

FOKUS EIN JAHR MACRON

7. Mai 2018

Emmanuel Macron ist ein Jahr als französischer Präsident im Amt. Zeit, Bilanz zu ziehen. Lässt man die vergangenen Monate Revue passieren, dann hat Macron bereits einiges von seiner Reformagenda umgesetzt. Weitere Projekte sind avisiert. Sein Tempo ist beeindruckend und lässt seinen Gegnern kaum Luft zum Atmen. Wird dadurch das Wachstum Frankreichs langfristig angeschoben? Lesen Sie mehr dazu auf den folgenden Seiten.

Ein Jahr Emmanuel Macron: Eine Bilanz

Executive Summary

Die Amtszeit von Emmanuel Macron als französischer Präsident jährt sich. Zeit, Bilanz zu ziehen. In den vergangenen Monaten hat er bereits eine ganze Reihe von Reformen – wie zum Beispiel eine Arbeitsmarktreform – verabschiedet. Weitere wichtige Reformvorhaben werden derzeit in Angriff genommen oder befinden sich in Vorbereitung. Im Wahlkampf hatte er angekündigt, Frankreich umfassend erneuern zu wollen und genau das setzt er derzeit um, was auf zunehmenden Widerstand seitens der Bevölkerung trifft. Anscheinend hatte man nicht damit gerechnet, dass er hält, was er verspricht bzw. seine Gegner bringen sich immer mehr in Stellung. Auch seine Europapolitik ist sehr ambitioniert: Er möchte ein neues Europa erschaffen, das mutig seinen Weg in Richtung mehr europäischer Integration geht, mit klaren Zielsetzungen und Projekten. Dazu hat er viele Ideen präsentiert, die wohl nicht alle oder nur in angepasster Form die Zustimmung der anderen EU-Länder finden werden. Doch seine „Initiative für Europa“ hat frischen Wind in die europäische Politik gebracht, denn die anderen Ländern müssen sich dadurch zur Zukunft Europas positionieren. Durchwurschteln allein reicht nicht mehr. Wenn Emmanuel Macron es schafft, seine umfangreichen Reformen tatsächlich in seiner Amtszeit zu implementieren, könnte dies eine große Chance für Frankreich sein und das Land auf einen neuen Wachstumspfad heben.

Ein Jahr Emmanuel Macron: Eine Bilanz

Anfang Mai 2017 wurde Emmanuel Macron überraschend zum neuen französischen Präsidenten gewählt, in den etwas später stattfindenden Parlamentswahlen erhielt seine erst kürzlich gegründete Partei „La République en Marche“ die absolute Mehrheit. Jetzt jährt sich seine Amtszeit. Macron ist angetreten mit dem Anspruch, Frankreich umfassend zu reformieren und fit für die Herausforderungen der Zukunft zu machen. Er selbst nennt das Transformation, übersetzt aus dem französischen „transformation“. In seinem Wahlprogramm hat er ambitionierte Reformvorhaben anvisiert, doch was ist aus der Umsetzung seiner Pläne in den vergangenen Monaten geworden? Er hat die Messlatte für die Einschätzung seiner Leistung hoch gehängt, jetzt wird er danach beurteilt.

Macron legt gutes Reformtempo vor

Bereits umgesetzt hat Macron eine Arbeitsmarktreform, die den Unternehmen mehr Spielraum für Verhandlungen und Vereinbarungen auf betrieblicher Ebene gibt. Die höhere Flexibilität macht die Unternehmen wettbewerbsfähiger und generiert so Wachstumsimpulse. Nicht angegangen werden in der Reform die hohen Arbeitskosten sowie die große Anzahl an Langzeitarbeitslosen. Letzteres soll indirekt über eine Reform der Weiterbildung gelingen (siehe unten). Abgeschafft ist auch die Vermögenssteuer auf so gut wie alle Werte außer Immobilien. Dieser Schritt hat den Präsidenten in den Augen vieler Franzosen zu einem „Präsidenten für die Reichen“ gemacht. Macron widerspricht diesen Vorwürfen mit dem Argument, dass Arbeitsplätze nur von Unternehmen geschaffen werden können. Dazu muss das Kapital im Land gehalten werden. Mit der Senkung der Unternehmenssteuer schrittweise von derzeit 33,3 % auf 25 % im Jahr 2022 erleichtert er den Unternehmen weiter den Wettbewerb. Bei der Besteuerung von Kapitalerträgen hat Macron einen einheitlichen Satz von 35 % eingeführt. Die Privathaushalte sollen ebenfalls von sinkenden Steuern profitieren: Stufenweise wird die Wohnsteuer für 80 % der Haushalte bis 2020 abgesenkt. 2018 wird diese in einem ersten Schritt um 30 % reduziert, auf mittlere Sicht wird jeder von der Senkung betroffene Haushalt im Durchschnitt um 550 Euro im Jahr entlastet. Ab Jahresbeginn 2018 werden die Arbeitnehmerbeiträge für die Arbeitslosenversicherung und die Krankenversicherung in zwei Schritten abgeschafft. Diese Maßnahme wird durch eine Erhöhung der allgemeinen Sozialsteuer (CSG) um 1,7 % gegenfinanziert. Personen mit Mindestgehalt und die Mehrheit der Selbstständigen dürften von dieser Umfinanzierung begünstigt werden. Darüber hinaus hat Macron das politische Leben neu geordnet – seit dem vergangenen Jahr ist es Abgeordneten beispielsweise untersagt, ihre Familienangehörigen zu beschäftigen –, und er fährt eine striktere Linie in der Sicherheits- sowie Asyl- und Zuwanderungspolitik.

Übersicht der wichtigsten Reformen von Macron

Reform	Status	Beschreibung
Arbeitsmarkt	verabschiedet (09/2017)	Lockerung des Kündigungsrechts, Stärkung von Betriebsvereinbarungen
Vermögenssteuer	verabschiedet (10/2017)	Abschaffung der Vermögenssteuer für alle Werte bis auf Immobilien
Unternehmenssteuer	verabschiedet (09/2017)	Senkung der Unternehmenssteuer von 33,3 % schrittweise auf 25 % bis zum Jahr 2020
Kapitalsteuer	verabschiedet (01/2018)	Kapitaleinkünfte mit 35 % besteuert
Wohnsteuer	verabschiedet (01/2018)	schrittweise Senkung der Wohnsteuer
Sozialsteuer (CSG)	verabschiedet (01/2018)	Erhöhung der Sozialsteuer als Gegenfinanzierungsmaßnahme
Rentenreform	geplant ab 2019	Zusammenführung bestehender Rentensysteme
Bahnreform (SNCF)	geplant ab 2020	Umwandlung in eine AG, Abschaffung von Vergünstigungen für Bahnmitarbeiter
Bildungsreform	geplant	bessere Aus- und Weiterbildung sowie Entlohnung für Berufsausbildung
Förderung des Wohnungsbaus	geplant	Erleichterung der Kauf- und Umbaubedingungen, strengere Regulierungen (bspw. Airbnb)
Rahmenbedingungen für Unternehmen	geplant	Vereinfachung der Gründung und Finanzierung, weniger Richtlinien für Kleinunternehmen
Gesundheitspolitik	geplant	Ablaufoptimierung in Kliniken, bessere Arbeitsteilung zwischen Krankenhäusern und Arztpraxen
Arbeitslosenversicherung	geplant	bessere Betreuung und Weiterbildung, Ausweitung des Versicherungsschutzes
Reform des öffentl. Dienstes	geplant	leistungsbezogenere Bezahlung einführen

Quelle: HSH Nordbank Economics

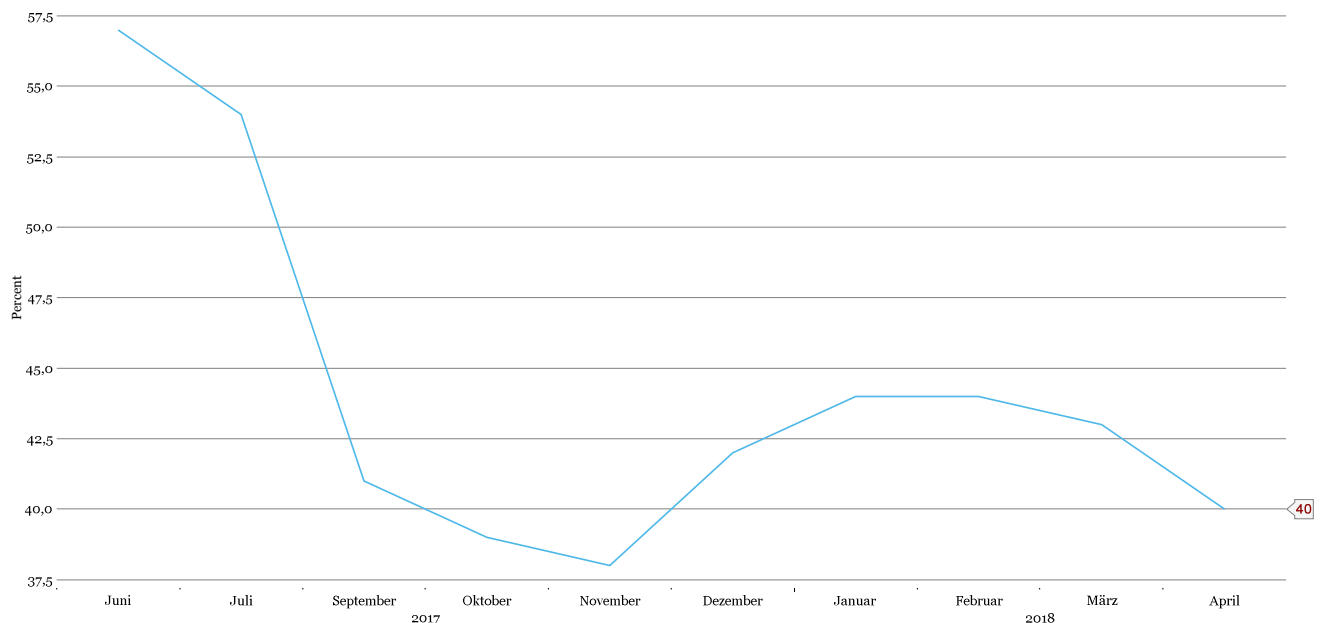
Weitere Reformvorhaben in der Pipeline

Ein Projekt, das auf besonders scharfen Widerstand stößt und zu umfangreichen Streiks geführt hat, ist die geplante Bahnreform. In der Nationalversammlung wurde die Reform bereits mit großer Mehrheit angenommen, doch der Senat muss noch über diese beraten und so sollen die Streiks erst einmal weitergehen. Macron plant das staatliche Bahnunternehmen SNCF in eine besondere Aktiengesellschaft umzuwandeln, deren Anteile unveräußerlich beim Staat liegen. Sie erhält damit neue Spielräume. Der Bahnverkehr soll für den Wettbewerb geöffnet werden und für alle neu Eingestellten wird das Anrecht auf Spezialrenten (besonders früher Renteneintritt) entfallen. Im Gegenzug will die Regierung einen Teil der Schulden der SNCF übernehmen und sich verpflichten, deutlich mehr in das veraltete Netz zu investieren. Des Weiteren gibt es Pläne, den Bau von Wohnungen zu beschleunigen. Außerdem soll die Gründung und Finanzierung von Unternehmen vereinfacht werden – das gilt insbesondere für kleine und mittlere Betriebe. Für Kleinunternehmen sollen bestimmte Richtlinien wegfallen. Mit der Reform der Aus- und Weiterbildung möchte der Präsident zusätzlich die hohe Arbeitslosigkeit angehen, denn die Unternehmen finden bereits jetzt keine qualifizierten Arbeitskräfte mehr. Zum Bildungspaket gehört ebenfalls eine Reform des Abiturs (Bac) und des Hochschulzugangs.

Auch in der Gesundheitspolitik möchte Macron neue Impulse setzen. Um eine bessere und schnellere Versorgung zu gewährleisten, soll die Arbeitsteilung zwischen Krankenhäusern und Arztpraxen verbessert werden und in den Kliniken sollen die Abläufe optimiert werden, denn diese klagen über eine zu hohe Arbeitsbelastung und mangelnde finanzielle Spielräume. Neben der SNCF-Reform ist die Neugestaltung der Arbeitslosenversicherung ein zweites Großprojekt des französischen Präsidenten. Die Regierung möchte dabei die schlechte Betreuung und Weiterbildung durch die staatliche Arbeitsverwaltung „pole emploi“ angehen. Gleichzeitig soll der Versicherungsschutz ausgeweitet werden, auf manche Selbstständige und durch das Recht, einmal alle fünf Jahre selbst zu kündigen, ohne die Arbeitslosenunterstützung zu verlieren. Maßnahmen, um die Kosten der Versicherung zu senken, wurden bislang noch nicht angekündigt. Den öffentlichen Dienst will Macron ebenfalls reformieren, Vorstellungen dazu sollen in den nächsten Wochen vorgelegt werden. Der Grundgedanke ist, eine leistungsbezogenere Bezahlung einzuführen und zu prüfen, welche Leistungen der Staat anbieten muss und welche er auf Private übertragen kann. Eine Reform des Rentensystem wurde auf 2019 verschoben. Dabei soll das allgemeine Rentensystem und die zahlreichen speziellen Systeme für die Altersvorsorge über einen längeren Zeitraum zusammengeführt werden, so dass jedem derselbe Pensionsanspruch gewährt wird, wenn er dieselbe Summe einzahlt.

Vertrauen der Bevölkerung in Emmanuel Macron lässt nach

Kantar TNS, Vertrauensumfrage, Vertrauen in %



Quelle: HSH Nordbank Economics, Macrobond

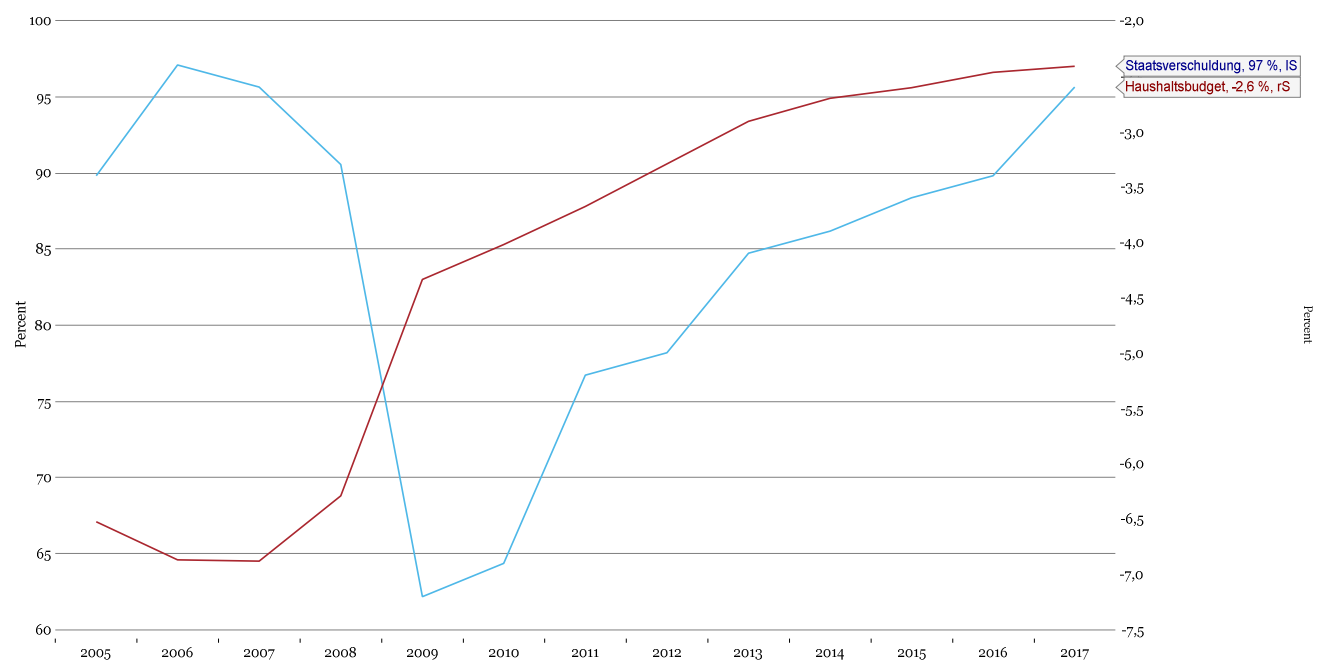
Widerstand der Franzosen wächst

Emmanuel Macron zeigt sich so ambitioniert und tatkräftig bei seinen Reformvorhaben, wie im Wahlkampf angekündigt. Er möchte Frankreich tiefgreifend erneuern, um das Land fit für die Herausforderungen der Zukunft zu machen und es in Europa wieder nach vorne zu bringen. Nur wenn Frankreichs Wirtschaft wieder floriert, ist seiner Ansicht nach eine aktive Gestaltung der Europapolitik möglich. Dafür möchte er die Voraussetzungen schaffen. Macron hat in seiner noch kurzen Amtszeit bereits einige wichtige Reformen durchgesetzt und ist dabei, weitere auf den Weg zu bringen. Sein Reformtempo ist beeindruckend und er lässt sich bislang beim Erreichen seiner Ziele nicht vom zunehmenden Widerstand in der Bevölkerung umstimmen – so wie es viele seiner Vorgänger im Amt getan haben. Er scheint seine politischen Gegner und die in Frankreich mächtigen Gewerkschaften mit der Vielzahl seiner Reformprojekte überrollen zu wollen, denn so können diese keinen massiven Widerstand gegen ein einzelnes Projekt mobilisieren.

Konsequenz des rasanten Reformtempo sind rapide abnehmende Beliebtheitswerte von Macron in der Bevölkerung. Dabei hat er in seinem Wahlprogramm keinen Hehl aus seinen Vorhaben gemacht und setzt diese nun um. Und die Franzosen – so schien es im Mai letzten Jahres – haben mit seiner Wahl diesen Reformkurs ausdrücklich legitimiert. Doch anscheinend haben seine Wähler nicht wirklich damit gerechnet oder aber man beurteilt die Lage noch einmal anders, wenn es ernst wird. Gerade seine Bahnreform bereitet Macron Schwierigkeiten und hat zu umfangreichen Streiks geführt. Macron hat daraufhin eine Kommunikationsinitiative gestartet, in der er die Notwendigkeit von Reformen für Frankreich erklärt und damit versucht Überzeugungsarbeit zu leisten. Der zunehmende Gegenwind von Seiten der Franzosen birgt das Risiko, dass der Reformeifer von Macron erlahmt bzw. dass er es nicht schafft, seine Reformen – ohne Kompromisse an seine Gegner – durchzusetzen. Allerdings sind seine Ansprüche an sich selbst sehr hoch und diese misst er danach, ob er Frankreich tatsächlich erneuern kann. Möglicherweise nimmt er dafür schwindende Beliebtheitswerte in Kauf und peilt im Zweifel – also wenn er seine Wähler nicht von den langfristig positiven Effekten seiner Politik überzeugen kann – keine weitere Amtszeit an.

Französische Staatsverschuldung nimmt spürbar zu

in % des BIP



Quelle: HSH Nordbank Economics, Macrobond

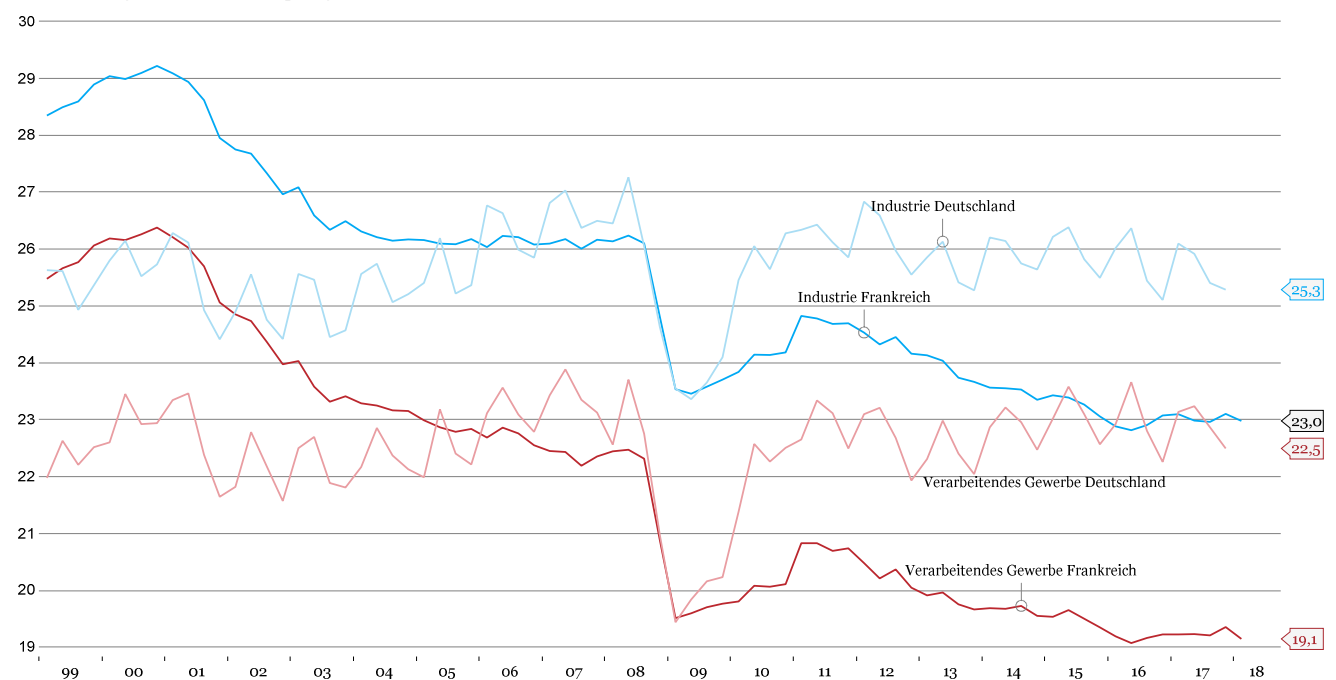
Ehrgeizige Vorhaben in der Europapolitik

Die Ambitionen des französischen Präsidenten in der Europapolitik sind sehr hoch: Er möchte ein neues Europa schaffen; ein Europa, das mutig voranschreitet und aktiv seinen Weg hin zu einer stärkeren europäischen Integration geht. Europa soll sich wieder eine Identität mit klaren Zielsetzungen und Projekten geben. Bei diesem Prozess will Macron die Bevölkerung stärker teilhaben lassen, es sollen nationale Abstimmungen über verschiedene Entscheidungen abgehalten werden, um die Menschen bei der Fortführung des europäischen Projektes mitzunehmen, zu begeistern sowie nationalistischen und populistischen Strömungen Einhalt zu gebieten. Um unterschiedliche Projekte voranzutreiben, ist die deutsch-französische Partnerschaft für ihn unerlässlich, er möchte aber auch mit allen anderen Ländern der EU intensive Gespräche führen.

Was er konkret plant: Macron ist der Ansicht, dass die Eurozone mehr Mittel zur Stabilisierung angesichts von Wirtschaftskrisen benötigt und schlägt einen gemeinsamen Haushalt für alle Euro-Länder vor. Dieser soll durch einen gemeinsamen Finanzminister gesteuert werden und auf europäischer Ebene parlamentarisch kontrolliert werden. Die Solidarität eines solchen Haushaltes geht seiner Ansicht nach mit einer Einhaltung der Fiskalregeln und der Umsetzung unerlässlicher Reformen einher. Die Finanzierung des Haushalts könnte zumindest teilweise durch eine Steuer, zum Beispiel durch die Körperschaftssteuer, sobald sie harmonisiert ist, erfolgen. Daraus folgt der nächste Punkt von Macrons Agenda: die Harmonisierung der Körperschaftssteuer. Dazu müssen die Grundlagen für diese Steuer vereinheitlicht werden. Die Steuerdivergenz in der EU befeuert für ihn eine gewisse Uneinigkeit und schwächt Europa im Ganzen. Sein Vorschlag ist, bis zum nächsten europäischen Haushalt 2020 eine Spanne von Steuersätzen festzulegen, die für die EU-Mitgliedsstaaten bindend ist. Die Einhaltung dieser Spanne wäre dann die Bedingung für die Teilnahme am Kohäsionsfonds der EU, der Strukturschwächen innerhalb Europas ausgleichen soll. Des Weiteren beabsichtigt Macron, die Entsenderichtlinie zu überarbeiten und strebt eine allmähliche Annäherung der Sozialmodelle an. Denn die US-Präsidentschaftswahlen und der Entschluss zum Brexit sind seines Erachtens daraus entstanden, dass ein ungedrosselter Steuer- und Abgabenwettbewerb, der zu einem sogenannten „race to the bottom“ führt, die Sozialsysteme aushebelt und die Gesellschaften spaltet. Er möchte zum Beispiel einen Mindestlohn festlegen, der an die wirtschaftlichen Gegebenheiten der einzelnen Länder angepasst ist, aber schrittweise in Richtung Konvergenz geht. Außerdem will er eine europäische Finanztransaktionssteuer neu anschieben. Darüber hinaus strebt der französische Präsident in vielen Bereichen eine stärkere gemeinschaftliche Kooperation an: in der Verteidigungspolitik (gemeinsame Einsatztruppe, gemeinsamer Verteidigungshaushalt und gemeinsame Handlungsdoktrin), in der Terrorismus- (Prävention und Strafverfolgung, Schaffung einer Europäischen Staatsanwaltschaft) und Katastrophenbekämpfung (Europäische Zivilschutzgruppe), Flüchtlings- (Europäische Asylbehörde, europäische Grenzpolizei), Energie- (Europäischer Energiemarkt, der gut vernetzt ist), Agrar- und Innovationspolitik (Europäische Agentur für radikal neuartige Innovationen).

Frankreich hinkt hinterher

Anteil an der gesamten Wertschöpfung, in %



Quelle: HSH Nordbank Economics, Macrobond

Macrons Europapolitik ist sehr ehrgeizig. Mit Sicherheit wird er nicht alle seiner Projekte umsetzen können bzw. nur in angepasster Form. Doch mit seiner Wahl zum französischen Präsidenten ist frischer Wind auf die europäische Politikbühne gekommen; er will Europa erneuern und nicht verwalten und kommuniziert seine Ziele und Ansprüche diesbezüglich sehr klar. Er tritt mit den anderen EU-Ländern über seine Vorhaben in den Dialog und zwingt sie dadurch, sich zu positionieren. Dabei sind für ihn ausdrücklich unterschiedliche Geschwindigkeiten in Europa kein Problem – wer bei einem Projekt nicht mitmachen will, der lässt es sein, behindert aber nicht die anderen in ihrer Entwicklung. Unseres Erachtens müssen sich die anderen europäischen Länder durch die Ambitionen von Macron über ihre eigenen Ziele für Europa klar werden, ein reines Durchwurschteln reicht nicht mehr. Das allein ist schon positiv zu bewerten. Mehr europäische Gemeinsamkeit in Bereichen wie der Verteidigungspolitik oder der Terrorismusbekämpfung durchzusetzen, sollte am ehesten möglich sein. Schwieriger

ist eine tiefere Integration bei finanz- und wirtschaftspolitischen Themen – insbesondere für die deutsche Seite, denn hier geht es schnell um eine Umverteilung von wirtschaftsstarken zu -schwachen Ländern und geringere Anreize, auf Länder-ebene Reform- und Sparanstrengungen zu unternehmen. Deutschland dürfte Macron wohl entgegenkommen, wenn auch unter bestimmten Bedingungen, denn das deutsche Interesse am europäischen Projekt ist ebenfalls stark.

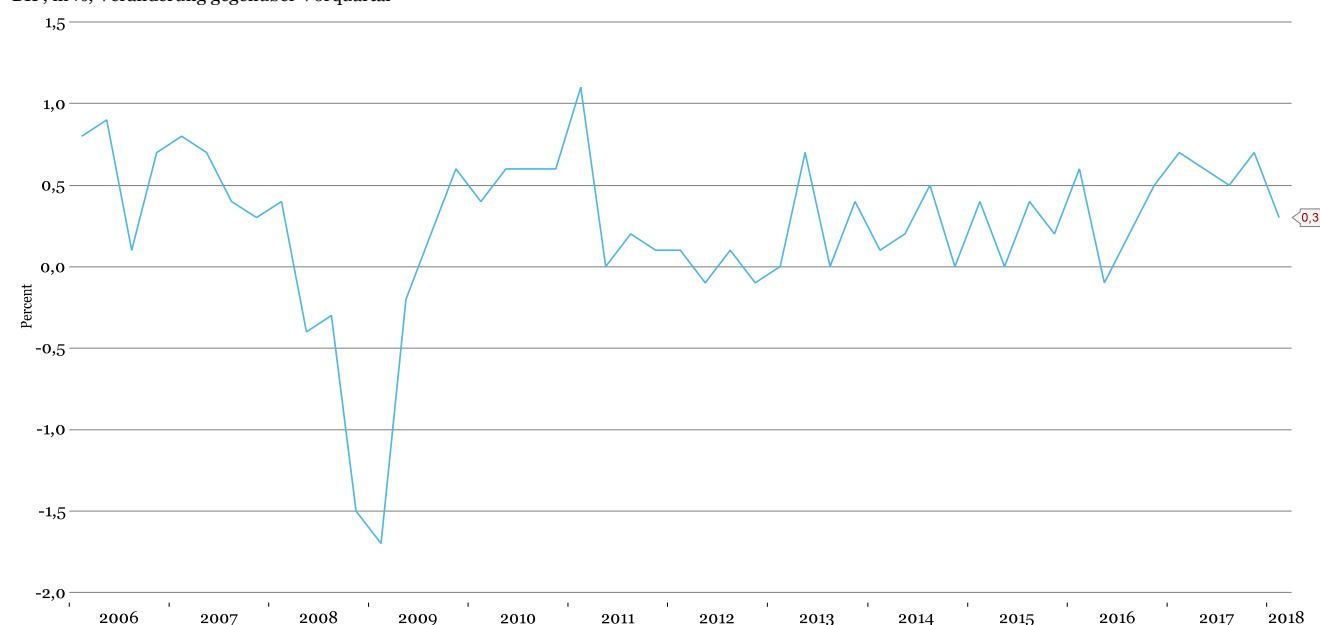
Fazit: Es winkt ein großer Sieg

Emmanuel Macron beabsichtigt mit seinen Reformen, Frankreich an die Spitze Europas zu bringen. Seine Reformen zielen darauf ab, die französische Wirtschaft agiler zu machen. Er gibt den Unternehmen mehr Spielraum für individuelle Entscheidungen und schränkt die Macht der Gewerkschaften ein, Unternehmenssteuern werden gesenkt, er versucht zu liberalisieren, mehr Wettbewerb zuzulassen, Bürokratie abzubauen und das Leistungsprinzip zu fördern. Nicht mehr zeitgemäße Privilegien, wie zum Beispiel die Frühverrentung beim staatseigenen Bahnkonzern SNCF, sollen abgeschafft werden.

Sollte es Emmanuel Macron und seiner Regierung tatsächlich gelingen, ihre umfangreichen Reformvorhaben durchzubringen, könnte dies das Land auf einen neuen Wachstumspfad hieven. Dies erscheint umso wichtiger, da die Weltwirtschaft sich langfristig auf einem Trend langsameren Wachstums zu befinden scheint. Nach der europäischen Schuldenkrise, unter der das Wachstum erheblich gelitten hat, hat sich die französische Wirtschaft in den vergangenen Jahren wieder erholt. Allerdings haben sich die jährlichen Expansionsraten um die 1 % bewegt – zu wenig um die hohe Arbeitslosigkeit zu reduzieren und die Staatsverschuldung in den Griff zu bekommen. Allerdings hat sich im vergangenen Jahr die Dynamik des Wachstums spürbar erhöht und die Wirtschaftsleistung konnte in den einzelnen Quartalen von 0,5 % bis 0,7 % gegenüber dem Vorquartal zulegen, so dass das BIP im Gesamtjahr ein Plus von knapp 2 % verbuchen konnte. Das höhere Wachstum den Strukturreformen zuzuschreiben, wäre naiv, da die Reformen erst in der zweiten Jahreshälfte 2017 verabschiedet wurden. Jedoch dürften neben dem durch die EZB bedingten Niedrigzinsumfeld und dem weltwirtschaftlichen Aufschwung eine durch Macron ausgelöste Stimmungsaufhellung durchaus eine Rolle gespielt haben.

Frankreich: Höhere Wachstumsdynamik 2017

BIP, in %, Veränderung gegenüber Vorquartal



Quelle: HSH Nordbank Economics, Macrobond

Sintje Boie

Tel.: +49 (0)40 3333 12820

IMPRESSUM

HSH NORDBANK AG

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

KIEL: Martensdamm 6, 24103 Kiel, Telefon 0431 900-01, Fax 0431 900-34002

REDAKTION UND VERSAND

Volkswirtschaft & Research

Tel: 040-3333+Durchwahl

Dr. Cyrus de la Rubia
Chefvolkswirt
Tel.: -15260

Sintje Boie
Analystin
Tel.: -12820

Volker Brokelmann, CFA
Credit Analyst
Tel.: -12249

Jan Edelmann
Analyst
Tel.: -15206

Thomas Müller, CFA
Credit Analyst
Tel.: -12056

Marius Schad
Analyst
Tel.: -15205

Redaktionsschluss dieser Ausgabe: 28. Februar 2018

Das Glossar zu unseren Publikationen finden Sie auf der Homepage der HSH Nordbank unter

http://www.hsh-nordbank.de/publikationen_glossar

WEITERE ANSPRECHPARTNER DER HSH NORDBANK

Sparkassen & Financial Institutions

Thomas Benthien
Tel.: 0431-900-25000

Michal Achczynski
Tel.: 0431-900-25528

Ariane Böhme
Tel.: 0431-900-25144

Nicole Chatenay
Tel.: 0431-900-25590

Sebastian Evers
Tel.: 0431-900-25142

Jörg Fangmeier
Tel.: 0431-900-25139

Frank Jesse
Tel.: 0431-900-25131

Ingo Kiesler
Tel.: 0431-900-25508

Brigitte Kießling
Tel.: 0431-900-25172

Anja Koran
Tel.: 0431-900-25526

Tobias Linde
Tel.: 0431-900-25520

Jan Vassel
Tel.: 0431-900-11778

Christian Wiedner
Tel.: 0431-900-25465

Sales Corporates and Real Estate

Kristin Ehrhorn
Tel.: 0431-900-25152

Sales Shipping, Energy & Infrastructure

Stefan Masannek
Tel.: 0431-900-25550

Debt Capital Markets

Jan Eibich
Tel.: 0431-900-25311

Disclaimer

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 hierbei nicht um eine Kauf- oder Verkaufsaufforderung. Die HSH Nordbank 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/Markte abschätzen können und sich umfassend aus verschiedenen Quellen informieren, bestimmt sind. Die in dieser Publikation enthaltenen Aussagen und Angaben basieren auf Informationen, die die HSH Nordbank AG gründlich recherchiert bzw. aus allgemein zugänglichen, von der HSH Nordbank AG nicht überprüfaren Quellen, die sie für verlässlich erachtet, bezogen hat: Die HSH Nordbank 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 HSH Nordbank AG als auch anderer Quellen beruhen und lediglich unverbindliche Auffassungen über Märkte und Produkte zum Zeitpunkt der Herausgabe darstellen.** Trotz sorgfältiger Bearbeitung übernehmen die HSH Nordbank 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 HSH Nordbank 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 HSH Nordbank AG weist darauf hin, dass eine Weitergabe der vorliegenden Materialien an Dritte nicht zulässig ist. Schäden, die der HSH Nordbank AG aus der unerlaubten Weitergabe dieser Materialien an Dritte entstehen, hat der Weitergebende in voller Höhe zu ersetzen. Von Ansprüchen Dritter, die auf der unerlaubten Weitergabe dieser Materialien beruhen, und damit im Zusammenhang stehenden Rechtsverteidigungskosten hat er die HSH Nordbank AG freizuhalten. Dies gilt insbesondere auch für eine Weitergabe dieser Publikation oder von Informationen daraus an U.S. Personen oder Personen in Großbritannien.

Es handelt sich hierbei um eine Publikation. Diese Publikation genügt nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und unterliegt nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen.

Die HSH Nordbank unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.