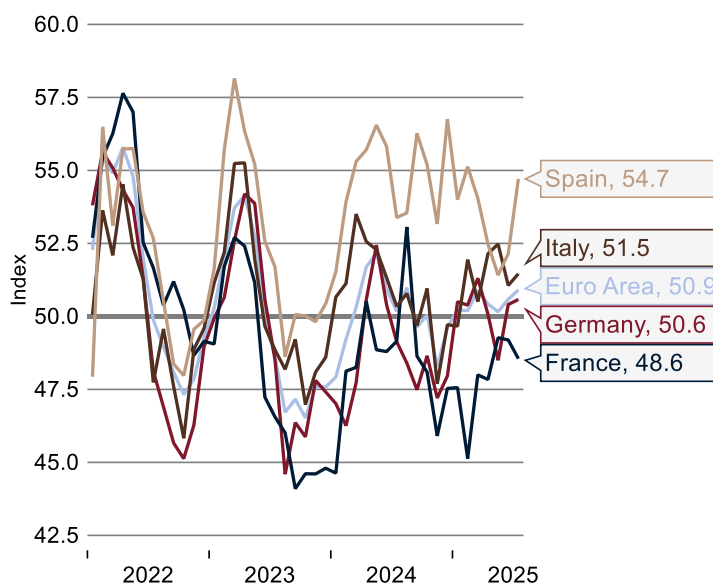


Konjunkturelle Stabilisierung in der Eurozone

HCOB Composite PMI, Output Index (Jul 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Die HCOB PMIs deuten auf eine allmähliche konjunkturelle Stabilisierung in der Eurozone hin. Während sich das Wachstum im Dienstleistungssektor leicht beschleunigt, zeigt das Verarbeitende Gewerbe erste Anzeichen nachhaltiger Erholung – getragen vor allem von Deutschland. Frankreich hingegen bleibt das Sorgenkind: Politische Unsicherheit und Sparpläne belasten Industrie und Stimmung. Italien zeigt sich im Dienstleistungssektor stabil, in der Industrie gibt es leichte Schwächen. Vor allem aber Spanien kann sich unter den Euro-4-Ländern behaupten, dort ist sowohl der Dienstleistungssektor als auch die Industrie weiter im Aufwärtstrend. In Deutschland hellt

sich das Bild auf, gestützt durch steigende Exportaufträge und Investitionsanreize. Die EZB dürfte den anhaltenden Disinflationstrend im Sektorservice begrüßen. Trotz globaler Risiken und politischer Spannungen mehren sich die Zeichen, dass sich die Unternehmen auf das neue Umfeld einstellen. Italien kann sich im Bausektor als einziges der größeren Euroländer einigermaßen stabil zeigen. Nichtsdestotrotz bleibt der europäische Bausektor schwach, da Deutschland, aber vor allem Frankreich sich dort nicht erholen können. Spanien auf der anderen Seite bleibt weiterhin stark, wie bereits über die vergangenen Quartale hinweg.

Inhalt

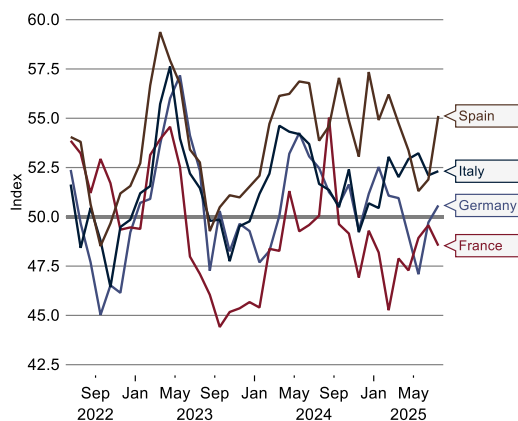
Zusammenfassung	1
▪ Konjunkturelle Stabilisierung in der Eurozone	
Eurozone	2
▪ Guter Sommer für die europäischen Dienstleister	2
▪ Industrieunternehmen gewinnen an Momentum	3
▪ Bausektor bleibt weiter schwach	4
Deutschland	6
▪ Neugeschäft belebt den deutschen Dienstleistungssektor	6
▪ Schwächelnder Optimismus in der deutschen Industrie	6
▪ Ausblick für deutsches Baugewerbe bleibt trüb	7
Frankreich	9
▪ Schwache Dienstleistungsnachfrage	9
▪ Aufwärtstrend im verarbeitenden Gewerbe zu Ende	10
▪ Breite Rezession im Bausektor	11
Italien	13
▪ Italienische Dienstleistungswirtschaft bleibt auf Wachstumskurs	13
▪ Italienische Wirtschaft im Verarbeitenden Gewerbe verharrt knapp in der Kontraktion	14
▪ Italienische Bauunternehmer zeigen sich hoffnungsvoll	15
Spanien	16
▪ Binnenkonjunktur brummt und stützt Dienstleistungssektor	16
▪ Widerstandsfähigkeit im Verarbeitenden Gewerbe	17
Prognosen	19
Analysten	20
Impressum/Disclaimer	21

Eurozone

Guter Sommer für die europäischen Dienstleister

Für die Dienstleister könnte dies ein guter Sommer werden. In Italien und Spanien ist die Geschäftsaktivität im Juli stärker gestiegen als im Vormonat, während man in Deutschland nach einigen schwierigen Monaten wieder in den Wachstumsbereich vorgeedrungen ist. Hervorstechen tut das Land auf der iberischen Halbinsel, hier hat der Einkaufsmanagerindex einen Sprung von über drei Punkten nach oben gemacht, was auf eine überdurchschnittlich gut verlaufende Urlaubssaison hindeutet.

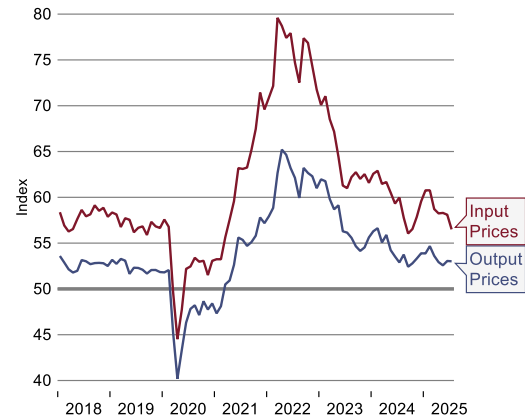
HCOB Germany, France, Italy, Spain Services PMI, Business Activity (Jul 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Frankreich ist das einzige der vier großen Euroländer, in dem der private Dienstleistungssektor schrumpft. Zudem hat sich hier die Rezession in diesem Sektor auch noch verschärft. Dies liegt unter anderem daran, dass die Regierung massive Einsparungen plant, die sich negativ auf das Wirtschaftswachstum auswirken können. In diesem Zusammenhang häufen sich auch Spekulationen, dass es ein Misstrauensvotum geben könnte. Entsprechend hoch ist die Unsicherheit. Während in der Eurozone also vor allem Spanien kräftig aufs Gaspedal drückt, steht Frankreich auf der Bremse.

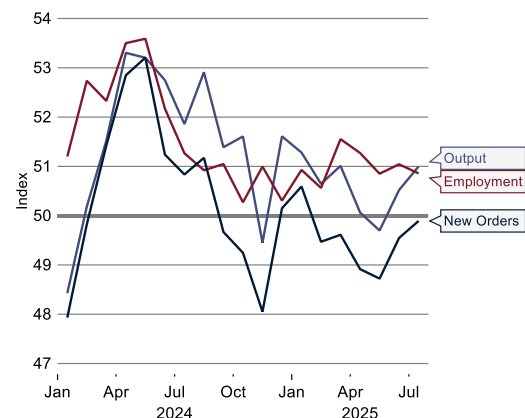
HCOB Euro Area Services PMI, Prices (Jul 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Die Inflation im Dienstleistungssektor der Eurozone zeigt eine rückläufige Tendenz – ein Umstand, der eine weitere Zinssenkung durch die Europäische Zentralbank in der zweiten Jahreshälfte wahrscheinlicher macht. Die Kosten steigen so langsam wie seit neun Monaten nicht mehr und liegen unter dem langfristigen Durchschnitt. Das passt zu den jüngsten Daten des EZB-Wage-Trackers zur Lohnentwicklung, der in den vergangenen Monaten eine Abschwächung des Lohnwachstums zeigt – ein zentraler Kostenfaktor für Dienstleister.

HCOB Euro Area Services PMI, Output & Employment & New Orders (Jul 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

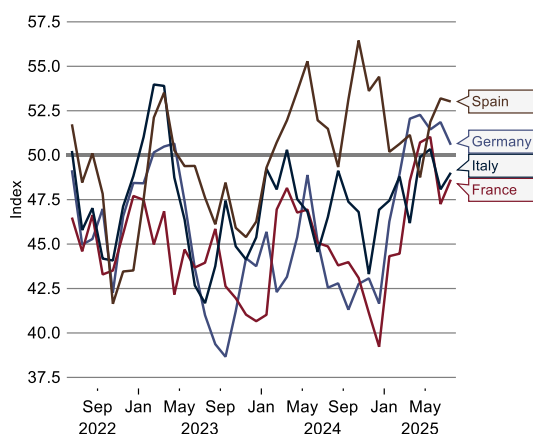
Die Beschäftigung expandiert in der Eurozone seit Februar 2021 ununterbrochen. Man ist

geneigt, dies als Zeichen einer gesunden Verfassung dieses Sektors zu werten. Tatsächlich aber ist in diesem Zeitraum die Produktivität, gemessen an anderen Daten von S&P Global, seit Mitte 2022 mit einer nur kurzen Unterbrechung zum Jahreswechsel 2024/25 gefallen. Das deutet darauf hin, dass das Wachstum im Dienstleistungssektor auch im Zeitalter der digitalen Geschäftsmodelle nicht mit umfassenden Produktivitätsfortschritten einhergeht. Angesichts der Tatsache, dass über die Hälfte der Bruttowertschöpfung im Dienstleistungssektor geschieht, ist dies eine beunruhigende Diagnose.

Industrieunternehmen gewinnen an Momentum

In der Eurozone fasst das Verarbeitende Gewerbe vorsichtig wieder Tritt. Es sind vor allem die etwas kleineren Volkswirtschaften, die Anlass zur Hoffnung geben. So zeigen die PMIs aus Spanien und den Niederlanden beschleunigte Zuwachsraten an, Irland und Griechenland bleiben im Wachstumsbereich und in den drei größten Volkswirtschaften sowie Österreich signalisiert der PMI, dass sich die Rezession moderat bis deutlich abgeschwächt hat. Damit gewinnt die Erholung allmählich an Breite.

HCOB Germany, France, Italy, Spain Manufacturing PMI, Output (Jul 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Mit dem nunmehr vereinbarten Handelsrahmenabkommen zwischen der EU und den USA sollte die Unsicherheit abnehmen und die Chancen stehen gut, dass der Aufwärtstrend in den nächsten Monaten anhält.

Frankreich ist derzeit der größte Bremsklotz in der Industrie der Eurozone. Wenig Mut macht dabei, dass die Produktion in Frankreich in den vergangenen beiden Monaten gefallen, während die Beschäftigung im gleichen Zeitraum leicht gestiegen ist. Das Problem dabei ist die sinkende Produktivität, mit der Wirtschaftswachstum noch schwieriger zu bewerkstelligen ist. In Deutschland ist es umgekehrt, die Produktion wächst, während Stellen abgebaut werden. Belastend ist in Frankreich zudem die Aussicht auf einen austeritären Haushalt und das damit verbundene Risiko eines Rücktritts der derzeitigen Regierung. Auch dies sieht in Deutschland anders aus, wo ein Großteil der Wachstumshoffnung auf einer expansiven Fiskalpolitik beruht und die politische Situation deutlich stabiler ist als in Frankreich. Weniger politische und fiskalische Unsicherheit in dem zweitgrößten Euroland wären wichtig, um der Eurozone insgesamt zu nachhaltigem Wachstum zu verhelfen.

HCOB Euro Area Manufacturing PMI, Prices (Jul 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Die Lieferketten bleiben relativ angespannt und die Lieferzeiten haben sich verlängert. Angesichts der Fragilität der Erholung ist es also nicht die Nachfrage, die dafür sorgt, dass Kunden länger auf ihre Ware warten müssen. Hier könnten die wechselhafte US-Zollpolitik sowie die von den geopolitischen Spannungen ausgehende Unsicherheit eine wichtige Rolle spielen. Wir gehen davon aus, dass sich Unternehmen langfristig auf plötzliche Lieferkettenengpässe einstellen müssen.

HCOB Euro Area Manufacturing PMI, Headline & New Orders (Jul 2025)

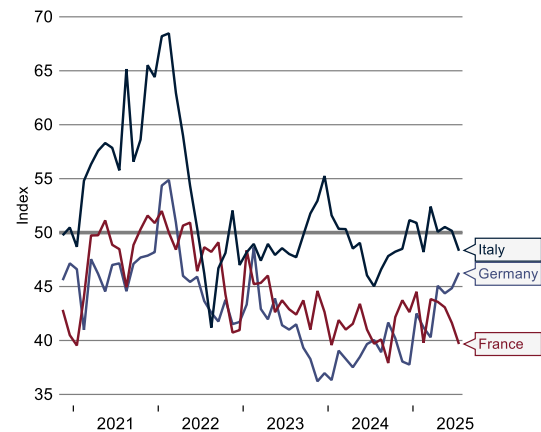


Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Bausektor bleibt weiter schwach

Der europäische Bausektor lässt weiter nach. Laut dem HCOB Eurozone Baugewerbe PMI ist die Bauaktivität im Juli erneut deutlich zurückgegangen. Die drei Länder— Deutschland, Frankreich und Italien— schwächelten zum Start des zweiten Halbjahres 2025, wobei der französische Bausektor am stärksten schrumpfte. Die Beschäftigungssituation bleibt weiterhin schwach, die Neuaufträge gehen weiter zurück und auch die europäischen Bauunternehmer selbst zeigen sich nicht sonderlich optimistisch für die kommenden zwölf Monate.

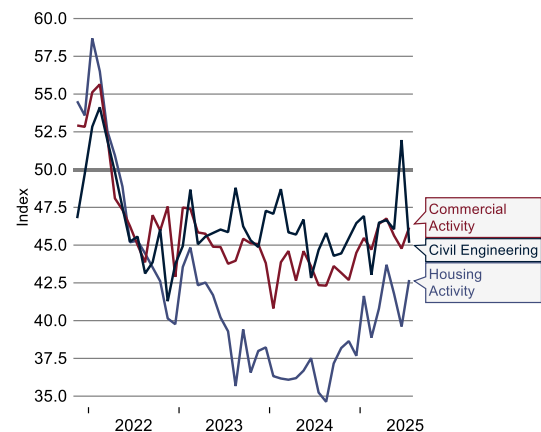
HCOB Germany, France, Italy Construction PMI, Total Activity (Jul 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

In allen drei Sektoren—Wohnungs-, Gewerbe- und Tiefbau—kam es im Juli zu einer Schrumpfung. Auch wenn der Wohnungs- und Gewerbebau nicht mehr ganz so stark schrumpfen, wie es im Juni noch der Fall war, ist die Rezession deutlich zu sehen. Der Tiefbau zeigt sich im Trend nicht besser.

HCOB Euro Area Construction PMI, Activity of Sectors (Jul 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Der Ausblick für die europäischen Bauunternehmer bleibt schwach. Die Neuaufträge sind weiter rückläufig und fielen im Juli um knapp vier Indexpunkte und auch die Beschäftigungssituation bleibt angespannt. Die Bauunternehmer selbst erwarten eine schwächelnde Aktivität in den kommenden

zwölf Monaten, wobei einzig die italienischen
Unternehmer positiv gestimmt bleiben.

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

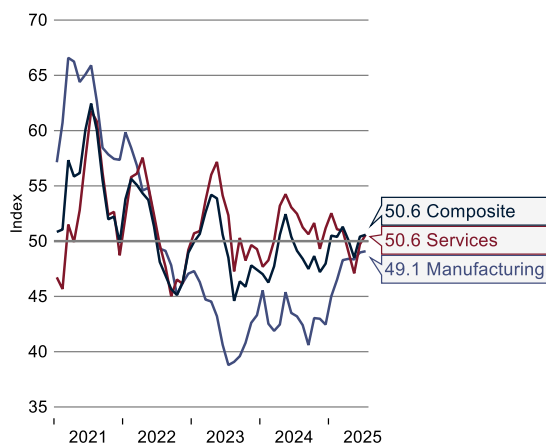
Norman Liebke
Economist
Tel.: +49 171 5466753
E-Mail: norman.liebke@hcob-bank.com

Deutschland

Neugeschäft belebt den deutschen Dienstleistungssektor

Deutschland ist mit Wachstum in das zweite Halbjahr gestartet. Dieses fiel zwar nur minimal aus, war aber in der Breite, also sowohl bei den Dienstleistern als auch im Verarbeitenden Gewerbe zu beobachten. Die sektorübergreifend leicht steigenden Auftragseingänge und die moderate Verbesserung beim Auslandsgeschäft zeichnen das Bild einer Volkswirtschaft, die sich etwas mühsam, und doch sichtbar aus einer langen Schwächephase befreit. Nach dem Rückgang des BIPs im zweiten Quartal erwarten wir für das dritte Quartal wieder bescheidene Zuwächse.

HCOB Germany PMI, Activity (Jul 2025)

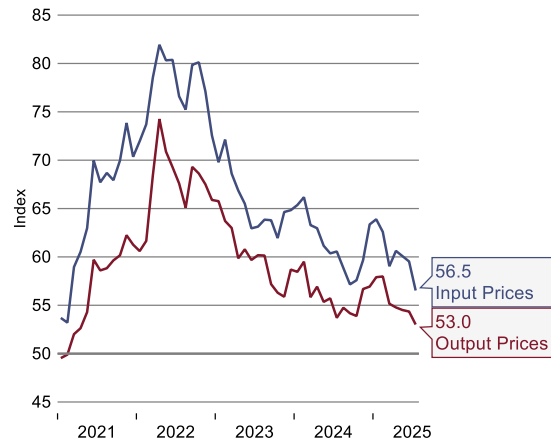


Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Im Sektorservice hat die Geschäftstätigkeit nach einer dreimonatigen Durststrecke wieder zugenommen. Erfreulich ist vor allem, dass beim Neugeschäft ein Plus verbucht wurde - das erste seit August 2024. Auch blicken die Unternehmen wieder mit mehr Zuversicht in die Zukunft. Euphorie sieht allerdings anders aus und der Aufwärtstrend zeigt hier eine gewisse Fragilität, denn zum einen ist der Auftragsbestand geschrumpft und zum anderen ist der bereits seit Beginn des Jahres

anhaltende Stellenaufbau nahezu zum Stillstand gekommen.

HCOB Germany PMI, Prices (Jul 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Die Kosten im Dienstleistungssektor sind mit der niedrigsten Rate seit Februar 2021 gestiegen. Dies passt zum Wage Tracker der Europäischen Zentralbank (EZB), der seit dem Jahresstart fallende jährliche Erhöhungen der Löhne aufzeigt, die eine wichtige Kostenkomponente für die Serviceanbieter sind. Vor diesem Hintergrund haben die Branchenakteure ihre Verkaufspreise so geringfügig erhöht wie zuletzt im April 2021. Für die EZB sind das gute Nachrichten, zumal die Inflation in Deutschland einen entscheidenden Einfluss auf die Teuerungsrate der Eurozone insgesamt hat.

Schwächerer Optimismus in der deutschen Industrie

Die Erholung im verarbeitenden Gewerbe ist mühsam. Der Headline-Index steigt zwar seit Jahresbeginn fast ununterbrochen, aber die Expansionsschwelle wurde immer noch nicht erreicht. Unter anderem signalisiert der fortgesetzte und rasche Lagerabbau, dass die Unternehmen noch nicht auf eine nachhaltige Erholung umgeschaltet haben, sondern lieber vorsichtig bleiben. Dazu passt auch, dass der Optimismus sich zuletzt wieder etwas abgeschwächt hat.

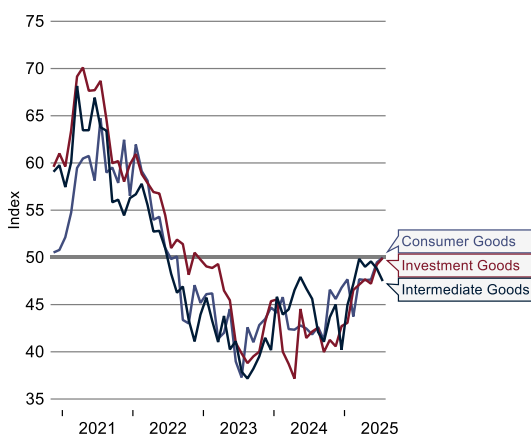
HCOB Germany Manufacturing PMI, Output & New Orders (Jul 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Die Nachfrageerholung wird zuletzt vor allem aus dem Ausland gespeist. Vier Monate in Folge sind die Exportaufträge gestiegen. Während dies im Frühjahr mit vorgezogenen US-Importen in Verbindung gebracht werden konnte, ist die im Frühsommer anhaltende Auslandsnachfrage ein Indiz dafür, dass sich die Lage fundamental bessert.

HCOB Germany Manufacturing PMI, Sectors (Jul 2025)



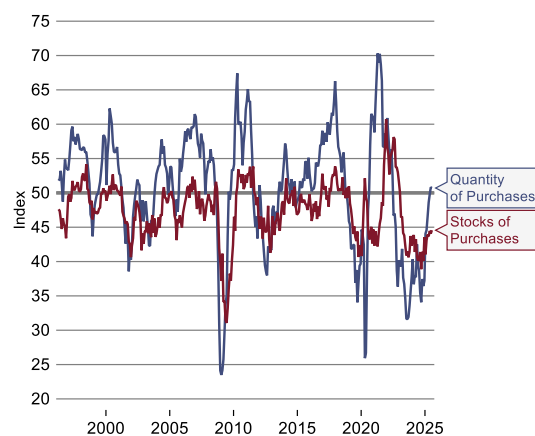
Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Das Ende Juli vereinbarte Zollabkommen zwischen der EU und den USA bedeutet zwar, dass US-Importeure in Zukunft möglicherweise weniger Güter aus Deutschland kaufen. Gleichzeitig aber dürfte sich die Unsicherheit

auf einem niedrigeren Niveau einpendeln, was der Nachfrage insgesamt helfen sollte.

Der klarste Indikator einer Erholung zeigt sich an dem Index Produktion, der bereits seit fünf Monaten eine Ausweitung des Outputs anzeigt. Die Expansionsrate hat sich zuletzt jedoch deutlich abgeschwächt, was vor allem auf die Konsumgüterindustrie zurückzuführen ist, während im Bereich der Kapitalgüter die Produktion robust gewachsen ist. Das deutet darauf hin, dass die vom privaten Konsum abhängige Inlandsnachfrage etwas schwächelt, während die Auslandsnachfrage, die entscheidend für die Kapitalgüterindustrie ist, besser dasteht.

HCOB Germany Manufacturing PMI, Stocks and Quantity of Purchases (Jul 2025)



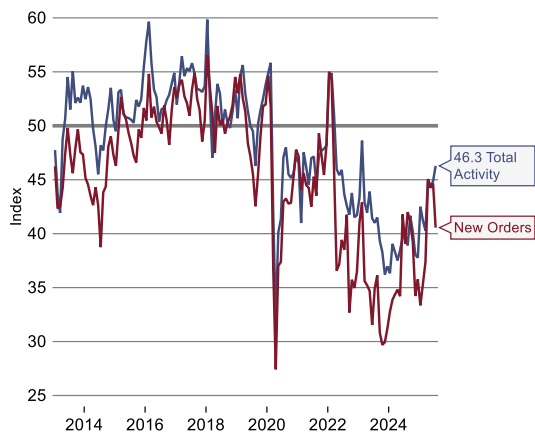
Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Ausblick für deutsches Baugewerbe bleibt trüb

Das deutsche Baugewerbe kann sich weiter erholen, aber ausreichend für Wachstum ist es nicht. Der HCOB PMI für die Bauaktivität zeigt den höchsten Wert seit Februar 2023 an und konnte sich seit Beginn dieses Jahres um etwa vier Punkte erholen. Auf der anderen Seite befindet sich das Baugewerbe weiterhin in einer tiefen Rezession, gerade wenn man im sektoralen Vergleich schaut. Die Inputpreise steigen ebenfalls weiter, insgesamt ist dies kein Anlass zur Freude. Das sehen die Bauunternehmer ähnlich, da ihre

Geschäftserwartungen für die kommenden zwölf Monate weiterhin unterhalb der Expansionsgrenze und dem langfristigen Durchschnitt liegen.

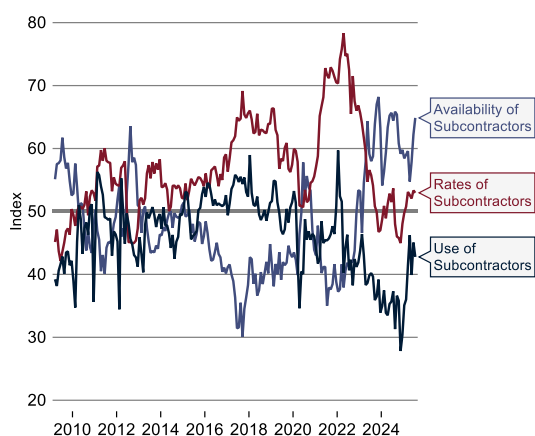
HCOB Germany Construction PMI, Total Activity & New Orders (Jul 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Die Tiefbauaktivität lässt im Juli zu wünschen übrig. Die Sektoren Wohnungs- und Gewerbebau konnten sich etwas erholen, wobei der Gewerbebau sogar wuchs und der Wohnungsbau weniger stark schrumpfte. Jedoch zeigt sich der Tiefbau am schwächsten und schrumpfte zum ersten Mal seit drei Monaten, da Infrastrukturprojekte auf Eis gelegt wurden.

HCOB Germany Construction PMI, Subcontractors (Jul 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Auf der anderen Seite konnte der Gewerbebau durch gewerbliche Bauprojekte wie Hotels und Bürogebäuden das erste Mal seit April 2022 wachsen.

Der Ausblick für das deutsche Baugewerbe ist trüb. Nicht nur, dass die Bauunternehmer selbst nicht sonderlich optimistisch gestimmt sind, sondern auch dass die Neuaufträge, die Beschäftigungslage und die Preissituation eher mau ausfallen. Die Neuaufträge gingen laut anekdotischer Evidenz laut höheren Preisen und Zögerung bei Kunden weiter zurück, was vor allem den Wohnungsbau trifft. Die Beschäftigung nahm im Juli weiter ab, womit diese kontinuierlich seit 40 Monaten abnahm. Auch die Inputpreise lagen weiterhin deutlich oberhalb der Expansionsgrenze, jedoch leicht unterhalb ihres langfristigen Durchschnitts.

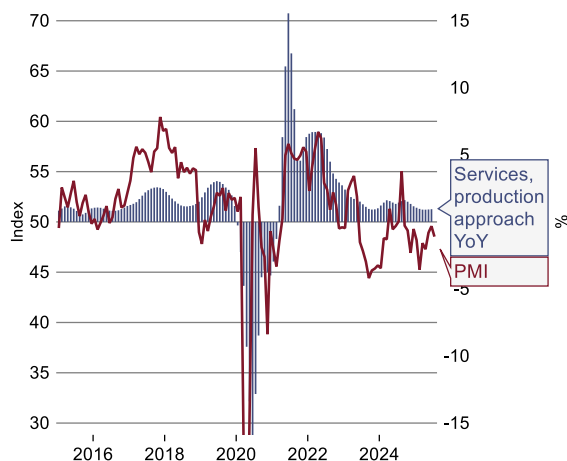
Dr. Cyrus de la Rubia
 Chefvolkswirt
 Tel.: +49 160 90180792
 E-Mail: cyrus.delarubia@hcob-bank.com

Frankreich

Schwache Dienstleistungsnachfrage

Der französische Composite PMI ist auf ein Dreimonatstief gefallen und bietet damit einen schwachen Auftakt in die zweite Jahreshälfte. Zwar fiel das BIP-Wachstum mit 0,3 % gegenüber dem Vorquartal robuster aus als erwartet, doch war dieser Zuwachs maßgeblich durch Lagerveränderungen getrieben. Dies wirft Fragen hinsichtlich der Nachhaltigkeit des Wachstums auf. Die gedämpfte Stimmung in der Privatwirtschaft lässt jedenfalls keine kurzfristige Wachstumsdynamik erwarten.

HCOB France Services PMI, Business Activity vs. Services production (Jul 2025)

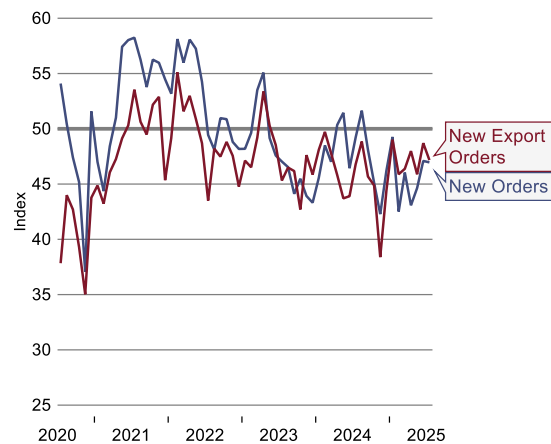


Source: Macrobond, HCOB Economics, INSEE, S&P Global

Die Aktivität im französischen Dienstleistungssektor näherte sich in den vergangenen Monaten der Expansionsschwelle, jedoch ist der HCOB PMI für den Sektor im Juli wieder moderat gesunken. Ausschlaggebend hierfür sind schwache Nachfragebedingungen. Bemerkenswert ist, dass einige Umfrageteilnehmer auf verzögerte Entscheidungsprozesse hinweisen, die die Nachfrage belasten. Diese Verzögerungen dürften sowohl auf die unsichere politische Lage in Frankreich als auch auf die geopolitischen Spannungen im internationalen

Handel zurückzuführen sein. Entsprechend trüben sich die Geschäftserwartungen der Unternehmen für die kommenden Monate ein.

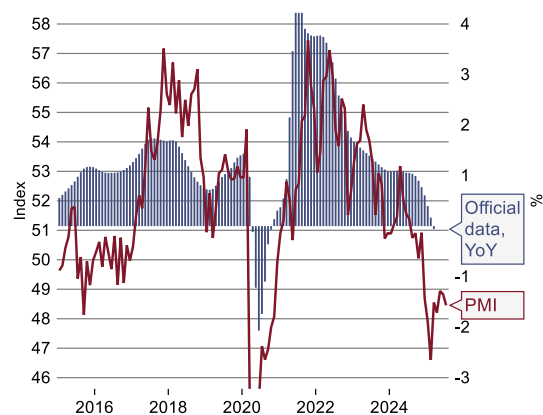
HCOB France Services PMI, Order Situation (Jul 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Die rückläufige Geschäftstätigkeit schlägt sich zunehmend in der Kapazitätsauslastung nieder. Im Juli gingen die Arbeitsrückstände zurück, und auch die Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Geschäftsentwicklung verschlechterten sich deutlich. Für Beschäftigte im Dienstleistungsbereich verschärft sich damit die Lage: Befristete Verträge werden seltener verlängert, und frei werdende Stellen bleiben häufig unbesetzt – was insgesamt zu einem Beschäftigungsabbau führt.

HCOB France Services Employment PMI vs. official employment data in services (Jul 2025)



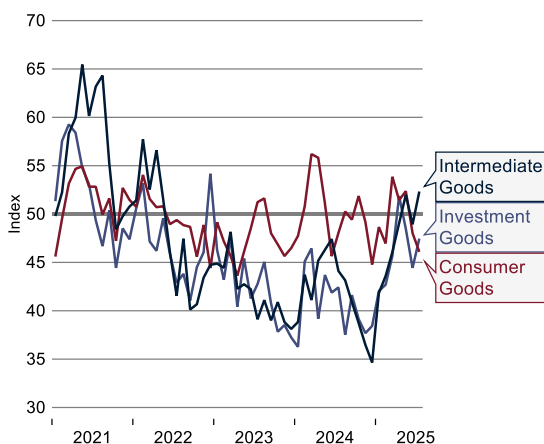
Source: Macrobond, HCOB Economics, INSEE, S&P Global

An der Preisfront zeigt sich im Monatsvergleich ein weitgehend unverändertes Bild. Die Inputpreise steigen weiterhin moderat, getrieben durch höhere Löhne und gestiegene Vorleistungskosten. Aufgrund begrenzter Preissetzungsmacht der Unternehmen fällt der Anstieg der Verkaufspreise jedoch nur verhalten aus. Die höheren Endpreise spiegeln sowohl gestiegene Kosten als auch Versuche wider, die Umsätze zu stabilisieren.

Aufwärtstrend im verarbeitenden Gewerbe zu Ende

Die wirtschaftlichen Aussichten für den französischen Industriesektor haben sich zu Beginn der zweiten Jahreshälfte verschlechtert. Während die erste Jahreshälfte moderate Erholungszeichen zeigte – der Produktionsindex verzeichnete in zwei einzelnen Monaten sogar ein positives Wachstum – deuten die neuesten Daten auf eine erneute Abschwächung hin. Der Headline HCOB PMI-Index stieg zwar leicht an und der Rückgang der Produktion war nur geringfügig, doch der starke Einbruch bei Auftragseingängen und Geschäftserwartungen gibt Anlass zur Sorge: Beide Komponenten sind eingebrochen.

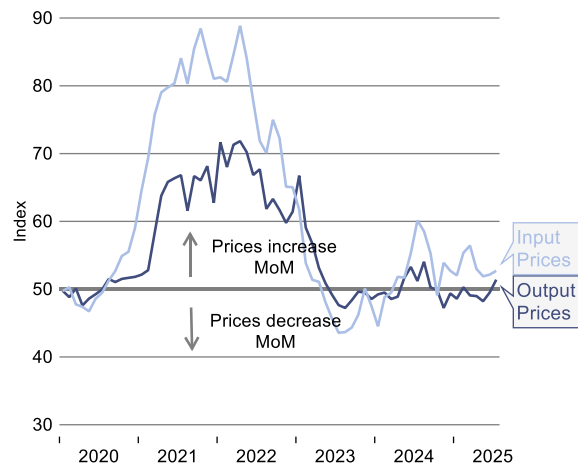
HCOB Manufacturing France PMI, Output by sector (Jul 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Dieser Rückgang bei Aufträgen und Erwartungen steht in starkem Kontrast zu jüngsten Hoffnungen auf einen konjunkturellen Turnaround. Kürzlich erfolgte Zinssenkungen durch die Europäische Zentralbank, angekündigte Investitionen im Verteidigungsbereich und Vorschläge zur regulatorischen Lockerung auf EU-Ebene hatten die Hoffnungen auf eine Belebung der industriellen Aktivität steigen lassen.

HCOB France Manufacturing PMI, Prices (Jul 2025)



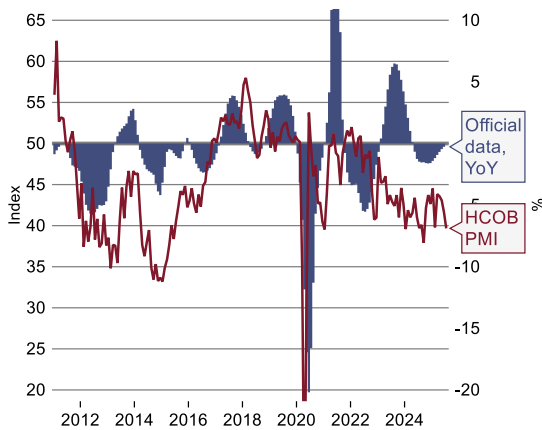
Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Stattdessen signalisiert der deutliche Rückgang bei Neuaufträgen eine zunehmende Unsicherheit im Industriesektor. Dies ist wahrscheinlich sowohl auf das angespannte globale Handelsumfeld als auch auf die Sparpolitik zurückzuführen, die Premierminister François Bayrou vor zwei Wochen im Parlament skizziert hat. Der daraus resultierende politische Rahmen ist derzeit nicht investitionsfreundlich und führt zu Stornierungen oder Verschiebungen von Aufträgen.

Ein Blick auf Frühindikatoren zeigt, dass sich die Lieferzeiten den dritten Monat in Folge verlängert haben. Anekdotische Hinweise deuten auf eine Kombination aus Arbeitskräftemangel bei Zulieferern, Knappheit

bestimmter Zwischenprodukte und sporadischen Streiks als beitragende Faktoren hin. Vor dem Hintergrund von Handelskonflikten sind in den kommenden Monaten weitere Gegenwinde zu erwarten.

HCOB France Construction PMI, Activity vs. official construction data (Jul 2025)



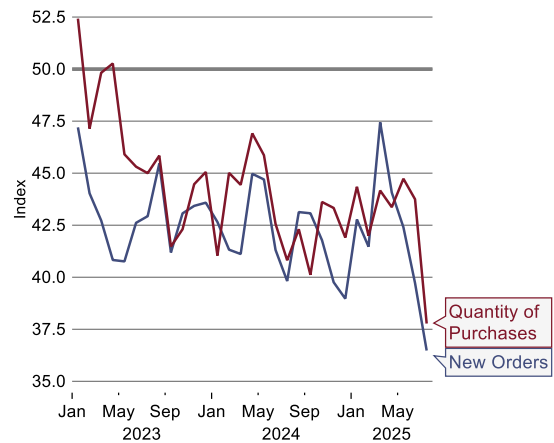
Source: Macrobond, HCOB Economics, French National Institute of Statistics & Economic Studies (INSEE), S&P Global

Als Reaktion auf Zölle dürften sich globale Lieferketten strukturell verändern, während Unternehmen sich strategisch Neuausrichtungen, um die ihre Abhängigkeit von den USA zu verringern. Das jüngste EU-USA-Abkommen mit Basiszöllen von 15 Prozent für US-Importe könnte Unternehmen zumindest eine gewisse Planungssicherheit bieten. Leider stellt sich die Frage, wie lange diese Vereinbarungen Bestand haben werden. Angesichts der Unberechenbarkeit der US-Handelspolitik könnte man sich auch fragen, ob die US-Regierung nicht doch bald wieder höhere Zölle anstreben wird.

Breite Rezession im Bausektor

Der französische Bausektor befindet sich in einer tiefen Rezession. Der HCOB France Construction PMI für Juli zeigt mit seinem Zehnmonatstief und dem 38. Monat in Folge mit Werten unter 50 einen schwachen Zustand des Bausektors. Die Beschäftigung und die Auftragseingänge gehen weiterhin deutlich zurück, bei höheren Inputpreisen und schwachen Geschäftserwartungen für die kommenden zwölf Monate.

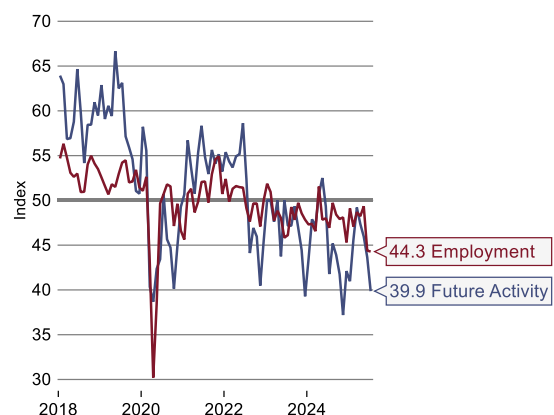
HCOB France Construction PMI, Orders & Purchases (Jul 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Die Rezession im französischen Bausektor ist breit angelegt. Alle drei Sektoren – Wohnungsbau, Gewerbebau und Tiefbau – schneiden schlechter ab als im Juni. Der Gewerbebau ist der schlechteste der drei Sektoren mit dem stärksten Rückgang seit der Covid-Pandemie im März 2020 oder, wenn man Covid außer Acht lässt, seit März 2015. Im Wohnungsbau meldeten rund 23 % der Bauunternehmen eine geringere Aktivität im Vergleich zum Juni, während nur 5 % ein höheres Volumen verzeichneten.

HCOB France Construction PMI, Future Business Expectations & Employment (Jul 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Die Aktivität im Tiefbau bleibt sehr volatil, aber da fünf der letzten sechs Messwerte rückläufig waren, ist der Trend eindeutig.

Die Aussichten für den französischen Bausektor bleiben wenig vielversprechend. Die Beschäftigungslage verschlechtert sich weiter, während die Auftragseingänge weiter einbrechen. Auch die französischen Bauunternehmen erwarten für die kommenden zwölf Monate eine schwächere Aktivität und verweisen dabei auf die erwartete schwache Nachfrage, die sich erheblich auf ihr Geschäft auswirken wird.

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

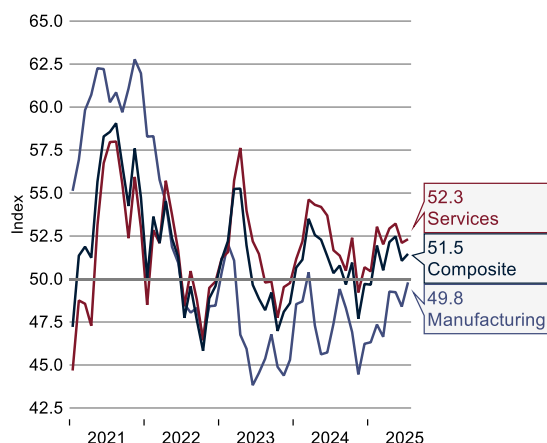
Norman Liebke
Economist
Tel.: +49 171 5466753
E-Mail: norman.liebke@hcob-bank.com

Italien

Italienische Dienstleistungswirtschaft bleibt auf Wachstumskurs

Italiens Dienstleistungssektor setzte seine Wachstumsserie im Juli fort: Der HCOB Services PMI stieg leicht auf 52,3, nach 52,1 im Juni. Diese moderate Beschleunigung spiegelt einen Sektor wider, der gestützt durch eine stabile Binnennachfrage und eine sich vorsichtig verbessernde Perspektive, weiterhin widerstandsfähig ist. Die Geschäftstätigkeit nahm den achten Monat in Folge zu, wobei befragte Unternehmen von neuen Kundenaufträgen und dem Start neuer Projekte berichteten. Allerdings verlangsamte sich das Wachstum bei Neuaufträgen auf den niedrigsten Stand seit sechs Monaten, was darauf hindeutet, dass sich die Erholung zwar fortsetzt, aber zunehmend verhaltener verläuft.

HCOB Italy PMI, Activity (Jul 2025)



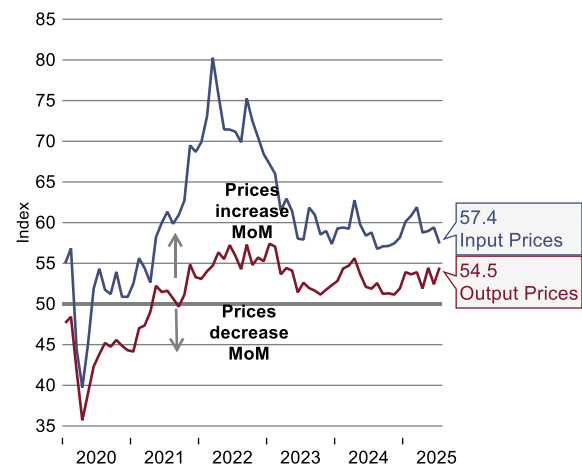
Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Die Kluft zwischen inländischer und internationaler Nachfrage blieb bestehen. Während sich die lokalen Verkäufe stabil hielten, gingen die Auslandsaufträge aufgrund der anhaltenden Schwäche der globalen Nachfrage den zwölften Monat in Folge zurück. Immerhin verlangsamte sich der Rückgang bei den Exportaufträgen leicht, was auf eine mögliche Stabilisierung hindeutet. Das Beschäftigungswachstum lag zwar weiterhin

über dem historischen Durchschnitt, verlor jedoch an Dynamik, da sich die Unternehmen darauf konzentrierten, bestehende offene Stellen zu besetzen, anstatt die Belegschaft deutlich auszubauen.

Auf der Preisfront kühlte sich die Kosteninflation bei den Vorleistungsgütern auf den niedrigsten Stand seit November 2024 ab – trotz anhaltenden Aufwärtsdrucks durch Löhne, Energie und Dienstleistungen. Diese Entlastung bei den Kosten verschaffte den Unternehmen etwas Spielraum, sodass sie die Verkaufspreise im schnellsten Tempo seit über einem Jahr anheben konnten. Dies deutet auf einen erneuten Versuch hin, die Margen zu verteidigen, auch wenn die Preissensibilität der Verbraucher weiterhin ein Thema bleibt.

HCOB Italy Services PMI, Prices (Jul 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

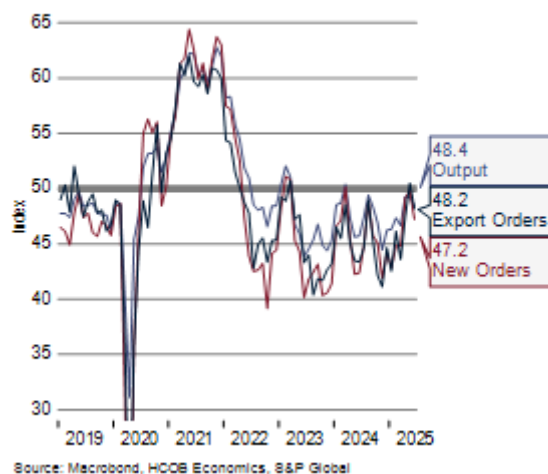
Die Juli-PMI-Daten wurden zeitgleich mit einer enttäuschenden BIP-Schätzung für das zweite Quartal veröffentlicht: Italiens Wirtschaft schrumpfte gegenüber dem Vorquartal um 0,1 %, während ein leichtes Wachstum erwartet worden war. Während der Dienstleistungssektor weiterhin eine Stütze bleibt, verharrte der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe im Juli im Kontraktionsbereich. Zusammengefasst, deuten die Daten auf ein fragiles

Wachstumsumfeld in der zweiten Jahreshälfte hin.

Italienische Wirtschaft im Verarbeitenden Gewerbe verharnt knapp in der Kontraktion

Italiens Verarbeitendes Gewerbe zeigte im Juli vorsichtige Anzeichen einer Stabilisierung: Der HCOB-PMI stieg von 48,4 im Juni auf 49,8. Obwohl der Gesamtindex damit weiterhin knapp unter der Schwelle von 50,0 liegt, deuten die geringeren Rückgänge bei Produktion und Auftragseingängen darauf hin, dass das Schlimmste des jüngsten Abschwungs möglicherweise überstanden ist. Bemerkenswert ist, dass sich im Segment der Investitionsgüter die Geschäftslage entgegen dem allgemeinen Trend sogar verbessert hat.

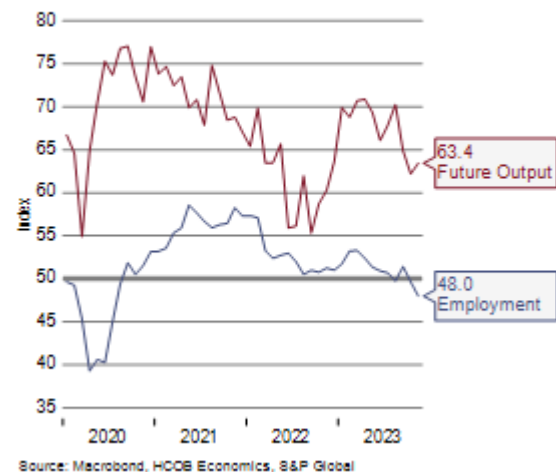
HCOB Italy Manufacturing PMI, Output & Orders (Jun 2025)



Im Juli begannen italienische Unternehmen im Verarbeitenden Gewerbe zum ersten Mal seit fast drei Jahren wieder mit dem Aufbau von Lagerbeständen an Vorleistungsgütern – eine Entwicklung, die auf einen Stimmungsumschwung hindeuten könnte. Zwar berichteten Unternehmen, dass dieser Lageraufbau teilweise durch Sorgen über Lieferketten und eine geringere Auftragslage bedingt war, er fiel jedoch mit einem deutlichen Anstieg des Geschäftsklimas zusammen. Da der Optimismus unter den Herstellern auf ein Niveau über dem langfristigen Durchschnitt

gestiegen ist, könnten sich einige Unternehmen auf eine mögliche Nachfrageerholung im weiteren Jahresverlauf vorbereiten. In früheren Zyklen war ein solcher Lageraufbau häufig ein Signal dafür, dass die Talsohle des Abschwungs erreicht war.

HCOB Italy Manufacturing PMI, Future Output & Employment (Jun 2025)

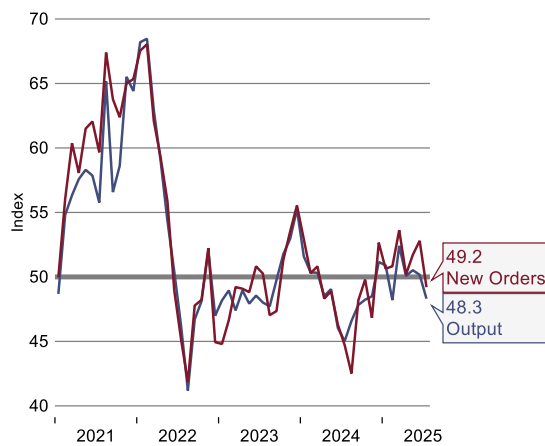


Insgesamt deuten die Juli-Daten darauf hin, dass Italiens Verarbeitendes Gewerbe einem Wendepunkt näherkommen könnte. Das jüngste Handelsabkommen zwischen der EU und den USA hat eine deutliche Eskalation der Spannungen verhindert und bietet italienischen Exporteuren ein gewisses Maß an Planungssicherheit. Zwar ersetzt das Abkommen den angedrohten Zollsatz von 30 Prozent durch einen reduzierten Satz von 15 Prozent auf ausgewählte Industriegüter, doch bleibt dieser Satz immer noch erheblich und verschlechtert weiterhin die Wettbewerbsfähigkeit italienischer Unternehmen auf dem US-Markt. Wie lange dieses Abkommen Bestand haben wird, ist ungewiss – insbesondere angesichts der Volatilität der jüngsten US-Handelspolitik und der Möglichkeit, dass sich die Bedingungen erneut ändern könnten.

Italienische Bauunternehmer zeigen sich hoffnungsvoll

Der italienische Bausektor kommt nur mühsam voran. Die neuesten HCOB Italy Construction PMI-Daten für Juli zeigen einen leichten Rückgang der gesamten Bautätigkeit, nachdem der Index in den letzten drei Monaten nahe dem Expansionswert von 50 gelegen hatte. Die Inputpreise üben zunehmenden Druck auf die Bauunternehmen aus, da die Rohstoffpreise weiter steigen. Insgesamt sieht die Lage jedoch nicht so schlecht aus wie in Deutschland und Frankreich.

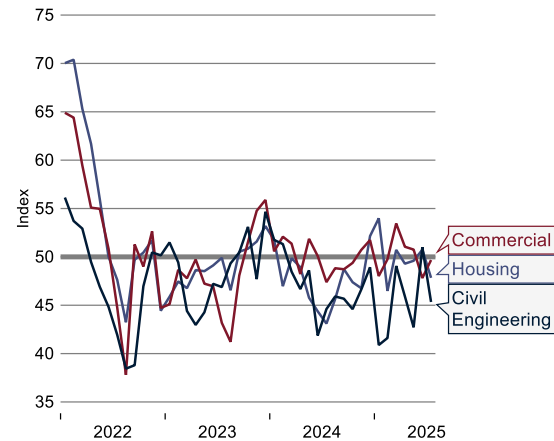
HCOB Italy Construction PMI, Output & New Orders (Jul 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Der Abschwung des italienischen Bausektors im Juli ist breit angelegt. Alle drei Teilsektoren – Wohnungsbau, Gewerbebau und Tiefbau – verzeichnen im Juli einen Rückgang. Im Vergleich der drei Teilsektoren schrumpfte der Tiefbau am stärksten, dicht gefolgt vom Wohnungsbau. Die gewerbliche Bautätigkeit ging ebenfalls zurück, jedoch nur geringfügig, da der HCOB-PMI-Aktivitätsindex nahe der Expansionsschwelle von 50 blieb.

HCOB Italy Construction PMI, Activity by sector (Jul 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Die Aussichten für die italienischen Bauunternehmen scheinen hoffnungsvoll. In anderen europäischen Ländern sind die Aussichten weitaus schlechter als in Italien. Die Auftragseingänge sind nur leicht zurückgegangen, während die Beschäftigung sogar gestiegen ist, was auf eine gewisse Zuversicht der italienischen Bauunternehmen hindeutet. Die Geschäftserwartungen für die kommenden zwölf Monate blieben insgesamt positiv, obwohl die Sorge um einen Nachfragerückgang einen gewissen Druck auf die Bauunternehmen ausübt.

Nils Müller
Junior Economist
Tel.: +49 171 3534492
E-Mail: nils.mueller@hcob-bank.com

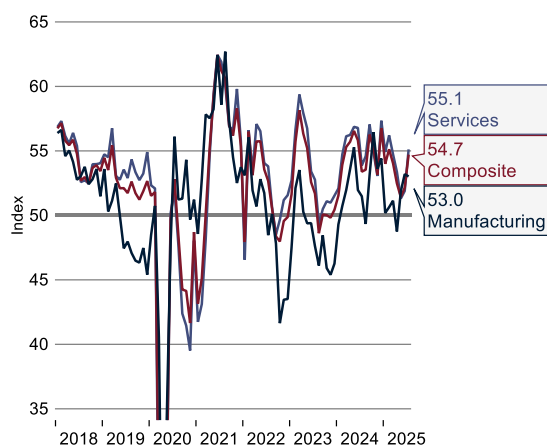
Norman Liebke
Economist
Tel.: +49 171 5466753
E-Mail: norman.liebke@hcob-bank.com

Spanien

Binnenkonjunktur brummt und stützt Dienstleistungssektor

Die jüngsten HCOB-PMI-Daten dürften in der spanischen Privatwirtschaft auf positive Resonanz stoßen. Bereits das kräftige BIP-Wachstum von 0,7 % im Quartalsvergleich hatte auf eine robuste Konjunktur hingedeutet. Der aktuelle HCOB PMI Composite Index für Juli verstärkt nun die Erwartung, dass sich dieser Wachstumstrend auch in den kommenden Quartalen fortsetzen könnte. Zu Beginn der zweiten Jahreshälfte zeigt sich eine breit abgestützte Expansion, getragen sowohl vom Dienstleistungssektor als auch vom Verarbeitenden Gewerbe.

HCOB Spain PMI, Composite & Services & Manufacturing (Jul 2025)

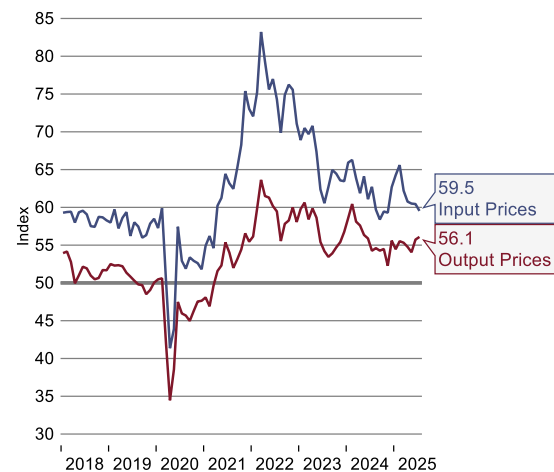


Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Insbesondere der Dienstleistungssektor verzeichnet eine deutliche Belebung der wirtschaftlichen Aktivität. Die Zunahme der Inlandsnachfrage wird von den Unternehmen unter anderem auf gezielte Marketingstrategien sowie eine verbesserte Servicequalität zurückgeführt. Zwar hat sich auch die Auslandsnachfrage verbessert, bleibt jedoch hinter der Dynamik der Binnenwirtschaft zurück – ein Umstand, der vor dem Hintergrund der aktuellen handelspolitischen Unsicherheiten zu sehen ist. Kurzfristig könnte das neue

Handelsabkommen zwischen den USA und der EU stabilisierend wirken, mittelfristig bleibt jedoch das Risiko bestehen, dass die US-Regierung erneut auf die Androhung höherer Zölle als wirtschaftspolitisches Druckmittel zurückgreift.

HCOB Spain Services PMI, Prices (Jul 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Die gestiegene Aktivität führt zu einer höheren Auslastung im Dienstleistungssektor, was sich in einem Anstieg der offenen Aufträge niederschlägt. Dies wirkt sich schon im Juli positiv auf die Beschäftigungsdynamik aus. Die anhaltend hohe Geschäftserwartung der Unternehmen spricht dafür, dass sich die Einstellungsbereitschaft auch in den kommenden Monaten fortsetzen wird. Besonders im Bereich Beherbergung und Gastronomie, wo strukturelle Engpässe bei Arbeitskräften bestehen, haben Migrationsströme in den vergangenen Jahren zur Entlastung beigetragen.

Die Preisdynamik im Dienstleistungssektor bleibt auf erhöhtem Niveau. Zwar hat sich die Anstieg der Inputkosten im Jahresverlauf verlangsamt, dennoch bleiben die Inputkosten auf erhöhtem Niveau, insbesondere im Vergleich zu den Levels, die vor der Covid-19 Pandemie erreicht wurden. Haupttreiber bleibt der Lohndruck, der sich auch in steigenden Verkaufspreisen widerspiegelt.

Widerstandsfähigkeit im Verarbeitenden Gewerbe

Die neuen HCOB PMI belegen erneut die spanische Widerstandsfähigkeit im Verarbeitenden Gewerbe. Der Headline-Index verzeichnete im dritten Monat in Folge eine Verbesserung, wobei auch die zentralen Subindizes solide ausfallen. Diese Entwicklung steht im Einklang mit dem zyklischen Aufwärtstrend, den die HCOB Flash PMI Umfrage für die Eurozone zuletzt aufgezeigt hat.

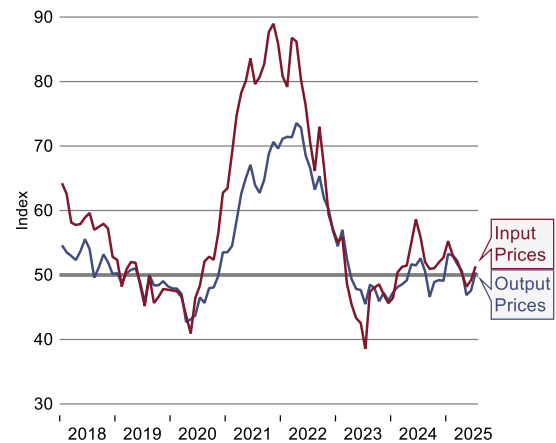
HCOB Spain Manufacturing PMI, Output & Orders (Jul 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Zu Beginn der zweiten Jahreshälfte hat sich die Auftragslage sowohl im Inlands- als auch im Auslandsgeschäft verbessert, wenn auch jeweils nur in moderatem Umfang. Die Industrieproduktion ist bereits seit drei Monaten auf Wachstumskurs und dürfte durch die gestiegene Nachfrage auch in den kommenden Monaten weiteren Rückenwind erhalten. Die erzielte Einigung in den US-EU-Zollverhandlungen sollte zudem kurzfristig zur Planungssicherheit in den Unternehmen beitragen, wobei der erratische Kurs der US-Regierung die Unsicherheit in Handelsfragen weiterhin bestehen lässt.

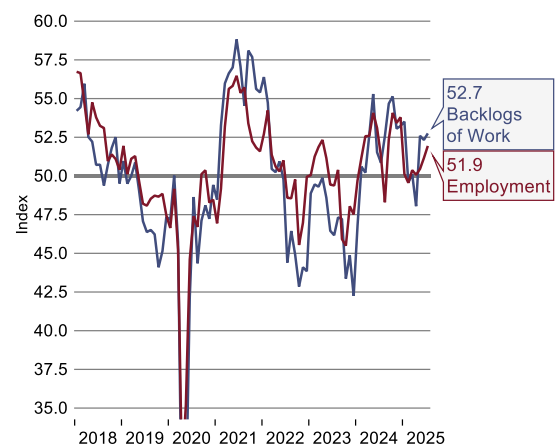
HCOB Spain Manufacturing PMI, Prices (Jul 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Die Entwicklungen bei Beschäftigung und Kapazitätsauslastung spiegeln den aktuellen Wachstumspfad wider. So kommt es seit drei Monaten zu einem Aufbau von Arbeitsrückständen in den Fabriken, während gleichzeitig die Lagerbestände rückläufig sind. Dennoch sehen sich die Unternehmen bislang nicht veranlasst, ihre Investitionen in Vorleistungen auszuweiten – offenbar reichen die vorhandenen Lagerbestände aus, um das Produktionswachstum zu stützen.

HCOB Spain Manufacturing PMI, Backlogs of Work & Employment (Jul 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Insgesamt ergibt sich ein konsistentes Bild aus Produktionszuwachs, steigenden Rückständen, sinkenden Lagerbeständen und verbesserter

Auftragslage. Diese Konstellation korrespondiert mit einer zunehmenden Einstellungsbereitschaft im verarbeitenden Gewerbe.

Die Preisdynamik hat sich im Juli gewandelt. Nach zwei Monaten rückläufiger Input- und Outputpreise ist nun wieder ein Anstieg in beiden Segmenten zu beobachten. Dies dürfte nicht zuletzt auf die Zollmaßnahmen zurückzuführen sein, die internationale Lieferketten beeinträchtigen und damit Preise steigen lassen. Entsprechend verlängern sich auch die Lieferzeiten für Vorleistungen. Die befragten Unternehmen berichten, dass sie die gestiegenen Kosten zumindest teilweise über höhere Endverbraucherpreise weitergeben.

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

Prognosen

Prognosen der Hamburg Commercial Bank

	8/6/2025	9/30/2025	12/31/2025	3/31/2026	6/30/2026	9/30/2026	12/31/2026
Zinssätze							
USA							
fed funds (Zielzone) (%)	4.50	4.25	4.00	4.00	3.50	2.75	2.75
SOFR (%)	4.34	4.05	3.80	3.80	3.30	2.55	2.55
2-jährige Staatsanleihen	3.72	3.65	3.40	3.40	2.90	2.20	2.25
5-jährige Staatsanleihen	3.77	4.10	3.95	4.05	4.00	3.95	4.15
10-jährige Staatsanleihen	4.22	4.30	4.20	4.35	4.50	4.70	4.95
2-jährige Swapsatz (SOFR) (%)	3.75	3.75	3.50	3.50	3.00	2.30	2.35
5-jährige Swapsatz (SOFR) (%)	3.67	4.10	3.95	4.05	4.00	3.95	4.15
10-jährige Swapsatz (SOFR) (%)	3.94	4.15	4.05	4.20	4.35	4.55	4.80
Eurozone							
Tendersatz (%)	2.15	1.90	1.65	1.90	2.15	2.40	2.40
Einlagenzinssatz (%)	2.00	1.75	1.50	1.75	2.00	2.25	2.25
3-Monats-Euribor (%)	1.97	1.70	1.60	1.85	2.10	2.35	2.35
2-jährige Bundesanleihen (%)	1.91	1.20	1.10	1.35	1.60	1.85	1.85
5-jährige Bundesanleihen (%)	2.21	2.05	2.10	2.25	2.40	2.55	2.70
10-jährige Bundesanleihen (%)	2.62	2.40	2.55	2.65	2.75	2.85	3.05
2-jährige Swapsatz (%)	2.05	1.50	1.40	1.65	1.90	2.15	2.15
5-jährige Swapsatz (%)	2.29	2.35	2.40	2.55	2.70	2.85	3.00
10-jährige Swapsatz (%)	2.61	2.65	2.80	2.90	3.00	3.10	3.30
Wechselkurse							
Euro/US-Dollar	1.16	1.17	1.19	1.22	1.23	1.24	1.25
Euro/GBP	0.87	0.85	0.86	0.87	0.88	0.88	0.88
US-Dollar/Yen	147	145	143	141	139	135	131
US-Dollar/Yuan	7.18	7.20	7.17	7.14	7.11	7.08	7.08
Rohöl							
ÖI (Brent), USD/Barrel	69.56	70	65	68	68	65	65
Aktienindizes							
Dax	23846	5970	5980	6010	6040	6070	6100
Stoxx Europe 600	541	532	533	536	539	541	544
S&P 500	6299	22150	22210	22320	22430	22540	22650

Quelle: Bloomberg, Hamburg Commercial Bank Economics

BIP-Prognosen (in %)	2025	2026	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025	Q1 2026	Q2 2026	Q3 2026	Q4 2026
Welt	2.7	2.5								
USA	1.2	0.7	-0.5	2.5	-1.0	0.0	1.0	1.1	1.3	1.4
China	4.7	4.3	1.2	1.0	0.6	0.9	1.2	1.1	1.1	0.8
Eurozone	1.1	1.3	0.6	-0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
Deutschland	0.5	1.6	0.4	-0.1	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
Frankreich	0.5	0.7	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2
Italien	0.7	0.7	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
Spanien	2.5	1.9	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4

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



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



Nils Müller
Junior Economist
Tel.: +49 171 3534492
E-Mail: nils.mueller@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

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

Jonas Feldhusen
Junior Economist
Tel.: +49 151 22942945

Norman Liebke
Economist
Tel.: +49 171 5466753

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

Redaktionsschluss für diese Ausgabe: 06. August 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.