



US-Wahlen – Denktzettel für Trump

Am Dienstag stehen in den USA die Zwischenwahlen zum Kongress an. Umfragen deuten auf deutliche Verluste für die Republikaner hin. Vermutlich würde sich in der zweiten Hälfte der Amtszeit Trumps gar nicht so viel ändern, sofern sich die Republikaner mit einer Niederlage abfinden würden.

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

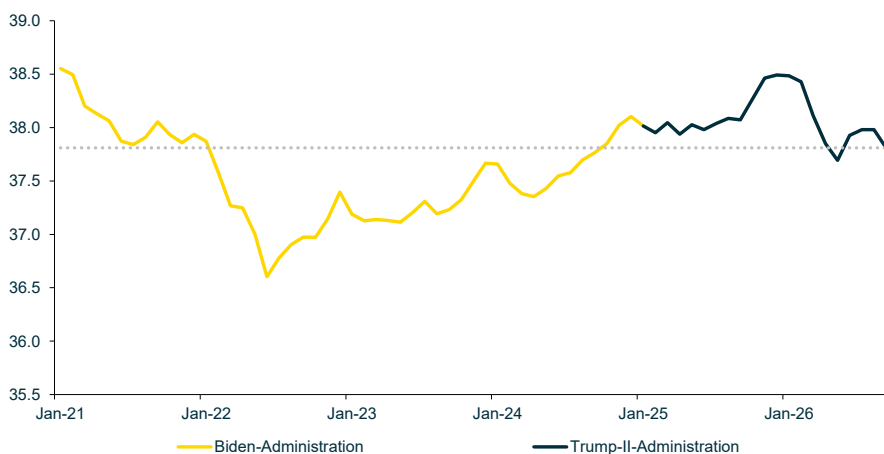
Trump ist im Umfragekeller, ...

Nächsten Dienstag wählen die Amerikaner einen neuen Kongress. Zur Wahl stehen alle 435 Sitze im Repräsentantenhaus und 35 der 100 Senatssitze. Die Republikaner, die aktuell die Mehrheit in beiden Häusern stellen, gehen mit einem schweren Handicap in die Wahl: Die Zustimmungswerte für Präsident Trump sind extrem niedrig. Zuletzt zeigten sich nur 38 % der Amerikaner mit seiner Amtsführung zufrieden, 60% waren unzufrieden. Mit einer Netto-Zustimmung von -22% schneidet Trump derzeit noch schlechter ab als sein ebenfalls sehr unbeliebter Vorgänger Biden, der zum gleichen Zeitpunkt seiner Amtszeit auf einen Netto-Zustimmungswert von -11% kam (Titelchart).

... weil die Inflation wieder zugenommen hat, ...

Für Trumps schlechte Zustimmungswerte dürfte in erster Linie ausschlaggebend sein, dass er sein Versprechen nicht eingelöst hat, die Preise ab Tag 1 seiner Administration zu senken. Im Gegenteil: Seine Politik – die Einführung von Zöllen und der Iran-Krieg, der zu einem Energiepreisschub führte – haben die Inflation wieder angeschoben. Die steigenden Preise für Mieten, Nahrungsmittel und Benzin spielen daher eine herausragende Rolle im Wahlkampf. Die Demokraten konzentrieren sich auf die "Affordability", also die Fähigkeit, ohne finanzielle Not den Lebensunterhalt zu bestreiten. Der reale Stundenlohn lag zuletzt niedriger als zum Amtsantritt Trumps im Januar 2025 und sogar niedriger als zu Beginn der Biden-Administration vor nunmehr fast sechs Jahren (Chart 1).

Chart 1 - Realer Stundenlohn der Amerikaner ist niedriger als zu Trumps Amtsantritt
Durchschnittlicher Stundenlohn in Preisen vom September 2026, in Dollar. Gepunktete Linie: Letzter Wert



Quelle: BLS, Commerzbank Research

... was für eine Niederlage der Republikaner spricht, ...

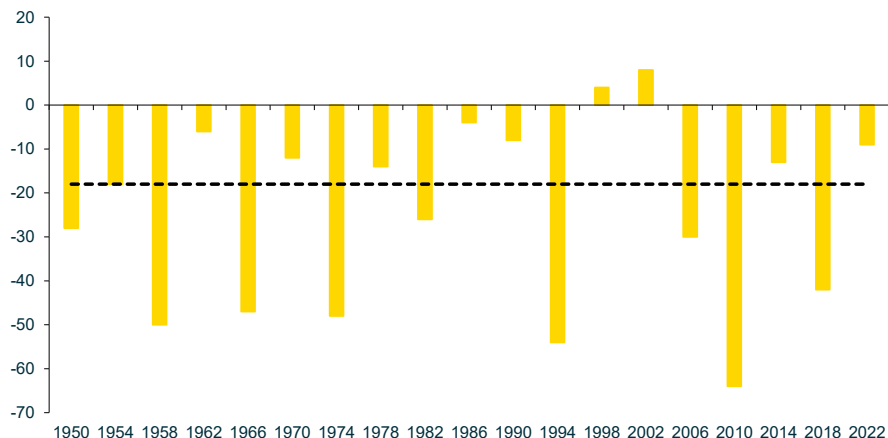
Auch bei einem beliebteren Präsidenten als Trump hat die Partei des jeweiligen Präsidenten bei den Zwischenwahlen im Repräsentantenhaus zumeist Verluste hinnehmen müssen. Seit 1950 beliefen sich ihre Verluste auf knapp 20 Sitze (Chart 2). Ausnahmen gab es nur wenige, etwa bei den Wahlen 2002, im Jahr nach den Anschlägen auf das World Trade Center.

Auch dieses Mal dürften die Republikaner ihre im Moment ohnehin nur eine sehr knappe Mehrheit von vier Sitzen einbüßen. Daran dürfte auch der von ihnen betriebene Neuzuschnitt von Wahlkreisen nichts ändern. So deuten aktuelle Umfragen darauf hin, dass die Demokraten mindestens 20 Sitze gewinnen und damit Mehrheitsfraktion werden.



Chart 2 - Regierungspartei verliert gewöhnlich die Zwischenwahlen

Anzahl der von der Partei des jeweiligen Präsidenten bei den Zwischenwahlen verlorenen (-) oder gewonnenen (+) Sitze im Repräsentantenhaus. Gestrichelte Linie: Mittlerer Verlust bei den Zwischenwahlen seit 1950



Quelle: Repräsentantenhaus, Commerzbank Research

Im Senat sah es ursprünglich danach aus, als könnten die Republikaner ihre Mehrheit (zurzeit kommen sie auf 53 Senatoren) knapp behaupten, zumal ihnen hierfür ein Ergebnis von 50:50 reichen würde, da bei einem Patt die Stimme des Vizepräsidenten entscheidet. Zudem hat die Regierungspartei bei den Zwischenwahlen im Senat nicht so regelmäßig eine Niederlage erlitten wie im Repräsentantenhaus. Schließlich werden nicht alle Senatoren neu gewählt, sondern nur ungefähr ein Drittel. Bei günstigen Konstellationen kann die Regierungspartei deshalb durchaus relativ gut abschneiden. Dies zeigte sich beispielsweise bei den Zwischenwahlen 2018 in der ersten Amtszeit Trumps, als die Republikaner einen Senatsitz dazugewannen, während sie im Repräsentantenhaus mehr als 40 Sitze verloren.

In den letzten Wochen hat sich der Wind aber auch im Wahlkampf für den Senat gedreht. Jetzt wird sogar in Texas, einem seit langer Zeit "roten", also republikanisch dominierten Bundesstaat der demokratische Senatskandidat leicht favorisiert. Kurz vor den Wahlen deuten Umfragen auf bis zu fünf zusätzliche demokratische Senatoren hin, was ihnen die Mehrheit auch in dieser Kammer geben würde.

... daher werden die Demokraten wohl beide Kongresskammern gewinnen

Aus heutiger Sicht werden also die Demokraten mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit das Repräsentantenhaus gewinnen, die Wettermärkte sehen für dieses Szenario eine Wahrscheinlichkeit von deutlich über 90%. Zudem dürften sie auch auf eine Mehrheit im Senat kommen, die Wettermärkte billigen diesem Ergebnis immerhin eine Wahrscheinlichkeit von 2/3 zu.

Extrem unwahrscheinlich ist das theoretisch denkbare Ergebnis, dass die Republikaner die Mehrheiten in beiden Häusern verteidigen. Dies liefe gegen alle politischen Trends und wäre ein noch nie dagewesenes Desaster für die Institute, die die Wahlumfragen durchführen.

Die Folgen für die USA, ...

In den Monaten nach den Zwischenwahlen rücken in den USA zumeist mehr und mehr die zwei Jahre später anstehenden Präsidentschaftswahlen in den Mittelpunkt, insbesondere, wenn der amtierende Präsident wie Trump nicht mehr antreten darf. Denn dann wenden sich Politik und Medien zunehmend der Frage nach dem Nachfolger zu. Bei einer deutlichen Niederlage bei den Zwischenwahlen dürfte der Autoritätsverlust Trumps noch deutlich stärker ausfallen, da er ohne eine Mehrheit in den beiden Kammern des Kongresses noch stärker als "lahme Ente" wahrgenommen würde.

Verstärkt wird dies dadurch, dass die Demokraten mit einer Mehrheit im Repräsentantenhaus zusätzliche Rechte erhalten würden. Sie können dann sämtliche Ausschussvorsitzenden bestimmen, Untersuchungen und Vorladungen initiieren einschließlich einer allerdings eher symbolischen Anklage ("Impeachment") des Präsidenten, über den legislativen Kalender entscheiden (also etwa über welche Gesetze debattiert und abgestimmt wird). Gemäß der US-Verfassung liegt außerdem die Haushaltshoheit beim Repräsentantenhaus, was bedeutet, dass alle Gesetzesvorlagen zu Einnahmen und Ausgaben des Bundes dort ihren Ursprung haben müssten. Kommt es – wie es zu befürchten ist – zu keiner Einigung zwischen Regierung und Parlament, droht eine Neuauflage des "Shutdowns", also der Schließung vieler Bundesbehörden. Derzeit steht die Finanzierung der Bundesregierung nur bis zum 11. Dezember dieses Jahres.

Mit all diesen Optionen könnten die Demokraten Präsident Trump das politische Leben erschweren. Trump würde sich dann wohl noch mehr als bisher auf Verordnungen (Executive Orders) stützen. Zudem ist die Regierung seit Trumps Wahl – nicht zuletzt aufgrund von Entscheidungen des Obersten Gerichts – gegenüber dem Kongress gestärkt worden. So kann der Präsident nach neuester Rechtsprechung die Leiter der obersten Behörden praktisch nach Belieben entlassen, mit Ausnahme der Notenbank.



Für Trumps Angriff auf die Unabhängigkeit der US-Notenbank wäre ein Verlust der republikanischen Mehrheit im Senat ein entscheidender Rückschlag. Denn ohne Mehrheit im Senat kann Trump Posten bei der Fed nicht nach seinem Gusto besetzen.

... den Rest der Welt ...

Innenpolitisch dürfte damit nicht mehr allzu viel vorangehen. In wirtschaftspolitischer Hinsicht wird Trump das verschmerzen können, da er im vergangenen Jahr mit dem "One Big Beautiful Bill"-Gesetz ohnehin seine Agenda bereits durchgesetzt hat. Daher wird Trump sich wohl mehr auf die Außenpolitik stürzen, wo er freier und unabhängiger von Kongress agieren kann. Dieser Fokus birgt beträchtliche Risiken für die Weltwirtschaft:

- **Verschärfung der Mittelost-Krise:** Nach Presseberichten könnte Trump nach den Wahlen noch einmal versuchen, den Iran mit neuerlichen Angriffen doch noch zum Einlenken zu zwingen. Die Verlegung zusätzlicher Truppen in den Mittleren Osten verleiht diesen Berichten zusätzliche Glaubwürdigkeit. Ob die USA mit einem aggressiveren Vorgehen mehr Erfolg haben würden als im Frühjahr, ist unsicher. Ziemlich sicher würden dann aber Öl- und Ölproduktpreise steigen, mit den entsprechenden Folgen auf Inflation und Wachstum.
- **Belastung der Beziehungen zu Europa:** Trump könnte sich noch stärker an die Seite Russlands stellen, um die Ukraine zum Nachgeben zu zwingen und auf diesem Weg doch noch ein Ende des Krieges zu erreichen. Die Sicherheitsinteressen der EU stünden einmal mehr hinten an, die NATO würde weiter belastet.
- **Neue Zollrunden:** Die Handelskonflikte haben sich zuletzt insgesamt beruhigt, der effektive Zollsatz der USA ist im Verlauf dieses Jahres wieder etwas gefallen. Hier könnte Trump nachlegen, zumal er einige große Investitionsankündigungen ausländischer Unternehmen in den USA als Beleg für den Erfolg der Zölle anführen könnte.

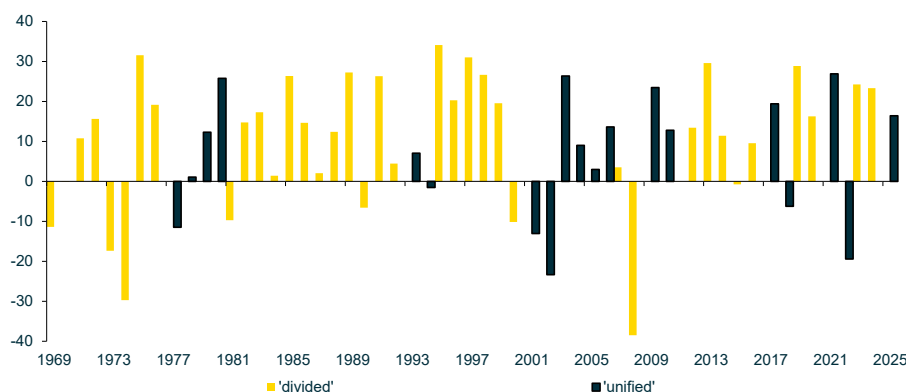
... und die Märkte

Eine "geteilte Regierung", bei der die Partei des Präsidenten im Kongress nicht über eine Mehrheit verfügte, war in den vergangenen 50 Jahren eher die Regel als die Ausnahme. Dabei waren dies für die Kapitalmärkte nicht unbedingt schlechte Zeiten. Dies dürfte auch daran gelegen haben, dass damit extremen ideologischen Ansätzen der Boden entzogen war. So legte der S&P 500-Index seit 1969 im Durchschnitt bei einem "Divided Government" mit 9% pro Jahr stärker zu als bei einem "Unified Government" mit 5% (Chart 3).

Hinsichtlich des Dollar haben wir oft betont, dass wohl in den Bereichen Handels- und Außenpolitik die größten Gefahren lauern. Denn hier besteht das größte Potenzial, die Dominanz des Dollars als Weltleitwährung anzukratzen. Und diese Risiken dürften nach der Wahl bestehen bleiben. Wir bleiben daher gegenüber dem Dollar skeptisch. USD-Investoren sollten sich darauf gefasst machen, dass sich auch nach den Zwischenwahlen die Absicherung von Wechselkursen jederzeit erneut massiv verteuern kann.

Chart 3 - "Divided government" die Regel und nicht schlecht für den Aktienmarkt

Performance des S&P 500 in Kalenderjahren, nach politischer Konstellation ("divided government": Präsident, Repräsentantenhaus und Senat nicht in der Hand einer Partei)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Akzeptieren die Republikaner eine Niederlage? Das Risikoszenario

Unser Basisszenario berücksichtigt weder die Möglichkeit strittiger Wahlergebnisse, noch dass gewählten Amtsträgern die Amtseinführung verweigert wird. In diesem Zusammenhang hat vor einigen Tagen ein Meinungsartikel des ehemaligen US-Finanzministers Rubin für Aufsehen gesorgt [1]. Darin diskutiert er die Gefahr, dass Donald Trump und die Republikaner eine Niederlage nicht akzeptieren werden. Stattdessen könnten sie versuchen, Wahlergebnisse zu manipulieren oder das Zusammentreten des Repräsentantenhauses, sofern es die erwartete demokratische Mehrheit bekommt, zu verhindern. Die Verfahrensregeln und Vorschriften bieten dazu theoretisch Ansatzpunkte. Auf jeden Fall wäre dann eine Welle von Klagen zu erwarten sowie Demonstrationen. Es



ließen sich dann Gefahren für die öffentliche Ordnung konstruieren, die wiederum zur Rechtfertigung bundesstaatlicher Machtmittel herangezogen werden könnten. Das Verhalten Trumps nach den verlorenen Präsidentschaftswahlen 2020 lässt einige Beobachter eine schwere verfassungsrechtliche und innenpolitische Krise befürchten. Der Ruf der USA als Rechtsstaat wäre gefährdet. Gerade der verlässliche institutionelle Rahmen dürfte aber einer der Hauptgründe für den wirtschaftlichen Erfolg des Landes sein. Würde dieser Pfeiler unterminiert, droht eine Kapitalflucht.

Man mag diese Befürchtungen für übertrieben halten, schließlich ist Trump mit seinen Versuchen, bundesstaatliche Vorgaben für Wahlen zu machen ("SAVE America Act") – die viele als Versuch werteten, Minderheiten das Wählen zu erschweren – gescheitert. Zudem haben die Bundesstaaten viel Geld in die Hand genommen, um den Ablauf vor Wahlen zu verbessern und Manipulationen zu erschweren. Allein der Umstand, dass solche Szenarien von ernstzunehmenden Leuten wie Rubin überhaupt diskutiert werden, ist allerdings bemerkenswert. Wir geben einem solchen Szenario daher zwar nur eine geringe, aber über null liegende Wahrscheinlichkeit.

Ausblick auf 2028

Viele Beobachter werden die Wahlergebnisse im Hinblick auf Implikationen für die nächste Präsidentschaftswahl 2028 abklopfen. Generell würde ein Erfolg der Demokraten nächste Woche wohl Erwartungen wecken, dass es in zwei Jahren auch im Weißen Haus einen politischen Wechsel gibt. Damit würde sich der politische Fokus auf die möglichen Präsidentschaftskandidaten der Demokraten und Republikaner verschieben.

Innerhalb der Demokraten ist die Frage, ob der linke Flügel der Partei weiter an Boden gewinnt, wenn deren Kandidaten gut abschneiden. Ähnliches gilt für die Republikaner, wo sich die Dominanz der MAGA-Kandidaten bestätigen könnte. Dies würde die politische Polarisierung weiter fördern – allerdings die große Frage offenlassen, für welche Seite sich die zahlreicher werdenden parteiungebundenen Wähler entscheiden werden. Für die Präsidentschaftswahl in zwei Jahren dürfte neben der Kandidatenauswahl außerdem wichtig sein, wie sich die Wirtschaft bis dahin entwickelt und ob sich die Inflation spürbar abschwächt.

Kasten: Ablauf der Wahl am 3. November

- Erste Wahllokale schließen in Teilen von Indiana und Kentucky am Dienstag, den 3. November um Mitternacht deutscher Zeit.
- Die letzten Wahllokale schließen in Teilen von Alaska am Mittwoch um 7 Uhr deutscher Zeit.
- Entscheidende Rennen im Senat: Maine, Ohio, Texas, Iowa, Kansas. Darüber hinaus könnte es in Minnesota, Michigan, South Carolina und Alaska knapp werden.
- Bis die Sieger feststehen, kann es dauern. 2024 stand der Senator für Pennsylvania erst am 21. November fest, 16 Tage nach der Wahl. Sollten die Mehrheitsverhältnisse von solchen Sitzen abhängen, würde dies eine Phase der Unsicherheit bedeuten.
- Der neue Kongress kommt Anfang Januar 2027 zusammen.

[1] Robert E. Rubin "In Six Decades of Public Life, I Never Thought I Would Write This Piece", New York Times vom 21. Oktober 2026 ([zurück zum Text](#))



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 30/10/2026 07:10 MEZ fertiggestellt und am 30/10/2026 07:10 MEZ verbreitet wurde.

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

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

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

Mögliche Interessenkonflikte

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

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

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

Disclaimer

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

Zusätzliche Informationen für Kunden in folgenden Ländern:

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

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

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

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

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

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

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



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

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

Australien: Die Commerzbank AG hat keine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen. Dieses Dokument wird in Australien an Großkunden unter einer Ausnahmeregelung zur australischen Finanzdienstleistungslizenz von der Commerzbank gemäß Class Order 04/1313 verteilt. Die Commerzbank AG wird durch die BaFin nach deutschem Recht geregelt, das vom australischen Recht abweicht.

Volksrepublik China (VRC): Dieses Dokument wird von der Commerzbank AG zur Verfügung gestellt und ist ausschließlich für berechnete Institute bestimmt. Niemand sonst darf sich auf Informationen verlassen, die in diesem Dokument enthalten sind. Die in diesem Dokument enthaltenen Produkte und Dienstleistungen gelten nur für Institute in der VRC, für die die Bereitstellung dieser Produkte und Dienstleistungen nach den Gesetzen und Vorschriften der VRC zulässig ist. Für jede Person, die dieses Dokument erhält, dürfen die Informationen in diesem Dokument weder als Marketing oder Werbung des Geschäfts noch als buchhalterische, rechtliche, regulatorische, steuerliche, finanzielle oder andere Beratung und/oder Anlageberatung an den Empfänger dieses Dokuments angesehen werden und dem Empfänger wird geraten, sich von seinen eigenen professionellen Beratern über die hierin enthaltenen Informationen unabhängig zu beraten und sich bei der Durchführung von betreffenden Transaktionen an die Gesetze und Vorschriften der VRC zu halten.

© Commerzbank AG 2026. Alle Rechte vorbehalten. Version 26.04

Frankfurt

Commerzbank AG
DLZ - Gebäude 2, Händlerhaus
Mainzer Landstraße 153
60327 Frankfurt
Tel: + 49 69 136 21200

London

Commerzbank AG
PO BOX 52715
30 Gresham Street
London, EC2P 2XY
Tel: + 44 207 623 8000

New York

Commerz Markets LLC
225 Liberty Street, 32nd floor,
New York,
NY 10281-1050
Tel: + 1 212 703 4000

Singapore

Commerzbank AG
128 Beach Road
#17-01 Guoco Midtown
Singapore 189773
Tel: +65 631 10000