



## Was 2026 wichtig wird

Wir zeigen, welche Themen das Jahr 2026 prägen dürften und was das für die Märkte bedeuten könnte. Dabei untersuchen wir unter anderem, ob eine KI-Blase platzen könnte, die Fed unabhängig bleibt, der Aufschwung in Deutschland ausfällt, eine Staatsschuldenkrise im Euroraum droht oder was bei einem Waffenstillstand in der Ukraine passieren könnte.

Bernd Weidensteiner

AC

Dr. Christoph Balz

AC

### Platzt eine KI-Blase?

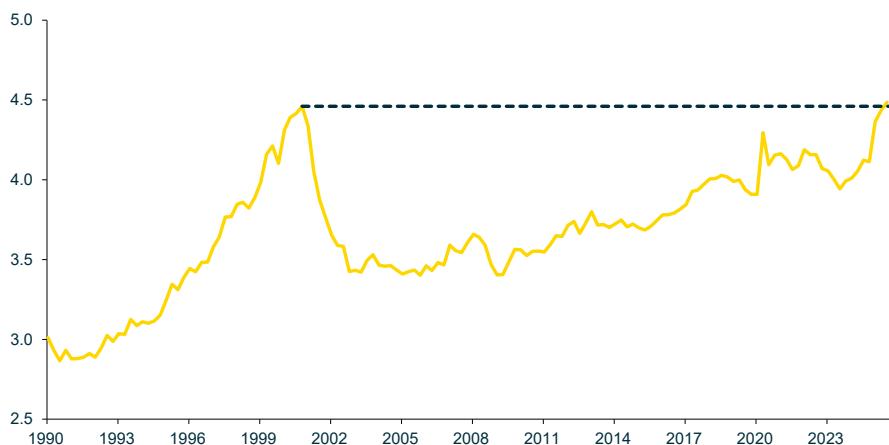
Viele Anleger sind von Künstlicher Intelligenz (KI) fasziniert und haben die Aktienkurse vor allem der Hauptakteure ("Glorreiche Sieben") in die Höhe getrieben. Inzwischen fragen immer mehr Anleger, ob es sich hierbei um eine Blase handelt und wann diese platzt.

Tatsächlich gibt es ernst zu nehmende Warnsignale. Dies gilt vor allem für die zunehmenden Abhängigkeiten und Verflechtungen der Unternehmen untereinander. Die Befürchtung ist, dass die Unternehmen durch gegenseitige Lieferverträge ihre Umsätze aufblähen. Wechselseitige Beteiligungen erhöhen das systemische Risiko, weil die Zukunft vieler Unternehmen dadurch aneinander gekoppelt wird. Außerdem sind die IT-Investitionen der US-Unternehmen mittlerweile auf 4,5% des Bruttoinlandsprodukts gestiegen, womit sie wieder so hoch sind wie auf dem Höhepunkt der New-Economy-Blase im Jahr 2000 (Chart 1).

Die hohen Bewertungen der KI-Aktien sehen wir dagegen weniger kritisch. So liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis der Glorreichen Sieben mit 34 zwar am oberen Ende der Spanne von 26 bis 36 der letzten fünf Jahre, es ist damit aber noch weit von den Bewertungsexzessen der New-Economy-Blase entfernt. So lag das KGV der zehn größten US-Unternehmen Ende der 90er Jahre bei 47, das des Nasdaq 100 bei 90. Zudem sind die aktuellen Hauptprofiteure des KI-Booms Unternehmen mit gesunden Bilanzen und hochprofitablen Geschäftsmodellen. Die Glorreichen Sieben konnten ihre Gewinne bis zuletzt rasch steigern. Auch dürften die Märkte 2026 davon profitieren, dass die US-Notenbank die Zinsen wohl deutlich senken wird. Dies spricht gegen einen Einbruch in diesem Jahr.

Chart 1 - US-High-Tech-Investitionen haben New-Economy-Gipfel erreicht

Investitionen in Informationsverarbeitung und Software in % des BIP, Quartalsdaten. Gestrichelte Linie: Gipfel vom Q4.2000



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

### Bleibt die Fed unabhängig?

Mit dem Versuch, Fed-Gouverneurin Lisa Cook ihres Amtes zu entheben, hat Präsident Trump im letzten Jahr die Unabhängigkeit der US-Notenbank in beispieloser Weise angegriffen. Er glaubt, die Führung jeder bundesstaatlichen Institution austauschen zu dürfen, ohne dass es dafür einen guten Grund wie einen Verstoß gegen die Amtspflichten der betreffenden Person braucht. Sollte er sich mit dieser Sicht durchsetzen, könnte er das zentrale Führungsgremium der Fed (Board) mit Gefolgsleuten besetzen und den Kurs der Fed maßgeblich beeinflussen. Eine derart politisch abhängige Notenbank könnte die Sicherung der Preisstabilität hinten anstellen und der Unterstützung der Wirtschaftspolitik Vorrang geben. Dies erhöht das Risiko, dass sich die Inflationserwartungen aus ihrer Verankerung reißen und die langfristigen Zinsen – ganz gegen die Intentionen Trumps – kräftig steigen. Das Vertrauen in den Dollar würde schwinden.

Wohl auch mit Blick auf die grundlegende Bedeutung dieses Falles hat das Oberste Gericht die Entlassung Cooks vorerst untersagt. Am 21. Januar ist hierzu eine mündliche Verhandlung angesetzt. Dann dürfte die Haltung der Richter klar werden.

Die meisten Beobachter erwarten, dass das Oberste Gericht am Ende gegen Trump entscheidet. Darauf deutet zumindest ein Passus in der Anordnung hin, die die sofortige Entlassung Cooks unterbunden hat. Die Fed sei demnach eine "einzigartig strukturierte,



quasi-private Institution". Die Richter, die Trump bei anderen unabhängigen Bundesbehörden durchaus das Recht zum Austausch des Führungspersonals zugestanden hatten, dürften bei der Fed wohl einen anderen Maßstab anlegen.

Damit kann Trump die Fed wohl nur dadurch unter seine Fuchtel bringen, dass er Jerome Powell, dessen Amtszeit als Vorsitzender des Federal Reserve Board im Mai endet, durch einen willfährigen Geldpolitiker ersetzt. Hier spricht aktuell einiges für Kevin Hassett. Trumps Wirtschaftsberater im Weißen Haus gilt als enger und loyaler Vertrauter des Präsidenten.

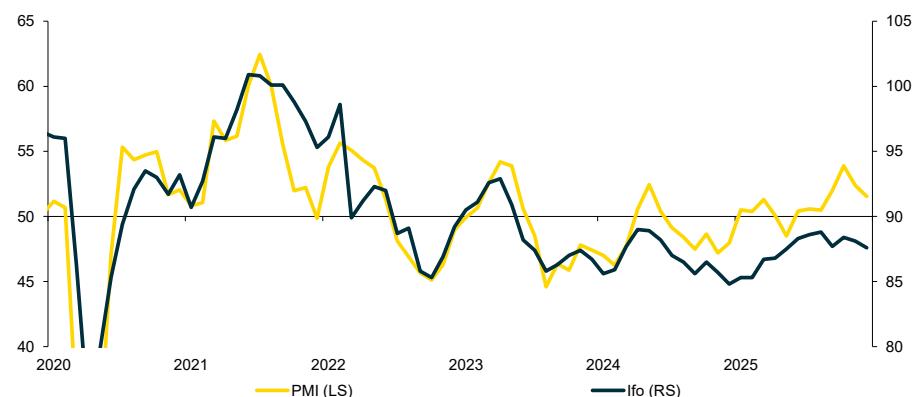
Alles in allem dürfte die Unabhängigkeit der US-Notenbank deutlich sinken. Die Fed wird die Geldpolitik wohl stärker lockern, als es die ökonomischen Daten rechtfertigen. Wir rechnen damit, dass sie den Leitzins bis zum Jahresende auf nur 2,5% senken wird, also um deutlich mehr als die Märkte momentan einpreisen. Das spricht für einen schwächeren Dollar und höhere Anleiherenditen.

## Fällt der Aufschwung in Deutschland aus?

Im Frühjahr hatte das Finanzpaket der neuen Bundesregierung vielfach Hoffnungen auf einen deutlichen Konjunkturschub in Deutschland geweckt. Aber wie von uns befürchtet kam es nicht zu einem notwendigen, breitbasierten Neustart in der Wirtschaftspolitik. Die Enttäuschung darüber mag erklären, warum das Ifo-Geschäftsklima im Dezember den zweiten Monat in Folge gefallen ist und auch der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor zuletzt enttäuschte (Chart 2). Nun fragen sich Anleger zunehmend, ob der Konjunkturaufschwung in Deutschland komplett ausfällt.

Chart 2 - Frühindikatoren im Rückwärtsgang

Ifo-Geschäftsklima und kombinierter Einkaufsmanagerindex für die Industrie und den Dienstleistungssektor in Deutschland, saisonbereinigte Monatswerte



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

Diese Sicht ist sicher zu pessimistisch. Immerhin entlastet die Finanzpolitik die privaten Sektoren 2026 um einen Betrag, der schätzungsweise 0,8% des Bruttoinlandsprodukts entspricht. Wenn eine Regierung so viel Geld in die Hand nimmt, wird etwas davon bei der Konjunktur hängen bleiben. Aber die Wirkung des hohen Fiskalimpulses hängt auch von der Stimmung der Unternehmen ab. So hat das RWI-Institut kürzlich in einer **empirischen Studie** gezeigt, dass der sogenannte Fiskalmultiplikator, mit dem der oben genannte Fiskalimpuls (0,8%) zu multiplizieren ist, unter 1 liegt, wenn die Zukunftsaussichten der Unternehmen wegen einer Uneinigkeit der regierenden Parteien getrübt sind. Alles in allem sind die Wachstumsprognosen der meisten Volkswirte (Konsens: 1,1%) und von uns (1,2%) mit Abwärtsrisiken versehen.

## Droht eine Staatsschuldenkrise im Eurauraum?

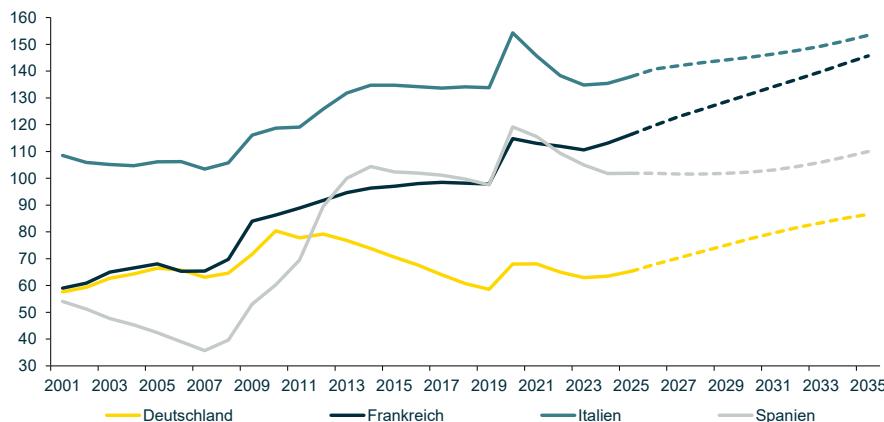
In den großen Ländern des Eurauraums steigen die Staatsschulden deutlich schneller als das Bruttoinlandsprodukt (Chart 3). Die Haushalte vieler Euro-Länder werden durch höhere Finanzierungskosten, steigende Verteidigungsausgaben und eine ungünstige Demographie belastet. Besonders stark dürfte die Staatsschuldenquote in Frankreich ansteigen, weil sich die politischen Lager nicht auf eine deutliche Senkung des Haushaltsdefizits einigen können, das 2025 mit gut 5% des Bruttoinlandsprodukts viel zu hoch ausfiel. In zehn Jahren könnte die Staatsschuldenquote des Landes fast so hoch sein wie die Italiens. Insofern fragen Anleger immer wieder, ob 2026 nicht erneut eine Staatsschuldenkrise ausbrechen könnte.

Eine solche Krise kann niemand völlig ausschließen. Aber dennoch ist sie unwahrscheinlich, weil EU und EZB den hochverschuldeten Staaten mit zahlreichen Maßnahmen helfen dürfen, sich durchzuwursteln. So verlagern sie neue Schulden etwa für die Unterstützung der Ukraine auf die EU-Ebene. Mit einer lockeren Geldpolitik versucht die EZB, den Anstieg der Kapitalmarktzinsen zu begrenzen. Dem dient auch die Absicht, dauerhaft viele Staatsanleihen zu halten. Darüberhinaus würde die EZB im Fall der Fälle im Rahmen des sogenannten TPI-Programms in großem Stil Staatsanleihen eines in Not geratenen Mitgliedslandes kaufen.



Chart 3 - Im Euroraum werden die Schuldenquoten deutlich steigen

Staatsschulden in Prozent des Bruttoinlandsproduktes, ab 2025 Commerzbank-Prognose



Quelle: Bloomberg, Ameco, Commerzbank-Research

## Was passiert bei einem Waffenstillstand in der Ukraine?

Russland hat 2025 um den Preis hoher Verluste gerade einmal weitere 0,8% des ukrainischen Territoriums erobert. Politisch lief es allerdings besser, schließlich haben die USA die Unterstützung der Ukraine weitgehend eingestellt und üben Druck auf das Land aus, die russischen Forderungen zumindest teilweise zu akzeptieren. Die Chancen auf einen Waffenstillstand scheinen daher höher als vor einem Jahr.

Laut einer Anfang 2025 vorgelegten Schätzung von EU und UN sind der Ukraine durch den Krieg direkte Schäden in Höhe von 180 Mrd. Dollar entstanden (etwa 100% des ukrainischen BIP, aber nur 1% des BIP des Euroraums). Der Gesamtbedarf für den Wiederaufbau und die wirtschaftliche/soziale Unterstützung wird für die kommenden zehn Jahre mit etwa 524 Mrd. Dollar veranschlagt, also gut 50 Mrd. Dollar pro Jahr. Ein Teil dieser Kosten wird von der Ukraine selbst getragen werden können. Internationale Unterstützung wird im Wesentlichen von der EU kommen; die USA dürften keine nennenswerten Beträge beisteuern.

Ein Teil des Bedarfs könnte europäischen Bauunternehmen und Exporteuren zugutekommen. Im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung der Eurozone (19 Billionen Dollar pro Jahr) sind davon aber kaum größere gesamtwirtschaftliche Impulse zu erwarten. Aber ein etwaiger Waffenstillstand wird wohl durch europäisches Militär abgesichert werden müssen. Dies und die weiter bestehende Bedrohung durch Russland sprechen auch längerfristig für hohe Verteidigungsausgaben der EU. Der Umfang dieser Ausgaben wird deutlich höher sein als die wirtschaftlichen Unterstützungsleistungen für die Ukraine.

Eine rasche Wiederaufnahme des Handels mit Russland ist kaum zu erwarten, insbesondere werden sich die Europäer nicht gleich wieder in die Abhängigkeit von russischen Rohstofflieferungen begeben wollen.

Ein Waffenstillstand in der Ukraine dürfte nur begrenzte Auswirkungen auf den Ölpreis haben. Zwar könnten die USA die Sanktionen gegen die beiden größten Ölkonzerne Russlands aufheben. Deutlich mehr Öl würde dadurch kaum an den Markt gelangen, da Russland an die Produktionsvorgaben der OPEC+ gebunden ist und bereits nahe an der Kapazitätsgrenze produziert. Zudem ist es unwahrscheinlich, dass die EU die Sanktionen lockert und wieder russisches Öl kauft.

## Führen die Zwischenwahlen zu einem Politikwechsel in den USA?

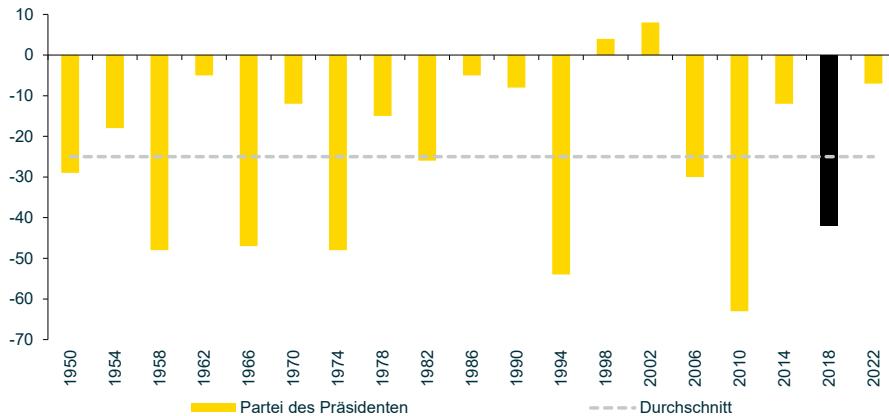
Am 3. November finden in den USA die Zwischenwahlen zum Kongress statt ("Zwischenwahlen" deshalb, weil sie zwischen den Kongress- und Präsidentschaftswahlen 2024 und 2028 stattfinden). Dann werden alle 435 Abgeordnete im Repräsentantenhaus neu gewählt, zudem etwa ein Drittel der 100 Senatoren, die eine sechsjährige Amtszeit haben.

Die Partei des Präsidenten büßt bei den Zwischenwahlen gewöhnlich Sitze im Repräsentantenhaus ein (Chart 4). In der ersten Amtszeit Trumps verloren die Republikaner dort 42 Sitze. Aktuell hat die Republikanische Partei mit 218 Abgeordneten nur eine hauchdünne Mehrheit. Die Wahrscheinlichkeit ist groß, dass die Demokraten ihre bei den Wahlen 2022 verlorene Mehrheit zurückgewinnen können.



Chart 4 - Partei des Präsidenten verliert fast immer in den Zwischenwahlen

Repräsentantenhaus, Verlust (-) oder Gewinn (+) an Sitzen in den Zwischenwahlen. Schwarz: Zwischenwahlen in der ersten Amtszeit Trumps



Quelle: Office of the Clerk of the US House of Representatives, Commerzbank Research

Beim Senat ist ein Mehrheitswechsel zugunsten der Demokraten ungleich schwieriger. Sie müssten dazu netto 4 Sitze gewinnen. Von den 35 zur Wahl stehenden Senatoren sind 22 Republikaner. Die meisten davon sind in solide republikanisch wählenden Bundesstaaten. Damit dürfte der Senat wohl weiter eine republikanische Mehrheit haben.

Für Donald Trump würde das Regieren schwieriger werden, wenn die Demokraten eines der beiden Häuser gewinnen. Schließlich braucht er für Gesetze auch die Zustimmung im Repräsentantenhaus. Er könnte sich dann noch stärker auf Verordnungen stützen. Im Allgemeinen wird nach den Wahlen die Diskussion um die Nachfolge Trumps bei den Republikanern losgehen. Favoriten sind hier im Moment Vizepräsident Vance und Außenminister Rubio. Die Vorgänger Trumps sind zu diesem Zeitpunkt ihrer Amtszeit in den Status der "lahmen Ente" übergewechselt, große Richtungsentscheidungen fielen da nicht mehr. All das erhöht das Risiko, dass sich Präsident Trump im Bereich der Außenpolitik "austobt", wo er viel Handlungsspielraum besitzt.

## Welche außenpolitische Krise droht?

Außenpolitische Krisen hatten in den letzten Jahren erheblichen Einfluss auf staatliche Ausgaben und die Wirtschaft im weiteren Sinne. Im neuen Jahr sieht es hier nicht nach einer raschen Beruhigung aus. Neben der ungelösten Lage in der Ukraine gibt es weitere potenzielle Krisenherde:

- Die USA scheinen die im November 2025 veröffentlichte Nationale Sicherheitsstrategie rasch mit Leben füllen zu wollen. Die Festnahme des venezolanischen Präsidenten zu Jahresanfang ist die erste Anwendung der von Präsident Trump erweiterten Monroe-Doktrin, die auswärtige Einflussnahme auf die westliche Hemisphäre unterbinden und die amerikanische Dominanz in dieser Region sicherstellen soll. Offensichtlich zählt auch Grönland zu dieser Hemisphäre. Sollten die USA hier tätig werden, wäre die NATO am Ende. Ohnehin wollen die USA ihre Verteidigungslasten in Europa massiv reduzieren, Europa wurde in der US-Prioritätskala weiter heruntergestuft.
- China hat seine Militärmanöver um Taiwan erneut verstärkt und den politischen Druck auf die Insel erhöht. Zwar sollten sowohl China als auch die USA als Schutzmacht Taiwans hohes Interesse daran haben, eine Eskalation zu vermeiden – und dies betont auch die bereits erwähnte aktualisierte Sicherheitsstrategie der USA. Kompliziert wird die Lage aber dadurch, dass sich wichtige Regionalmächte wie Japan durch das chinesische Vorgehen zunehmend bedroht sehen. Konfrontationen sind nicht auszuschließen.



## Research-Kontakte (E-Mail: vorname.nachname@commerzbank.com)

<b>Dr. J rg Kr mer</b> <b>Chefvolkswirt</b> <b>+49 69 136 23650</b>		
<b>Economic Research</b>	<b>Zins und Credit Research</b>	<b>FX &amp; Commodities Research</b>
Dr. J rg Kr mer (Leiter) +49 69 136 23650	Christoph Rieger (Leiter) +49 69 9353 45600	Ulrich Leuchtmann (Leiter) +49 69 9353 45700
Dr. Ralph Sølveen (stv. Leiter, Deutschland) +49 69 9353 45622	Michael Leister (Leiter Zinsen) +49 69 9353 45610	Antje Praefcke (FX) +49 69 9353 45615
Dr. Christoph Balz (USA, Fed) +49 69 9353 45592	Rainer Guntermann +49 69 9353 45629	Tatha Ghose (FX) +44 20 7475 8399
Dr. Vincent Stamer (Euroraum, Welthandel) +49 69 9353 45800	Hauke Siem en +49 69 9353 45619	Charlie Lay (FX) +65 63 110111
Dr. Marco Wagner (EZB, Deutschland, Italien) +49 69 9353 45623	Ted Packmohr (Leiter Cov. Bonds und Financials) +49 69 9353 45635	Michael Pfister (FX) +49 69 9353 45614
Bernd Weidensteiner (USA, Fed) +49 69 9353 45625	Marco St ckle (Leiter Credit) +49 69 9353 45620	Volkmar Baur (FX) +49 69 9353 26854
Tung On Tommy Wu (China) +65 6311 0166		Thu-Lan Nguyen (FX, Rohstoffe) +49 69 9353 45617
		Carsten Fritsch (Rohstoffe) +49 69 9353 45647
		Barbara Lambrecht (Rohstoffe) +49 69 9353 45611
		Tung On Tommy Wu (China) +65 63110166

### Weitere Publikationen (in Ausz gen)

<b>Economic Research:</b>	Economic Briefing (zeitnahe Kommentierung wichtiger Indikatoren und Ereignisse) Economic Insight (Umfassende Analyse ausgew hler Themen) Konjunktur und Finanzm rkte (Chart-Buch, das monatlich unser weltwirtschaftliches Bild darstellt)
<b>Commodity Research:</b>	Rohstoffe Aktuell (Kommentar und Nachrichten zu Rohstoffm rkten, zweimal pro Woche) Rohstoffe kompakt (umfassende Analyse und Prognosen zu Rohstoffm rkten)
<b>Zins und Credit Research:</b>	Ahead of the Curve (Flaggschiffpublikation mit Analysen und Strategien f r die globalen Rentenm rkte) European Sunrise (t glicher Marktkommentar f r die europ ischen Rentenm rkte) Covered Bond Weekly (w chentliche bersicht und Analysen f r die Covered Bond-M rkte) Rates Radar (ad-hoc Specials und Handelsideen f r die Rentenm rkte)
<b>FX Strategy:</b>	Tagesinfo Devisen (Tageskommentar und -ausblick f r die Devisenm rkte) FX Hotspot (zeitnahe Kommentierung wichtiger Ereignisse f r den Devisenmarkt)

F r den Bezug der aufgef hrten Publikationen wenden Sie sich bitte an Ihren Kundenbetreuer.



# Analysts

**Dr. Jörg Kraemer**  
Chefvolkswirt  
+49 69 136 23650  
joerg.kraemer@commerzbank.com

**Dr. Ralph Solveen**  
Stellv. Leiter Economic Research  
+49 69 9353 45622  
ralph.solveen@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 9/1/2026 07:14 MEZ fertiggestellt und am 9/1/2026 07:14 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 Sachverständnis 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 Meinungsaussagen 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 akkurate 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 Prospektflicht 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 berechtigte 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 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