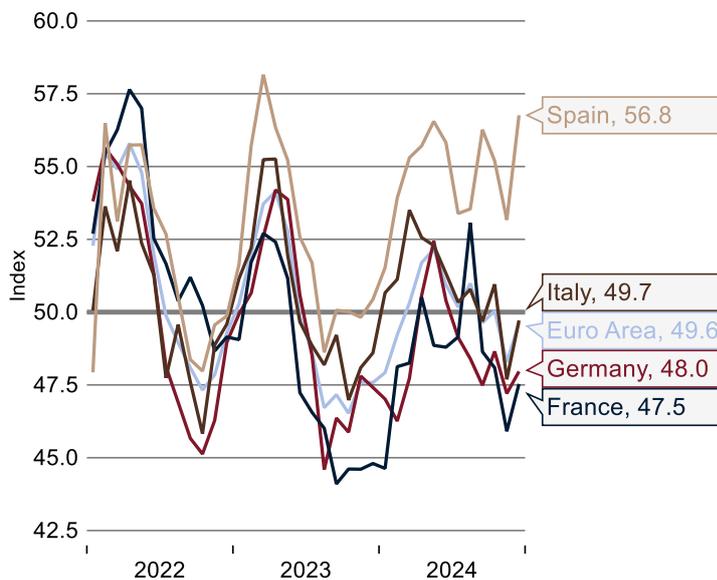


Es hätte noch schlimmer kommen können

HCOB Composite PMI, Output Index (Dec 2024)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Das Jahr 2024 endete konjunkturell etwas veröhnlicher als erwartet. Die Rezession hat sich nicht weiter vertieft. Vielmehr ist der Composite Index, der die Aktivität im Dienstleistungssektor und im Verarbeitenden Gewerbe abbildet, in den vier Top-Euroländern gestiegen. Ein genauerer Blick auf die Daten offenbart aber, dass die Lage natürlich alles andere als rosig ist. Da ist zum einen die Beobachtung, dass sich die Schrumpfung in Deutschland, Frankreich und Italien fortgesetzt hat und nur in Spanien ein – erstaunlich kräftiges – Wachstum zu verzeichnen ist. Zum anderen ist festzustellen, dass sich im Verarbeitenden Gewerbe die Rezession unvermindert fortgesetzt hat. D.h. die

Stabilisierung der Lage ist ausschließlich auf den Dienstleistungssektor zurückzuführen.

Die Aussichten für das Jahr 2025 sind schwierig. In Deutschland stehen Wahlen an, in Frankreich vermutlich auch. In Österreich könnte eine europakritische Regierung ans Ruder kommen. Und über allem schwebt das Drohpotenzial höherer Zölle durch die USA, die besonders, aber nicht nur, die Industrie Deutschlands treffen würden. Dazu kommen noch die Kriege und geopolitischen Spannungen, die Unternehmen davon abhalten, zu investieren, und private Haushalte, mehr zu konsumieren. Und dennoch: Die meisten Unternehmen sind laut PMI-Umfrage zuversichtlich, dass sie ihre Aktivität in den nächsten 12 Monaten erhöhen werden.

Inhalt

Zusammenfassung	1
▪ Es hätte noch schlimmer kommen können	1
Eurozone	2
▪ Dienstleistungen: Inflationsbeschleunigung	2
▪ Verarbeitendes Gewerbe: Outperformance von Spanien setzt sich fort	3
▪ Bausektor: EZB wird den Sektor kaum stützen	4
Deutschland	6
▪ Dienstleistungen: Überraschend starker Kostenanstieg	6
▪ Verarbeitendes Gewerbe: Hoffen auf eine Trendwende nach den Wahlen	7
▪ Bausektor: Subunternehmen durchleben schwierige Zeiten	8
Frankreich	10
▪ Ein Schritt in die richtige Richtung	10
▪ Französische Industrie vertieft Krise	11
▪ Der französische Bausektor schließt 2024 ernüchternd ab	12
Italien	14
▪ Gute Nachrichten für Italiens Dienstleister	14
▪ Die Industrie in schwieriger Lage	14
▪ Der Bausektor überrascht zum Jahresende	16
Spanien	17
▪ Dienstleistungssektor: Wachstumstreiber	17
▪ Verarbeitendes Gewerbe: Von Schwäche wenig zu spüren	18
Prognosen	20
Analysten	21
Impressum/Disclaimer	22

Eurozone

Dienstleistungen: Inflationsbeschleunigung

EZB-Präsidentin Lagarde hat auf der jüngsten Pressekonferenz erneut festgestellt, dass die Inflation im Dienstleistungssektor immer noch zu hoch ist. Die entsprechenden PMI-Indizes zeigen, dass sich dieses Bild im Dezember nicht geändert hat. Im Gegenteil, die Kosten sind sogar noch stärker gestiegen als im Vormonat, was vor allem auf die höheren Löhne zurückzuführen sein dürfte. Ein Teil dieses Kostenanstiegs wurde an die Kunden weitergereicht, so dass die Verkaufspreise ebenfalls deutlicher angehoben wurden. Für die Geldpolitik bedeutet dies, dass man vorsichtig bleiben und im ersten Quartal 2025 bestenfalls nur kleine Zinssenkungen vornehmen dürfte.

HCOB Euro Area Services PMI, Prices (Dec 2024)

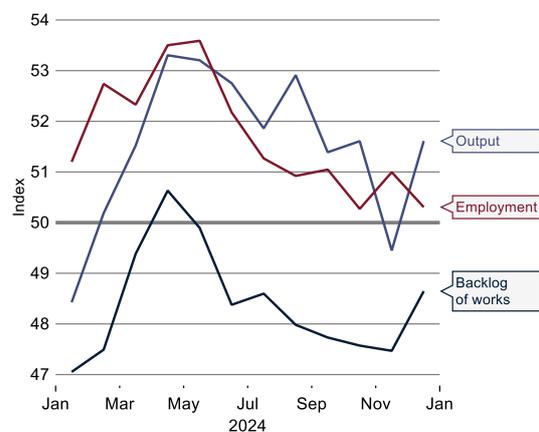


Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Im Rückblick war 2024 kein so schlechtes Jahr für die Servicebranche. Im ersten Halbjahr ging es mit moderaten Zuwächsen los, dann schwächte sich das Wachstum ab und zuletzt konnte man sich anscheinend wieder fangen. Im gesamten Zeitraum ist die Beschäftigung gewachsen, auch wenn der Anstieg im letzten Monat des Jahres auf eine homöopathische Dosis geschrumpft ist. Gewisse Sorgen bereitet der Auftragsbestand, der fast durchgehend

gefallen ist, auch wenn man nicht von einem massiven Einbruch sprechen kann. Die Zuversicht haben die Dienstleister aber nie so richtig verloren. Die Geschäftsaussichten wurden überwiegend positiv beurteilt und haben sich zum Jahresende sogar weiter aufgehellt, wenngleich man hier weiterhin unter dem langjährigen Durchschnitt liegt.

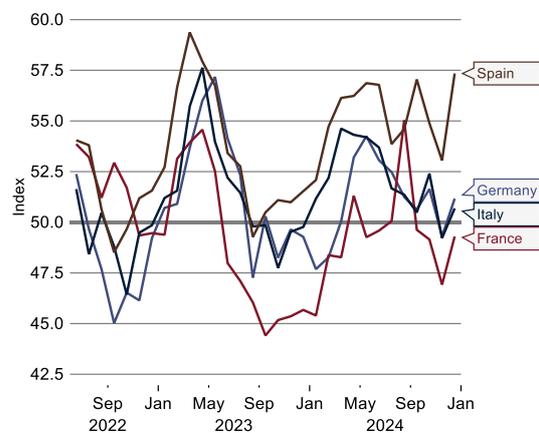
HCOB Euro Area Services PMI, Output & Employment & Backlog of Works (Dec 2024)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Im Dezember hat sich der Dienstleistungssektor in den Top 4 Euroländern wieder etwas gefangen. Möglicherweise kann ein Teil dieser Dynamik in das neue Jahr getragen werden.

HCOB Germany, France, Italy, Spain Services PMI, Business Activity (Dec 2024)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Die PMI-Daten für Dezember legen nicht wirklich einen soliden Grundstein für einen Aufschwung des Dienstleistungssektors im Jahr 2025. Immerhin sinken die Auftragseingänge nicht mehr und der Rückgang bei den Auftragsbeständen hat sich abgeschwächt. Die Serviceunternehmen dürfen sich glücklich schätzen, dass sie anders als die Industrie nicht in direkter Weise durch drohende US-Zölle belastet werden. Insgesamt dürften die Dienstleister dafür sorgen, dass die Schwäche in der Industrie nicht komplett durchschlägt auf das gesamtwirtschaftliche Wachstum.

Verarbeitendes Gewerbe: Outperformance von Spanien setzt sich fort

Auch im Dezember kann von der Industrie keine frohe Botschaft verkündet werden. Es geht genauso weiter wie bisher, nämlich abwärts. Die Auftragseingänge sind sogar stärker zurückgegangen als in den beiden Vormonaten, was Hoffnung auf eine baldige Belebung zunichtemacht. Diese Einschätzung wird gestützt durch den beschleunigten Rückgang der Auftragsbestände.

HCOB Euro Area Manufacturing PMI, New Orders & Backlog Orders (Dec 2024)

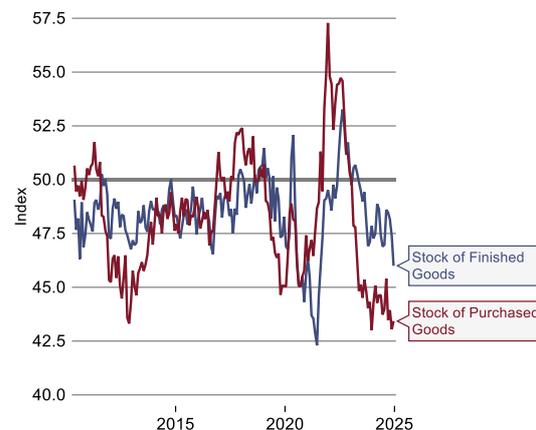


Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Eine Voraussetzung für die Erholung der Industrie ist, dass die Unternehmen wieder beginnen, ihre Vorleistungsbestände aufzubauen. Im Dezember gab es keinerlei Anzeichen für eine derartige Entwicklung.

Vielmehr sind die Lagerbestände so rasch reduziert worden, wie das es im ganzen Jahr nicht der Fall war. Unternehmen haben zudem den Abverkauf ihrer Bestände an fertigen Gütern beschleunigt fortgesetzt, weil sie offensichtlich von einer anhaltenden Nachfrageschwäche ausgehen.

HCOB Euro Area Manufacturing PMI, Inventories (Dec 2024)



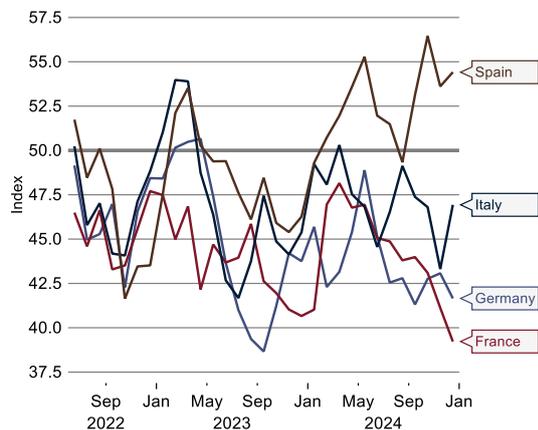
Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Die Industrieunternehmen bauen weiterhin ihre Beschäftigung ab. Das Tempo des Jobabbaus hat im Dezember leicht abgenommen, aber es ist nach wie vor relativ hoch. Dieser Trend dürfte angesichts der vielen Meldungen über die Restrukturierungspläne von Unternehmen noch bis tief in das neue Jahr anhalten.

Innerhalb der Eurozone macht Spanien weiterhin sein eigenes Ding. Hier expandiert die Industrie auch zum Ende des Jahres mit einer robusten Rate, während die drei größten Euroländer, die immerhin die Top-3 Exportdestinationen Spaniens sind, in der Industrierezession gefangen sind. Spanien hat den Vorteil, im Vergleich zu den Vergleichsländern weniger exponiert gegenüber China zu sein, da nur 2 % des Exports dort hingehen. Auch die relativ niedrigen Energiekosten haben dem Land geholfen, besser durch die Krise zu kommen. Das Land wird aber ganz sicher nicht die Wirtschaft der Eurozone insgesamt wieder in Schwung bringen können, dafür ist Spanien

mit einem Anteil von rund 12 % am BIP der Währungsunion zu klein.

HCOB Germany, France, Italy, Spain Manufacturing PMI, Output (Dec 2024)

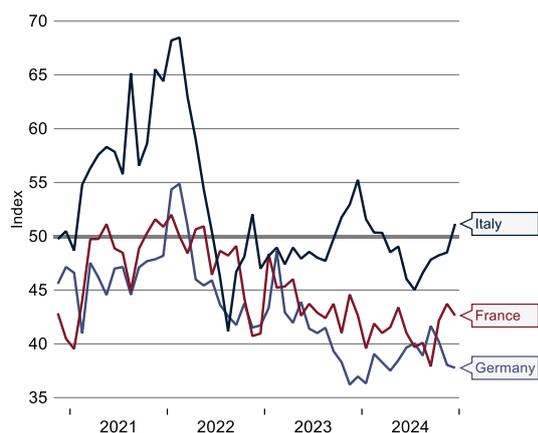


Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Bausektor: EZB wird den Sektor kaum stützen

Die Rezession in der Eurozone setzt sich fort. Der HCOB PMI brachte auch im Dezember keine positiven Nachrichten für den Bausektor der Eurozone.

HCOB Germany, France, Italy Construction PMI, Total Activity (Dec 2024)



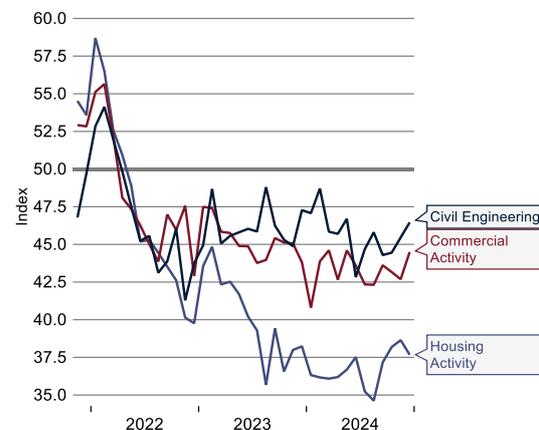
Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Zum Jahresende setzte sich die seit Mai 2022 anhaltende Schrumpfung fort. Der Gesamtrückgang der Wirtschaftstätigkeit spiegelt die stärkeren Rückgänge in Deutschland und Frankreich wider, wobei

Deutschland den größten Anteil an der aktuellen Misere hat. Italien hingegen widersetzte sich dem Trend und verzeichnete den ersten Anstieg der Wirtschaftstätigkeit seit März.

Die Wohnimmobilienaktivität befindet sich in einer tiefen Krise und schrumpft im Vergleich zur kommerziellen und Tiefbauaktivität überproportional. Während der Rückgang im kommerziellen Bereich und im Tiefbau geringer als im Vormonat ausfiel, wurde in beiden Bereichen der geringste Rückgang seit sieben Monaten verzeichnet. Um den Wohnimmobilienbereich zu beleben, wären wohl baldige deutliche Zinssenkungen durch die EZB notwendig. HCOB Economics prognostiziert jedoch für 2025 lediglich zwei Zinssenkungen bis zum Frühjahr. Aufgrund des zunehmenden Preisdrucks im Laufe des Jahres dürften Zinssenkungen in Frankfurt bis zum Jahresende nicht mehr verkündet werden.

HCOB Euro Area Construction PMI, Activity of Sectors (Dec 2024)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Eurozone blickt pessimistisch voraus. Das Jahr 2025 dürfte den Abwärtsdruck im Sektor kaum verringern. Zwar sind sowohl die Auftragseingänge als auch die künftige Aktivität im Vergleich zum Vormonat gestiegen (im Fall der künftigen Aktivität sogar signifikant), aber die Subindizes bleiben weiterhin deutlich im schrumpfenden Bereich. Französische und deutsche Unternehmen gaben im Dezember

negative Prognosen ab, obwohl der Pessimismus im Laufe des Monats abnahm. Selbst die Wachstumserwartungen im italienischen Bausektor haben sich abgeschwächt. Zur Wiederbelebung des Sektors sind entschlossene geldpolitische und staatliche Maßnahmen erforderlich, die jedoch beide vorerst nicht zu erwarten sind.

Dr. Cyrus de la Rubia
Chefvolkswirt
Tel.: +49 160 90180792
E-Mail: cyrus.delarubia@hcob-bank.com

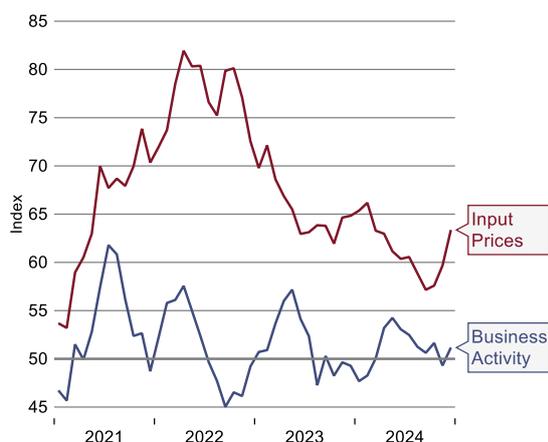
Dr. Tariq Chaudhry
Economist
Tel.: +49 171 5466753
E-Mail: tariq.chaudhry@hcob-bank.com

Deutschland

Dienstleistungen: Überraschend starker Kostenanstieg

Die wichtigste Erkenntnis aus dem PMI für Dienstleistungen im Dezember ist, dass wir es mit einem schwachen Wachstum gepaart mit einer starken Inflation zu tun haben – eine beinahe lehrbuchhafte Stagflation. Der Ausgabenanstieg ist atemberaubend: Der Kosten-Index stieg um fast vier Punkte und damit so rasant wie zuletzt im Februar 2024. Hauptursächlich sind hier wahrscheinlich die Löhne und Gehälter, die im dritten Quartal im Vergleich zum Vorjahr um nahezu 9 % in die Höhe schossen.

HCOB Germany Services PMI, Activity (Dec 2024)

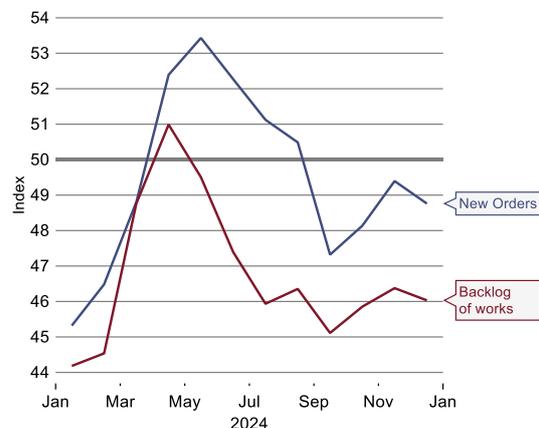


Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Eine hohe Inflation bei den Serviceanbietern ist für eine Wirtschaft, die mit einer Rezession flirtet, recht ungewöhnlich. Seit 2021/2022 sehen wir einen deutlichen Kontrast zwischen der hohen Inflation und dem langsamen Wachstum (oder sogar einer Stagnation) der Geschäftstätigkeit. Diese Diskrepanz, die mit den konjunkturellen Schocks während der Pandemie und des Einmarschs Russlands in die Ukraine ihren Anfang nahm, weist auf einen strukturellen Wandel hin, der möglicherweise mit der Demografie und dem anhaltenden Arbeitskräftemangel zusammenhängt.

Der HCOB Dienstleistungsindex ist nach einem Rückgang unter 50,0 Punkte im November wieder in einem - wenn auch nur moderaten - Wachstumsmodus, und der gestiegene Optimismus der Befragten hinsichtlich der künftigen Geschäftsaussichten ist eine gute Nachricht. Die andauernden Einbußen beim Auftragseingang und der kontinuierliche Abbau der unerledigten Projekte dämpfen jedoch die positiven Zahlen zur Geschäftstätigkeit.

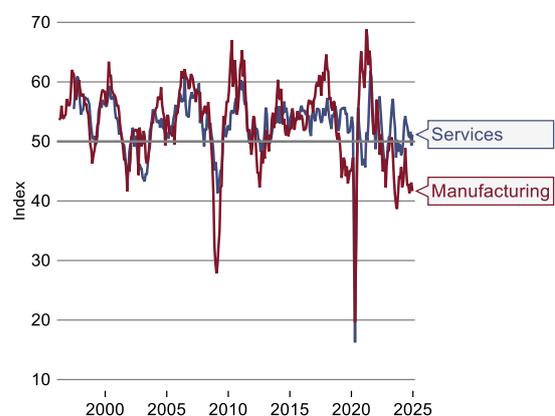
HCOB Germany Services PMI, New Orders & Backlog of Works (Dec 2024)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Es ist ziemlich bemerkenswert, dass die Aktivität im Sektors trotz der anhaltenden

HCOB Germany Services and Manufacturing PMI, Activity (Dec 2024)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

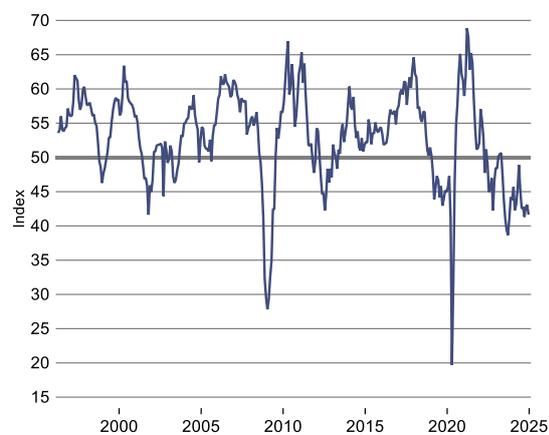
Rezession im verarbeitenden Gewerbe resilient geblieben ist. In der Vergangenheit sind die

Entwicklungen in beiden Sektoren recht parallel gelaufen, mit Ausnahme weniger Fälle während der großen Rezession von 2008/2009 und 2019/2020. Dies deutet darauf hin, dass ein wachsender Teil der Dienstleistungen unabhängiger von der industriellen Aktivität wird, was wiederum die zunehmende Rolle der Serviceanbieter bei der Stabilisierung der Wirtschaft unterstreicht.

Verarbeitendes Gewerbe: Hoffen auf eine Trendwende nach den Wahlen

Die Lage im Verarbeitenden Gewerbe bleibt ein Trauerspiel. Mit dem verschärften Rückgang der Produktion und dem fortgesetzten Einbruch der Auftragseingänge steht fest, dass die Industrie auch im vierten Quartal nicht einmal ansatzweise die Rezession hinter sich lassen wird. Gemäß unserem Nowcast-Modell, das unter anderem den HCOB Einkaufsmanagerindex berücksichtigt, dürfte die Wertschöpfung in der Industrie im vierten Quartal um 0,9 % gegenüber dem Vorquartal gefallen sein. Der seit Juni 2022 sinkende Auftragsbestand deutet zudem darauf hin, dass auch das neue Jahr nicht wesentlich freundlicher starten wird.

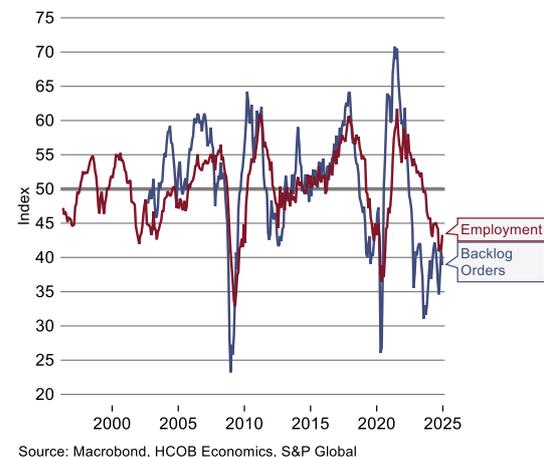
HCOB Germany Manufacturing PMI, Output (Dec 2024)



Wir blicken im Verarbeitenden Gewerbe auf ein verlorenes Jahr zurück. Der EMI lag

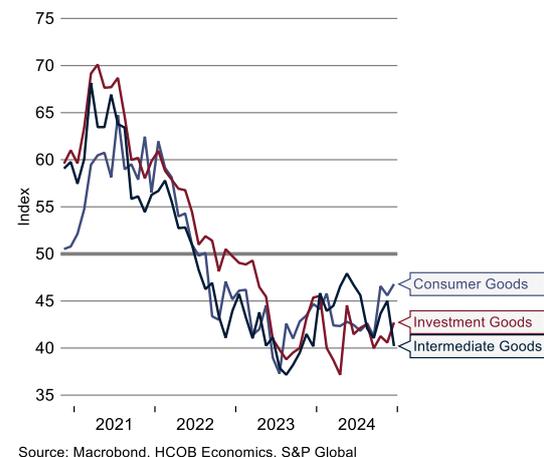
durchgehend im rezessiven Bereich, die Unternehmen haben Monat für Monat Personal abgebaut und die Auftragsbestände sind ausnahmslos gefallen. Positiv lässt sich eigentlich nur feststellen, dass der Stellenabbau in der zweiten Jahreshälfte zu einem leichten Anstieg der Arbeitsproduktivität geführt hat. Das Ausmaß dieses Anstiegs reicht aber nicht, um eine Trendwende zu schaffen.

HCOB Germany Manufacturing PMI, Output (Dec 2024)



Der Produktionsrückgang findet in der Breite aller Sektoren statt. Den größten Einbruch gab

HCOB Germany Manufacturing PMI, Sectors (Dec 2024)



es im Dezember bei den Vorleistungsgütern, wobei der entsprechende EMI wie ein Stein auf

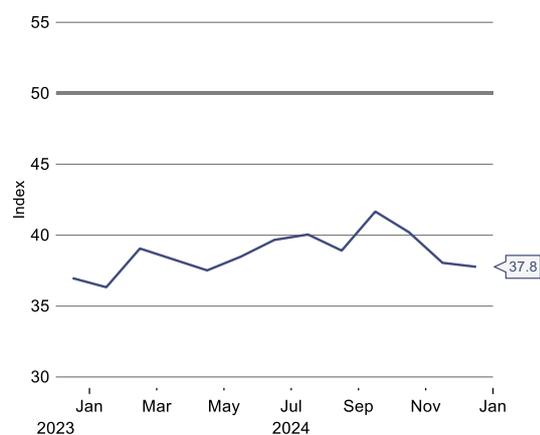
den niedrigsten Stand des Jahres fiel. Auch für den Investitionsgüterbereich sieht es nicht viel besser aus, da sein EMI das ganze Jahr über im rezessiven Bereich verharrte. Da beide Sektoren stark von den angedrohten US-Zöllen betroffen sind, ist eine nachhaltige Erholung in den kommenden Quartalen schwer vorstellbar.

Nach zweieinhalb Jahren Rezession in der Industrie könnte es in der zweiten Jahreshälfte 2025 zu einem Ende dieser Entwicklung kommen. Denn dann dürfte Deutschland eine neue Regierung haben und das derzeitige Abwarten bei Investitionen und Konsum könnte sich auflösen. Auf der Suche nach Indikatoren, die diese These unterstützen, wird man allerdings enttäuscht. Denn der Index Jahresausblick bewegt sich nur marginal über der Wachstumsschwelle von 50,0 Punkten. Demnach gehen die Unternehmen also davon aus, dass sie in einem Jahr nur unwesentlich mehr produzieren als heute.

Bausektor: Subunternehmen durchleben schwierige Zeiten

Das Jahr 2024 endet für den Bausektor ungefähr so schlecht, wie es angefangen hat.

HCOB Germany Construction PMI, Total Activity (Dec 2024)

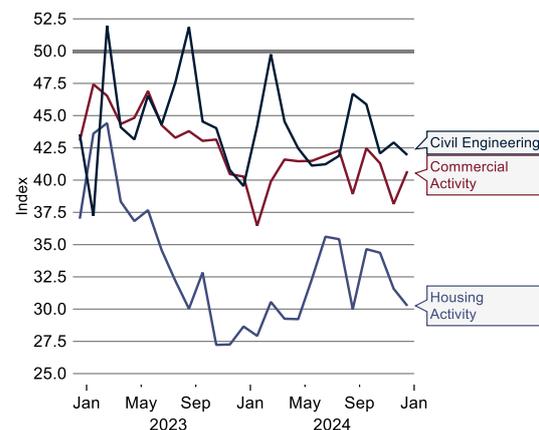


Der Bau-Index liegt im Dezember mit 37,8 Punkten nur unwesentlich über dem Wert vom Beginn des Jahres. Die Bautätigkeit ging in den

letzten drei Monaten sogar noch schneller zurück. Hierbei dürfte die politische Unsicherheit eine wichtige Rolle gespielt haben. Angesichts der anstehenden Bundestagswahlen dürften viele Unternehmen eine abwartende Haltung eingenommen haben, unter anderem in der Hoffnung, dass es vielleicht mit der nächsten Regierung zu einem Abbau von Regulierungen und Bürokratie kommt.

Im Wohnungsbau ist die Rezession weiterhin am ausgeprägtesten und hat sich in den letzten drei Monaten vertieft. Der Abschwung ist im Bereich der Gewerbeimmobilien ebenfalls deutlich, aber nicht ganz so dramatisch wie im Wohnungsbau. Ähnliches kann man für den Tiefbau feststellen. Die offizielle Zahl der Bauanträge zeigt an, dass das Jahr 2025 erneut ein sehr schwieriges Jahr wird. Für die kurze Frist wird dies auch durch die Entwicklung der Auftragseingänge im Dezember bestätigt, die fast ebenso massiv zurückgegangen sind wie im Monat zuvor.

HCOB Germany Construction PMI, Activity of Sectors (Dec 2024)

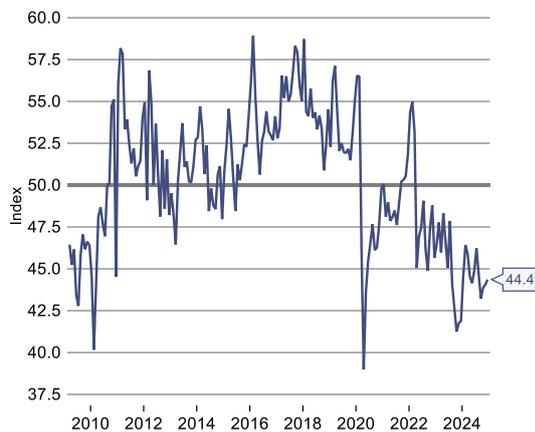


Die Zeiten für Subunternehmer sind nach wie vor schwierig. Die Nachfrage nach deren Diensten fällt zwar nicht mehr ganz so rasant wie im Vormonat, aber der Einbruch ist weiterhin dramatisch. Die Qualität der abgelieferten Leistungen nimmt laut Umfrageergebnissen ab. In diesem Umfeld

sinken auch die Preise, die die Subunternehmer verlangen können, und das bereits den fünften Monat in Folge.

Der seit April 2022 ununterbrochene Beschäftigungsabbau hat sich auch im Dezember fortgesetzt. Im Gesamtjahr ging die Bautätigkeit jedoch rascher zurück als die Beschäftigung. Man kann vermuten, dass die Produktivität gesunken ist und die Arbeitskosten gestiegen sind. Insofern gehen wir davon aus, dass zumindest in den nächsten Monaten mit weiteren Stellenkürzungen zu rechnen ist.

HCOB Germany Construction PMI, Employment (Dec 2024)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Dr. Cyrus de la Rubia
Chefvolkswirt
Tel.: +49 160 90180792
E-Mail: cyrus.delarubia@hcob-bank.com

Frankreich

Ein Schritt in die richtige Richtung

Der Dienstleistungssektor in Frankreich konnte im Dezember zwar im Vergleich zum Vormonat deutlich zulegen, schrumpft aber weiterhin leicht, wie die HCOB PMIs für Dienstleistungen zeigen. Damit ist klar, dass die Dienstleistungen in diesem Jahr das Gesamtwachstum kaum stützen konnten. Die befragten Unternehmen nannten eine geringere Kundennachfrage, politische Unsicherheit und Schwierigkeiten bei der Kreditbeschaffung als Faktoren.

HCOB France Services PMI, Business Activity vs. Services production (Dec 2024)

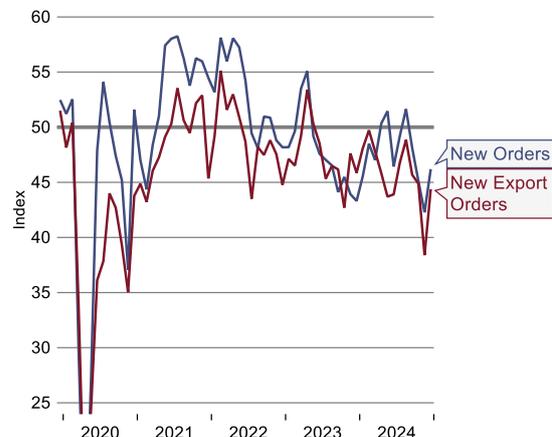


Source: Macrobond, HCOB Economics, INSEE, S&P Global

Die Inflation wächst weiter. Trotz der schwachen Nachfrage nach Dienstleistungen in Frankreich steigen die Inputpreise, wenn auch deutlich unter ihrem historischen Durchschnitt. Im Vergleich zum Vormonat hat der Preisdruck etwas abgenommen. Die Preissetzungsmacht der Dienstleister leidet jedoch stärker unter der aktuellen Nachfrageschwäche. In diesem Jahr sind die Preise für Dienstleistungen nicht

einmal schneller gestiegen als die Inputpreise.

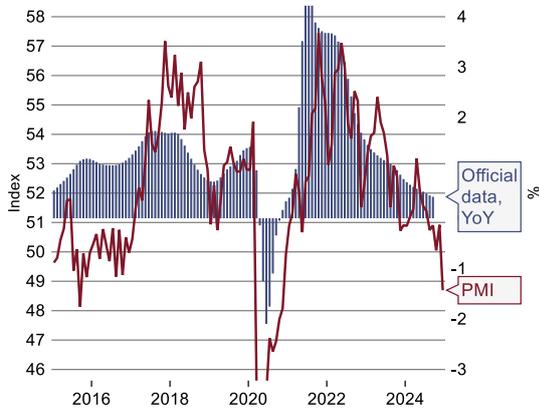
HCOB France Services PMI, Order Situation (Dec 2024)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Das Jahr 2025 könnte etwas mehr Dynamik hervorbringen. Jedoch sind französische Dienstleister in der mittleren Frist alles andere als optimistisch. Auftragseingänge fallen, trotz Zuwächsen gegenüber dem Vormonat. Vor allem leidet die Auftragslage im Ausland. Politische Unsicherheit wird unter den berichtenden Unternehmen als ein wichtiger Grund für die miese Stimmung bezeichnet, angesichts unklarer politischer und finanzieller Verhältnisse in Paris ist es nachvollziehbar. Im Dezember gab es entsprechend der Stimmung Entlassungen. Der künftige Output wächst zwar im Horizont der nächsten zwölf Monate, aber den historischen Schnitt kann es auch nicht erreichen.

HCOB France Services Employment PMI vs. official employment data in services (Dec 2024)



Source: Macrobond, HCOB Economics, INSEE, S&P Global

Französische Industrie vertieft Krise

Der HCOB PMI für das Verarbeitende Gewerbe hat wiederum und nun zum Dezember negative Signale gesendet. Wenn man von der Covid-Krise absieht, ist der Output im Sektor mittlerweile auf dem tiefsten Stand seit 2012, auf dem Höhepunkt der Eurokrise.

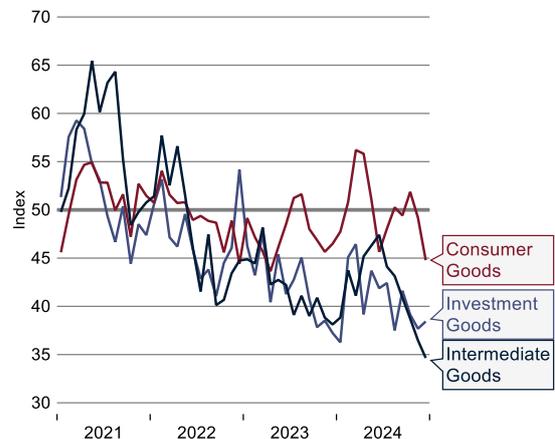
Staatsschulden sind auch heute das Problem, das aber von der politischen Instabilität im Land verschärft werden. Unter anderem weil Präsident Emmanuel Macron bisher keine schlagkräftige Regierung ins Amt befördern konnte, die in der Lage ist die nötigen Schritte zu unternehmen um das Defizit der Probleme aus einer Mischung aus

Staatsausgabensenkung und

Staatseinnahmenerhöhung in den Griff zu bekommen. François Bayrou, der vor kurzem hastig zum Premierminister berufen wurde, verfügt ebenso wenig über eine klare Mehrheit und ist somit wie sein Vorgänger Michel Barnier auf Gnaden der politischen Ränder angewiesen, um den Haushalt 2025 zu

verabschieden.

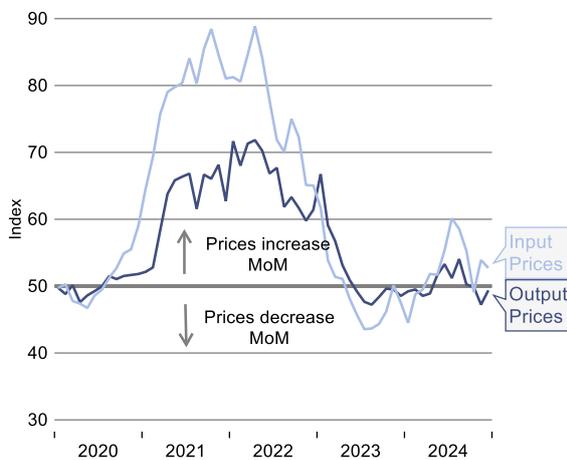
HCOB Manufacturing France PMI, Output by sector (Dec 2024)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Fehlende Dynamik wirkt belastend. Die Auftragseingänge sind national wie international schrumpfend, auch wenn es im Dezember zum Vormonat Verbesserungen zu verzeichnen sind. Als Gründe für die nachlassende Dynamik nannten die befragten Unternehmen eine geringere Nachfrage von Kunden aus der Automobil- und Baubranche auf nationaler Ebene und weniger Verkäufe an Kunden in ganz Europa auf internationaler Ebene. Entsprechend desolat ist auch der Zustand der Einkaufsmengen seitens der Unternehmen.

HCOB France Manufacturing PMI, Prices (Dec 2024)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

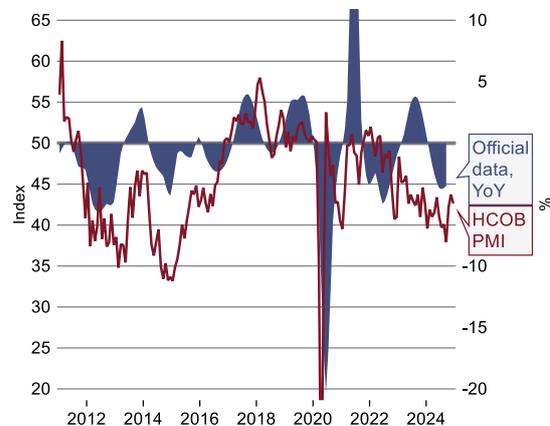
2025 wird wohl nicht einfacher. Hoffnungen in das neue Jahr haben befragte Unternehmen eher weniger. Der künftige Output, der auf die kommenden zwölf Monate schaut, schrumpft auch im Dezember deutlich. Nach Angaben der befragten Industrieunternehmen belasten innenpolitische Unsicherheit und eine geringe Investitionsbereitschaft der Kunden das Vertrauen. Daher ist es wenig überraschend, dass mittlerweile Industrieunternehmen in Frankreich deutlich Entlassungen vornehmen. Passend zur pessimistischen Sichtweise der von S&P befragten Unternehmen senkte nun auch die französische Zentralbank ihre Wachstumsprognose für 2025 von 1,2 % auf 0,9 % und begründete dies mit der „erhöhten Unsicherheit“ für die wirtschaftlichen Aussichten im In- und Ausland. Damit ist sie etwas optimistischer als HCOB Economics, wir gehen lediglich von einem Wachstum von 0,8 % aus.

Der französische Bausektor schließt 2024 ernüchternd ab

Der HCOB PMI für den Bausektor schrumpfte im Dezember schneller als im Vormonat und beendete damit ein Jahr ohne einen einzigen Monat Wachstum. Das Epizentrum der Schwäche scheint der Wohnimmobilienbau zu sein, der im Dezember drastisch gefallen ist.

Die kommerzielle Bau- und Tiefbauaktivität konnte hingegen im Vergleich zum Vormonat zulegen, wobei der Tiefbau tatsächlich die Rezession überwand. Befragte Tiefbauunternehmen führten großangelegte Infrastrukturprojekte für die gewonnene Dynamik an, die möglicherweise auf eine erhöhte staatliche Nachfrage zurückzuführen sind.

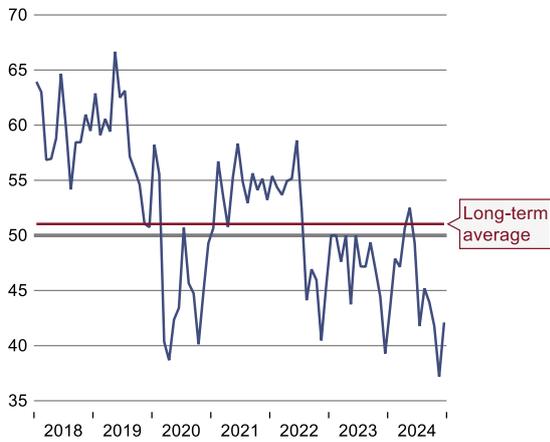
HCOB France Construction PMI, Activity vs. official construction data (Dec 2024)



Source: Macrobond, HCOB Economics, French National Institute of Statistics & Economic Studies (INSEE), S&P Global

Schwache Dynamik mit Hürden: Trotz der schwachen Nachfragesituation im Bausektor leiden die befragten Bauunternehmen unter verlängerten Lieferzeiten durch Lieferanten. Der Rückgang bei der Geschwindigkeit der Zustelldienste war zwar moderat, aber der stärkste seit Februar letzten Jahres. Ungewöhnlich angesichts der schwachen Nachfragedynamik sind die weiterhin steigenden Preise. Besonders die Inputpreise sind zum Jahresende noch einmal stärker gestiegen, bleiben jedoch deutlich unter ihrem historischen Durchschnitt.

HCOB France Construction PMI, Future Business Expectations (Dec 2024)

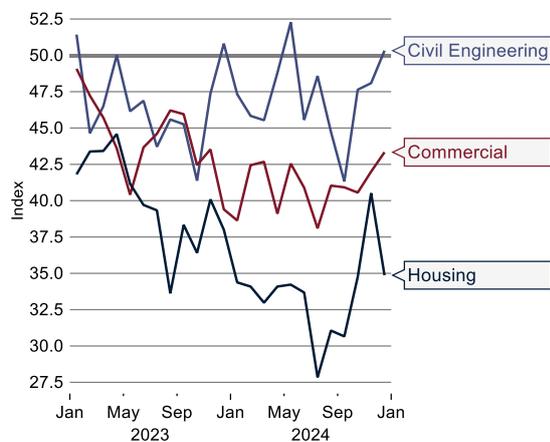


Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Dr. Tariq Chaudhry
Economist
Tel.: +49 171 5466753
E-Mail: tariq.chaudhry@hcob-bank.com

Der Blick in die Zukunft kann nicht überzeugen. Auch im Jahr 2025 dürften wir im französischen Bausektor vorerst keine nennenswerten Verbesserungen sehen. Die Auftragsbestände sind so schwach wie seit dem Höhepunkt der COVID-Krise 2020 nicht mehr. Die künftige Aktivität, auch wenn sie im Dezember im Vergleich zum Vormonat deutlich besser ausfiel, bleibt weiterhin rückläufig und verheißt für die kommenden zwölf Monate nichts Gutes. Angesichts dieser pessimistischen Aussichten ist es nicht überraschend, dass Bauunternehmer verstärkt Beschäftigte entlassen.

HCOB France Construction PMI, Activity (Dec 2024)



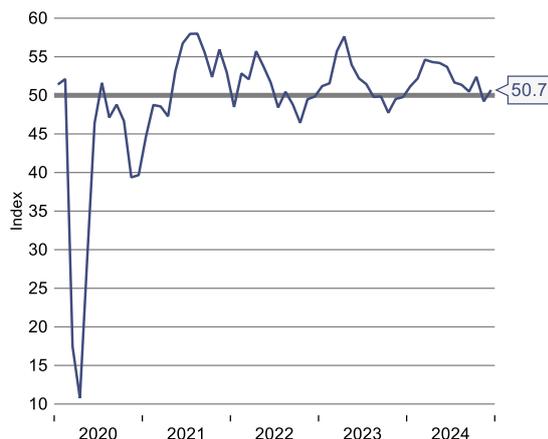
Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Italien

Gute Nachrichten für Italiens Dienstleister

Der HCOB Services PMI steigt im Dezember in den Wachstumsbereich und konnte somit den Rückgang vom November etwas kompensieren. Der Composite PMI, ein gewichteter Durchschnitt des Indexes des verarbeitenden Gewerbes und der Dienstleistungen hat sich insgesamt verbessert, zeigt aufgrund der Schwäche des verarbeitenden Gewerbes jedoch insgesamt Stagnation an. Nach Stagnation sieht es laut unseres HCOB Nowcasts wohl auch für das BIP-Wachstum Italiens im vierten Quartal aus.

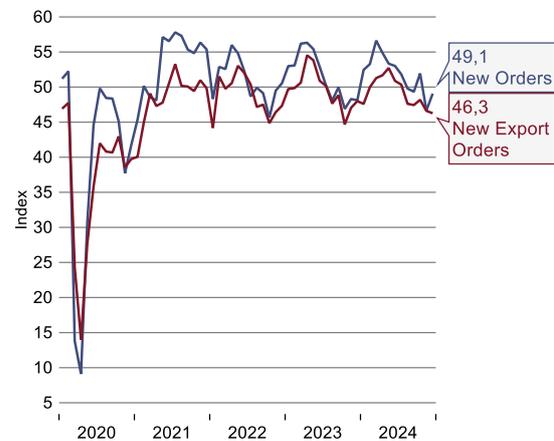
HCOB Italy Services PMI, Business Activity (Dec 2024)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Die Inputpreise der italienischen Dienstleister bleiben laut HCOB PMI-Umfrage erhöht. Eine ganze Reihe von Kosten drücken auf die Unternehmen. Die prominentesten Treiber sind wohl weiterhin Löhne und Energie. Die steigenden Inputkosten wirken sich auf die Preise der Endprodukte aus, die ebenfalls steigen. Dies ist ein Indikator dafür, dass zumindest zum Teil die Kosten auf den Endkonsumenten überwältigt werden können. Insgesamt fallen die Preisanstiege der Input- und Outputkosten allerdings moderat aus.

HCOB Italy Services PMI, Order Situation (Dec 2024)



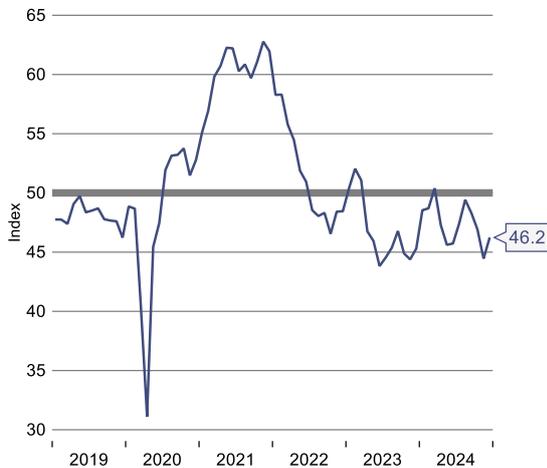
Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Die Geschäftsaktivität in Italiens Dienstleistungssektor ist im Dezember leicht gestiegen. Doch bei der Interpretation sollte Vorsicht geboten sein, nachdem der Index im Vormonat noch Schrumpfung angezeigt hat. Die Neuaufträge aus dem Inland sind nun schon den zweiten Monat in Folge rückläufig, bei den Auslandsaufträgen ist dieser Trend schon länger zu beobachten. Außerdem ist das ausstehende Geschäft schon länger rückläufig. Dadurch zeichnet sich auch in den kommenden Monaten ein mageres Bild ab. Die zukünftigen Geschäftserwartungen liegen unter dem Jahresdurchschnitt von 2024.

Die Industrie in schwieriger Lage

Der Sektor kämpft weiterhin mit einer schwachen Nachfrage aus China und der Eurozone, hohen Energiekosten und erheblichen Problemen im Automobilsektor, wo der Produktionsrückgang besonders ausgeprägt ist. Obwohl der HCOB-PMI-Indexwert zum Jahresende leicht gestiegen ist, bleibt er seit März 2024 im rezessiven Bereich.

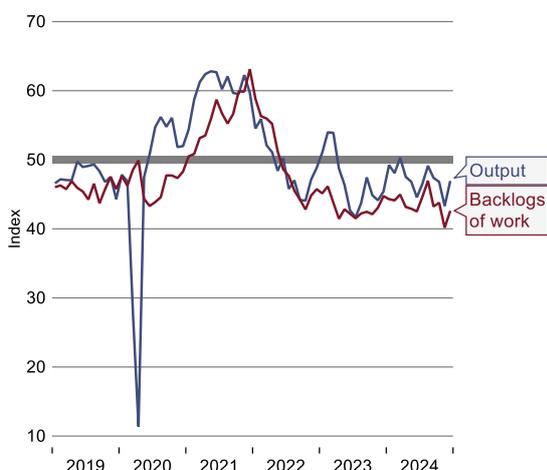
HCOB Italy Manufacturing PMI (Dec 2024)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Im Dezember gab es bezüglich der Produktion und der Nachfrage keine wesentlichen Neuigkeiten. Die Situation bleibt ähnlich wie in den Vormonaten, mit weiterhin sinkenden Neuaufträgen sowohl aus dem In- als auch aus dem Ausland. Die Produktion wird zudem weiter reduziert. Diese allgemeine Schwäche des verarbeitenden Gewerbes wirkt sich zunehmend auf die Belegschaft aus. Große Entlassungswellen sind bisher ausgeblieben, aber es wird berichtet, dass temporäre Verträge nicht verlängert und Abgänge nicht ersetzt werden.

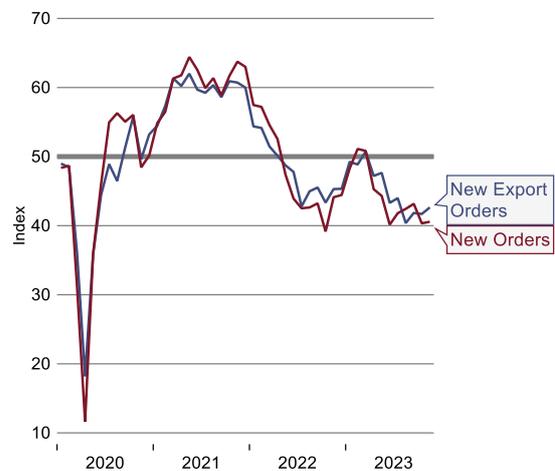
HCOB Italy Manufacturing PMI (Dec 2024)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

An der Preisfront gibt es wenig Bewegung. Aufgrund der schwachen Umsatzzahlen und des reduzierten Kostendrucks sind die Outputpreise leicht gefallen. Die schlechte Konjunktur führt dazu, dass weniger Vorleistungsgüter nachgefragt werden, was zu einem Rückgang der Inputkosten führt. Industrieunternehmen bauen eher Lagerbestände ab, anstatt neue Bestände aufzubauen.

HCOB Italy Manufacturing PMI (Dec 2024)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

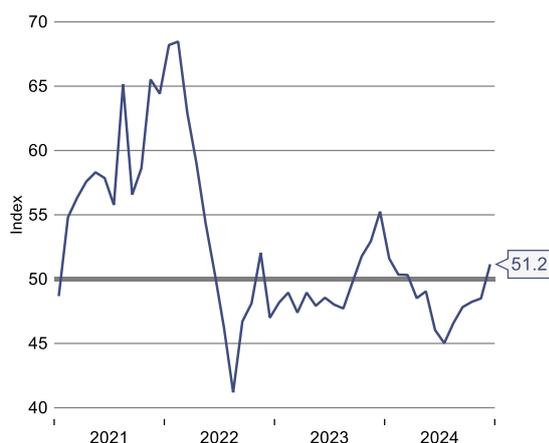
Überraschenderweise haben sich die Zukunftsaussichten etwas verbessert. Anekdotische Hinweise deuten darauf hin, dass Unternehmen auf eine Erholung der globalen Nachfrage, weitere Zinssenkungen durch die EZB und ein Ende der Krise im Automobilsektor hoffen. Dort gibt es zudem zudem Hoffnung nach einem Treffen zwischen Vertretern des größten Automobilherstellers der Landes Stellantis und der Regierung Meloni. Der Automobilkonzern hat zugesagt, im kommenden Jahr 2 Milliarden Euro in Italien zu investieren und die Produktion zu steigern. Auch die Regierung plant Investitionen in Höhe von rund einer Milliarde Euro und will sich dafür einsetzen, die Regeln des „Green-Deal“ zu lockern, die als eine Ursache für die Schwäche der Automobilindustrie angesehen werden. In diesem Jahr ist es immer wieder zu temporären

Werksschließungen bei Stellantis in Italien gekommen.

Der Bausektor überrascht zum Jahresende

Unser HCOB Construction PMI zeigt, dass sich die Stimmung gewandelt hat und der Sektor im Dezember ein leichtes Wachstum verzeichnete. Dies ist nicht nur eine gute Nachricht für die italienische Bauindustrie, sondern auch für die gesamte Eurozone, die in den Vormonaten eine konstante Kontraktion zeigte. Nach der Covid-19-Pandemie hat der italienische Bausektor eine größere Widerstandsfähigkeit gezeigt als die von Deutschland oder Frankreich. Zunächst profitierte er vom Superbonus110-Programm, das als COVID-19-Stimulusmaßnahme eingeführt wurde und aufgrund der steigenden Auswirkungen auf die öffentlichen Finanzen inzwischen beendet wurde. Seit dem Sommer 2024 zeigt die HCOB PMI-Umfrage einen Aufwärtstrend bei der Sektoraktivität, der ungefähr mit dem Beginn der Zinssenkungen durch die EZB zusammenfällt. Wir bei HCOB Economics erwarten zwei weitere kleine Zinssenkungen der EZB im Jahr 2025.

HCOB Italy Construction PMI, Activity (Dec 2024)

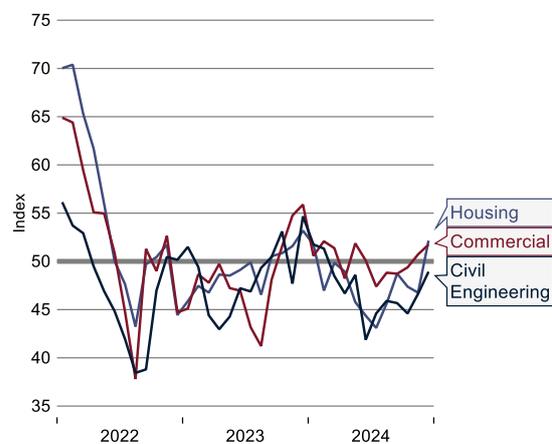


Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Im Dezember wurden in der italienischen Bauindustrie mehrere neue Projekte für das neue Jahr gesichert. Anhaltende Beweise deuten darauf hin, dass dies im Dezember zum

ersten Mal nach mehreren Monaten der Kontraktion zu einem Wachstum der neuen Aufträge führte. Es ist auch positiv zu sehen, dass Bauunternehmen weiterhin Personal einstellen, um die Nachfrage zu decken, obwohl Subunternehmer im Dezember im Vergleich zum Vormonat etwas weniger eingesetzt wurden.

HCOB Italy Construction PMI, Activity by sector (Dec 2024)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Ein Blick auf die verschiedenen Teilsektoren innerhalb der italienischen Bauindustrie zeigt ein gemischtes Bild. Die Aktivität stieg im Dezember in allen Teilsektoren – Wohnungsbau, Gewerbebau und Tiefbau – an, aber nur der Wohnungs- und Gewerbebau wächst, während der Tiefbau weiterhin moderat schrumpft. Für die kommenden zwölf Monate sind die Bauunternehmen vorsichtig optimistisch, aber die Zahl der optimistischen Unternehmen überwiegt nur leicht die der pessimistischen. Der Index für die Geschäftserwartungen bleibt jedoch deutlich unter dem historischen Durchschnitt.

Jonas Feldhusen
Junior Economist
Tel.: +49 151 22942945
E-Mail: jonas.feldhusen@hcob-bank.com

Spanien

Dienstleistungssektor: Wachstumstreiber

Das sind beeindruckende Zahlen zum Jahresende. Der HCOB Composite PMI für Spanien hat im Dezember einen deutlichen Anstieg verzeichnet, was vor allem auf die starken Ergebnisse im Dienstleistungssektor zurückzuführen ist. Auch das verarbeitende Gewerbe konnte ein solides Wachstum vorweisen. Angesichts dieser positiven Entwicklungen ist es durchaus realistisch, dass das Wirtschaftswachstum in Spanien im Jahr 2024 die Marke von 3 % erreichen könnte.

HCOB Spain Services & Composite PMI (Dec 2024)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Im Dienstleistungssektor ist die Aktivität im Dezember deutlich gestiegen, was sich auch in einer verbesserten Auftragslage widerspiegelt. Hinzu kommen die Auswirkungen des Wetterphänomens DANA, das zu Überschwemmungen in der Region um Valencia geführt hat. Diese Ereignisse haben zu einer Vielzahl von Versicherungs- und Wiederaufbaufällen geführt, was zusätzliche Aufträge generiert. Darüber hinaus haben die Auslandsaufträge nach einem Rückgang im Vormonat wieder zugenommen, was vermutlich auf eine Zunahme der touristischen Aktivitäten aus benachbarten europäischen Staaten zurückzuführen ist, wie anekdotische Evidenz

zeigt. Die gesteigerte Aktivität und die neuen Aufträge führen zu einem Anstieg der Arbeitsvolumina, wodurch mehr Arbeit anfällt. Unternehmen versuchen daher, zusätzliche Arbeitskräfte einzustellen, um der erhöhten Arbeitsbelastung gerecht zu werden.

HCOB Spain Services PMI, Prices (Dec 2024)



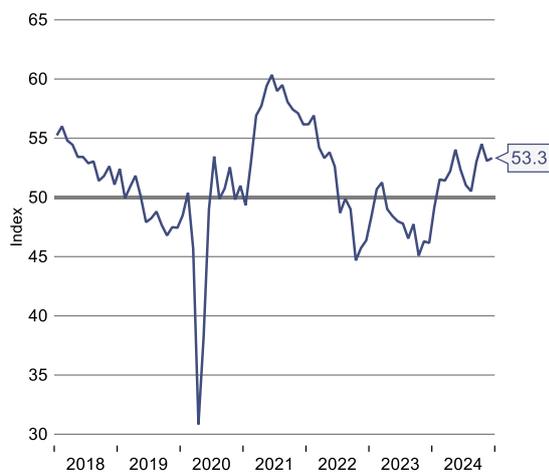
Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Die Preise bleiben erhöht. Sowohl die Kosten für die Unternehmen als auch die von den Unternehmen verlangten Preise sind im Dezember gestiegen. Der Kostendruck der Unternehmen nimmt aufgrund höherer Löhne sowie steigender Treibstoffpreise zu. Betrachtet man die gesamte Historie der PMI-Preiskomponente, so fällt auf, dass sich bisher weder die Input- noch die Outputkosten auf dem Niveau vor dem Inflationsschock eingependelt haben. Dies könnte darauf hindeuten, dass sich das Problem der Dienstleistungsinflation wieder verschärfen könnte. Wir erwarten, dass sich die Inflationsrate in Spanien im Dezember auf knapp unter drei Prozent erhöhen wird und sich damit wieder weiter vom EZB-Ziel entfernt.

Verarbeitendes Gewerbe: Von Schwäche wenig zu spüren

Der spanische Fertigungssektor setzte sein Spanien zeigt sich widerstandsfähig gegenüber der europäischen Schwäche im verarbeitenden Gewerbe, auch zum Jahresende. Während andere europäische Länder mit massiven Krisenfolgen wie Massenentlassungen, Werksschließungen und einem Einbruch der Investitionen kämpfen, verzeichnet Spanien ein Wachstum im verarbeitenden Gewerbe. Dies ist auf das breite Energieangebot und die vergleichsweise geringe Exportabhängigkeit von China zurückzuführen. Im Jahr 2024 wird die Industrieproduktion in Spanien insgesamt gestiegen sein, im Gegensatz zu den großen anderen Ländern der Währungsunion. Weltweit erholt sich die Industrieproduktion derzeit moderat.

HCOB Spain Manufacturing PMI (Dec 2024)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Die Produktion im spanischen verarbeitenden Gewerbe wächst dank einer guten Auftragslage, die seit fünf Monaten steigt. Auch die Auslandsaufträge stützen die Nachfrage. Um die zusätzliche Produktion zu bewältigen, suchen die Unternehmen weiterhin nach neuen Arbeitskräften. Die wachsenden Arbeitsrückstände sind daher nicht überraschend.

Seit September haben die Unternehmen ihre Einkäufe an Vorleistungen ausgeweitet, doch die Lagerbestände schrumpfen aufgrund der hohen Produktion. Die Lage im Einkauf wird

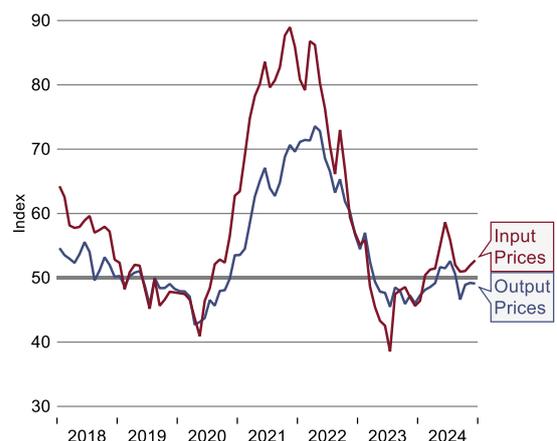
HCOB Spain Manufacturing PMI, Supplier Delivery Times (Dec 2024)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

durch lange Lieferzeiten verschärft, die durch gestörte Lieferketten nach der Flut in der Region Valencia zusätzlich unter Druck geraten. Dies erhöht den Druck auf die Inputpreise.

HCOB Spain Manufacturing PMI, Prices (Dec 2024)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Der starke Dollar sorgt für zusätzlichen Druck auf einige importierte Rohstoffe und Vorleistungsgüter. Dennoch ist die Steigerung der Inputpreise lange nicht so ausgeprägt wie in den vergangenen Jahren, als die

Lieferketten nach der Covid-Pandemie nachhaltig gestört waren.

Der Ausblick bleibt spannend. Die spanischen Industrieunternehmen sind derzeit recht optimistisch. Doch die Schwäche in Europa als wichtigstem Absatzmarkt wird voraussichtlich auch 2025 bestehen bleiben. Zudem wird die neue US-Administration mit ihren Zöllen für weltweite Disruptionen sorgen. Obwohl spanische Exporteure weniger abhängig von den USA sind als andere europäische Länder, könnte eine Dämpfung des Welthandels auch für sie negative Folgen haben.

Jonas Feldhusen
Junior Economist
Tel.: +49 151 22942945
E-Mail: jonas.feldhusen@hcob-bank.com

Prognosen

Prognosen der Hamburg Commercial Bank

	07.01.2025	31.12.2024	31.03.2025	30.06.2025	30.09.2025	31.12.2025
Zinssätze						
USA						
fed funds (Zielzone) (%)	4,50	4,50	4,00	4,00	4,00	4,00
SOFR (%)	4,47	4,30	3,80	3,80	3,80	3,80
2-jährige Staatsanleihen	4,28	4,15	4,00	4,05	4,10	4,20
5-jährige Staatsanleihen	4,42	4,20	4,20	4,30	4,40	4,55
10-jährige Staatsanleihen	4,62	4,20	4,30	4,40	4,50	4,70
2-jährige Swapsatz (SOFR) (%)	4,39	4,25	4,10	4,15	4,20	4,30
5-jährige Swapsatz (SOFR) (%)	4,37	4,20	4,20	4,30	4,40	4,55
10-jährige Swapsatz (SOFR) (%)	4,40	4,05	4,15	4,25	4,35	4,55
Eurozone						
Tendersatz (%)	3,15	3,15	2,65	2,65	2,65	2,65
Einlagenzinssatz (%)	3,00	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50
3-Monats-Euribor (%)	2,79	2,85	2,35	2,45	2,45	2,60
2-jährige Bundesanleihen (%)	2,20	1,90	1,80	1,90	2,00	2,10
5-jährige Bundesanleihen (%)	2,27	1,95	2,00	2,05	2,15	2,25
10-jährige Bundesanleihen (%)	2,45	2,00	2,05	2,10	2,20	2,30
2-jährige Swapsatz (%)	2,32	2,20	2,10	2,20	2,30	2,40
5-jährige Swapsatz (%)	2,36	2,25	2,30	2,35	2,45	2,55
10-jährige Swapsatz (%)	2,45	2,25	2,30	2,35	2,45	2,55
Wechselkurse						
Euro/US-Dollar	1,04	1,05	1,02	1,00	1,02	1,03
Euro/GBP	0,83	0,83	0,82	0,82	0,83	0,84
US-Dollar/Yen	157	157	160	160	150	150
US-Dollar/Yuan	7,32	7,30	7,37	7,45	7,40	7,35
Rohöl						
Öl (Brent), USD/Barrel	76,14	72	80	80	75	75
Aktienindizes						
Dax	20216	20200	20400	20600	20300	20000
Stoxx Europe 600	513	519	527	535	529	523
S&P 500	5975	6100	6250	6400	6550	6250

Quelle: Bloomberg, Hamburg Commercial Bank Economics

BIP-Prognosen (in %)	2024	2025	2026	Q3 2024	Q4 2024	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025	Q1 2026	Q2 2026	Q3 2026	Q4 2026
Welt	3,2	2,7	2,5										
USA	2,5	1,7	1,2	1,0	1,8	1,6	1,8	1,5	1,6	1,0	1,0	0,8	0,9
China	4,7	3,7	3,5	0,7	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
Eurozone	0,7	1,1	1,0	0,4	0,1	0,3	0,4	0,2	0,3	0,1	0,2	0,4	0,5
Deutschland	-0,1	0,7	0,7	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,1	0,2	0,1	0,3
Frankreich	1,1	0,8	1,3	0,5	0,2	0,3	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4	0,6	0,7
Italien	0,5	0,7	0,6	0,0	0,2	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Spanien	2,9	1,8	1,9	0,8	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0

Quelle: Macrobond, IWF, Hamburg Commercial Bank Economics

Die Prognosen der Hamburg Commercial Bank werden regelmäßig überprüft und gegebenenfalls angepasst. Aus Sicht eines Euro-Investors können die Renditen ausländischer Anleihen wie US-Staatsanleihen infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Hinweis: Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

ANALYSTEN



Dr. Cyrus de la Rubia
Chefvolkswirt
Tel.: +49 160 90180792
E-Mail: cyrus.delarubia@hcob-bank.com



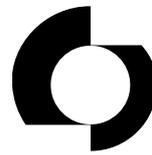
Jonas Feldhusen
Junior Economist
Tel.: +49 151 22942945
E-Mail: jonas.feldhusen@hcob-bank.com



Dr. Tariq Chaudhry
Economist
Tel.: +49 171 9159096
E-Mail: tariq.chaudhry@hcob-bank.com



Norman Liebke
Economist
Tel.: +49 171 5466753
E-Mail: norman.liebke@hcob-bank.com



Hamburg Commercial Bank

Hamburg

Gerhart-Hauptmann-Platz 50
20095 Hamburg
Telefon: 040 3333-0
Fax 040-3333-34001

Redaktion & Versand

Dr. Cyrus de la Rubia
Chefvolkswirt
Tel.: +49 160 90180792

Norman Liebke
Economist
Tel.: +49 171 5466753

Christian Eggers
Senior FX-Trader
Tel.: +49 171 8493460

Dr. Tariq Chaudhry
Economist
Tel.: +49 171 9159096

Jonas Feldhusen
Junior Economist
Tel.: +49 151 22942945

Nils Müller
Junior Economist
Tel.: +49 1713534492

Weitere Ansprechpartner

Capital Markets Sales

Fritz Bedbur
Tel.: +49 151 14651131

Boris Gettkowski
Tel.: +49 175 2281619

Christoph Matthews
Tel.: +49 160 97222509

Syndicate & Credit Solutions

Tim Boltzen
Tel.: +49 151 15244845

Redaktionsschluss für diese Ausgabe: 07. Januar 2025

Das Glossar zu unseren Publikationen finden Sie auf der Homepage der Hamburg Commercial Bank unter http://www.hcob-bank.de/publikationen_glossar

Haftungsausschluss

Die in dieser Publikation enthaltenen Marktinformationen sind zu allgemeinen Informationszwecken erstellt worden und ausschließlich zur Information bestimmt. Sie ersetzen weder eigene Marktrecherchen noch sonstige rechtliche, steuerliche oder finanzielle Information oder Beratung. Es handelt sich bei dieser Publikation um eine Information im Sinne des § 63 Absatz 6 WpHG bzw. Artikel 24 Absatz 3 der Richtlinie 65/2014/EU. Diese Publikation enthält keine Anlagestrategieempfehlungen oder Anlageempfehlungen (Finanzanalysen) im Sinne des § 2 Absatz 9 Nummer 5 WpHG bzw. des Artikel 3 Absatz 1 Nummer 34 und Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014. Sie steht deshalb nicht im Einklang mit den Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen und unterliegt keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Die Hamburg Commercial Bank AG weist darauf hin, dass die dargestellten Marktinformationen nur für Anleger mit eigener wirtschaftlicher Erfahrung, die die Risiken und Chancen des/der hier dargestellten Marktes/Märkte abschätzen können und sich umfassend aus verschiedenen Quellen informieren, bestimmt sind. Die in dieser Publikation enthaltenen Aussagen und Angaben basieren auf Informationen, die die Hamburg Commercial Bank AG gründlich recherchiert bzw. aus allgemein zugänglichen, von der Hamburg Commercial Bank AG nicht überprüfbaren Quellen, die sie für verlässlich erachtet, bezogen hat: Die Hamburg Commercial Bank AG hält die verwendeten Quellen zwar für verlässlich, kann deren Zuverlässigkeit jedoch nicht mit letzter Gewissheit überprüfen. Die einzelnen Informationen aus diesen Quellen konnten nur auf Plausibilität überprüft werden, eine Kontrolle der sachlichen Richtigkeit fand nicht statt. Zudem enthält diese Publikation Schätzungen und Prognosen, die auf zahlreichen Annahmen und subjektiven Bewertungen sowohl der Hamburg Commercial Bank AG als auch anderer Quellen beruhen und lediglich unverbindliche Auffassungen über Märkte und Produkte zum Zeitpunkt der Herausgabe darstellen. Trotz sorgfältiger

Bearbeitung übernehmen die Hamburg Commercial Bank AG und ihre Mitarbeiter und Organe keine Gewähr für Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der bereitgestellten Informationen und Prognosen.

Dieses Dokument kann nur gemäß den gesetzlichen Bestimmungen in den jeweiligen Ländern verteilt werden, und Personen, die im Besitz dieses Dokuments sind, sollten sich über die anwendbaren lokalen Bestimmungen informieren. Diese Unterlagen enthalten nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentliche Angaben und können von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen. Weder die Hamburg Commercial Bank AG noch ihre Organe oder Mitarbeiter können für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieser Publikation oder ihrer Inhalte oder sonst im Zusammenhang mit dieser Publikation entstanden sind.

Die Hamburg Commercial Bank AG weist darauf hin, dass die Verbreitung der vorliegenden Materialien nicht zulässig ist. Schäden, die der Hamburg Commercial Bank AG aus der unerlaubten Verbreitung dieser Materialien entstehen, hat der Verbreitende in voller Höhe zu ersetzen. Von Ansprüchen Dritter, die auf der unerlaubten Verbreitung dieser Materialien beruhen, und damit im Zusammenhang stehenden Rechtsverteidigungskosten hat er die Hamburg Commercial Bank AG freizuhalten. Dies gilt insbesondere auch für die Verbreitung dieser Publikation oder von Informationen daraus an U.S. Personen oder Personen in Großbritannien.

Die Hamburg Commercial Bank AG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.