne ohnehin nicht zwingend verbunden. Schließlich hat die Fed ihren Kurs in den letzten Jahren bereits angepasst. So fährt sie ihre Bilanz seit dem Ende der Corona-Pandemie wieder zurück und hat sich aus sachfremden Bereichen wie der Klimapolitik zurückgezogen. Dies ist bereits eine Reaktion darauf, dass die Fed durch ihr Vorgehen in den Krisen immer stärker in den Fokus des Kongresses gerückt ist. Warsh würde so gesehen einen ohnehin angelegten Trend nur verstärken.

Was heißt das für die Unabhängigkeit der Fed ...

Warsh vertritt die These, dass eine Notenbank nur unabhängig sein kann, wenn sie sich auf ein sehr enges Mandat beschränkt. Ansonsten tummelt sie sich in Bereichen, die eigentlich der Fiskalpolitik vorbehalten sind und muss sich nicht wundern, wenn die gewählten Vertreter des Volkes Kontroll- und Mitspracherechte fordern. So gesehen kann man Warshs Eintreten für eine schlanke Fed auch als Versuch werten, die Unabhängigkeit der Geldpolitik im zentralen geldpolitischen Bereich abzusichern.

Die Frage ist allerdings, ob dies gelingen kann. Die Trump-Regierung hat sich in vielerlei Hinsicht in die Geldpolitik eingemischt, von den ständigen Rufen nach Zinssenkungen bis zu den Verfahren gegen Powell und die Gouverneurin Lisa Cook. Auch wenn diese Interventionen vordergründig keinen Erfolg hatten, dürften sie doch bei den bisher Verantwortlichen und zukünftigen Geldpolitikern Eindruck hinterlassen haben.

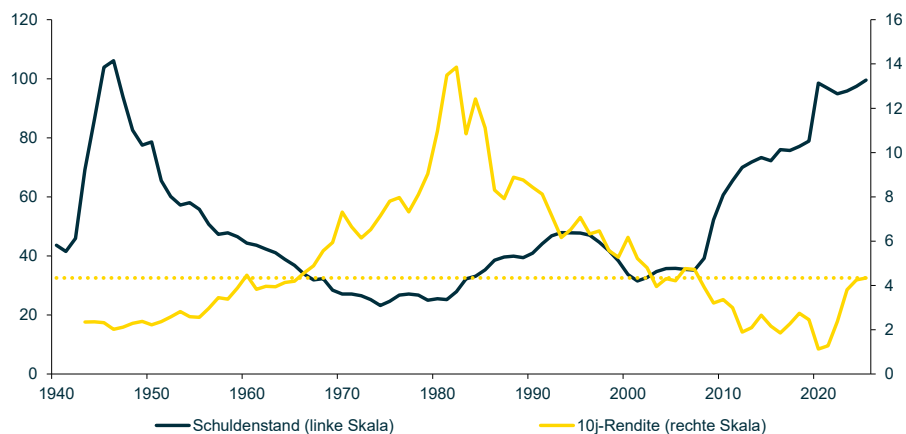
Damit droht die Unabhängigkeit der Fed zu erodieren, denn an dem expliziten politischen Druck wird sich wohl nichts ändern, schon gar nicht in der verbleibenden Amtszeit von Präsident Trump. Hinzu kommt, dass sich das Zusammenspiel von Geld- und Wirtschaftspolitik in Richtung einer "fiskalischen Dominanz" bewegt. Damit ist eine Situation gemeint, in der die Geldpolitik bei ihren Entscheidungen zunehmend Rücksicht auf die schlechte Haushaltslage des Staates nehmen muss. So könnte sie sich gezwungen sehen, die Finanzierung des Staates dadurch sicherzustellen, dass sie die Leitzinsen niedriger ansetzt, als es die Inflation erfordern würde oder größere Mengen von Staatspapieren kauft, um die Renditen und damit die Finanzierungskosten zu drücken.

Die Gefahr einer solchen Entwicklung ist sicherlich groß. Schließlich erschweren die Alterung und die Polarisierung der Gesellschaft die Verringerung der hohen Budgetdefizite und treiben die Fiskalpolitik auf einen nicht nachhaltigen Kurs. Aktuell ist der Schuldenstand der US-Bundesregierung fast so hoch wie am Ende des 2. Weltkriegs (Chart 3). Um die Refinanzierung der Schulden zu sichern, kappte die Fed damals die langfristigen Renditen bei 2,5%. Sollten die Schulden wie erwartet steigen und die Renditen sich weiter erhöhen, könnte der Schuldendienst politisch untragbar werden. Dann könnte man sich an den gerne unterschlagenen dritten Teil des Fed-Mandats erinnern: Der Kongress hat der Fed neben der Sicherung von Preisstabilität und Vollbeschäftigung auch **"moderate langfristige Zinsen"** aufgegeben.



Chart 3 - "Fiscal Dominance": Die Unabhängigkeit der Fed steht in Frage

Schuldenstand der Bundesregierung in % des BIP, Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen in %, Jahresdaten



Quelle: Weißes Haus, CBO, Fed, Commerzbank-Research

... und für unsere Prognose?

Wir gehen weiterhin davon aus, dass wegen der Inflationsrisiken die Rufe nach Zinserhöhungen in den nächsten Monaten lauter werden, aber dies nicht zur Mehrheitsmeinung im FOMC wird. Wenn sich die Situation am Persischen Golf entspannt und die Ölpreise und damit auch die Inflationsrate wieder sinken, dürfte die Stimmung drehen und die Frage nach Zinssenkungen wieder aufkommen. Ab etwa Mitte des nächsten Jahres wird die Fed dann wohl die Zinsen senken, und zwar um 75 Basispunkte bis Ende 2027. Dies dürfte den Dollar unter Druck setzen. Für Herbst 2027 erwarten wir EUR-USD bei 1,21.

[1] Das zentrale Federal Reserve Board hat sieben Mitglieder und stellt damit die Mehrheit im Offenmarktausschuss (Federal Open Market Committee, FOMC), welcher die geldpolitischen Entscheidungen trifft. Der Vorsitzende des Board ist üblicherweise auch der Vorsitzende des FOMC und hat damit erheblichen Einfluss auf die US-Geldpolitik. Die Amtszeit Warshs als Vorsitzender des Board beträgt vier Jahre, sie endet am 21. Mai 2030. Als einfaches Mitglied im Board könnte er bis 2040 im Amt bleiben. ([zurück zum Text](#))

[2] Früher hatte Warsh den Ruf eines Inflationsfalken. Dies ist allerdings in Vergessenheit geraten, nachdem er sich unter einem republikanischen Präsidenten für Zinssenkungen stark gemacht hat. Es ist daher kein Wunder, dass Warsh in den Ruf eines gewissen Opportunismus, oder doch zumindest eines pro-Republikanischen Verhaltens, gekommen ist ([zurück zum Text](#)).



Analysts

^{AC}
Dr. Jörg Krämer
Chefvolkswirt
+49 69 136 23650
joerg.kraemer@commerzbank.com

^{AC}
Dr. Ralph Solveen
Stellv. Leiter Economic Research
+49 69 9353 45622
ralph.solveen@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 12/6/2026 07:01 CEST fertiggestellt und am 12/6/2026 07:01 CEST verbreitet wurde.

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

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

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

Mögliche Interessenkonflikte

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

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

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

Disclaimer

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

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind öffentliche Daten und stammen aus Quellen, die von der Commerzbank als zuverlässig und korrekt erachtet werden. Die Commerzbank übernimmt keine Garantie oder Gewährleistung im Hinblick auf Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck. Die Commerzbank hat keine unabhängige Überprüfung oder Due Diligence öffentlich verfügbarer Informationen im Hinblick auf einen unverbundenen Referenzwert oder -index durchgeführt. Alle Meinungsäußerungen oder Einschätzungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinungen der Commerzbank wider. Die Commerzbank ist nicht dazu verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

Um potenziellen Interessenkonflikten vorzubeugen, arbeitet die Research-Abteilung der Commerzbank unabhängig von anderen Geschäftseinheiten der Bank. Dies wird durch physische und administrative Informationsbarrieren und getrennte Berichtslinien sowie durch schriftliche interne Richtlinien und Verfahren erreicht.

Diese Ausarbeitung kann Handelsideen enthalten, im Rahmen derer die Commerzbank mit Kunden oder anderen Geschäftspartnern in solchen Finanzinstrumenten handeln darf. Die hier genannten Kurse (mit Ausnahme der als historisch gekennzeichneten) sind nur Indikationen und stellen keine festen Notierungen in Bezug auf Volumen oder Kurs dar. Die in der Vergangenheit gezeigte Kursentwicklung von Finanzinstrumenten erlaubt keine verlässliche Aussage über deren zukünftigen Verlauf. Eine Gewähr für den zukünftigen Kurs, Wert oder Ertrag eines in diesem Dokument genannten Finanzinstruments oder dessen Emittenten kann daher nicht übernommen werden. Es besteht die Möglichkeit, dass Prognosen oder Kursziele für die in diesem Dokument genannten Unternehmen bzw. Wertpapiere aufgrund verschiedener Risikofaktoren nicht erreicht werden. Hierzu zählen in unbegrenztem Maße Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Unternehmensentscheidungen, Nichtverfügbarkeit vollständiger und akkurater Informationen und/oder die Tatsache, dass sich die von der Commerzbank oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen.

Die Commerzbank und/oder ihre verbundenen Unternehmen dürfen als Market Maker in den(m) Instrument(en) oder den entsprechenden Derivaten handeln, die in unseren Research-Studien genannt sind. Mitarbeiter der Commerzbank oder ihrer



verbundenen Unternehmen dürfen unseren Kunden und Geschäftseinheiten gegenüber mündlich oder schriftlich Kommentare abgeben, die von den in dieser Studie geäußerten Meinungen abweichen. Die Commerzbank darf Investmentbanking-Dienstleistungen für in dieser Studie genannte Emittenten ausführen oder anbieten.

Weder die Commerzbank noch ihre Geschäftsleitungsorgane, leitenden Angestellten oder Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, die ggf. aus der Verwendung dieses Dokuments, seines Inhalts oder in sonstiger Weise entstehen.

Die Aufnahme von Hyperlinks zu den Websites von Organisationen, die in diesem Dokument erwähnt werden, impliziert keineswegs eine Zustimmung, Empfehlung oder Billigung der Informationen der Websites bzw. der von dort aus zugänglichen Informationen durch die Commerzbank. Die Commerzbank übernimmt keine Verantwortung für den Inhalt dieser Websites oder von dort aus zugängliche Informationen oder für eventuelle Folgen aus der Verwendung dieser Inhalte oder Informationen.

Dieses Dokument ist nur zur Verwendung durch den Empfänger bestimmt. Es darf weder in Auszügen noch als Ganzes ohne vorherige schriftliche Genehmigung der Commerzbank auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt, verbreitet, veröffentlicht oder an andere Personen weitergegeben werden. Die Art und Weise, wie dieses Produkt vertrieben wird, kann in bestimmten Ländern, einschließlich der USA, weiteren gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sind verpflichtet, sich diesbezüglich zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten.

Mit Annahme dieses Dokuments stimmt der Empfänger der Verbindlichkeit der vorstehenden Bestimmungen zu.

Zusätzliche Informationen für Kunden in folgenden Ländern:

Deutschland: Die Commerzbank AG ist im Handelsregister beim Amtsgericht Frankfurt unter der Nummer HRB 32000 eingetragen. Die Commerzbank AG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn, Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main und der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland.

Großbritannien: Dieses Dokument ist nicht zur Verteilung an Retail-Kunden bestimmt und wurde von der Commerzbank AG, Filiale London, herausgegeben oder für eine Herausgabe in Großbritannien genehmigt; diese Filiale ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority. Einzelheiten zum Umfang unserer Regulierung durch die Prudential Regulation Authority sind auf Anfrage bei uns erhältlich.

USA: Diese Ausarbeitung wurde von der Commerzbank AG erstellt, einem Unternehmen, das in Deutschland und dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) zum Wertpapierhandel zugelassen ist. Die Commerzbank AG ist kein in den USA registrierter Broker-Händler und unterliegt daher nicht den US-Vorschriften für die Erstellung von Research und den damit verbundenen Vorschriften für Research-Analysten. Dieses Dokument ist nicht zur Weitergabe an U.S.-Privatkunden bestimmt. Jegliche Verteilung dieser Ausarbeitung an US-Investoren ist für institutionelle Großanleger mit Hauptsitz in USA unter Berufung auf Befreiung von der Registrierung gemäß Rule 15a-6(a)(2) des U.S. Securities Exchange Act von 1934 in der jeweils gültigen Fassung (der „Exchange Act“) bestimmt. Jeder U.S.-Empfänger dieses Research-Berichts, der auf der Grundlage der in diesem Research-Bericht enthaltenen Informationen Transaktionen zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder damit verbundenen Finanzinstrumenten durchführen möchte, darf dies nur über einen bei der Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) registrierten Broker-Händler tun. Commerz Markets LLC (CMLLC) ist ein in den USA registrierter Broker-Händler und eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der Commerzbank AG. Die Commerzbank AG ist ein bei der Commodity Futures Trading Commission (CFTC) registrierter Derivate-Swaphändler gemäß dem Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. US-Personen und damit verbundene Dodd-Frank-relevante Anleger, die auf der Grundlage der in diesem Research-Bericht enthaltenen Informationen Transaktionen mit nicht auf Wertpapieren basierenden Swaps durchführen möchten, dürfen dies nur über einen bei der CFTC registrierten Swap-Händler tun.

Kanada: Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Prospekt, Anzeige, öffentliche Emission oder Angebot bzw. Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der beschriebenen Wertpapiere in Kanada oder einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium beabsichtigt. Angebote oder Verkäufe der beschriebenen Wertpapiere erfolgen in Kanada ausschließlich im Rahmen einer Ausnahme von der Prospektspflicht und nur über einen nach den geltenden Wertpapiergesetzen ordnungsgemäß registrierten Händler oder alternativ im Rahmen einer Ausnahme von der Registrierungspflicht für Händler in der kanadischen Provinz bzw. dem kanadischen Territorium, in dem das Angebot abgegeben bzw. der Verkauf durchgeführt wird. Die Inhalte dieses Dokuments sind keinesfalls als Anlageberatung in einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium zu betrachten und nicht auf die Bedürfnisse des Empfängers zugeschnitten. In Kanada sind die Inhalte dieses Dokuments ausschließlich für Permitted Clients (gemäß National Instrument 31-103) bestimmt, mit denen die Commerzbank AG und/oder die Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler Geschäfte treibt. Die Inhalte dieses Dokuments dürfen sich nicht auf Wertpapiere eines Emittenten beziehen, der nach den Gesetzen Kanadas oder einer kanadischen Provinz bzw. eines kanadischen Territoriums gegründet wurde, da die Commerzbank AG und die Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler gemäß National Instrument 31-103 tätig sind. Keine Wertpapieraufsicht oder ähnliche Aufsichtsbehörde in Kanada hat dieses Material, die Inhalte dieses Dokuments oder die beschriebenen Wertpapiere geprüft oder genehmigt; gegenteilige Behauptungen zu erheben, ist strafbar.

Europäischer Wirtschaftsraum: Soweit das vorliegende Dokument durch eine außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraumes ansässige Rechtsperson erstellt wurde, erfolgte eine Neuauflage für die Verbreitung im Europäischen Wirtschaftsraum durch die Commerzbank AG, Filiale London. Die Commerzbank AG, Filiale London, ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority.

Schweiz: Dieses Dokument ist grundsätzlich nicht zur Verteilung an Retail-Kunden bestimmt. Weder diese Research-Studie noch die hierin enthaltenen Informationen sind als persönliche Empfehlungen für Transaktionen in Finanzinstrumenten im Sinne des Finanzdienstleistungsgesetzes zu betrachten.

Singapur: Dieses Dokument wird in Singapur von der Commerzbank AG, Filiale Singapur, zur Verfügung gestellt. Es darf dort nur von institutionellen Investoren, akkreditierten Investoren oder sachkundigen Investoren, jeweils laut Definition in Section 4A des Securities and Futures Act, Chapter 289, von Singapur („SFA“) gemäß Section 274 bzw. Section 275 des SFA, entgegengenommen werden. Dieses Dokument stellt keine Beratung in bilanziellen, rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, finanziellen oder anderen Fragen und/oder Empfehlungen für den Empfänger dieser Ausarbeitung dar. Darüber hinaus stellen die hierin enthaltenen Mitteilungen/Informationen keine „Finanzberatungs-Dienstleistung“ im Sinne des Financial Advisers Act, Chapter 110, von Singapur („FAA“) dar; deshalb gelten die gegenüber einem Kunden gegebenenfalls zu beachtenden aufsichtsrechtlichen Anforderungen und geschuldeten Pflichten nach oder



in Verbindung mit dem FAA nicht in Verbindung mit dieser Ausarbeitung für den Empfänger. Den Empfängern wird empfohlen, zu den hierin enthaltenen Informationen den unabhängigen Rat ihrer eigenen professionellen Berater einzuholen.

Japan: Diese Informationen und ihre Verteilung stellen keine „Aufforderung“ gemäß dem Financial Instrument Exchange Act (FIEA) von Japan dar und sind nicht als solche auszulegen. Diese Informationen dürfen von internationalen Filialen der Commerzbank außerhalb Japans ausschließlich an „professionelle Anleger“ gemäß Article 2(31) des FIEA und Article 23 der Cabinet Ordinance Regarding Definition of Article 2 of the FIEA verteilt werden. Die Commerzbank AG, Tokyo Branch, war nicht an der Erstellung dieser Informationen beteiligt. Nicht alle in diesem Dokument genannten Finanz- oder sonstigen Instrumente sind innerhalb Japans verfügbar. In dieser Ausarbeitung erwähnte Instrumente können nicht von der Filiale eingeführt werden. Anfragen bezüglich der Verfügbarkeit dieser Instrumente richten Sie bitte an den Bereich Firmenkunden der Commerzbank AG.

Australien: Die Commerzbank AG hat keine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen. Dieses Dokument wird in Australien an Großkunden unter einer Ausnahmeregelung zur australischen Finanzdienstleistungslizenz von der Commerzbank gemäß Class Order O4/1313 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 26.02

Frankfurt	London	New York	Singapore
Commerzbank AG	Commerzbank AG	Commerz Markets LLC	Commerzbank AG
DLZ - Gebäude 2, Händlerhaus	PO BOX 52715	225 Liberty Street, 32nd floor,	128 Beach Road
Mainzer Landstraße 153	30 Gresham Street	New York,	#17-01 Guoco Midtown
60327 Frankfurt	London, EC2P 2XY	NY 10281-1050	Singapore 189773
Tel: + 49 69 136 21200	Tel: + 44 207 623 8000	Tel: + 1 212 703 4000	Tel: +65 631 10000