



Ausblick 2026 – Finanzminister und Zentralbanker schieben an

Handelskonflikte, hohe Staatsschulden und Reformstau werden die Wirtschaft auch im kommenden Jahr belasten. Um so mehr werden Finanzminister und Zentralbanker versuchen, ihre Volkswirtschaften anzuschieben. Wir zeigen, wo das gelingen könnte und was das alles für die Finanzmärkte bedeutet.

| Dr. Jörg Krämer^{AC}

Unser Leitmotiv für 2026

Jedes Jahr im November überlegen wir, was das Leitmotiv für das wirtschaftliche Geschehen im jeweils kommenden Jahr sein könnte. 2026 dürften die Finanzminister und Zentralbanker im Vordergrund stehen. Angesichts anhaltend großer Probleme rund um Handelskonflikte, Staatsschulden und Reformstau dürften sie versuchen, ihre Volkswirtschaften mit expansiven Fiskal- und/oder Geldpolitiken anzuschieben. Wir haben bewußt das Verb "anschieben" gewählt, weil nicht klar ist, ob das Wachstum am Ende tatsächlich anzieht. Aber die Finanzminister und Notenbanker werden es versuchen – und auch das wird Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben.

Deutschland: Ein beträchtlicher Fiskalimpuls und ...

Das Leitmotiv einer anschiebenden Finanz- und Geldpolitik passt für Deutschland perfekt. Es dürfte hierzulande auch in dem Sinne gelingen, dass das Wachstum 2026 mit 1,2% deutlich höher ausfallen sollte als im ablaufenden 2025 (0,1%).

Das liegt zunächst am Fiskalpaket der Bundesregierung, das ein Sondervermögen für Infrastruktur von 500 Mrd Euro umfasst und Verteidigungsausgaben von mehr als 1% des Bruttoinlandsprodukts von der Schuldenbremse ausnimmt. Weil die Regierung in großem Stil Ausgaben vom Kernhaushalt in den Schattenhaushalt ("Sondervermögen") verschob, entstanden im Kernhaushalt beträchtliche finanzielle Spielräume. Die nutzt die Regierung. So wird es Sonderabschreibungen für Unternehmen geben, die kalte Progression wird teilweise ausgeglichen, die Mehrwertsteuer für die Gastronomie und die Netzentgelte sinken und so weiter. Die Entlastung entspricht einem Viertel Prozent des Bruttoinlandsprodukts (Chart 1).

Ein deutlich größerer Schub dürfte vom Sondervermögen für Infrastruktur und von den Verteidigungsausgaben kommen. Zwar werden die Ausgaben bei weitem nicht so stark steigen wie im Haushalt vorgesehen, weil die Beschaffung der Bundeswehr langsam ist und der Bau von Infrastruktur durch langwierige Genehmigungsverfahren gebremst wird. Aber orientiert man sich an den konservativen Schätzungen der deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute, so dürften die Verteidigungsausgaben und Infrastrukturinvestitionen 2026 immerhin noch um einen Betrag zulegen, der 0,6 Prozent des Bruttoinlandsprodukts entspricht.

Fasst man die höheren Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur sowie die durch Gesetzesänderungen verursachten Mehrausgaben zusammen, so ergibt sich für das kommende Jahr ein beträchtlicher Fiskalimpuls von etwa 0,8% des Bruttoinlandsprodukts, während die Finanzpolitik die Konjunktur im ablaufenden Jahr sogar leicht gebremst hat.



Chart 1 - Der Fiskalimpuls kommt ab 2026

Belastung (+) und Entlastung (-) des gesamtstaatlichen Haushalts durch finanzpolitische Maßnahmen in den jeweiligen Jahren, in % des Bruttoinlandsprodukts



Quelle: Gemeinschaftsdiagnose, Commerzbank-Research

... EZB-Zinssenkungen schieben die Konjunktur an

Hinzu kommt die Halbierung des EZB-Einlagensatzes auf 2,0% – auf ein Niveau, das nach unserer Einschätzung unterhalb des neutralen Zinses liegt, der die Konjunktur weder bremst noch anschiebt (Chart 2). Es bedarf also keiner weiteren Zinssenkungen (die wir auch nicht erwarten), damit die EZB die deutsche Konjunktur anschiebt.

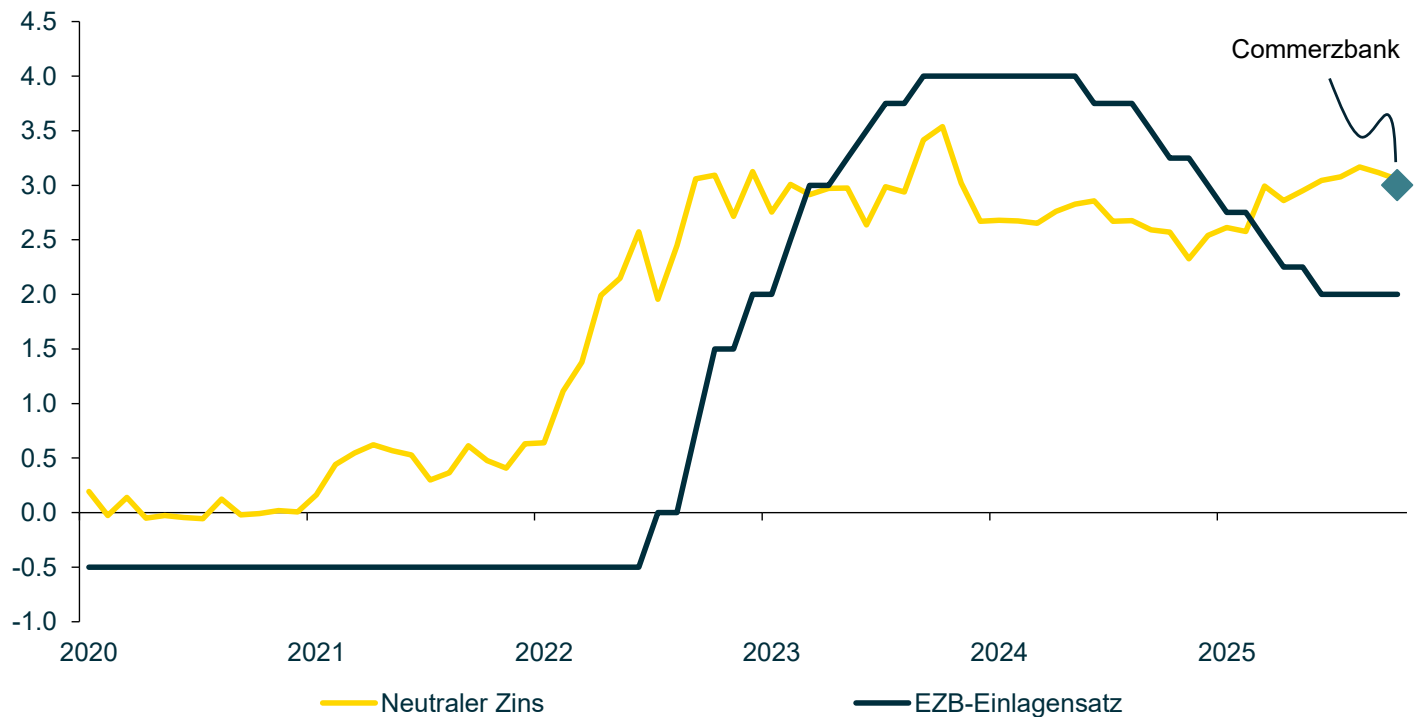
Alles in allem erwarten wir für Deutschland 2026 ein Wirtschaftswachstum von 1,2% nach geschätzten 0,1% für 2025. Eine Rolle spielt dabei übrigens auch ein ausgeprägter Arbeitstageeffekt: Während die Zahl der Arbeitstage in diesem Jahr wegen der Lage der Feiertage niedriger als im Vorjahr ist, ist sie 2026 wieder deutlich höher. Das erhöht die Wachstumsrate 2026 gegenüber 2025 für sich genommen immerhin um fast 0,4 Prozentpunkte.

Ansonsten ist zu beachten, dass das Fiskalpaket der Bundesregierung nicht einhergeht mit einem Neustart in der Wirtschaftspolitik, der von vielen Unternehmen herbeigesehnt wird. Insofern trägt das höhere Wirtschaftswachstum im kommenden Jahr Züge eines Strohfeuers.



Chart 2 - EZB-Leitzins deutlich unter "neutralem" Zins

EZB-Einlagensatz und "neutraler" Zins nach Einschätzung der Terminmärkte (Overnight Index Swap 1-Jahres-Forward-Rate in 9 Jahren) sowie Commerzbank-Einschätzung, in Prozent



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

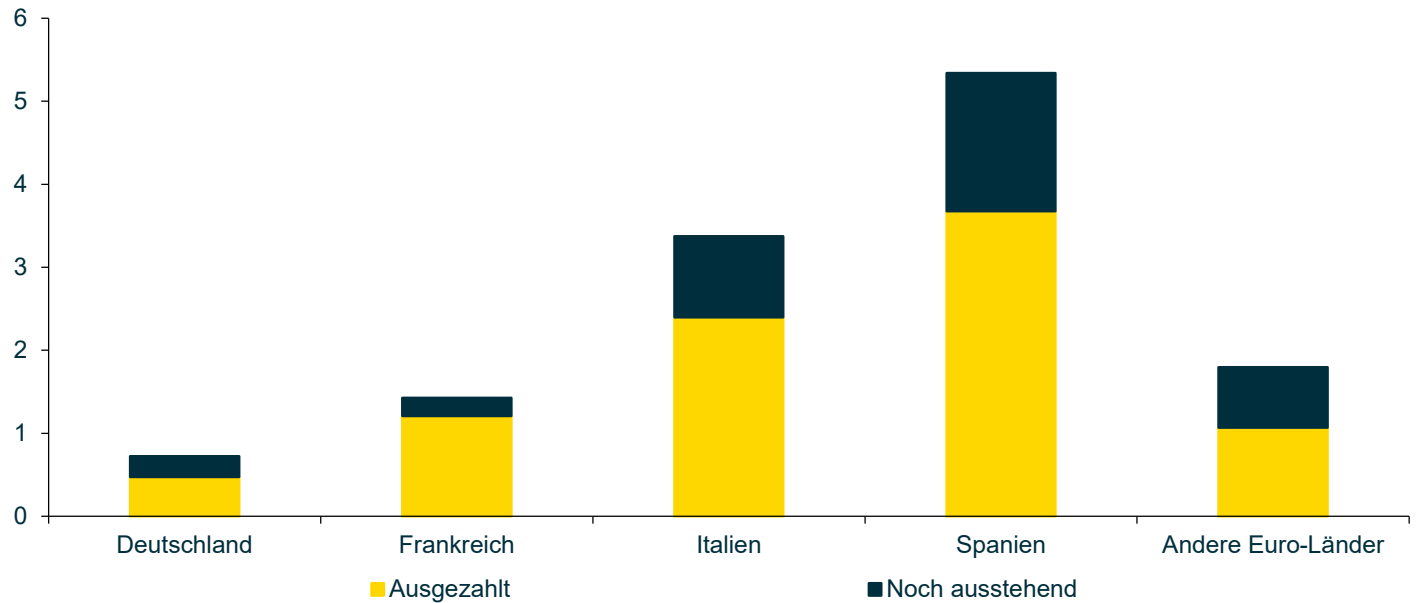
Euroraum: Favoritenwechsel beim Wachstum

Anders als in Deutschland ist es im Euroraum als Ganzes nur die EZB, die die Konjunktur anschiebt. Aber die massiv erhöhten US-Zölle sollten das Wirtschaftswachstum über zwei Jahre um schätzungsweise 0,3 Prozentpunkte senken. Alles in allem dürfte die Wirtschaft im Euroraum 2026 nur moderat um 0,9% wachsen.

Innerhalb der Währungsunion kommt es 2026 zu einem Favoritenwechsel. Während Deutschland nach einer langen Phase des unterdurchschnittlichen Wachstums aufholt, dürften sich die Peripherieländer im Durchschnitt etwas abkühlen. Denn der Schub vom Corona-Wiederaufbaufonds, dessen Mittel überdurchschnittlich in die Peripherie geflossen sind (Chart 3), nimmt im kommenden Jahr ab; spätestens 2026 müssen die durch den Fonds finanzierten Projekte mit der EU abgerechnet werden, was erst nach ihrem Abschluss möglich ist. Entsprechend lässt das Wachstum in Spanien 2026 nach (1,8% nach 2,6% 2025); in Italien legt es anders als in Deutschland nicht zu (0,5%). Für diese beiden Länder sind wir vorsichtiger als der Durchschnitt der Volkswirte.

**Chart 3 - Spanien und Italien profitieren besonders vom Corona-Wiederaufbaufonds**

Zuschüsse des EU-Wiederaufbaufonds (NGEU) in Prozent des Bruttoinlandsprodukts

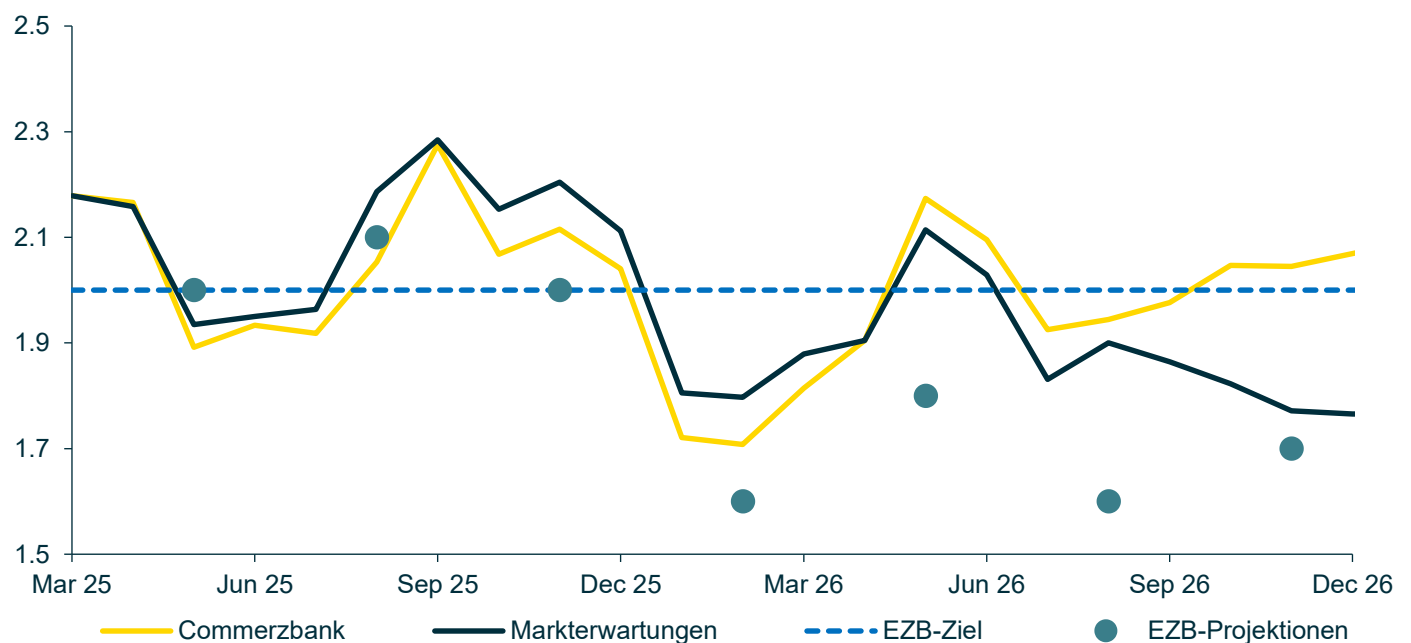


Quelle: EU-Kommission, Eurostat, Commerzbank-Research

Für die Inflation im Euroraum erwarten wir für den Durchschnitt des kommenden Jahres 2,0%, womit sie ähnlich hoch wäre wie in diesem Jahr. Die Kerninflation, die in den zurückliegenden Monaten kaum noch gefallen ist, sollte mit 2,1% minimal darüber liegen. Das alles sieht auf den ersten Blick unspektakulär aus (Chart 4). Wir liegen mit dieser Prognose aber über der EZB (Inflation: 1,7%) und im zweiten Halbjahr über den Prognosen, die aus Inflations-Swaps abgeleitet werden. Das ist übrigens zusammen mit der leichten konjunkturellen Erholung der Hauptgrund, warum wir keine weitere EZB-Zinssenkung erwarten.

Chart 4 - Wir erwarten höhere Inflation als EZB und Marktteilnehmer

Verbraucherpreisindex im Euroraum, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent; Markterwartungen abgeleitet aus Inflationswaps am 4.11.2025 und EZB-Projektionen mit Stand September 2025



Quelle: Bloomberg, ECB, Commerzbank-Research



USA: Um die Wirtschaft anzuschieben, ...

Mit einem Leitzins von 4,0% (Obergrenze der Zinsspanne) dämpft die US-Geldpolitik noch die Konjunktur. Aber US-Präsident Donald Trump möchte auf jeden Fall eine weitere Verlangsamung des Wachstums oder gar eine Rezession vermeiden und will die US-Wirtschaft deshalb mit einer expansiven Geldpolitik anschieben. Dies gilt umso mehr, als das Haushaltsdefizit der Bundesregierung mit mehr 6% des Bruttoinlandsprodukts schon sehr hoch ist, womit weitere Impulse von Seiten der Finanzpolitik kaum möglich sind.

... bringt Trump die Fed unter seine Kontrolle

Damit die Fed die Leitzinsen auch tatsächlich deutlich senkt und die Konjunktur trotz einer über 2% liegenden Inflation anschiebt, beschädigt Trump bewusst die Unabhängigkeit der US-Notenbank – und zwar durch öffentlichen Druck sowie durch die Nominierung von Gefolgsleuten. Vielleicht haben die Trump-Anhänger bereits vor dem Ausscheiden von Fed-Chef Jerome Powell im Mai nächsten Jahres die Mehrheit im entscheidenden Board. Ansonsten dürfte Trump die Notenbank etwas später unter Kontrolle bringen. Wir erwarten deshalb eine Senkung des US-Leitzinses bis Herbst nächsten Jahr auf nur 2,5%, was nach unserer Einschätzung deutlich unter dem natürlichen Zins liegt und die Konjunktur damit anschiebt. Bis zum Amtsantritt eines neuen, Trump gegenüber loyalen Notenbankchefs dürfte die Fed ihre Leitzinsen nicht auf jeder Sitzung senken (wir erwarten Zinsschritte für Dezember, März, Juni), danach auf jeder (Juli, September, Oktober).

Aber Trumps Politik neutralisiert Zinssenkungen größtenteils

All das mag nahelegen, dass die US-Konjunktur im Verlauf von 2026 anzieht. Aber Trump selbst neutralisiert diesen Schub größtenteils durch seine Zollpolitik, die auch in den USA viel Unsicherheit verursacht. Außerdem senkt er die Zuwanderung, die anders als in Deutschland für Wirtschaftswachstum sorgt, weil Zuwanderer darauf angewiesen sind, rasch eine Arbeit aufzunehmen.

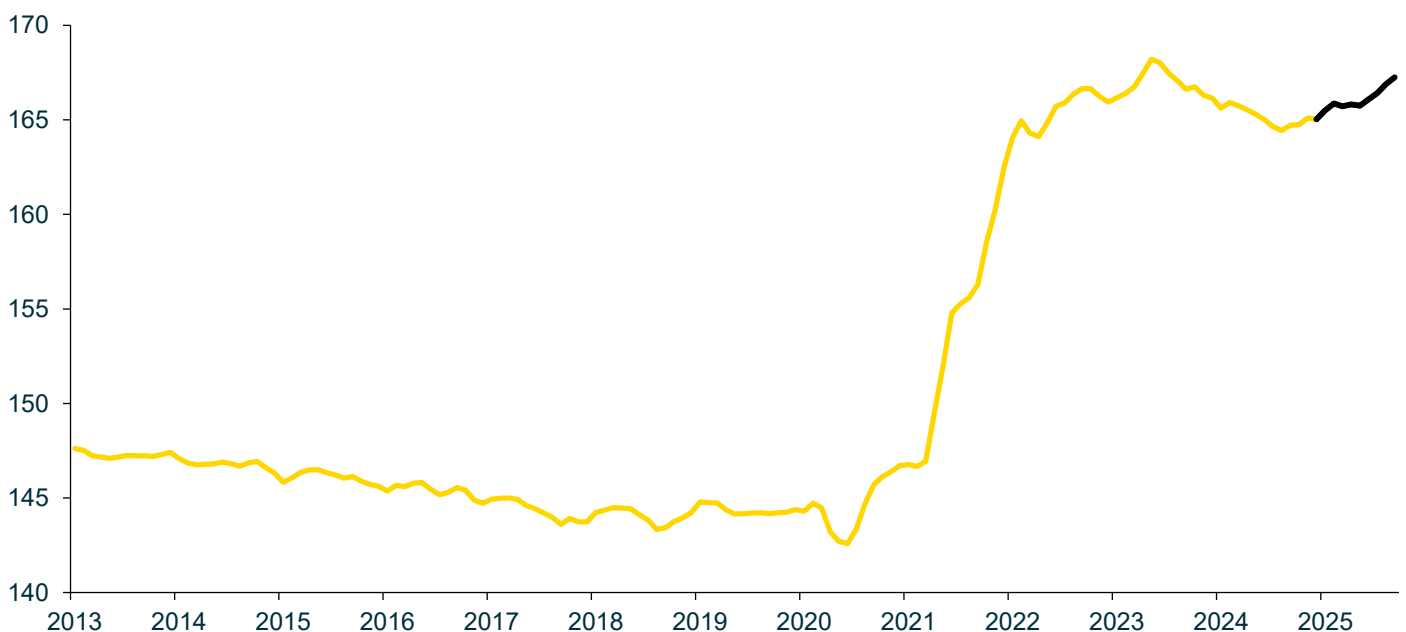
Alles in allem dürfte die US-Wirtschaft 2026 mit 2,2% kaum schneller wachsen als 2025 (2,0%). Das Wachstum liegt nur wenig über dem Potentialwachstum, so dass die Arbeitslosenquote im Verlauf des nächsten Jahres nur moderat sinken dürfte.

US-Inflation merklich über 2%-Ziel

Die US-Inflation liegt trotz des schwächeren Wachstums mit knapp 3% merklich über dem Notenbank-Ziel von 2%. Weil die US-Importeure mit der Zeit die Belastungen durch die massiv gestiegenen Zölle teilweise an die Verbraucher weitergeben werden (Chart 5), dürfte die Inflation 2026 höher ausfallen (3,2% nach 2,8%; Kerninflation: 3,4% nach 3,0%). Langfristig spricht die beschnittene Unabhängigkeit der US-Notenbank ohnehin für eine deutlich höhere Inflation.

Chart 5 - Zölle erhöhen US-Verbraucherpreise doch

Verbraucherpreisindex für Waren ohne Energie und Nahrungsmittel, Index 1982/84 = 100, saisonbereinigte Monatswerte; Werte ab Januar 2025 hervorgehoben



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



China: Strukturelle Probleme wiegen schwerer

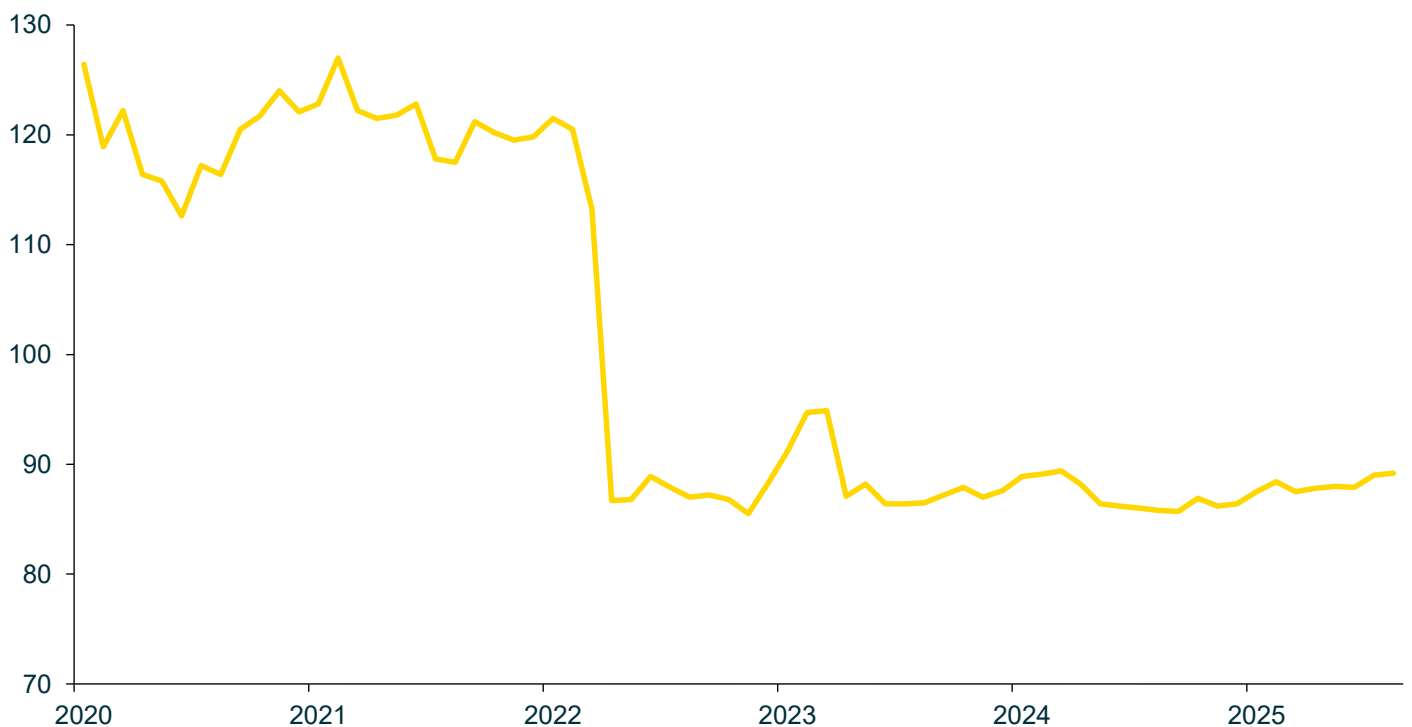
Auch in China versuchen das Finanzministerium und die Notenbank die schwach wachsende Wirtschaft anzukurbeln. So emittieren die Zentralregierung und die Regionalregierungen mehr Anleihen. Mit den zusätzlichen Mitteln finanzieren sie höhere Investitionen – sowohl staatliche als auch solche im Rahmen von private-public Partnerschaften. Darüber hinaus fährt die Notenbank eine moderat expansive Politik – vor allem durch die Vergabe zusätzlicher Liquidität und weniger durch Zinssenkungen.

Aber die ungelösten strukturellen Probleme wiegen stärker als die expansive Wirtschaftspolitik. So hat sich das Konsumentenvertrauen noch immer nicht von den Lockdowns der Corona-Pandemie erholt (Chart 6), wozu der fortgesetzte Verfall der Immobilienpreise und die hohe Jugendarbeitslosigkeit beiträgt. Darüber hinaus leidet die chinesische Wirtschaft unter dem Handelskrieg mit den USA. Außerdem ist die Korrektur des zuvor aufgeblähten Immobiliensektors noch nicht abgeschlossen, und das verarbeitende Gewerbe leidet unter Überkapazitäten.

Alles in allem dürfte die chinesische Wirtschaft 2026 mit 4,0% langsamer zulegen als 2025 (4,9%).

Chart 6 - Depressive chinesische Konsumenten

Konsumentenvertrauen, Index 1997=100



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Was die Finanzmärkte draus machen

Der Versuch der Geldpolitiker und Finanzminister, ihre Volkswirtschaften anzukurbeln, wird sich auch auf die Finanzmärkte auswirken:

- Was die Kapitalmarktzinsen anbelangt, so dürfte die Rendite länger laufender Bundesanleihen im kommenden Jahr in einem Umfeld steigender Staatsschuldenquoten moderat steigen (siehe Prognosetabelle am Ende des Dokuments). Dafür spricht auch das Vorgehen Trumps gegen die Unabhängigkeit der US-Notenbank, das die langfristigen Inflationserwartungen erhöhen dürfte, sobald die Anleger auf das Thema fokussieren. Hinzu kommt, dass auch die Unabhängigkeit der EZB unter der hohen Staatsverschuldung leidet.
- Der Dollar dürfte 2026 tendentiell unter Druck bleiben. Dafür sprechen die ausgeprägten und letztlich zu weit gehenden US-Zinssenkungen, die viel mit der schwindenden Unabhängigkeit der Notenbank zu tun haben. Darüber hinaus ist der Dollar angreifbar, weil er gegenüber dem Euro um mehr als eine Standardabweichung über der Kaufkraftparität liegt und mithin deutlich überbewertet ist.



- Der Dax ist in diesem Jahr kräftig gestiegen, obwohl die Unternehmen ihre Gewinne nicht erhöhen konnten. Deshalb ist der Dax hoch bewertet. Trotzdem sind wir für 2026 vorsichtig optimistisch. So dürften die Unternehmen im kommenden Jahr wegen der besseren Konjunktur auch etwas höhere Gewinne erzielen, wobei das von den Analysten erwartete Gewinnwachstum von 14% wie häufig zum Jahreswechsel zu optimistisch ist. Darüber hinaus dürften die von uns erwarteten kräftigen US-Leitzinssenkungen positiv auf den Dax abstrahlen. Weiter dürfte die Handelskonflikte 2026 für weniger Unsicherheit sorgen als 2025, weil Trump bereits mit vielen Ländern Vereinbarungen getroffen hat.



Rückblick auf die Prognosen für 2025: Das Jahr des Zollstreits

Maßgeblicher Dreh- und Angelpunkt für die 2025er Prognosen waren für uns wie für den Konsens die absehbaren Zollsteigerungen unter einem am 20. Januar eingeführten US-Präsidenten Donald Trump. Volltreffer landeten wir mit unseren Prognosen für das deutsche Wirtschaftswachstum und die Euroraum-Inflation; bei der deutschen Inflation lagen wir nur knapp daneben.

Dr. Marco Wagner^{AC}

Zollkonflikt überschattet das Jahr 2025

Als wir – und alle anderen Institute – Ende 2024 die Prognosen für 2025 erstellten, war allen klar, dass das Jahr von Zollstreitigkeiten überschattet würde. Daher waren wir bei all unseren Prognosen für das Wirtschaftswachstum recht zurückhaltend. Mit unserer **Deutschland**-Prognose von 0,2% werden wir nach dem aktuellen Konsens einen Volltreffer landen (Tabelle). Deutschland ist als Exportnation nicht nur besonders von den höheren US-Zöllen betroffen, gleichzeitig betonen wir stets die gesunkene Wettbewerbsfähigkeit als Wirtschaftsstandort, was das Wachstum strukturell beeinträchtigt. Auch andere große Länder des Euroraums wie Frankreich (0,7%; Commerzbank-Prognose: 0,8%) und Italien (0,5%; Commerzbank-Prognose: 0,6%) haben nur unterdurchschnittlich expandiert. Dass der **Euroraum** als Ganzes mit 1,3% deutlich stärker gewachsen ist als von uns prognostiziert (0,9%), lag maßgeblich an den vielen kleinen Euro-Ländern, die im Mittel wohl um gut 4% zulegen konnten. Eine tragende Rolle kommt hier Irland zu, das 2025 wegen – für Irland typischen, aber kaum zu prognostizierenden – Sondereffekten wohl ein Wachstum von mehr als 10% verbuchen dürfte. Im Gegensatz dazu dürfte die **US**-Wirtschaft mit 1,9% langsamer gewachsen sein als von uns vorhergesagt (2,3%). Letztlich war die Zollpolitik Donald Trumps doch aggressiver als von uns ohnehin schon unterstellt. Die **chinesische** Wirtschaft hat nur deshalb nicht stärker darunter gelitten als von uns erwartet, weil die Regierung versucht hat, mit einer expansiven Finanz- und Geldpolitik Schlimmeres zu verhindern.

Bei der **Inflation** sind wir grundsätzlich von höheren Ölpreisen und einer hartnäckigen Kerninflation (ohne Energie- und Nahrungsmittel) ausgegangen. Für den Euroraum haben wir mit unserer Prognose von 2,1% eine Punktlandung hingelegt, während der Konsens anderer Volkswirte ein leichtes Unterschreiten des EZB-Ziels vorhersagte (1,9%). Für Deutschland lagen wir sehr nahe am Endergebnis von 2,2% (Commerzbank-Prognose: 2,1%). Zwar waren die Energiepreise letztlich deutlich niedriger, aber die Kerninflation hat sich als hartnäckiger erwiesen. Bei den USA kam der Zolleffekt hinzu, sodass die US-Inflation mit 2,8% in diesem Jahr wohl über unserer und der Konsens-Prognose liegen wird.

Tabelle 1 - Rückblick 2025: Das Jahr der Zölle

	2024-Ist ¹⁾	2025-Ist ²⁾	Commerzbank ³⁾	Konsens ⁴⁾
Wirtschaftswachstum				
USA	2.8	1.9	2.3	1.9
China	5.0	4.8	4.3	4.5
Euroraum	0.9	1.3	0.9	1.1
Deutschland	-0.5	0.2	0.2	0.6
Inflation				
USA	3.0	2.8	2.5	2.3
Euroraum	2.4	2.1	2.1	1.9
Deutschland	2.5	2.2	2.1	2.0
10-jährige Bundrenditen	2.36	2.76	2.40	2.30
EUR-USD	1.04	1.15	1.07	1.09
Ölpreis (Brent)	74.6	65.0	80.0	76.4

1) Marktdaten: Durchschnitt Dez. 2024; 2) Wachstum: aktueller Konsens, Marktdaten: Durchschnittswerte in der Woche vom 26. bis 31. Okt. 2025; 3) „Woche im Fokus“ vom 15. Nov. 2024 („Outlook“-Ausgabe); 4)

Quellen: Consensus Economics vom Nov. 2024



Öl billiger als zunächst gedacht

Bei unserer Ende 2024 erarbeiteten Prognose hatten wir mit einer sich nur wenig belebenden weltweiten Nachfrage gerechnet und hatten keine Ausweitung des Ölangebots seitens der OPEC⁺-Länder unterstellt. Tatsächlich blieb die Nachfrage schwach. Allerdings haben die OPEC⁺-Länder ihre Fördermengen erhöht, unter anderem um mit billigem Öl von den USA Weltmarktanteile zurückzugewinnen. Diese Strategieänderung hat den Ölpreis zuletzt auf 65 Dollar pro Barrel fallen lassen, womit er deutlich niedriger ist als in den Prognosen erwartet.

Märkte überraschen

Auch EUR-USD, der zuletzt bei 1,15 notierte, hat im Verlauf des Jahres 2025 überrascht. Volkswirte hatten zwar mit einem schwächeren USD gerechnet, allerdings nicht in dem Ausmaß. Die ausgesprochen aggressive und erratische Politik des neuen US-Präsidenten hat das Vertrauen der Finanzmärkte in die US-Wirtschaft erschüttert. So schwächte sich der Dollar nicht nur gegenüber dem Euro ab, sondern auch gegenüber vielen anderen Währungen. Demgegenüber gestanden die Finanzmärkte Europa mehr Potenzial zu. Die Idee, dass sich Europa militärisch emanzipiert und mit Fiskalpaketen aufwartet, hat das Vertrauen in die Währung gestärkt. Demgegenüber haben Finanzpakete an den Anleihenmärkten eher Zweifel gesät und die Renditen steigen lassen; 10-jährige Bunds rentierten zuletzt mit 2,65%, womit sie höher waren als von uns und dem Konsens erwartet.



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 7/11/2025 10:01 MEZ fertiggestellt und am 7/11/2025 10:01 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 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-Swap-Händler 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 Prospektpflicht 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. 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 berechnigte 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 2025. Alle Rechte vorbehalten. Version 25.04

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