



Warum wir unsere US-Prognose anheben

Die US-Wirtschaft läuft deutlich besser als gedacht. Wir erläutern die Gründe und erhöhen unsere Wachstumsprognose.

Dr. Christoph Balz AC

Bernd Weidensteiner AC

US-Wirtschaft auch im zweiten Halbjahr stark ...

Die US-Wirtschaft wächst seit einiger Zeit überraschend stark (Titelchart) – trotz der Zollkapriolen von Präsident Trump. Konnte man das Wachstum von fast 4% im zweiten Quartal 2025 noch als Gegenbewegung auf das schwache erste Quartal abtun, so wurde kurz vor Weihnachten für das dritte Quartal sogar ein Plus von 4,3% gemeldet. Für das vierte Quartal liegen wegen der zeitweiligen Schließung der Bundesbehörden ("Shutdown") zwar erst relativ wenige Daten vor. Sie zeigen aber erneut ein kräftiges Wachstum an. Diese starke Entwicklung im zweiten Halbjahr hat selbst uns überrascht, auch wenn wir von Anfang an darauf hingewiesen hatten, dass die Zölle das Wachstum nur dämpfen, aber keinen Einbruch auslösen dürften. Wir sehen vor allem drei Gründe für das robuste Wachstum.

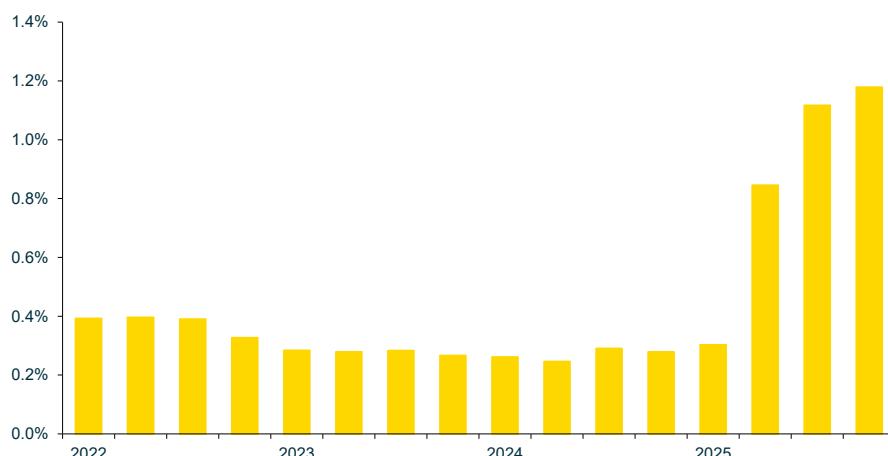
... weil Zölle weniger stark durchschlagen, ...

Erstens haben die Zölle die Wirtschaft zumindest bisher weniger belastet als gedacht. So hatten die Unternehmen viele Importe vor dem Inkrafttreten der Zölle ins Land geholt, sie mussten daher ihre Preise nicht sofort anheben und konnten die Anpassung zeitlich strecken. Noch wichtiger war vermutlich, dass der tatsächlich gezahlte Zoll deutlich geringer ausfiel als vermutet. So waren Schätzungen auf Basis der Importstruktur von 2024 und der höheren Zollsätze auf einen neuen Durchschnittssatz von ca. 17% (Yale Budget Lab) oder gar 24% (**Gopinath/Neiman 2025**) gekommen. Setzt man aber die gezahlten Zölle ins Verhältnis zu den erfassten Importen – und dies spiegelt die tatsächliche Belastung besser wider –, beträgt der durchschnittliche Satz nur gut 10%.

So wurden vielen Unternehmen Ausnahme- und Übergangsregeln für Einführen eingeräumt, die nur schwer durch US-Produkte ersetzt werden können. Außerdem wird inzwischen ein größerer Teil der Importe aus Mexiko und Kanada (immerhin rund 27% der Gesamteinfuhren) zollfrei eingeführt. Zwar wäre dies im Rahmen des Freihandelsabkommens USMCA auch schon früher möglich gewesen. Dazu hätte man aber dokumentieren müssen, dass die Güter bestimmte Anforderungen erfüllten, insbesondere dass ein bestimmter Anteil der Wertschöpfung in der USMCA-Zone erfolgte. Angesichts der bis Ende 2024 gültigen niedrigen Zollsätze hat sich dieser bürokratische Aufwand oft nicht gelohnt. Dies änderte sich aber mit den von Trump verkündeten hohen Zöllen für nicht-USMCA-kompatible Importe aus Kanada und Mexiko. Mittlerweile sind 80 - 90% der Einführen aus diesen beiden Ländern USMCA-kompatibel, doppelt so viele wie vor 2025.

Verglichen mit dem vor Trump herrschenden durchschnittlichen Zollsatz von 2,3% ist der Anstieg auf gut 10% immer noch deutlich, aber eben nicht so dramatisch wie befürchtet. Im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung sind die Zolleinnahmen von etwa 0,3% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) in den Jahren 2023 und 2024 auf 1,1% des BIP im zweiten Halbjahr 2025 gestiegen (Chart 1). Da diese Zölle bisher fast komplett von den Amerikanern getragen wurden und nicht etwa von den Lieferländern, ergibt sich damit eine Abschätzung des Bremseffekts der Zollerhöhungen. Dieser lag bei rund 0,8% des BIP. Und dies ist zu wenig, um die US-Wirtschaft in eine Krise zu stürzen. Schließlich ist diese zuletzt nominal mit über 5% pro Jahr gewachsen.

Chart 1 - Die "Zollsteuer": zu wenig, um die Wirtschaft abzuwürgen
Zolleinnahmen in % des BIP. Für Q4.2025: BIP-Schätzung der Commerzbank



Quelle: Treasury, S&P Global, Commerzbank Research

... AI-Investitionen zum richtigen Zeitpunkt kamen, ...



Zweitens hatte Donald Trump mit dem Timing seiner Zollerhöhungen Glück. Denn diese fielen in einen Zeitraum, wo Investitionen im Zusammenhang mit Künstlicher Intelligenz massiv erhöht wurden. Dies lässt sich an den Privatinvestitionen in IT-Ausstattung und Software ablesen, die wohl vor allem durch den KI-Boom befürchtet wurden. In realer Rechnung legten die Investitionen in IT im dritten Quartal um 18,6% gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal zu, diejenigen in Software um 12,3%. Die Wachstumsraten haben sich damit in Jahresfrist verdoppelt. In den ersten drei Quartalen des letzten Jahres trugen diese Investitionen 0,8 Prozentpunkte zum durchschnittlichen Wirtschaftswachstum von 2,5% bei. Dies hat rein rechnerisch den Bremseffekt der Zollerhöhungen kompensieren können.

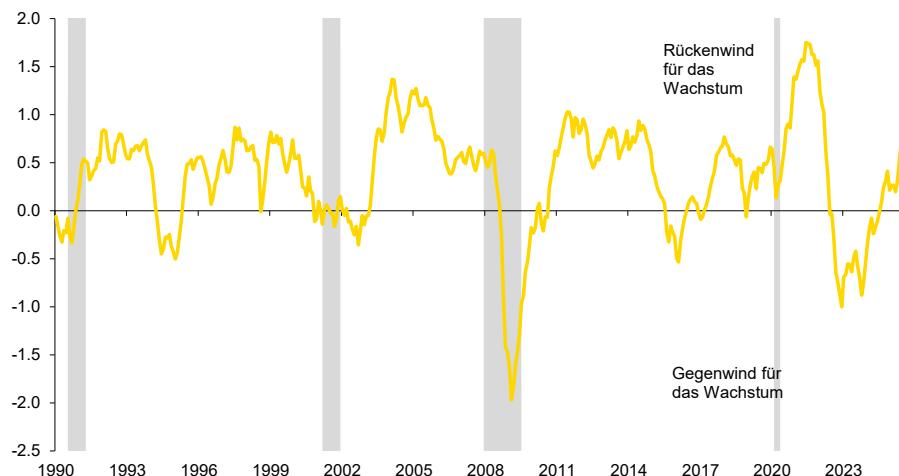
... und weil Finanzierungsbedingungen weiter sehr günstig sind

Ein dritter Grund für die anhaltend gute US-Konjunktur sind die deutlich verbesserten Finanzierungsbedingungen. Zwar sind die Leitzinsen immer noch recht hoch, doch schieben niedrige Risikoprämien, steigende Aktienkurse und der schwächere Dollar die Wirtschaft an. Dies belegt ein Indikator der US-Notenbank. Dieser **FCIG** (Financial Conditions Impulse on Growth) zeigt den Wachstumsimpuls, der aus den Finanzierungsbedingungen resultiert. Die Finanzierungsbedingungen wiederum werden dabei aus dem Leitzins und verschiedenen Marktvariablen konstruiert.^[1] Gemäß dem FCIG geben die Finanzierungsbedingungen der US-Wirtschaft kräftigen Rückenwind (Chart 2).

Aufgrund der besseren Ausgangslage und den wohl noch längere Zeit wirkenden günstigen Finanzierungsbedingungen heben wir unsere Prognose für das Wachstum in diesem Jahr deutlich von 2,2% auf 2,7% an.

Chart 2 - Spürbarer Rückenwind von den Finanzierungsbedingungen

Financial Conditions Impulse on Growth (FCI-G), Beitrag zum Wachstum des Bruttoinlandsproduktes über das nächste Jahr in Prozentpunkten. Rezessionen schattiert



Quelle: Fed, Commerzbank-Research

Überraschend geringer Preisdruck

Angesichts des kräftigen Wachstums war der Inflationsdruck zuletzt überraschend schwach. Die Inflationsrate auf Basis des Verbraucherpreisindex betrug im Dezember 2,7% und war damit sogar etwas niedriger als die 2,9% vom Dezember 2024, als die Zölle noch nicht erhöht worden waren. Dies lag einerseits daran, dass die Zölle wie erwähnt gar nicht so hoch ausgefallen sind, die Unternehmen ihre höheren Kosten nur nach und nach an die Endkunden weitergereicht haben und die Warenimporte ohnehin nur für etwa 10% der inländischen Nachfrage stehen.

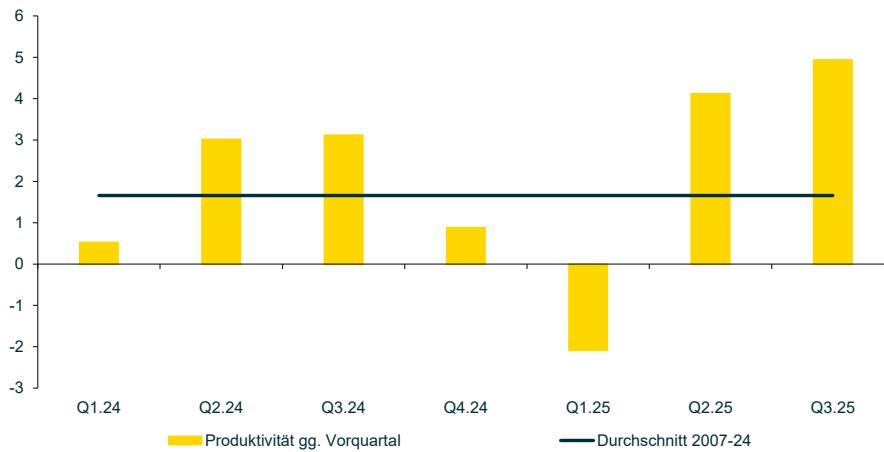
Andererseits mehren sich die Anzeichen, dass die US-Wirtschaft wieder in eine Phase höherer Produktivitätsgewinne eingetreten ist. Die Arbeitsproduktivität nahm im dritten Quartal um 4,9% zu, nach 4,1% im zweiten. Dies ist deutlich mehr als die 1,7%, die zwischen 2007 und 2024 gemessen wurden (Chart 3). Auch für das vierte Quartal zeichnet sich eine kräftige Produktivitätsentwicklung ab.

Damit könnte die bessere Produktivitätsentwicklung anhalten. Sie dürfte vor allem die Frucht von Rationalisierungsanstrengungen im Gefolge der Arbeitskräfteknappheit nach 2019 sein. Für etwaige Effekte der KI ist es wohl noch zu früh.



Chart 3 - USA: Beschleunigter Produktivitätsanstieg

Realer Output je Arbeitsstunde, annualisierte Veränderungen gg. Vorquartal und Anstieg im längerfristigen Durchschnitt (2007-2024)



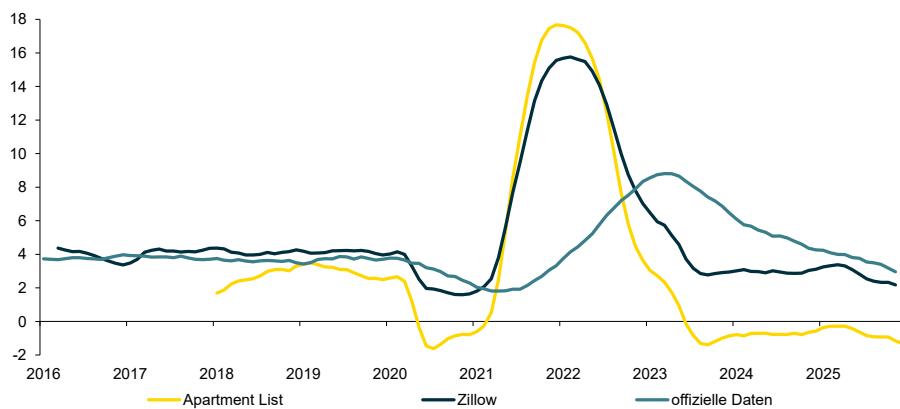
Quelle: BLS, S&P Global, Commerzbank Research

Ein weiterer Faktor kommt hinzu: Die Mieten und kalkulatorischen Mieten für eigengenutzte Wohnimmobilien, der wichtigste Ausgabenposten der Konsumenten, steigen deutlich langsamer, und diese Schwäche dürfte länger als gedacht anhalten. So hat die Mietinflation bei Neuverträgen, für die Daten privater Anbieter wie Apartment List und Zillow vorliegen, wieder nach unten gedreht (Chart 4). Diese Mieten haben einen Vorlauf vor dem Gesamtmarkt von mehr als einem Jahr, denn typischerweise zeigen sich Anspannungen am Wohnungsmarkt schneller bei Neuverträgen als bei Bestandsmieten.

Angesichts dieser Faktoren reduzieren wir unsere Inflationsprognose für 2026 von 3,2% auf 2,8%.

Chart 4 - Anstieg der Mieten dürfte sich weiter abschwächen

Mieten, Veränderung gegen Vorjahr in %. Neuverträge (Apartment List, Zillow) und offizielle Daten für den Gesamtmarkt gemäß Verbraucherpreisindex



Quelle: Apartment List, Zillow, S&P Global, Commerzbank-Research

In der Summe keine Änderung für Fed

Trotz der deutlichen Revision unserer Wachstumsprognose halten wir daran fest, dass die US-Notenbank ihre Zinsen im Verlauf von 2026 weiter deutlich senkt. Warum?

- Der eine Teil des Fed-Mandats ist "Vollbeschäftigung", sie schaut daher stärker auf den Arbeitsmarkt als auf die Entwicklung des BIP. Und der Arbeitsmarkt hat sich im Verlauf des letzten Jahres allmählich, aber stetig abgekühlt. Die Nachfrage nach neuen Arbeitskräften hat nachgelassen, es wurden 2025 jeden Monat im Durchschnitt nur noch 49 Tsd Jobs geschaffen, nach knapp 170 Tsd im Jahr 2024. Trotz der stark reduzierten Einwanderung (also eines niedrigeren Arbeitsangebots) ist die Arbeitslosenquote langsam gestiegen und lag im Dezember bei 4,4%, fast einen Prozentpunkt höher als im Tief 2022/23. Damit rückt der Arbeitsmarkt an die Spitze der Tagesordnung der Fed. Zinssenkungen sollen verhindern, dass sich der Arbeitsmarkt weiter abschwächt. Dazu sieht sich die Notenbank in der Lage, auch weil sie sich durch die jüngsten Preisdaten in der Annahme bestärkt sehen dürfte, dass der derzeit noch zu hohe Inflationsdruck nachlässt. Denn der Arbeitsmarkt ist weniger eng als zuvor, und die Zolleffekte haben nur einen temporären Effekt auf die Inflationsrate.
- Die Fed wird zudem durch die Regierung immer stärker unter Druck gesetzt, ihre Geldpolitik weiter zu lockern. Zwar hält die



Notenbank dagegen. So hat sich Fed-Chef Powell in einer unüblichen – und ungewohnt deutlichen – Videobotschaft gegen diesen Druck zur Wehr gesetzt. In seiner verbleibenden Amtszeit ist daher nur mit vorsichtigen Schritten zu rechnen. Allerdings gehen wir davon aus, dass die Regierung sich schließlich durchsetzt, sobald im Frühjahr die neue Führung der Fed installiert ist. Die Fed wird sich dann wohl auf die Regierungslinie zubewegen.

Wir halten daher an unserer Prognose fest, dass die Fed ihre Leitzinsen im Jahresverlauf auf 2,5% senken wird, also um insgesamt 125 Basispunkte. Damit hätte sie die Leitzinsen seit dem Gipfel um 300 Basispunkte reduziert.

Was bedeutet das für die Märkte?

Unsere Finanzmarktprediktions haben wir trotz der Änderungen beim Wachstum und der Inflation nicht angepasst. Denn für die Finanzmärkte ist entscheidender, dass die Aussichten für die Fed unverändert sind. Wir erwarten daher weiterhin, dass sich der Dollar wegen der Erosion der Unabhängigkeit der Fed bis zum Jahresende auf 1,22 zum Euro abschwächt. Für die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen bestätigen wir unsere Ziele für das Jahresende von 4,4% (US-Treasuries) bzw. 3,0% (Bundesanleihen).

[1] Für die Finanzierungsbedingungen werden die Renditen von Unternehmensanleihen und Treasuries, Hypothekenzinsen, der Außenwert des Dollar, ein Aktienindex und ein Immobilienpreisindex betrachtet. Außerdem berücksichtigt der Ansatz Wirkungsverzögerungen von bis zu drei Jahren. ([zurück zum Text](#))



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

Dr. J rg Kr mer Chefvolkswirt +49 69 136 23650		
Economic Research	Zins und Credit Research	FX & Commodities Research
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 Solveen (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)

Economic Research:	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)
Commodity Research:	Rohstoffe Aktuell (Kommentar und Nachrichten zu Rohstoffm rkten, zweimal pro Woche) Rohstoffe kompakt (umfassende Analyse und Prognosen zu Rohstoffm rkten)
Zins und Credit Research:	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)
FX Strategy:	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

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

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

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 16/1/2026 07:13 MEZ fertiggestellt und am 16/1/2026 07:13 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 26.01

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