

KI und die US-Wirtschaft: Q&A

Wie stark schiebt KI die US-Wirtschaft an? Ist der Boom größer als in der New Economy der 1990er Jahre? Was passiert, wenn die KI-Blase platzt? Droht dann eine Schuldenkrise? Wir beantworten oft gestellte Fragen.

Wie viel Wachstum ist auf KI zurückzuführen?

Amerikanische Unternehmen investieren enorme Beträge in den Aufbau der Infrastruktur für die Künstliche Intelligenz (KI). Da KI bisher keine gesondert ausgewiesene Komponente der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung ist, müssen die Ausgaben der Unternehmen für KI auf Basis der Investitionen in Computer, Software, Rechenzentren und ähnliche KI-nahen Ausgaben geschätzt werden, um ihre Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum zu ermitteln. Beispielsweise sind die realen Investitionen in IT in den acht Quartalen bis Q3.2026 mit einer Jahresrate von fast 25% gestiegen. Diese Investitionen der amerikanischen Unternehmen erhöhen das reale Bruttoinlandsprodukt der US-Wirtschaft. In den zurückliegenden acht Quartalen haben KI-Investitionen einen beträchtlichen Beitrag von 0,9 Prozentpunkten zum durchschnittlichen Wirtschaftswachstum von 2,3% geleistet.

Allerdings werden zahlreiche der für den Aufbau der KI-Infrastruktur nötigen Komponenten importiert, vor allem aus Taiwan und Südkorea. Diese Einfuhren erhöhen das BIP der Exporteure, nicht das amerikanische. Sie müssen daher vom US-BIP abgezogen werden. Die Exporte von KI-Komponenten durch US-Unternehmen erhöhen dagegen das US-BIP. Die Abschätzung des Wachstumsbeitrags von KI muss daher beide Seiten des Außenhandels mit einbeziehen [1]. Per Saldo sorgte der enorme Importsog bei KI-nahen Produkten für einen negativen Außenbeitrag (-0,4 Prozentpunkte im Durchschnitt der letzten acht Quartale), was den KI-Impuls für die US-Wirtschaft deutlich dämpft.

Unter Berücksichtigung des negativen Außenbeitrags bleibt damit in den acht Quartalen bis Q3.2026 ein durchschnittlicher Wachstumsbeitrag von etwa 0,5 Prozentpunkte zum Wirtschaftswachstum von 2,3% übrig (Chart 1; sofern nicht anders angegeben, sind US-Wachstumsraten immer die auf Jahresrate hochgerechneten Zuwächse gegenüber dem Vorquartal).

Diese Abschätzung dürfte die Untergrenze der wahrscheinlichen Wirkung der KI-Investitionen darstellen. Schließlich hat KI auch Forschungs- und Entwicklungsinvestitionen angestoßen. Außerdem ist mit Ausgaben für die Ertüchtigung

30. Oktober 2026

Bernd Weidensteiner^{AC}

Inhalt

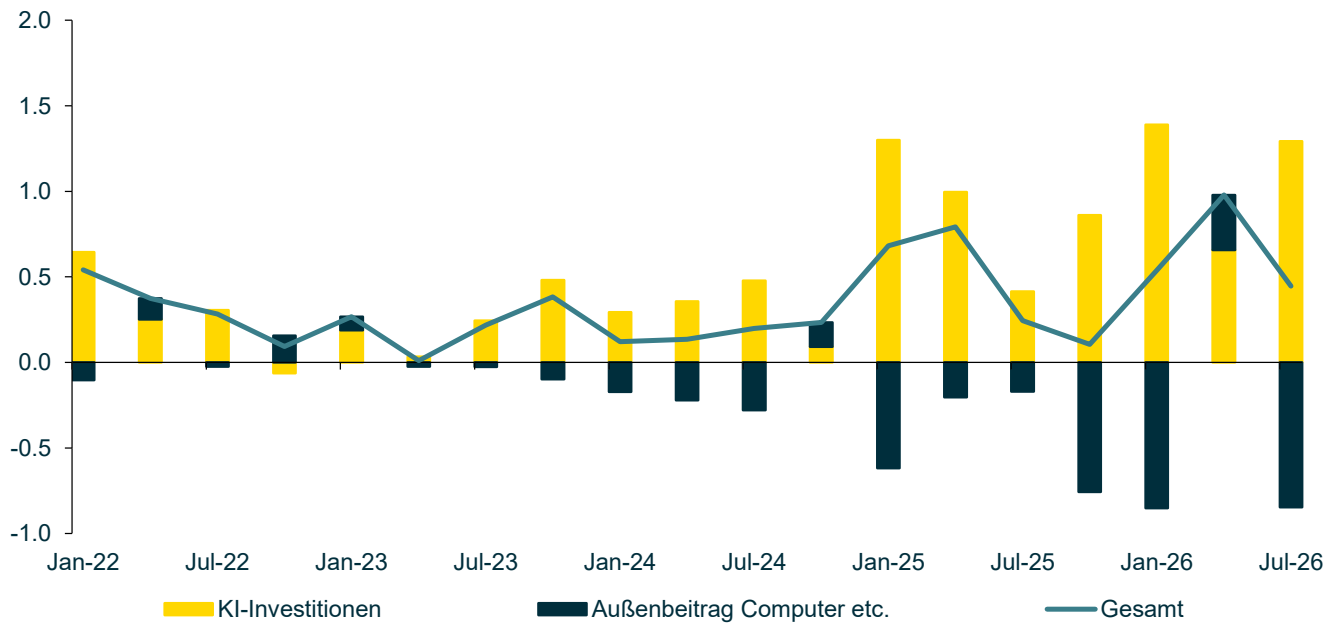
Wie viel Wachstum ist auf KI zurückzuführen?	1
... aber warum wächst die US-Wirtschaft nicht stärker?	2
Wie stark würde ein Einbruch der KI-Investitionen die Wirtschaft belasten, ...	3
... und ein Aktiencrash den Konsum?	4
Sind die KI-Unternehmen schuld am Zinsanstieg?	5
Droht eine Schuldenkrise bei einem Platzen der KI-Blase?	6
Wie viele Pfeile hat die Wirtschaftspolitik noch im Köcher?	7
Was ist, wenn KI tatsächlich die hochgesteckten Erwartungen erfüllt?	7
Was ist realistisch?	8



der Stromnetze und dem Ausbau der Stromerzeugung zu rechnen, um die Rechenzentren mit Elektrizität zu versorgen.

Chart 1 - Direkter Wachstumsbeitrag von KI

Wachstumsbeitrag von Investitionsausgaben für Computer, Peripheriegeräte, Datencenter, Software und Netto-Exporten von Computern und Peripheriegeräten, in Prozentpunkten



Quelle: BEA, Fed, Commerzbank Research

... aber warum wächst die US-Wirtschaft nicht stärker?

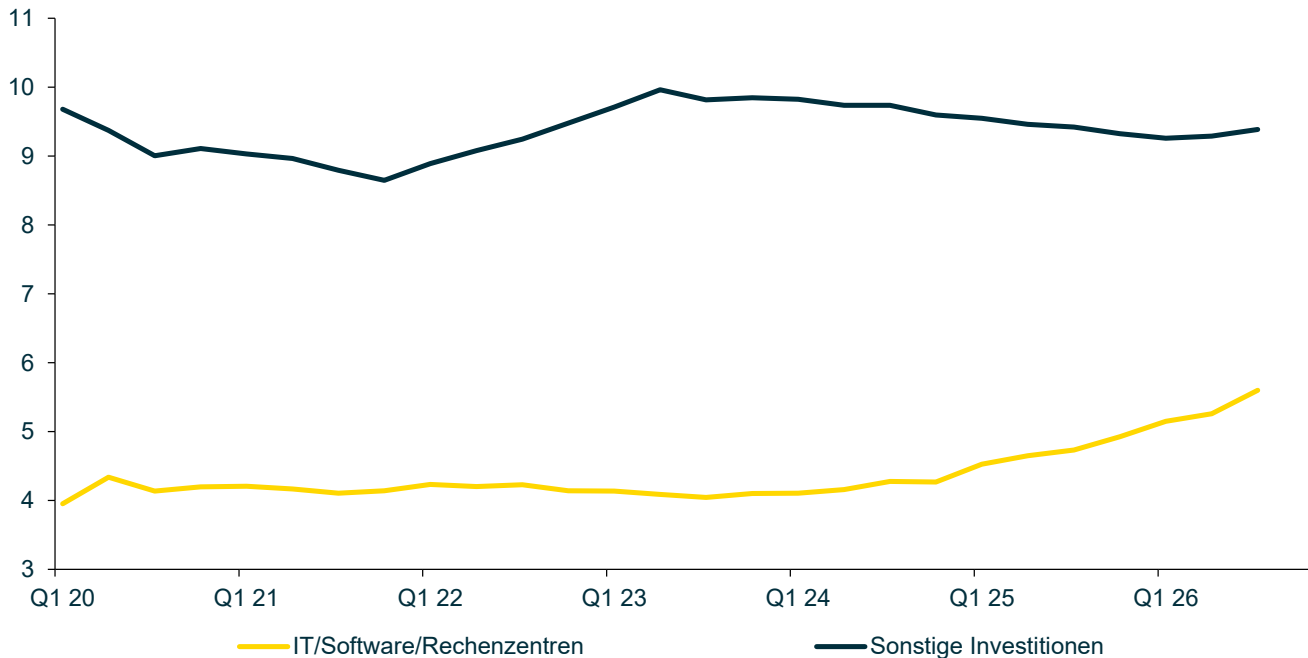
Trotz der KI-Investitionen ist die Wirtschaft in den acht Quartalen bis Q3.2026 nur um gut 2,3% gewachsen. Dies ist im längerfristigen Vergleich nicht gerade außergewöhnlich und liegt sogar etwas unterhalb der Wachstumsraten in den zehn Jahren vor der Corona-Krise 2020.

Eine plausible Interpretation ist, dass die zahlreichen Belastungsfaktoren wie höhere Zölle, der kriegsbedingte Energiepreisschock oder das Auslaufen des Schubs industriepolitische Maßnahmen der Biden-Administration die Wirtschaft gebremst haben. Diese haben Investitionen außerhalb der KI gebremst. Deren Anteil am Bruttoinlandsprodukt liegt mit zuletzt 9,4% im Durchschnitt der letzten Jahre (Chart 2). Damit haben die KI-Investitionen zwar noch keinen Boom der Gesamtwirtschaft ausgelöst, sie haben das Wachstum der Wirtschaft allerdings nach unten abgesichert.



Chart 2 - Der Investitionsboom findet bei Hochtechnologie statt

Privatinvestitionen (ohne Wohnungsbau): Anteile am BIP, Quartalsdaten in %



Quelle: BEA, Commerzbank Research

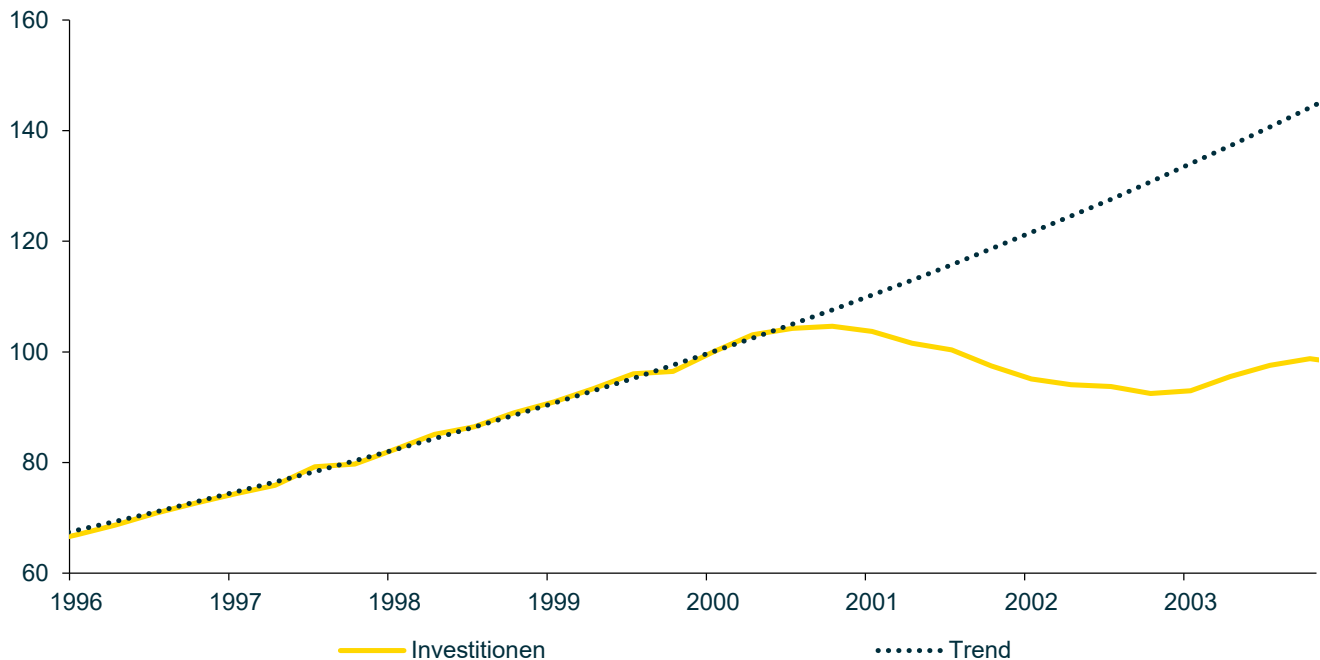
Wie stark würde ein Einbruch der KI-Investitionen die Wirtschaft belasten, ...

In letzter Zeit sind immer wieder Befürchtungen aufgekommen, dass sich die KI-Unternehmen mit ihren enormen Investitionen überheben und dass dies in eine Krise mit einer schmerzhaften Kürzung dieser Ausgaben münden könnte. Um herauszufinden, was ein Einbruch von KI bedeuten würden, schauen wir uns den Hightech-Boom der New Economy in den 1990er Jahren an. Dieser endete nach der Jahrtausendwende mit dem Platzen der Blase und einer Krise. Diese Entwicklung kann als Blaupause dafür dienen, was bei einem Platzen einer Hightech-Blase droht. In den fünf Jahren bis Q1.2001 – dem Konjunkturgipfel am Ende des New-Economy-Booms – stiegen die realen Investitionen in IT und Software um fast 20% pro Jahr. In dem Jahr nach dem Konjunkturgipfel fielen sie um über 8%, ein scharfer Richtungswechsel. Auch die Gesamtinvestitionen (ohne Wohnungsbau) vollzogen eine heftige Wende, von Zuwächsen um 10% bis kurz vor dem Konjunkturrückgang zu einem Rückgang von 8% in dem Jahr nach Q1.2001. Die Investitionen haben nach dem Ende der Talfahrt nicht mehr mit dem gleichen Tempo zugelegt wie vor der Krise. Der Abstand zum Vorkrisentrend wurde dadurch immer größer, das Wirtschaftswachstum war spürbar schwächer als in den Boomjahren (Chart 3).



Chart 3 - New Economy: Ein Investitionsboom endet mit einem Knall

Reale Investitionen (o. Wohnbau), Q1.2000=100. Trend auf Basis der Jahre 1995-2000



Quelle: BEA, Commerzbank Research

Der Wachstumsbeitrag der Gesamtinvestitionen ohne den Wohnungsbau belief sich 2000 noch auf 1,2 Prozentpunkte, 2001 reduzierten die fallenden Investitionen das Wirtschaftswachstum um 1 Prozentpunkt, ein Swing von über 2 Prozentpunkten. Ein Platzen der KI-Blase würde wohl einen grob vergleichbaren Effekt haben, schließlich steigen die Investitionen in IT und Software aktuell mit ähnlichen Raten wie in der New Economy, und sie haben sogar einen etwas größeren Anteil am BIP.

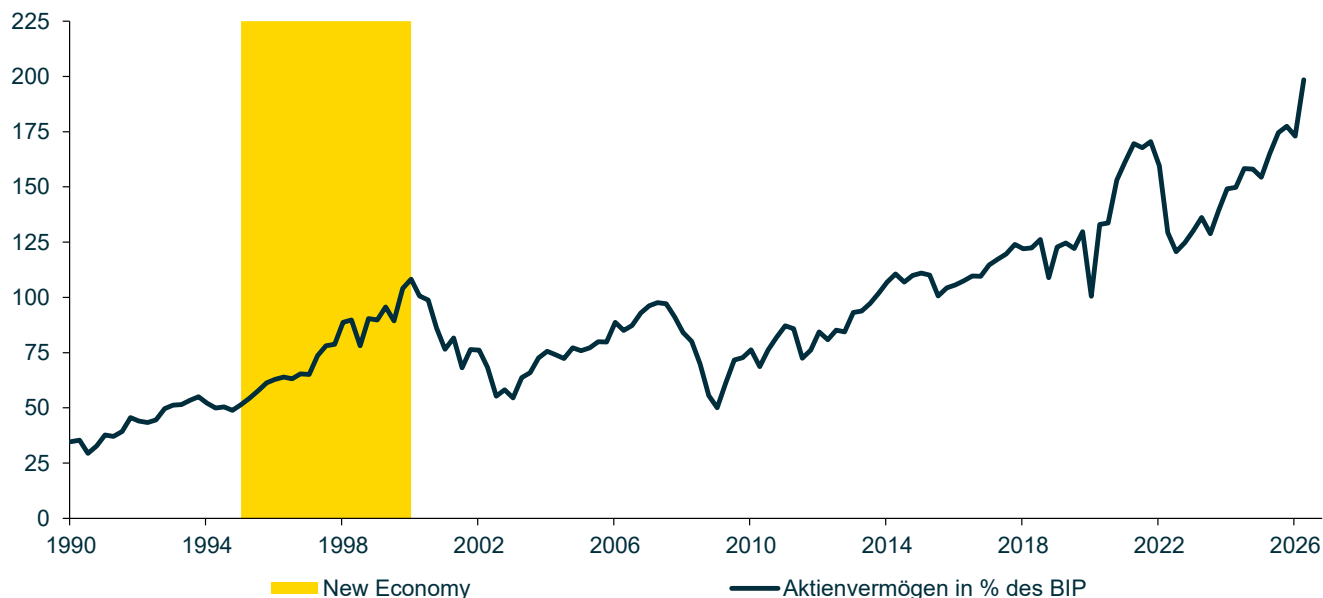
... und ein Aktiencrash den Konsum?

Allerdings würde das Ende der KI-Euphorie nicht nur die Investitionen belasten, sondern es ist auch mit einer drastischen Korrektur bei den Aktienkursen zu rechnen. Auch hier kann die New Economy als Blaupause dienen. Die Erwartung hoher Gewinne hat die Aktienkurse nach oben getrieben und den US-Haushalten beträchtliche Vermögenszuwächse beschert. Das Aktienvermögen der Privathaushalte belief sich im zweiten Quartal auf 64 Billionen Dollar und hat sich damit in vier Jahren beinahe verdoppelt. In Relation zum Bruttoinlandsprodukt ist das Aktienvermögen auf 198% gestiegen. Diese Quote lag zum Höhepunkt der New-Economy-Blase Anfang 2000 bei 108% des BIP (Chart 4). [2]



Chart 4 - Aktienvermögen hat schwindelerregende Höhe erreicht

Marktwert der von US-Haushalten gehaltenen Aktien und Aktienfonds in % des BIP, Quartalsdaten.



Quelle: Fed, BEA, Commerzbank Research

Was sind die möglichen Konsequenzen einer massiven Korrektur am Aktienmarkt? Ein Transmissionsriemen in die Wirtschaft läuft über den Vermögenseffekt. Gängige Schätzungen des Vermögenseffekts bei Aktien belaufen sich auf 2 bis 4 Cents je Dollar Vermögensänderung. Wir nehmen im Folgenden einen Wert von 3 Cents an, also die Mitte dieses Korridors. Ein Rückgang des Aktienvermögens um 100 Dollar würde demnach den Konsum um 3 Dollar dämpfen. Würde sich das Aktienvermögen der privaten Haushalte wie in den drei Jahren nach Q1.2000 um 44% verringern, ergäbe sich daraus ein Vermögensverlust von mehr als 28 Billionen Dollar (Tabelle 1). Wenn der Konsum wie oben angenommen auf solche Vermögensverluste reagiert, würde damit der Konsum um gut 850 Mrd. Dollar oder 2,6% gedrückt. Damals erfolgte der Rückgang des Aktienvermögens über drei Jahre, bevor der Aktienmarkt seinen Tiefpunkt erreichte, weshalb sich der Effekt auf den Konsum über einen längeren Zeitraum verteilt haben dürfte. Ähnliches wäre auch bei einem neuen Einbruch zu erwarten. Sofern sich die Aktienkurse nach Bereinigung der Lage wieder erholen, ist allerdings nicht mit einer dauerhaften Dämpfung des Konsums zu rechnen.

Beide Effekte - der Einbruch bei den Investitionen und die Dämpfung des Konsums - würden wohl ausreichen, die Wirtschaft in eine Rezession zu treiben.

Tabelle 1: Vermögenseffekt eines Einbruchs am Aktienmarkt

Annahme für Szenario 2026: Rückgang des Aktienvermögens um 44% (entsprechend dem Verlust zwischen Q1.2000 und Q1.2003).
 Vermögenseffekt auf Konsum: 3 Cent pro Dollar

	2000	2026 Szenario
Aktienvermögen (Mrd. \$)	10830	64630
Anteil am Gesamtvermögen	22.3%	31.4%
Vermögensverlust (Mrd. \$)	-4740	-28437
Effekt auf Konsum (Mrd. \$)	-142.2	-853.1
in Relation zum BIP	-1.4%	-2.6%

Quelle: Fed, BEA, Commerzbank Research

Sind die KI-Unternehmen schuld am Zinsanstieg?



Die Investitionen in die KI-Infrastruktur werden immer stärker auf Pump finanziert. Viele sehen darin daher eine wichtige Ursache des Zinsanstiegs. Aber haben sich die Schulden des US-Unternehmenssektors tatsächlich so stark erhöht, um diesen Behauptungen Substanz zu verleihen?

Die US-Kapitalgesellschaften haben in den zurückliegenden vier Quartalen Kredite und Anleihen für rund 780 Mrd. Dollar (2,4% des BIP) aufgenommen. Die Unternehmen haben sich damit aber nicht stärker verschuldet als in den Vorjahren. Dagegen ist der Kredithunger des Staates deutlich größer als bei den Unternehmen. In den vier Quartalen bis Q2.2026, den aktuellsten Zahlen, hat die US-Bundesregierung ihre Kreditmarktverschuldung fast viermal so stark erhöht wie die Unternehmen, nämlich um über 2900 Mrd. Dollar (9,3% des BIP). Damit hat vor allem der Staat den Kreditmarkt in Anspruch genommen – und trägt damit eine viel größere Verantwortung für den Renditeanstieg als die Unternehmen (Chart 5) [3].

Außerdem passen die KI-Investitionen, die erst nach 2023 richtig Fahrt aufnehmen, schlecht zum Profil des Zinsanstiegs: Der Anstieg der Renditen fand im Wesentlichen bis Ende 2022 statt, was zum massiven Inflationsanstieg in dieser Zeit und der folgenden restriktiven Geldpolitik der Fed passt. Der nächste Schub bei Zinsanstieg fällt mit Donald Trumps Iran-Krieg zusammen.

Chart 5 - Der Zinstreiber ist der Staat, nicht KI

Schuldenaufnahme (Anleihen und Kredite) der US-Bundesregierung und der Unternehmen außerhalb des Finanzsektors in % des BIP, gleitende 4-Quartalsdurchschnitte



Quelle: Fed: Financial Accounts Tabelle D3.t, BEA, Commerzbank Research

Droht eine Schuldenkrise bei einem Platzen der KI-Blase?

Ein Platzen der KI-Blase würde wohl zu einer erheblichen Kürzung der KI-Investitionen führen. Gleichzeitig würde sich wohl ein massiver Abschreibungsbedarf auf die getätigten KI-Investitionen ergeben. Dies würde wohl auch die großen und profitablen Unternehmen in diesem Bereich belasten und zu einer schmerzhaften Bereinigung im gesamten Sektor führen.

Was bedeutet das für die Verbindlichkeiten der Unternehmen? Droht eine Schuldenkrise? Der Unternehmenssektor als Ganzes ist sicherlich nicht überschuldet. Die von Unternehmen außerhalb des Finanzsektors aufgenommenen Kredite und Schuldverschreibungen beliefen sich per Ende Q2.2026 auf 48,2% des BIP, derselbe Wert wie zehn Jahre zuvor. Dabei hat sich die Struktur der Verschuldung geändert: Schuldverschreibungen machen jetzt 70% der Kreditmarktschulden aus, vor zehn Jahren waren es lediglich 50%. Private Credit (Kredite an Unternehmen, die von Nicht-Banken wie bestimmten Investmentvehikeln ausgereicht werden) – das bei der Finanzierung von KI eine große Rolle spielt – hat seinen Anteil seit 2016 deutlich gesteigert, von 1,6% auf 7,1%.



Sollten KI-Unternehmen ihre Schulden nicht mehr bedienen können, würde es vor allem die Halter der Anleihen treffen sowie die Geldgeber von Private Credit. Mit einer Bankenkrise à la 2008, die eine umfassende Korrektur bei den Bankbilanzen nach sich gezogen hatte, ist aufgrund dieser Verschuldungsstruktur nicht zu rechnen.

Wie viele Pfeile hat die Wirtschaftspolitik noch im Köcher?

Wie schwer eine etwaige Krise wird, hängt auch von der Reaktion der Wirtschaftspolitik ab. Dabei dürfte der Spielraum für expansive Maßnahmen jetzt deutlich geringer sein als von 25 Jahren. Schließlich ging der Staat mit einer äußerst soliden Haushaltslage in die Rezession von 2001: Der Bundeshaushalt wies 2000 einen Überschuss in Höhe von 2,3% des BIP auf. Im Haushaltsjahr 2026, das am 30. September endete, lag das Budget dagegen mit 6,2% des BIP im Defizit. Der Schuldenstand lag 2000 bei lediglich 34% des BIP, jetzt liegt er bei über 100% (Tabelle 2).

Neben der Fiskalpolitik hatte damals auch die Fed einen größeren Spielraum. Schließlich lag die Kerninflationsrate in den Jahren vor dem Platzen der New-Economy-Blase bei nur 1,6%. Drastischen Zinssenkungen vom Zinsgipfel (6,50%) stand deshalb kaum etwas im Weg. Aktuell ist das Bild weniger günstig: Die Inflation liegt seit fünf Jahren merklich über dem Fed-Ziel.

Gerade nach den Erfahrungen mit einer extrem lockeren Geld- und Fiskalpolitik in und nach der Coronakrise ist es somit fraglich, ob die Kapitalmärkte eine aggressive Reaktion der Wirtschaftspolitik erneut ohne mit der Wimper zu zucken hinnehmen würden.

Tabelle 2: New Economy vs. KI

Wirtschafts-, Investitions-, Produktivitätswachstum, Kerninflation: durch. Vorjahresveränderung im jeweiligen Zeitraum. (*) Angaben für Haushaltsjahr 2000 bzw. 2026 in % des BIP. (**) Leitzins zum Ende des Haushaltsjahres 2000 bzw. 2026

	1996-2000	2022-26
Wirtschaftswachstum	4.6%	2.2%
Investitionen ohne Wohnungsbau	10.6%	5.8%
Produktivitätswachstum	2.8%	2.1%
Kerninflation (Deflator)	1.6%	3.5%
Saldo des Bundeshaushalts (*)	+2.3%	-6.2%
Staatsschulden (*)	34%	101%
Leitzins (**)	6.50%	4.00%

Quelle: Fed, BEA, BLS, Commerzbank Research

Was ist, wenn KI tatsächlich die hochgesteckten Erwartungen erfüllt?

Viele der Fragen, die uns gestellt werden, richten sich eher auf die Risiken von KI. Was wäre aber zu erwarten, wenn KI wirklich eine neue wirtschaftliche Revolution auslöst? Wie sieht ein sehr optimistisches Szenario aus?

Zur Einordnung möglicher Wachstumsraten bietet sich ein historischer Rückblick an. Die US-Wirtschaft ist durch mehrere Wellen grundlegender Innovationen gegangen, wie der Bau der Eisenbahnen, der Elektrifizierung, das Automobil oder das Internet. Teilweise gingen die Phasen mit einem starken Bevölkerungswachstum einher, was das Wachstum weiter angefeuert hat. Im letzten Viertel des 19. Jahrhunderts konnten für eine längere Zeit Zuwachsraten von 5 - 6% erreicht werden (Chart 6). Sonst waren außerhalb von Sondersituationen wie der Erholung nach der Weltwirtschaftskrise und dem 2. Weltkrieg Raten von allenfalls 4% (den 1920ern, auch eine Zeit extremen technischen Wandels) oder 3% (der New Economy in den 1990er Jahren) drin.

Ein KI-befeuertes Wachstum von 4% p.a. über einen längeren Zeitraum wäre ein außerordentlich starkes Ergebnis, zumal dies in einer Zeit ohne nennenswertes Bevölkerungswachstum stattfinden würde und von daher die 1920er und 1990er in den Schatten stellen würde. Viel höhere Zuwachsraten über einen längeren Zeitraum erscheinen uns nicht plausibel, da wir nicht davon ausgehen, dass KI einen im Vergleich mit früheren Basisinnovationen revolutionäreren Effekt hat.

Was wären die Folgen eines solchen Booms?

- Interessanterweise birgt auch das rosige Szenario Risiken, insbesondere für die Politik und den gesellschaftlichen Zusammenhalt. Bereits jetzt ist die US-Lohnquote gefallen, immer mehr des Volkseinkommens entfällt auf Gewinne (und kommt damit den

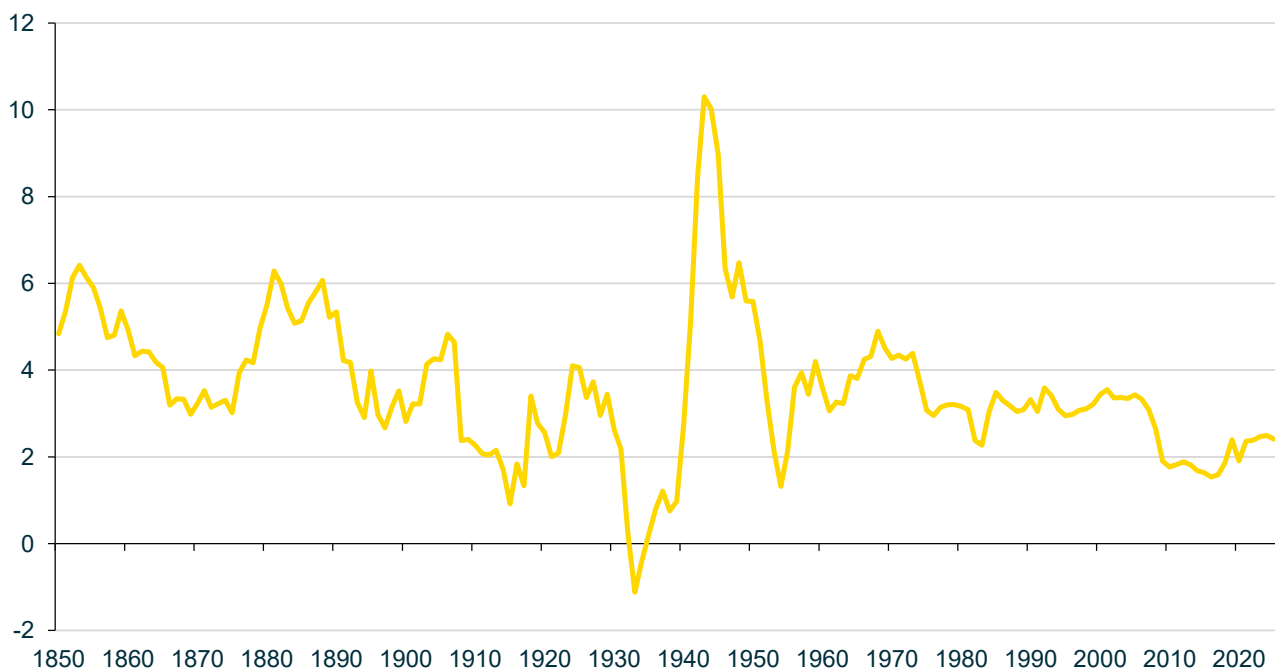


Kapitaleignern zugute). Sollte sich dies im KI-Boom verschärfen, dürfte die Verteilungsdebatte noch erheblich an Fahrt gewinnen. Der Ruf nach staatlichen Eingriffen zur Korrektur würde zunehmen, eine niedrige Unternehmensbesteuerung wäre wohl kaum durchzuhalten. Historisch gesehen gingen ähnliche Phasen mit großen politischen Schmerzen und einem Auftrieb populistischer Strömungen einher.[4]

- Immer wieder genannt wird auch die Auswirkung auf den Arbeitsmarkt. Macht KI menschliche Arbeitskraft überflüssig? Wäre dann trotz hohen Wachstums mit hoher Arbeitslosigkeit zu rechnen, was die politischen Auswirkungen noch deutlich verschärfen würde? Dies ist eine Befürchtung, die in jeder Innovationswelle auftritt. Bisher haben sich die Kassandrarufer aber nie bewahrheitet, auch wenn der Übergang teilweise sehr schmerzhaft verlaufen ist. In der Vergangenheit ging höheres Produktivitätswachstum mit höherer Beschäftigung einher. Wahrscheinlicher erscheint uns, dass KI menschliche Arbeit nicht ersetzt, sondern ergänzt.
- Die höheren Produktivitätszuwächse würden für sich genommen die Inflation dämpfen. Allerdings sollte man nicht unbedingt mit einem Rückgang der langfristigen Renditen rechnen, schließlich schlägt sich höheres Realwachstum auch bei den Renditen nieder.
- Das Problem mit den Staatsschulden würde sich von selbst erledigen, die Wirtschaft würde herauswachsen. Einige Jahre New-Economy-Boom reichten, um den Haushalt Ende der 1990er Jahre in den Überschuss zu drehen. Zwar mag der Ausgangslage jetzt ungünstiger sein und die Defizitbekämpfung schwieriger sein. Die Schuldenquote würde dennoch sinken.

Chart 6 - Wie schnell kann die US-Wirtschaft wachsen?

Zuwachs des realen BIP gg. Vorjahr in %, gleitende 10-Jahresdurchschnitte. Daten vor 1929 von Measuring Worth, ab 1929 vom BEA



Quelle: BEA, Measuring Worth, Commerzbank-Research

Was ist realistisch?

Die Einführung grundlegender Innovationen in der Wirtschaft war in der Vergangenheit stets ein ausgedehnter Prozess, und dies wird wohl auch bei KI ähnlich sein. Die Unternehmen und ihre Mitarbeiter müssen erst lernen, wie die neuen Werkzeuge sinnvoll eingesetzt werden können. Gewöhnlich sind auch erhebliche organisatorische Änderungen nötig, die Zeit brauchen. Ein immer größerer Teil der Wirtschaft besteht aus Dienstleistungen, die oft nur geringe Produktivitätszuwächse haben, woran der Einsatz von KI wohl nur wenig ändert (man denke an Pflegekräfte). Damit dürfte sich das Potenzialwachstum der US-Wirtschaft auf Sicht eines Jahrzehnts wohl um deutlich weniger als 1 Prozentpunkt p.a. erhöhen. Ein längerfristiges Wachstum von gut $2\frac{1}{2}\%$ bis $2\frac{3}{4}\%$ pro Jahr erscheint möglich (aktuell sehen die meisten Schätzungen das Potenzialwachstum bei etwa 2%, so beispielsweise die Fed-Mitglieder bei ihrer Einschätzung des "langfristigen" Wachstums). Es wird aber wohl einige Zeit dauern, bis dieser neue Trend erreicht wird. Der Wachstumsschub von KI könnte somit die hochgesteckten Erwartungen enttäuschen, was auch Fragezeichen hinter die Bewertung vieler KI-Unternehmen setzt



Es erscheint uns auch unwahrscheinlich, dass etwaige KI-befeuerte Produktivitätsanstiege die Faktoren völlig kompensieren, die in den kommenden Jahren und Jahrzehnten Aufwärtsdruck auf die Inflation ausüben:

- Der demographische Wandel. Der Rückgang der arbeitenden Bevölkerung reduziert das Produktionspotenzial, die Nachfrage fällt aber nicht im gleichen Maße, da die Ruheständler weiter konsumieren. Dies übt Aufwärtsdruck auf die Preise aus also die Alterung der Gesellschaft. Das absehbare Schrumpfen der Bevölkerung vieler – und langfristig praktisch aller – Länder ist im Übrigen eine Epochenwende, die der KI in nichts nachsteht und deren Wirkungen erst ansatzweise verstanden wird.
- Defizite: Der Anspruch des Staates auf die Ressourcen der Volkswirtschaften steigt an. Höhere Verteidigungsausgaben und erhöhte alterungsbedingte Leistungen sowie die Ausgaben im Zusammenhang mit dem Klimawandel können nicht annähernd aus den laufenden Einnahmen gedeckt werden und führen zu steigenden Defiziten. Die Ausdehnung der Staatstätigkeit ist vermutlich mit steigendem Inflationsdruck verbunden.
- Der aktuelle Trend zu Protektionismus ist ebenfalls nicht dazu angetan, die Inflation zu dämpfen. Eine Regionalisierung von Lieferketten läuft schließlich die Gefahr, zu weniger effizienten Lösungen zu führen.

KI mag den Inflationsdruck dämpfen, aber wir rechnen doch damit, dass die Zentralbanken dauerhaft Schwierigkeiten haben werden, ihr Inflationsziel zu erreichen.

[1] Für die Berechnung des Außenbeitrags folgen wir Soto, Paul E., Mason Thieu, and Jeffrey S. Allen (2026). "The AI Buildout and the Economy: Publicly Available Data to Assess AI's Impact," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, July 17, 2026. ([zurück zum Text](#))

[2] Wir stützen uns auf die Daten aus den **Distributional Financial Accounts** der Fed, speziell auf die Größe "Aktien und Fonds". Dies stellt die Untergrenze des Aktienvermögens dar, da die von den Pensionsplänen gehaltenen Aktienbestände dabei nicht berücksichtigt sind. ([zurück zum Text](#))

[3] Dieser Befund ändert sich auch nicht, wenn man die "Maastricht-Quote" (Net Lending/Borrowing), die ein umfassenderes Maß für die Beanspruchung des Kreditmarktes ist, für den Staat und die Unternehmen berechnet. ([zurück zum Text](#))

[4] "Populismus" ist in den USA nicht notwendigerweise negativ konnotiert. Das Auftauchen der "Populist Party" Ende des 19. Jahrhundert führte schließlich zu durchgreifenden Reformen, unter anderem die Einhegung wirtschaftlicher Macht, wofür die Zerschlagung der Standard Oil Company als Beispiel dienen mag. ([zurück zum Text](#))



Analysts

Bernd Weidensteiner ^{AC}
 Senior Economist
 +49 69 9353 45625
 bernd.weidensteiner@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 30/10/2026 07:45 MEZ fertiggestellt und am 30/10/2026 07:45 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 Neuausgabe für die Verbreitung im Europäischen Wirtschaftsraum durch die Commerzbank AG, Filiale London. Die Commerzbank AG, Filiale London, ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority.

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

Singapur: Dieses Dokument wird in Singapur von der Commerzbank AG, Filiale Singapur, zur Verfügung gestellt. Es darf dort nur von institutionellen Investoren, akkreditierten Investoren oder sachkundigen Investoren, jeweils laut Definition in Section 4A des Securities and Futures Act, Chapter 289, von Singapur („SFA“) gemäß Section 274 bzw. Section 275 des SFA, entgegengenommen werden. Dieses Dokument stellt keine Beratung in bilanziellen, rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, finanziellen oder anderen Fragen und/oder



Empfehlungen für den Empfänger dieser Ausarbeitung dar. Darüber hinaus stellen die hierin enthaltenen Mitteilungen/Informationen keine „Finanzberatungs-Dienstleistung“ im Sinne des Financial Advisers Act, Chapter 110, von Singapur („FAA“) dar; deshalb gelten die gegenüber einem Kunden gegebenenfalls zu beachtenden aufsichtsrechtlichen Anforderungen und geschuldeten Pflichten nach oder in Verbindung mit dem FAA nicht in Verbindung mit dieser Ausarbeitung für den Empfänger. Den Empfängern wird empfohlen, zu den 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 26.04

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