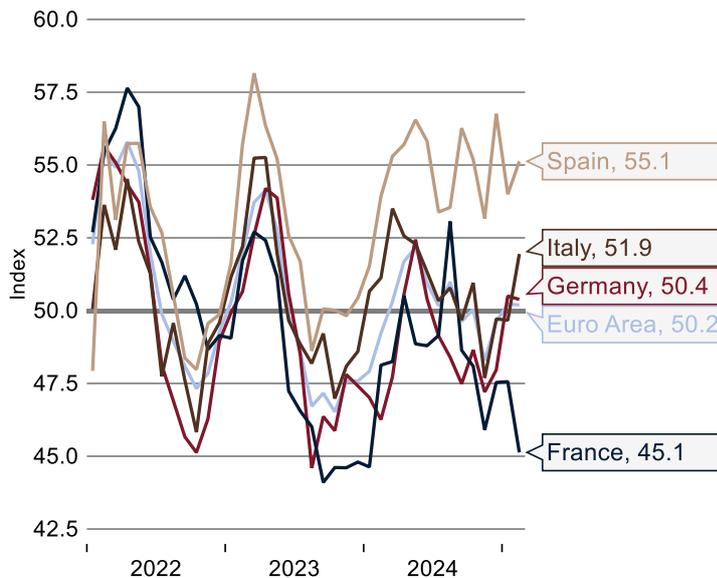


# Stabilisierung möglich

## HCOB Composite PMI, Output Index (Feb 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Die Wirtschaft der Eurozone zeigt seit zwei Monaten nur marginales Wachstum, da der Dienstleistungssektor die Rezession in der Industrie kaum ausgleichen kann. Positiv ist jedoch, dass der Abschwung im verarbeitenden Gewerbe abzunehmen scheint, was auf eine mögliche Erholung hindeutet. Vor der nächsten EZB-Sitzung liegt der Fokus auf den von Löhnen getriebenen Einkaufspreisen, da die Inflation im Dienstleistungssektor im Mittelpunkt steht. Einige Währungshüter erwägen eine Pause bei den Zinssenkungen, da die Teuerungsrate nicht nachlässt. Der Optimismus der Dienstleister bleibt unter dem langfristigen Durchschnitt, beeinflusst durch politische Unsicherheiten in Frankreich und Deutschland sowie internationale Nachrichten. Die unerledigten Aufträge nehmen weiter ab, während die Verkaufspreis-inflation leicht anzieht. Der deutsche Dienstleistungssektor wächst moderat,

während Frankreichs Sektor stärker schrumpft, was auf die politische Krise in Frankreich und die Hoffnung auf eine stabile Regierung in Deutschland zurückzuführen sein könnte. Im verarbeitenden Gewerbe deutet sich eine Stabilisierung an, obwohl eine Erholung noch nicht sicher ist. Die Auftragseingänge und Produktion stabilisieren sich langsam, und eine politische Stabilisierung in Deutschland sowie eine Einigung mit den USA könnten hilfreich sein. Der Bausektor der Eurozone zeigt tiefe Schwäche, mit einer Rezession in Deutschland, Frankreich und Italien. Trotz Signalen der EZB für eine Pause bei Zinssenkungen bleibt der Sektor stark betroffen.

## Inhalt

<b>Zusammenfassung</b>	<b>1</b>
▪ Deutschland überrascht im Januar	
<b>Eurozone</b>	<b>2</b>
▪ Marginales Wachstum im Dienstleistungssektor	2
▪ Vage Hoffnung im verarbeitenden Gewerbe	3
▪ Tiefe Schwäche im Bausektor	4
<b>Deutschland</b>	<b>5</b>
▪ Dienstleistungssektor verlangsamt sich	5
▪ Leise Hoffnung im verarbeitenden Gewerbe	5
▪ Bausektor in tiefer Rezession	7
<b>Frankreich</b>	<b>8</b>
▪ Dienstleistungssektor weiter gedämpft	8
▪ Politische Unsicherheit belastet verarbeitendes Gewerbe	9
▪ Verbesserung, dennoch Krise im Bausektor	10
<b>Italien</b>	<b>12</b>
▪ Es geht weiter aufwärts	12
▪ Italienische Industrie bleibt krisengebeutelt	12
▪ Krise trifft italienischen Bausektor	13
<b>Spanien</b>	<b>15</b>
▪ Wachstum im Dienstleistungssektor schwächt sich weiter ab	15
▪ Verarbeitendes Gewerbe nun in der Rezession	15
<b>Prognosen</b>	<b>18</b>
<b>Analysten</b>	<b>19</b>
<b>Impressum/Disclaimer</b>	<b>20</b>

# Eurozone

## Marginales Wachstum im Dienstleistungssektor

Die Wirtschaft der Eurozone wächst seit zwei Monaten in Folge nur marginal, da der geringe Zuwachs im Dienstleistungssektor durch die Rezession in der Industrie fast vollständig kompensiert wird. Die gute Nachricht ist, dass der Abschwung im verarbeitenden Gewerbe zum Ende zu kommen scheint, was den Weg für eine Erholung der gesamten Wirtschaft ebnet könnte.

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



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Vor der nächsten EZB-Sitzung sind alle Augen auf die von den Löhnen getriebenen Einkaufspreise gerichtet, da die Zentralbank den Schwerpunkt auf die Inflation im Dienstleistungssektor legt. Da es keine Anzeichen dafür gibt, dass die Teuerungsrate der Kosten nachlässt, ist es verständlich, dass es unter den Währungshütern einige Stimmen gibt, die bei der nächsten Sitzung eine Pause bei den Zinssenkungen diskutieren möchten.

Der Optimismus der Dienstleister in Bezug auf zukünftige Aktivitäten liegt unter dem langfristigen Durchschnitt, da das Umfeld stark von der politischen Unsicherheit in Frankreich und Deutschland sowie von einer Flut internationaler Nachrichten geprägt ist, die

nicht gerade zu mehr Konsum ermutigen. Gleichzeitig gingen die unerledigten Aufträge erneut zurück, was in dieses Bild passt. Die Serviceunternehmen behalten jedoch eine gewisse Preismacht, da die Verkaufspreis-inflation im Vergleich zum Januar leicht angezogen hat. Insgesamt ist die Lage also keineswegs hoffnungslos, aber doch recht fragil.

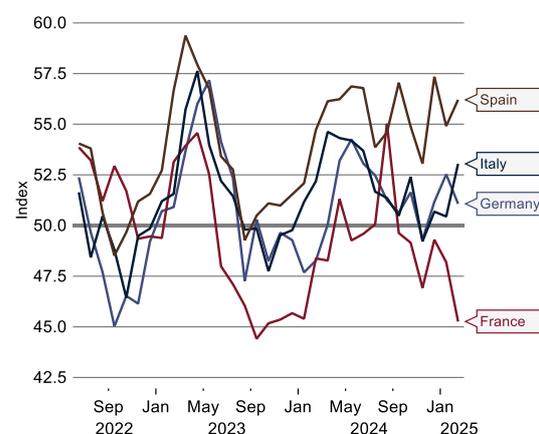
**HCOB Euro Area Services PMI, Prices (Feb 2025)**



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Die Entwicklung der Sektoren in Deutschland und Frankreich kontrastiert recht stark.

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



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Während der deutsche Dienstleistungssektor moderat wächst, schrumpft er in Frankreich

deutlich kräftiger als in den letzten Monaten. Dies könnte auf die ungelöste politische Krise in Frankreich zurückzuführen sein, während die Wahlen in Deutschland die Hoffnung auf eine baldige Bildung einer stabilen Regierung geweckt haben dürften.

### Vage Hoffnung im verarbeitenden Gewerbe

Von einer Erholung zu sprechen, ist zu diesem Zeitpunkt noch übertrieben. Vielmehr deutet sich an, dass die Talsohle allmählich verlassen wird. Die Auftragseingänge gehen so langsam zurück wie zuletzt im Mai 2024 und die Produktion geht in Richtung Stabilisierung. Es ist gut möglich, dass nach mehr als zwei Jahren anhaltender Rezession im Laufe der nächsten Monate wieder ein leichtes Wachstum erreicht wird. Hilfreich wäre dabei eine rasche Regierungsbildung in Deutschland, politische Stabilität in Frankreich sowie eine Einigung mit den USA in den wichtigen Zollfragen.

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



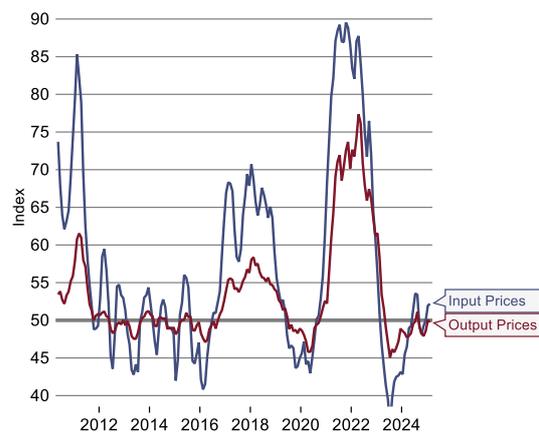
Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Der Beschäftigungsabbau hat sich im Februar beschleunigt fortgesetzt. Es ist nicht ungewöhnlich, dass der Personalabbau auch über das Ende der Rezession hinaus weitergeht. So gesehen muss diese Entwicklung keineswegs bedeuten, dass eine Erholung in weiter Ferne liegt.

Von den vier großen Euroländern kann Spanien weiterhin einen Produktionszuwachs

vorweisen. Allerdings ist der Industrie-PMI des Musterschülers Europas, dessen Industrie in den vergangenen drei Jahren nur phasenweise geschrumpft ist, aktuell leicht unter die Marke von 50 gefallen, unter anderem wegen rückläufiger Auftragseingänge.

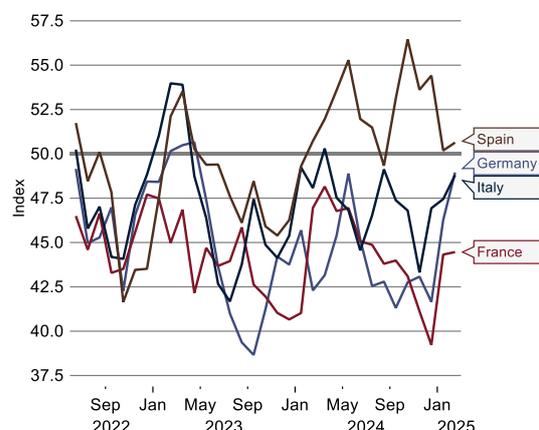
### HCOB Euro Area Manufacturing PMI, Prices (Feb 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Die meisten Unternehmen sind weiterhin recht zuversichtlich, dass sich die Situation für sie verbessern wird. Der entsprechende Index befindet sich knapp über dem langfristigen Durchschnitt. Auf der einen Seite ist das angesichts des Zoll-Damoklesschwertes aus den USA überraschend.

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



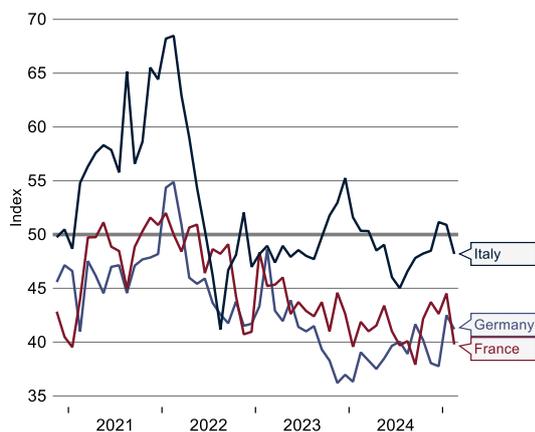
Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Auf der anderen Seite wissen die Unternehmen aus Erfahrung, dass auf eine Rezession stets eine Erholung folgt. Dazu kommen Signale, dass der Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine noch in diesem Jahr ein Ende finden könnte. Auch die absehbare politische Stabilisierung in Deutschland ist sicherlich hilfreich.

### Tiefe Schwäche im Bausektor

Unschöne Signale aus dem Eurozonen-Bausektor. Der HCOB Bausektor PMI im Februar zeigt eine vertiefte Schwäche, die nicht bald zu verblassen scheint. Die Rezession umfasst nun alle drei großen Volkswirtschaften der Eurozone: Deutschland, Frankreich und Italien. Obwohl die EZB, insbesondere EZB-Direktoriumsmitglied Isabel Schnabel, Signale für eine Pause in der Zinssenkungsphase gesendet hat, um die weitere Dynamik abzuwarten, macht der Bausektor klar, dass eine Verzögerung bei der Zinssenkung in zinssensiblen Bereichen fatal sein kann.

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



Die Schwäche umfasst alle Subsektoren: Wohnungsbau, Gewerbe und Tiefbau. Der Wohnungsbau blieb auch im Februar das Schlusslicht, während der Tiefbau so stark zurückging wie seit acht Monaten nicht mehr. Auch der Wirtschaftsbau verzeichnete im Februar einen starken Rückgang der

Aktivitäten. Die schwache Nachfrage scheint nun langsam auf die Preisentwicklung überzugreifen, obwohl die Inputpreise leicht steigen. Auffällig ist, dass die Preise für Subunternehmer wieder anziehen, obwohl deren Nutzung stark zurückgeht.

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



Der Ausblick bleibt tief pessimistisch. Die Auftragseingänge fallen stark und die Geschäftsaussichten für die kommenden zwölf Monate sind trotz eines deutlichen Anstiegs zum Vormonat weiterhin schrumpfend. Die Beschäftigung schrumpft entsprechend stark. In Frankreich leidet der Bausektor unter einem starken Rückgang der Neubautätigkeit, was zu einem Beschäftigungsrückgang führt. In Deutschland und Italien sind die Beschäftigungszahlen im Baugewerbe ebenfalls rückläufig, bedingt durch steigende Baukosten und eine schwächelnde Baukonjunktur.

Dr. Cyrus de la Rubia

Chefvolkswirt

Tel.: +49 160 90180792

E-Mail: [cyrus.delarubia@hcob-bank.com](mailto:cyrus.delarubia@hcob-bank.com)

Dr. Tariq Chaudhry

Economist

Tel.: +49 171 5466753

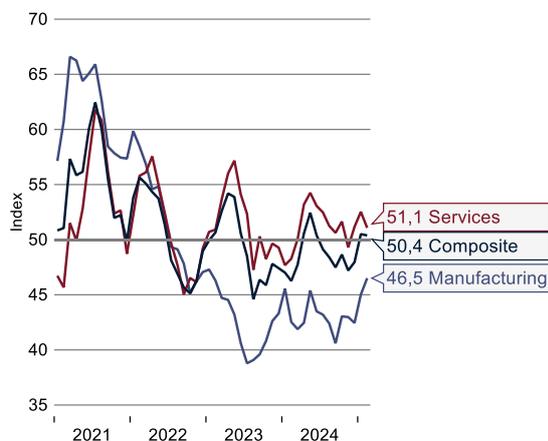
E-Mail: [tariq.chaudhry@hcob-bank.com](mailto:tariq.chaudhry@hcob-bank.com)

# Deutschland

## Dienstleistungssektor verlangsamt sich

Der Aufwärtstrend im Sektorservice hat sich seit dem Jahresanfang verlangsamt, und das sogar noch deutlicher als die Flash-Vorabschätzung vermuten ließ. Die aktuell nur noch leichten Zuwächse bei der Geschäftstätigkeit bedeuten, dass das Gegengewicht zur Rezession im verarbeitenden Gewerbe weniger ausgeprägt ist, was wiederum die Wirtschaft insgesamt in eine schwächere Position bringt. Betrachtet man den HCOB Composite PMI, ist die Botschaft klar: Die Konjunktur hat Schwierigkeiten, in den Wachstumsmodus zu schalten. Tatsächlich leidet Deutschland nicht nur unter einer Nachfrageflaute aus dem Ausland (der ausschlaggebende Faktor für die Industrie), sondern auch unter einem Mangel an interner Nachfrage (die Triebfeder des Dienstleistungssektors). Dies stellt eine Herausforderung für die neue Regierung dar. So wird es nicht ausreichen, nur die Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern - der private Konsum muss ebenfalls angekurbelt werden.

### HCOB Germany PMI, Activity (Feb 2025)

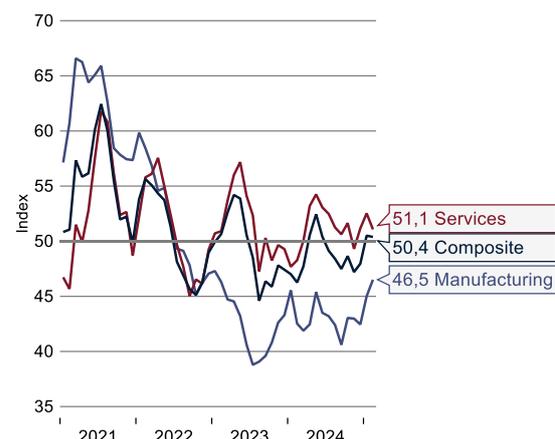


Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Viele Dienstleister konnten ihre Preise etwa im gleichen Tempo wie im Vormonat erhöhen,

während die Kostensteigerungen, die hauptsächlich durch höhere Löhne verursacht wurden, von einem recht hohen Niveau aus ein wenig nachließen. Positiv ist, dass das Neugeschäft kaum zurückging, was der Grund dafür sein könnte, dass weiterhin Personal eingestellt wird, auch wenn sich der Stellenaufbau verlangsamt hat. Insgesamt bleiben die Serviceanbieter die Stabilisatoren der gesamten Wirtschaft, und es gibt keine klaren Anzeichen dafür, dass sich dies bald ändern wird - insbesondere da der Sektor weniger anfällig für die US-Handelspolitik ist als das verarbeitende Gewerbe.

### HCOB Germany PMI, Activity (Feb 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Einige Unternehmen berichteten, sie seien hoffnungsvoll, dass sich die Wirtschaft erholen könnte, wenn eine neue, stabilere Regierung gebildet wird. Insgesamt rangierte der Optimismus in Bezug auf die Geschäftsaussichten jedoch unter dem langjährigen Durchschnitt und hat sich sogar verringert, was mit einem Rückgang der unerledigten Projekte und Aufträge einherging. Der PMI hinterlässt weder den Eindruck, dass man auf dynamisches Wachstum zusteuert, noch dass es steil bergab geht.

### Leise Hoffnung im verarbeitenden Gewerbe

Die Rezession in der deutschen Industrie wird möglicherweise in den kommenden Monaten

beendet. Hoffnung machen vor allem die Auftragseingänge, die zwar erneut zurückgegangen sind, aber so langsam wie zuletzt im April 2022. Ähnliches gilt für die Auftragsbestände. Der Produktionsrückgang hat sich innerhalb von zwei Monaten deutlich abgeschwächt. Im Vorleistungsgüterbereich ist die Produktion sogar wieder gestiegen, während sie sich im wichtigen Investitionsgüterbereich nahezu stabilisiert hat. Dies deutet auf die Möglichkeit einer baldigen Erholung insgesamt hin. Zum jetzigen Zeitpunkt ist aber Vorsicht angebracht, da noch unklar ist, ob sich der Aufwärtstrend in der globalen Industriekonjunktur fortsetzt.

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

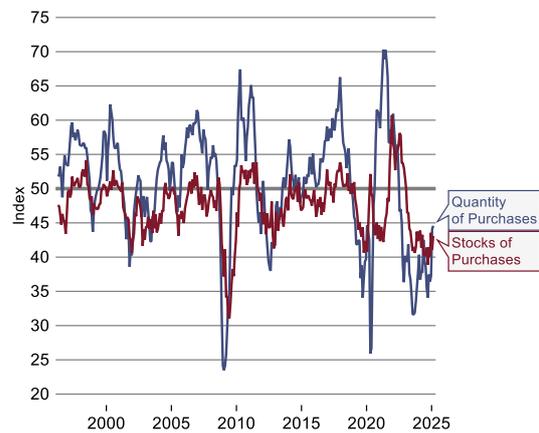


Der Beschäftigungsabbau hat sich zuletzt kräftig beschleunigt. Mittlerweile reduzieren die Unternehmen seit Mitte 2023 Monat für Monat ihr Personal. Mit der sich andeutenden Stabilisierung der Produktion ist es jedoch möglich, dass die Unternehmen allmählich umschwenken und die Stellenkürzungen in den kommenden Monaten zu einem Ende kommen.

Die Nachfrage bleibt schwach. Zwar kann man eine Stabilisierung erkennen, aber die Tatsache, dass sich die Lieferzeiten im Februar verkürzt haben, ist ein Zeichen für die freien Fertigungs- und Transportkapazitäten. Darüber hinaus findet beim Lagerzyklus bislang kein Richtungswechsel statt, vielmehr setzt sich die

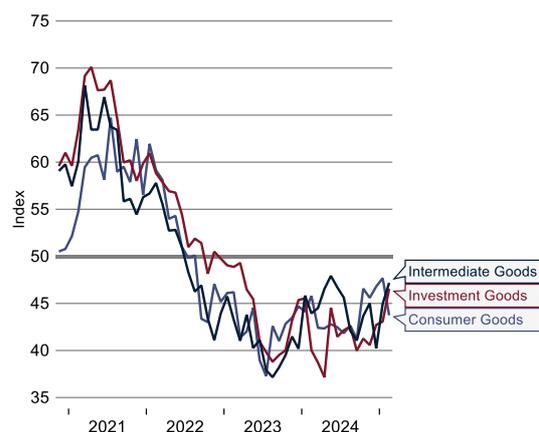
Reduzierung der Bestände fort, sowohl bei den Fertigwaren als auch bei den Vormaterialien.

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



Der Geschäftsausblick hat sich erneut verbessert, wenngleich nicht so deutlich wie zum Jahresbeginn. Viel wird jetzt davon abhängen, wie rasch die Regierungsbildung erfolgt und wie mutig oder zaghaft die Pläne sind, mit denen die neue Regierung gedenkt, die Wirtschaftswende einzuleiten.

#### HCOB Germany Manufacturing PMI, Sectors (Feb 2025)

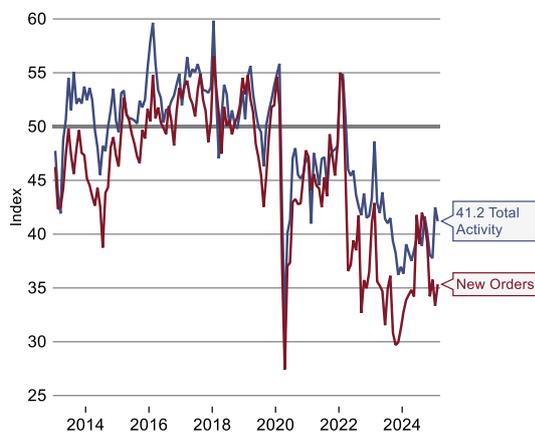


Unter anderem wird ein überzeugender Investitionsplan zur Modernisierung der öffentlichen Infrastruktur notwendig sein, um die Rahmenbedingungen in Deutschland nachhaltig zu verbessern.

## Bausektor in tiefer Rezession

Der Bausektor ist immer noch weit von einer Erholung entfernt. Nach einem kräftigen Anstieg des Index im Januar konnten die Unternehmen nicht an diese etwas erfreulichere Entwicklung anknüpfen, sondern berichteten mehrheitlich erneut von einer vergleichsweise niedrigeren Aktivität. Dies lässt sich sowohl für den Wohnungsbausektor, als auch die Gewerbeimmobilien sowie den Tiefbau beobachten. Am tiefsten bleibt die Rezession im Wohnungsbausektor, am schwächsten ist sie im Tiefbau ausgeprägt. Sollte eine neue Regierung sich dazu durchringen, ein umfangreiches Infrastrukturprogramm zu implementieren, käme dies vermutlich vor allem dem Tiefbau zugute. Der Konjunkturimpuls würde indirekt aber auch den anderen Sektoren des Bausektors helfen.

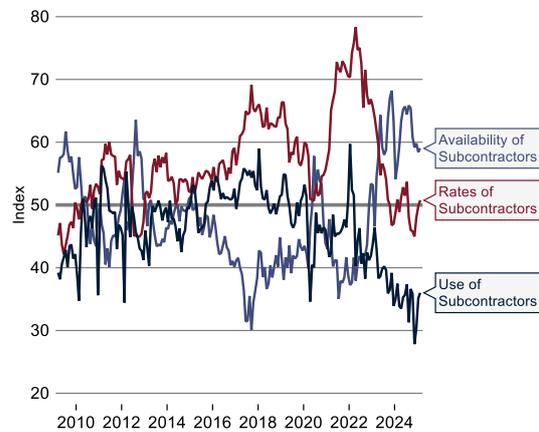
### HCOB Germany Construction PMI, Total Activity & New Orders (Feb 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Auftragseingänge sind im Bausektor weiterhin Mangelware. Seit dem Frühjahr 2022 gehen die Aufträge Monat für Monat zurück. Konjunkturelle Anzeichen dafür, dass die Bauwirtschaft demnächst wieder mehr Aufträge erhalten könnte, gibt es derzeit keine. Vor diesem Hintergrund bauen die Unternehmen auch weiterhin Personal ab, wobei das Abbautempo seit fünf Monaten mehr oder weniger unverändert ist.

### HCOB Germany Construction PMI, Subcontractors (Feb 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Im Hinblick auf die zukünftige Geschäftstätigkeit arbeiten sich die Unternehmen allmählich aus dem komplett depressiven Tal heraus. Tatsächlich ist der Index zukünftige Aktivität auf den höchsten Stand seit Februar 2022 gestiegen. Die meisten Firmen sind zwar immer noch der Meinung, dass die Aktivität in einem Jahr niedriger ausfallen wird als das heute der Fall ist, aber der seit drei Monaten anhaltende Trend steigenden Optimismus sollte nicht gänzlich übersehen werden.

Ein Blick auf die niedrige Kapazitätsauslastung im Bausektor, die man beispielsweise anhand der seit rund zwei Jahren steigenden Verfügbarkeit von Subunternehmen ablesen kann, zeigt, dass ein Konjunkturprogramm im Moment besonders effektiv wäre. Denn bei einer geringen Auslastung würden neue Aufträge ohne besondere Preissteigerungen absorbiert werden können. So gesehen ist derzeit ein guter Zeitpunkt, um die Wirtschaft mit einem staatlichen Infrastrukturprogramm wieder in Schwung zu bringen.

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

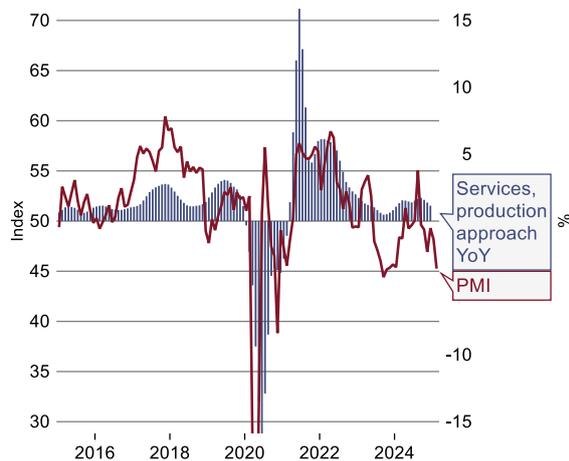
# Frankreich

## Dienstleistungssektor weiter gedämpft

Der Dienstleistungssektor Frankreichs knüpft an die Rezession vom Vorjahr an. Im Januar hat der HCOB PMI für Dienstleistungen den Eindruck hinterlassen, dass das Jahr 2025 eine Herausforderung darstellen wird.

Innenpolitische Unsicherheit dämpfte die Produktion, so einige Panelmitglieder, während andere die Verlangsamung auf eine schwächere Kundennachfrage und ein gedämpftes Vertrauen in den Zustand der Wirtschaft zurückführen. Man kann den Unternehmen die Verunsicherung vor allem wegen der politischen Situation kaum übel nehmen. Frankreichs Premierminister Francois Bayrou kämpft um das politische Überleben und gleichzeitig für ein Budget für 2025, das den Erwartungen hinsichtlich fiskalischer Nachhaltigkeit von der EU-Kommission und den Finanzmärkten entspricht.

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

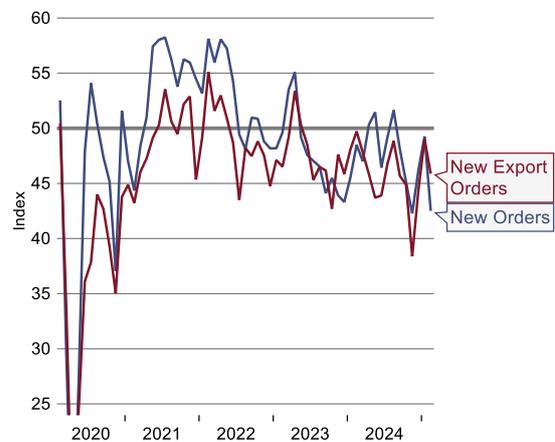


Source: Macrobond, HCOB Economics, INSEE, S&P Global

Die EZB wird bei der Preisentwicklung nicht beruhigt sein. Frankreich, als eine der wichtigsten Volkswirtschaften der Eurozone, verstärkt mit den Inputpreisen die Sorgen der EZB vor einem Wiederaufflammen der Dienstleistungsinflation. Es ist nicht so sehr der

Indexwert, da dieser unter dem historischen Schnitt liegt, sondern eher die Tatsache, dass die Preise trotz schwacher Nachfrage störrisch hoch bleiben. Die befragten Unternehmen führten Lohndruck, höhere Preise von Zulieferern sowie höhere Kraftstoff- und Energiekosten an. Erschwerend kommt hinzu, dass die Nachfrage nach Dienstleistungen so schwach ist, dass mittlerweile die Preise für Endkunden fallen.

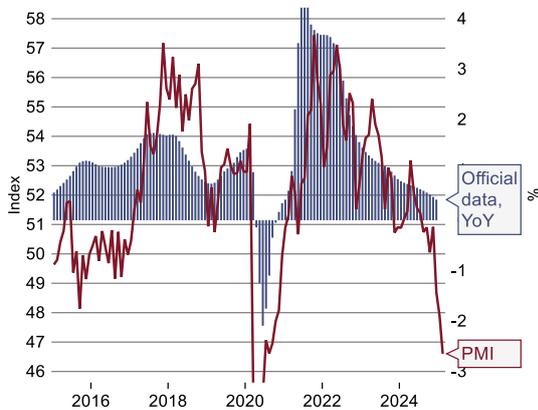
### HCOB France Services PMI, Order Situation (Feb 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Der Blick nach vorn ist nun äußerst verhalten. Französische Dienstleistungsunternehmen klagen über schrumpfende Aufträge sowohl aus dem Inland als auch aus dem Ausland. Wobei die ausländischen Auftragseingänge zum Vormonat deutlich in Richtung Stagnation gesprungen sind. Die künftige Aktivität ist hingegen zum Vormonat deutlich gefallen, kann aber weiterhin stagnieren. Daher ist es kaum erstaunlich, dass Dienstleister mittlerweile ersatzlose Entlassungen vornehmen. Einziger Trost ist, dass lediglich Menschen entlassen werden, die das Unternehmen freiwillig verlassen oder deren Verträge auslaufen. Die französische Politik wird rasch handeln müssen, um politische Stabilität zu schaffen und tiefere Verwerfungen auf dem Arbeitsmarkt zu verhindern.

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

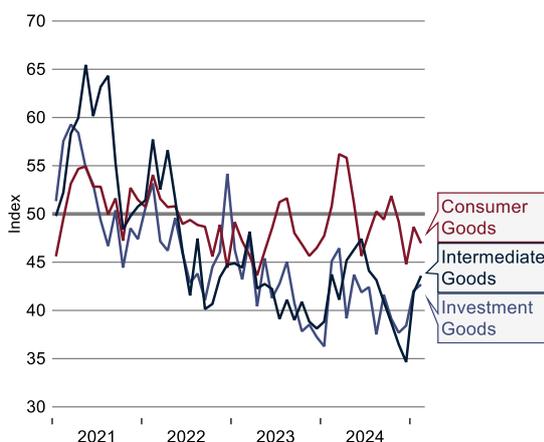


Source: Macrobond, HCOB Economics, INSEE, S&P Global

### Politische Unsicherheit belastet verarbeitendes Gewerbe

Frankreichs Industrie bleibt in einer tiefen Rezession. Der HCOB PMI für das verarbeitende Gewerbe stieg im Januar zwar deutlich auf 45,3 Punkte, bleibt aber weiterhin unter der Wachstumsschwelle von 50. Der Output-Index schrumpft nun bereits seit 32 Monaten in Folge. Anekdotischen Berichten zufolge ist das politische Klima in Frankreich für die Industrie besonders besorgniserregend.

### HCOB Manufacturing France PMI, Output by sector (Feb 2025)



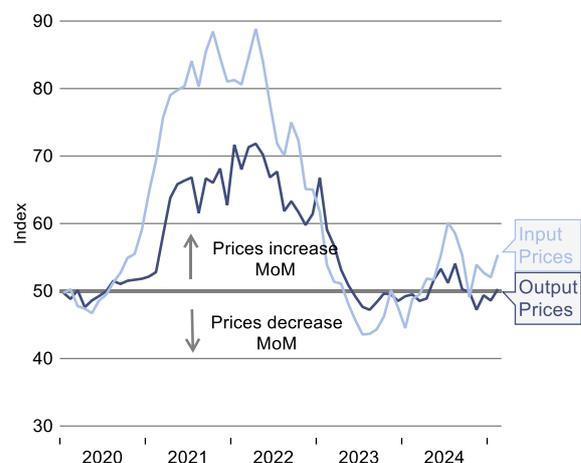
Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Zwar konnte die neue Regierung unter François Bayrou ein Misstrauensvotum Mitte

Januar überleben, aber die Verabschiedung des Budgets für 2025 Mitte Februar erscheint alles andere als sicher. Langfristige Planungssicherheit und ein Ende der politischen Richtungsstreitigkeiten in Paris könnten dem Land und damit auch dem verarbeitenden Sektor aus der Krise helfen.

Wettbewerbsdruck schlägt sich in den Preisen nieder. Die Inputpreise wachsen zwar noch, aber im historischen Kontext relativ schwach. Auftrieb für die Preise kommt nach Aussagen der befragten Industrieunternehmen durch spezifisch höhere Stückkosten für Materialien wie Holz, Pappe und Transport. Die schwache Nachfrage im Sektor sorgt jedoch dafür, dass Industrieunternehmen ihre Outputpreise senken, da der Wettbewerb aufgrund der schwachen Nachfragesituation in Frankreich intensiver wird.

### HCOB France Manufacturing PMI, Prices (Feb 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

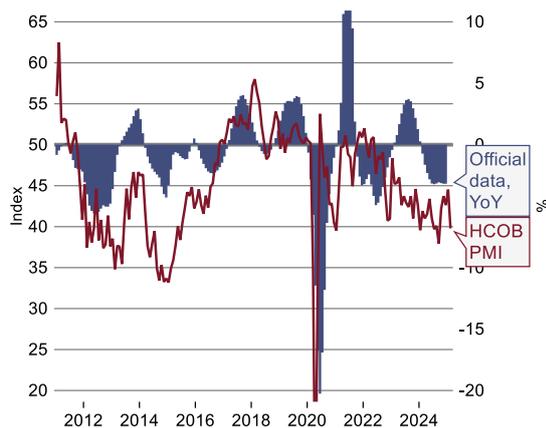
Der Ausblick bleibt pessimistisch. Die Auftragseingänge im In- und Ausland stiegen zwar im Vergleich zum Vormonat, verharren jedoch im Schrumpfungsbereich. Geopolitische Spannungen belasten internationale Aufträge, während einige Unternehmen geringere Verkäufe in Afrika melden. Die Erwartungen über den zukünftigen Output sinken weiterhin, jedoch zeigt sich im Vergleich zu Dezember

eine deutliche Verbesserung. Dennoch, aufgrund dieser Unsicherheit bleiben französische Industrieunternehmen bei der Beschäftigung zurückhaltend und entlassen vor allem befristet Beschäftigte.

### Verbesserung, dennoch Krise im Bausektor

Der französische Bausektor kriselt ohne Aussicht auf Besserung. Der HCOB Bausektor PMI stieg im Januar leicht, bleibt aber deutlich im schrumpfenden Bereich. Der Tiefbau ist der einzige Lichtblick mit moderatem Wachstum, während Wohnungsbau und kommerzieller Bau weiterhin in einer schweren Krise stecken. Der EZB dürfte der Bausektor mit Blick auf Zinssenkungen besonders am Herzen liegen. Allerdings fokussieren sich die Mitglieder des EZB-Rates zu Beginn von 2025 vermehrt auf den anhaltenden Inflationsdruck, insbesondere aus dem Dienstleistungssektor. Daher ist die Bereitschaft, schnell und drastisch die Finanzierungsbedingungen zu verbessern, aktuell begrenzt. Rasche Abhilfe von der geldpolitischen Front ist für französische Bauunternehmen wohl nicht zu erwarten.

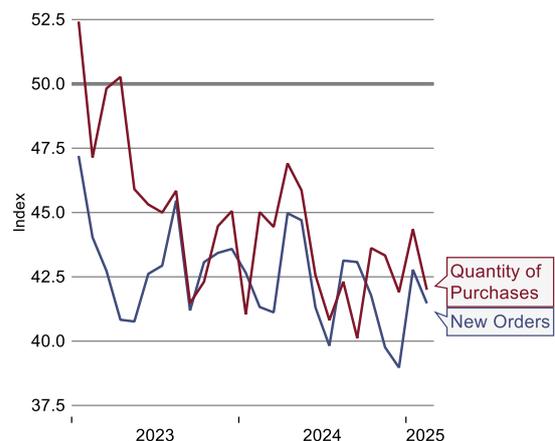
### HCOB France Construction PMI, Activity vs. official construction data (Feb 2025)



Kostensteigerungen sind eine Realität im Bausektor. Obwohl die gesamtwirtschaftliche Inflation gemäß dem Verbraucherpreisindex für Januar unter dem EZB-Inflationsziel von 2 % liegt, bleibt der Inputkostendruck für

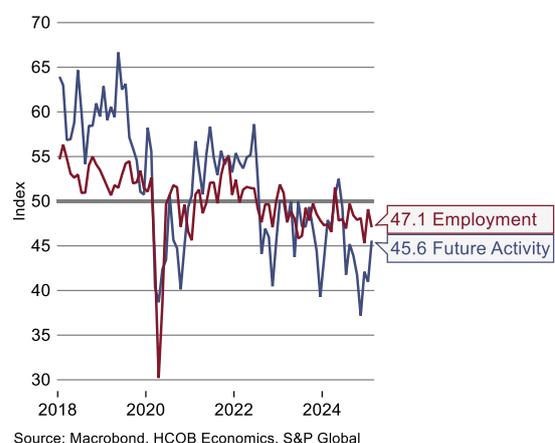
französische Bauunternehmer laut HCOB Bausektor PMI hoch, wenn auch unter dem historischen Durchschnitt. Einziger Vorteil dieser Krise ist, dass die Preise für Subunternehmer mittlerweile wieder fallen.

### HCOB France Construction PMI, Orders & Purchases (Feb 2025)



Dies ist jedoch auch ein Zeichen der aktuell limitierten Preissetzungsmacht der Subunternehmer in diesem Marktumfeld. Man mag kaum noch vorausblicken im Bausektor. Das Jahr 2025 dürfte für französische Bauunternehmer äußerst ernüchternd ausfallen. Die Auftragsbücher leeren sich in einem deutlichen Tempo, und die künftige Aktivität fällt nun den achten Monat in Folge.

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



Verantwortliche machen sich große Sorgen um die Nachfragedynamik. Daher ist es nicht erstaunlich, dass Bauunternehmen Entlassungen vornehmen, wenn auch im Vergleich zum Vormonat in einem langsameren Tempo. Einige Surveyteilnehmer berichteten, dass ausscheidende Mitarbeiter nicht ersetzt wurden, während andere erklärten, dass die Personalkapazität entsprechend der geringeren Aktivität reduziert wurde.

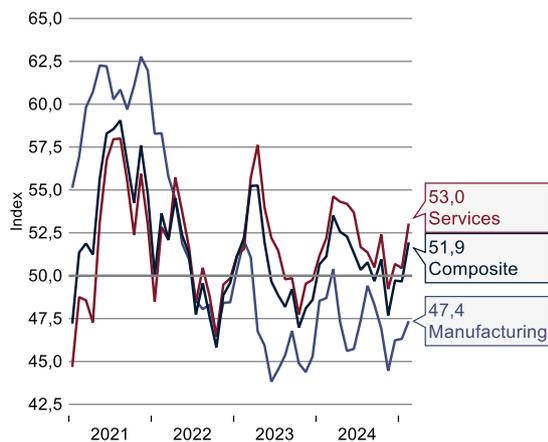
Dr. Tariq Chaudhry  
Economist  
Tel.: +49 171 5466753  
E-Mail: [tariq.chaudhry@hcob-bank.com](mailto:tariq.chaudhry@hcob-bank.com)

# Italien

## Es geht weiter aufwärts

Endlich gute Nachrichten für Italien. Zum ersten Mal seit vier Monaten ist der HCOB Composite PMI wieder im Wachstumsbereich. Dies ist hauptsächlich auf die starke Leistung im Dienstleistungssektor zurückzuführen, während der verarbeitende Sektor sich von einem schwachen Niveau aus etwas verbessert hat.

### HCOB Italy PMI, Activity (Feb 2025)



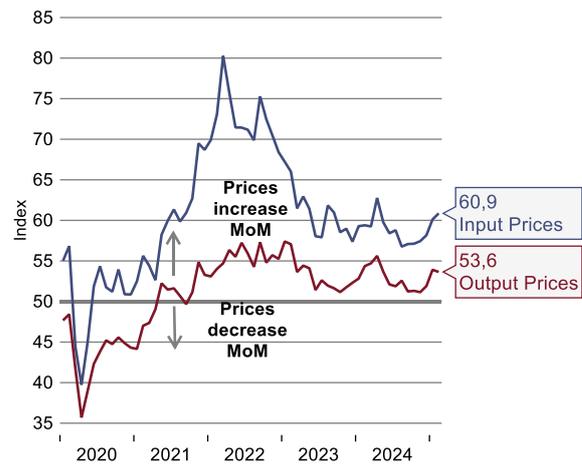
Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Die Aktivität im italienischen Dienstleistungssektor stieg im Februar deutlich an. Unternehmen berichteten von höheren Umsätzen und der Gewinnung neuer Kunden. Dies spiegelt sich auch in der Auftragslage wider. Neue Aufträge wuchsen nach zwei Monaten des Rückgangs wieder. Obwohl die Auslandsaufträge aufgrund der schwachen europäischen Wirtschaft weiterhin rückläufig sind, deutet ein leichter Aufwärtstrend auf steigende Indizes hin.

Die etwas bessere Auftragslage wirkt sich direkt auf Neueinstellungen und Auftragsbestände aus. Italienische Dienstleistungsunternehmen stellten im Februar mehr neue Mitarbeiter ein. Dies ist teilweise auf die Bildung von

Auftragsbeständen zurückzuführen, die zusätzliche Arbeitskräfte erfordern, um abgearbeitet zu werden.

### HCOB Italy Services PMI, Prices (Feb 2025)



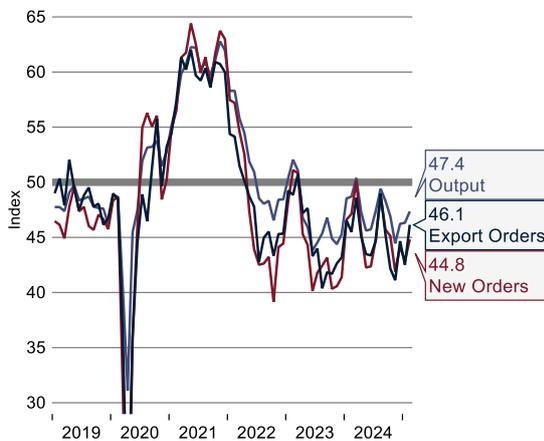
Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Auf der Preisfront zeichnet sich ein unangenehmer Trend ab. Der Kostendruck auf Dienstleister nimmt zu. Steigende Personal- und Energiekosten sowie höhere Servicegebühren werden von den Dienstleistungsunternehmen als Preistreiber identifiziert. Diese Kosten werden an die Kunden weitergegeben. Der entsprechende HCOB-Preisindex liegt deutlich über dem historischen Durchschnitt.

### Italienische Industrie bleibt krisengebeutel

Das Sentiment unter Italiens Industrieunternehmen bleiben düster. Der Produktionsindex blieb unter dem Schwellenwert von 50. Der Jahresbeginn war enttäuschend, aber vorhersehbar. Strukturelle Probleme wie erhöhte Energiekosten und eine schwache Wirtschaftstätigkeit bei wichtigen Handelspartnern wie Deutschland, Frankreich und China tragen zum anhaltenden Wirtschaftsabschwung bei.

### HCOB Italy Manufacturing PMI, Output & Orders (Feb 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

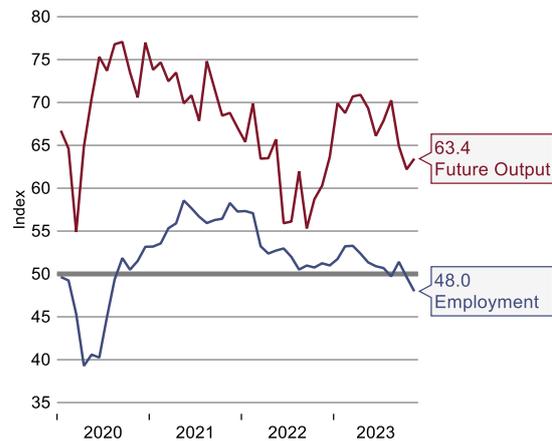
Italienische Fabriken produzierten zu Jahresbeginn weniger. Mit dem anhaltenden Rückgang neuer Aufträge wurde die Produktion reduziert, um die Kosten im Zaum zu halten. Anzeichen für eine Verbesserung sind rar, da sowohl inländische als auch ausländische Auftragsbücher einbrechen.

Die Auftragseingänge aus dem Ausland sind besonders schwach, da Deutschland und Frankreich mit politischer Unsicherheit zu kämpfen haben. Auch der zukünftige Handel mit den USA ist mit Unsicherheit behaftet. Werden die Zölle eingeführt und in welcher Höhe? Die USA waren 2023 Italiens zweitwichtigstes Exportziel mit einem Anteil von 10,7 % an den Gesamtexporten, was Italien zu einem der Länder in der Eurozone macht, die am stärksten von möglichen US-Zöllen betroffen sind.

Bei der Preisgestaltung sind gegensätzliche Mechanismen am Werk. Die Inputkosten im verarbeitenden Gewerbe sind gestiegen, hauptsächlich aufgrund eines weiteren Anstiegs der volatilen Rohstoff- und Transportkosten. Umgekehrt sind die Output-Gebühren den fünften Monat in Folge weiter gesunken, was die schwache Nachfragesituation der Hersteller widerspiegelt,

die versuchen, die Nachfrage anzukurbeln, um ihre Umsätze aufrechtzuerhalten.

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



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

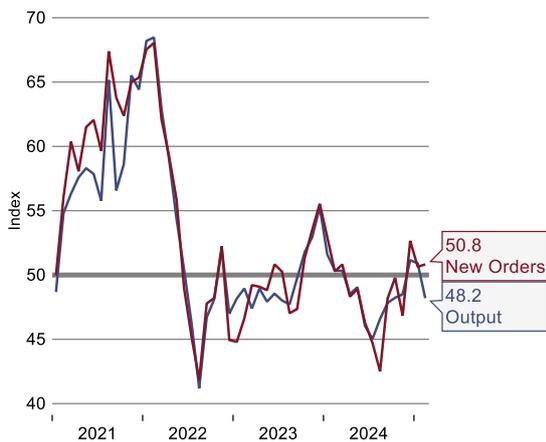
Die Situation wird für die Beschäftigten im verarbeitenden Gewerbe immer unangenehmer. Der entsprechende Beschäftigungsindex signalisiert seit vier Monaten in Folge einen Stellenabbau, da eine Reihe auslaufender Verträge nicht verlängert werden. Dennoch blicken die Hersteller optimistischer in die Zukunft. Sie hoffen, dass das neue Jahr politische Stabilität unter den Handelspartnern bringt und Möglichkeiten schafft, neue Kunden zu gewinnen.

### Krise trifft italienischen Bausektor

Italien enttäuscht die Eurozone. Nach zweimonatigem leichtem Wachstum ist der HCOB Bausektor PMI im Februar in den Schrumpfungsbereich gefallen, wie auch die anderen großen Volkswirtschaften der Eurozone. Besonders schnell schrumpft die Aktivität im Tiefbau, während die Wohnbauaktivität den größten Rücksetzer zum Vormonat verzeichnet. Die kommerzielle Aktivität befindet sich nur marginal im Schrumpfungsbereich. Die aktuelle Schwäche des italienischen Bausektors lässt sich auf das Auslaufen wichtiger Förderprogramme (wie den Superbonus), allgemeine wirtschaftliche Unsicherheit und anhaltende bürokratische

Hürden zurückführen. Diese Faktoren erschweren Investitionen und verzögern Bauprojekte erheblich.

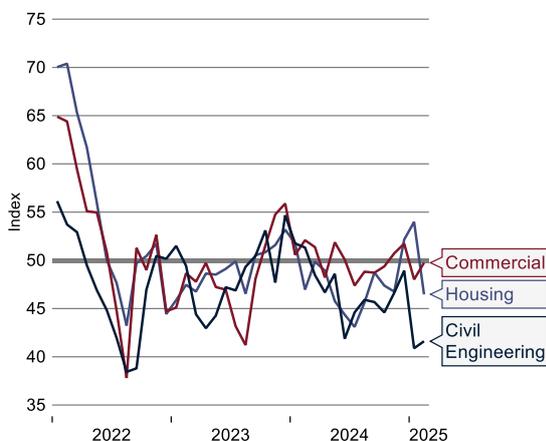
### HC OB Italy Construction PMI, Output & New Orders (Feb 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Preise steigen schneller. Die nachfrageseitige Eintrübung trifft auf weiter steigende Inputpreise. Diskussionsteilnehmer berichteten von gestiegenen Rohstoffkosten und erhöhten Preislisten bei Lieferanten. Interessant ist, dass sogar die Preise für Subunternehmer stabil ansteigen. Ein Blick auf den Subindex für die Nutzung von Subunternehmen zeigt jedoch, dass die Preissteigerungen demnächst abkühlen könnten.

### HC OB Italy Construction PMI, Activity by sector (Feb 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Der Blick in die Zukunft ist nicht so dramatisch. Die befragten Unternehmen bleiben hoffnungsvoll, was im Vergleich zu anderen großen europäischen Staaten außergewöhnlich ist. Italienische Bauunternehmen verzeichnen weiterhin Auftragseingänge, wenn auch in langsamerem Tempo. Die künftige Aktivität wächst stärker als im Vormonat, bleibt jedoch unter dem historischen Durchschnitt. Erwartete neue Auftragseingänge und bereits gesicherte Geschäfte tragen zur positiven Stimmung bei. Dies hält die Beschäftigung im Bausektor auf Trab. Die Befragten brachten den Anstieg des Beschäftigungsniveaus mit der gestiegenen Arbeitsbelastung in Verbindung.

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

# Spanien

## Wachstum im Dienstleistungssektor schwächt sich weiter ab

Der spanische Privatsektor setzt seinen starken wirtschaftlichen Kurs fort. Der HCOB PMI stieg im Februar leicht von einem bereits komfortablen Niveau an. Der Dienstleistungssektor fungiert als treibende Kraft, während der verarbeitende Sektor zum ersten Mal seit Monaten geschrumpft ist. Somit vergrößert sich die Kluft zwischen den beiden Sektoren. Die allgemeine industrielle Schwäche in Europa scheint zunehmend auch Spanien zu betreffen. Der Dienstleistungssektor bleibt jedoch stark.

### HCOB Spain PMI, Composite & Services & Manufacturing (Feb 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Der Preisdruck im spanischen Dienstleistungssektor steigt. Die Inputpreise haben ein Einjahreshoch erreicht, wobei Löhne weiterhin eine dominierende Rolle spielen. Unternehmen versuchen, diese Kostensteigerungen so weit wie möglich an die Kunden weiterzugeben. Die Lohnentwicklung im Dienstleistungssektor wird häufig von der EZB erwähnt, die mit diesem Muster wahrscheinlich nicht zufrieden ist. Laut den jüngsten HCOB PMI-Daten wurde auch im Dienstleistungssektor der Eurozone ein Trend steigender Inputpreise beobachtet.

### HCOB Spain Services PMI, Prices (Feb 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Die Aktivität im spanischen Dienstleistungssektor bleibt hoch, was die befragten Unternehmen auf bessere Verkaufszahlen zurückführen. Die Nachfrage bleibt hoch, unterstützt durch eine weiterhin robuste Auftragslage. Auslandsaufträge sind den dritten Monat in Folge gewachsen. Infolgedessen bleibt der Ausblick optimistisch, und Unternehmen versuchen, mehr Arbeitskräfte einzustellen, um mit der höheren Aktivität Schritt zu halten und zu verhindern, dass die Auftragsbestände aufgrund der hohen Arbeitsbelastung weiter zunehmen.

### Verarbeitendes Gewerbe nun in der Rezession

Die Stimmung in der spanischen verarbeitenden Industrie erlitt im Februar einen Dämpfer. Laut dem HCOB PMI-Index konnte der spanische verarbeitende Sektor in den letzten 12 Monaten einen Rückgang vermeiden, im Gegensatz zu vielen seiner europäischen Pendanten. Diese Widerstandsfähigkeit spiegelte sich in den harten Daten wider, wobei die Industrieproduktion in drei von vier Quartalen des letzten Jahres stieg. Dieser positive Trend hat nun jedoch ein Ende gefunden. Der Februar markierte den ersten, wenn auch

marginalen, Rückgang im verarbeitenden Sektor.

### HCOB Spain Manufacturing PMI, Output & Orders (Feb 2025)



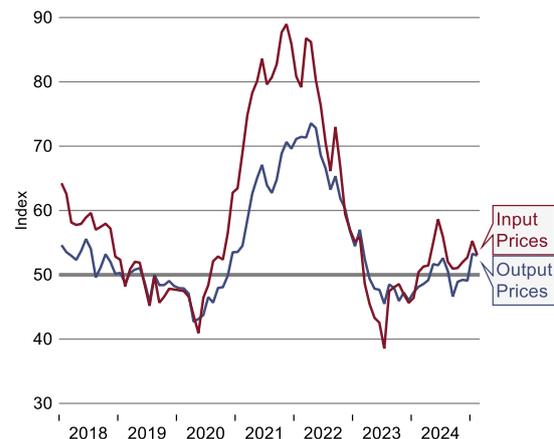
Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Der erste Rückgang seit über einem Jahr wird sowohl auf stagnierende Produktion als auch auf fallende Aufträge zurückgeführt. Während die Produktion einen leichten Anstieg verzeichnete, war dies größtenteils auf die Abarbeitung bestehender Auftragsbestände zurückzuführen, wie von den Befragten berichtet wurde. Die Auftragslage ist besonders besorgniserregend. Geopolitische Unsicherheiten werfen einen Schatten auf das Geschäft, was zu stornierten oder verschobenen Investitionen in der Fertigung und reduzierter Aktivität führt. Die Schwäche wichtiger Handelspartner in der Eurozone verschärft dieses Problem. Darüber hinaus schafft die Aussicht auf verschiedene US-Zölle, obwohl sie wahrscheinlich nicht so stark auf Spanien wie auf Deutschland und Italien wirken, dennoch ein Maß an Unsicherheit, das Geschäftsentscheidungen beeinflusst.

Auf der positiven Seite sind die Preisentwicklungen etwas ermutigend. Nach Monaten des steigenden Inputpreisdrucks gab es im Februar eine leichte Entspannung. Dennoch treiben Rohstoff- und Lieferantenkosten weiterhin die Inputpreise in die Höhe. Einige Unternehmen haben diese

höheren Kosten an die Kunden weitergegeben, aber der allgemeine Preisdruck bleibt im normalen Bereich und ist nicht übermäßig besorgniserregend.

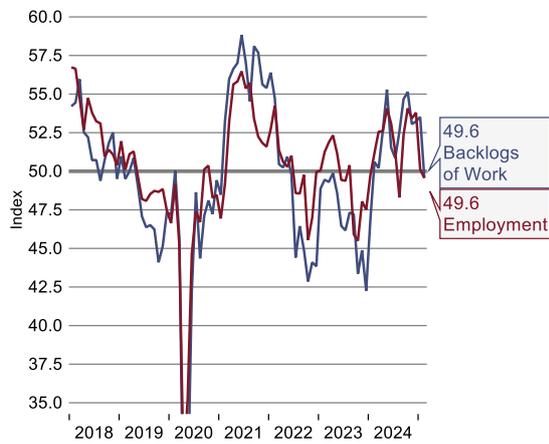
### HCOB Spain Manufacturing PMI, Prices (Feb 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Ein genauerer Blick auf die Teilsektoren zeigt einige Unterschiede. Konsumgüter sind weiterhin im Aufschwung, im Gegensatz zu Investitionsgütern, die den zweiten Monat in Folge zurückgehen, wahrscheinlich aufgrund von Investitionsunsicherheit. Der Sektor der Zwischenprodukte bleibt im Wachstumsbereich, hat jedoch nur eine marginale Verbesserung gesehen. Während groß angelegte Entlassungen spanische Arbeiter wahrscheinlich nicht treffen werden, ist der Beschäftigungsindex zum ersten Mal seit langer Zeit wieder in den Kontraktionsbereich gefallen. Trotz dieser Herausforderungen bleibt der zukünftige Ausblick unter den Herstellern vorsichtig optimistisch.

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



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

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

**FINANZINDIKATOREN**

# Prognosen

**Prognosen der Hamburg Commercial Bank**

	2/7/2025	3/31/2025	6/30/2025	9/30/2025	12/31/2025	3/31/2026
<b>Zinssätze</b>						
<b>USA</b>						
fed funds (Zielzone) (%)	4.50	4.25	4.00	4.00	4.00	4.25
SOFR (%)	4.33	4.05	3.80	3.80	3.80	4.05
2-jährige Staatsanleihen	4.21	4.10	4.05	4.10	4.20	4.30
5-jährige Staatsanleihen	4.28	4.40	4.30	4.40	4.55	4.60
10-jährige Staatsanleihen	4.45	4.50	4.40	4.50	4.70	4.75
2-jährige Swapsatz (SOFR) (%)	4.32	4.20	4.15	4.20	4.30	4.40
5-jährige Swapsatz (SOFR) (%)	4.25	4.40	4.30	4.40	4.55	4.60
10-jährige Swapsatz (SOFR) (%)	4.27	4.35	4.25	4.35	4.55	4.60
<b>Eurozone</b>						
Tendersatz (%)	2.90	2.65	2.40	2.40	2.40	2.40
Einlagenzinssatz (%)	2.75	2.50	2.25	2.25	2.25	2.25
3-Monats-Euribor (%)	2.54	2.35	2.20	2.20	2.35	2.35
2-jährige Bundesanleihen (%)	2.05	1.80	1.90	2.00	2.10	2.20
5-jährige Bundesanleihen (%)	2.15	2.20	2.20	2.20	2.25	2.35
10-jährige Bundesanleihen (%)	2.37	2.35	2.30	2.25	2.30	2.40
2-jährige Swapsatz (%)	2.18	2.10	2.20	2.30	2.40	2.50
5-jährige Swapsatz (%)	2.21	2.50	2.50	2.50	2.55	2.65
10-jährige Swapsatz (%)	2.30	2.60	2.55	2.50	2.55	2.65
<b>Wechselkurse</b>						
Euro/US-Dollar	1.04	1.02	1.00	1.02	1.03	1.05
Euro/GBP	0.84	0.82	0.82	0.83	0.84	0.85
US-Dollar/Yen	151.72	160	160	150	150	145
US-Dollar/Yuan	7.29	7.37	7.45	7.40	7.35	7.30
<b>Rohöl</b>						
Öl (Brent), USD/Barrel	76.58	80	80	75	75	70
<b>Aktienindizes</b>						
Dax	21902	20400	20600	20300	20000	19700
Stoxx Europe 600	545	527	535	529	523	517
S&P 500	6084	6250	6400	6550	6250	5950

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	2.6	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	0.6	0.8	1.0	0.4	-0.4	0.3	0.4	0.2	0.3	0.1	0.2	0.4	0.6
Deutschland	-0.2	0.4	0.7	0.1	-0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.1	0.2	0.1	0.3
Frankreich	1.1	0.8	1.3	0.4	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.2	0.3	0.4	0.6	0.7
Italien	0.5	0.2	0.6	0.0	0.0	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Spanien	3.2	2.0	1.9	0.8	0.8	0.3	0.3	0.4	0.3	0.6	0.4	0.4	0.4

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



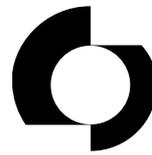
Jonas Feldhusen  
Junior Economist  
Tel.: +49 151 22942945  
E-Mail: jonas.feldhusen@hcob-bank.com



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

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

Jonas Feldhusen  
Junior Economist  
Tel.: +49 151 22942945

Norman Liebke  
Economist  
Tel.: +49 171 5466753

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

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. März 2025

Das Glossar zu unseren Publikationen finden Sie auf der Homepage der Hamburg Commercial Bank unter [http://www.hcob-bank.de/publikationen\\_glossar](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.