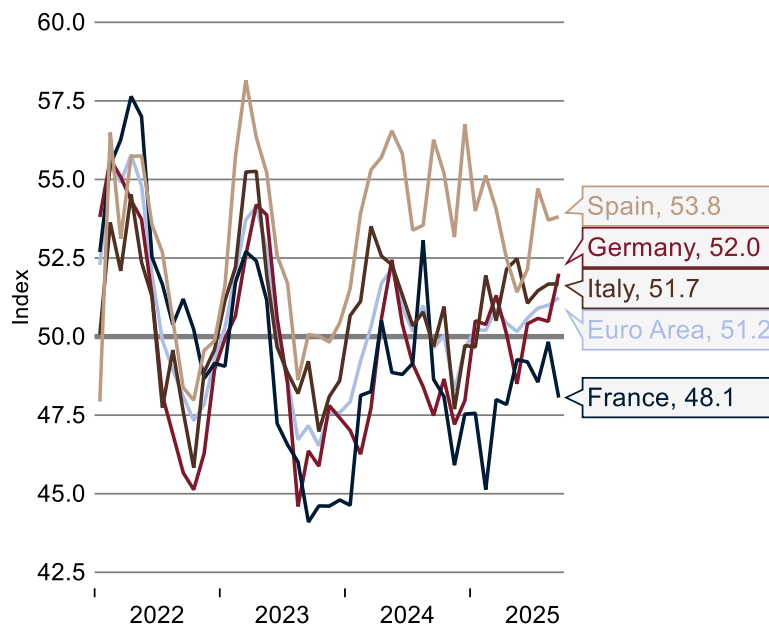


Verhaltener Aufschwung

HCOB Composite PMI, Output Index (Sep 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Die Eurozone ist im September auf Wachstumskurs geblieben, doch das Tempo blieb nach wie vor gering: Der Composite-PMI erreichte mit verhaltenen 51,2 Punkten ein 16-Monatshoch. In Deutschland trübte ein starker Einbruch bei den Auftragseingängen die Stimmung. Trotz anhaltender Produktionssteigerungen und eines leichten Aufschwungs im Dienstleistungssektor blieb der Optimismus der deutschen Unternehmen gedämpft. Frankreich erlebte nach einer kurzen Stabilisierung im Sommer einen deutlichen Rückschlag: Sowohl die Produktion im Verarbeitendem Gewerbe als auch die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor gingen zurück, was durch eine schwache Nachfrage

begleitet wurde. In Italien setzte sich das Wachstum der Privatwirtschaft im September fort. Das italienische Verarbeitende Gewerbe rutschte allerdings enttäuschend wieder in den Kontraktionsbereich zurück, nachdem es im Vormonat erst die Wachstumsschwelle überwinden konnte. Spaniens Privatwirtschaft blieb auch im September der unangefochtene Outperformer unter den vier größten Euro-Ländern, wenngleich das Wachstum nur leicht zulegen konnte. Insgesamt dürfte die Erholung angesichts politischer Unsicherheiten sowie volatiler Auftragseingänge fragil bleiben, sodass das Wachstum in der Eurozone weiterhin gedämpft ausfallen dürfte.

Inhalt

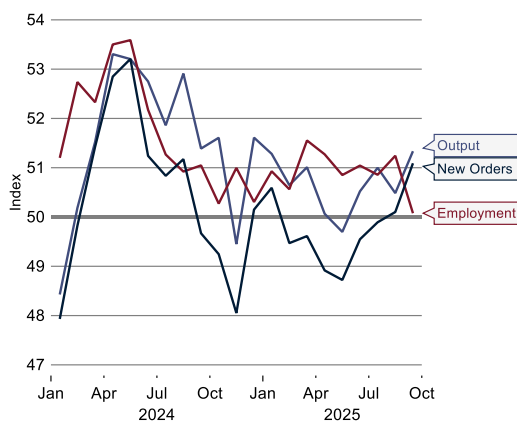
Zusammenfassung	1
▪ Verhaltener Aufschwung	
Eurozone	2
▪ Wachstum in der Privatwirtschaft der Eurozone zieht erneut an, bleibt jedoch weiterhin verhalten	
▪ Manufacturing PMI der Eurozone wieder knapp im rezessiven Bereich	3
▪ Rückgang der Eurozonen-Bautätigkeit verstärkt sich	4
Deutschland	6
▪ Geschäftstätigkeit deutscher Dienstleister nimmt trotz fragiler Nachfrage zu	
▪ Wachstum des deutschen Verarbeitenden Gewerbes zieht an	
▪ Tiefbau bleibt der einzige Lichtblick für die deutsche Bauwirtschaft	8
Frankreich	9
▪ Frankreichs Dienstleistungssektor schrumpft wegen schwacher Nachfrage	
▪ Französische Industrie schwächelt	10
▪ Französischer Bausektor verzeichnet Rückgang bei Aktivität	
Italien	12
▪ Italiens Dienstleister verzeichnen 17-Monatshoch bei Auftragseingängen	
▪ Die Freude im italienischen Verarbeitenden Gewerbe währte nur kurz	13
▪ Italienischer Bausektor verzeichnet Anstieg der Auftragseingänge	14
Spanien	16
▪ Wachstum des spanischen Dienstleistungssektors beschleunigt sich	
▪ Langsamstes Wachstum der spanischen Industrie seit Juni	
Prognosen	17
Analysten	18
Impressum/Disclaimer	19

Eurozone

Wachstum in der Privatwirtschaft der Eurozone zieht erneut an, bleibt jedoch weiterhin verhalten

Im Dienstleistungssektor läuft es etwas runder. Nach einer Quasi-Stagnation im August hat die Geschäftstätigkeit im September etwas stärker zugenommen. Positiv ist, dass diese Erholung länderübergreifend stattfand, denn sowohl in Deutschland als auch in Italien und Spanien wurde moderat robustes Wachstum verzeichnet. Anders sah es in Frankreich aus, wo der Regierungswechsel und die Unsicherheit darüber, ob sich der neue Premier wird halten können, den Dienstleistern Kopfzerbrechen bereitet. Hier ist die Geschäftstätigkeit spürbar zurückgegangen.

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

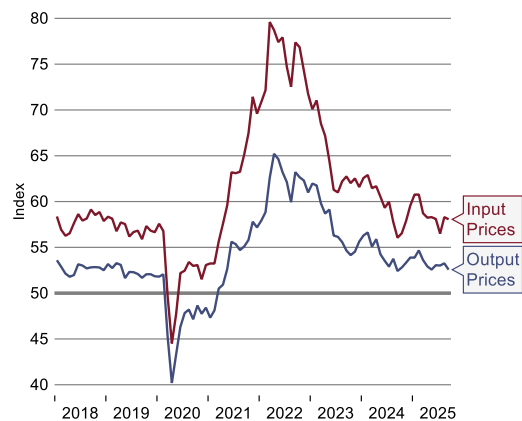


Das Plus beim Neugeschäft spricht dafür, dass der Sektor voraussichtlich auch im nächsten Monat wachsen wird. Allerdings haben die Neuaufträge noch nicht ausgereicht, um die Auftragsbestände steigen zu lassen. Nichtsdestotrotz schätzten die Serviceanbieter die Rahmenbedingungen positiver ein, wie der Anstieg des zukunftsgerichteten Indexes verdeutlicht.

Die Preisdaten für den Dienstleistungssektor, die bei den Währungshütern der Eurozone unter

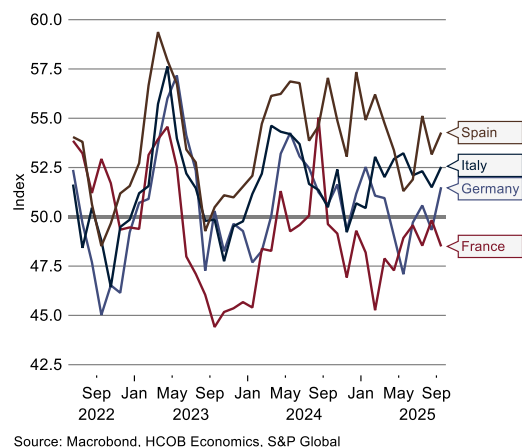
besonderer Beobachtung stehen, dürften die EZB-Mitglieder, die keine weiteren Zinssenkungen möchten, in ihrer Haltung bestätigen. Zwar liegen die Teuerungsraten der Kosten sowie der Verkaufspreise etwas über dem langjährigen Durchschnitt, sie haben sich jedoch in beiden Fällen abgeschwächt.

HCOB Euro Area Services PMI, Prices (Sep 2025)



Der Composite PMI rangierte von Juli bis September im grünen Bereich, sodass man davon ausgehen kann, dass das BIP im dritten Quartal gewachsen ist. Unser Nowcast-Modell, das neben anderen Indikatoren die PMI Indizes berücksichtigt, kalkuliert eine Wachstumsrate von 0,4% gegenüber dem Vorquartal.

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



Manufacturing PMI der Eurozone wieder knapp im rezessiven Bereich

In der Eurozone wird den siebten Monat in Folge mehr produziert als im jeweiligen Vormonat, aber es ist ein zähes Fortkommen. Vor allem fehlt die Perspektive, dass es in absehbarer Zeit wesentlich schwungvoller zugeht, denn die Auftragseingänge sind zuletzt wieder leicht gesunken und stagnierten im Frühjahr und Sommer mehr oder weniger. Entsprechend haben die Unternehmen den Abbau von Personal und auch von Material-Lagerbeständen fortgesetzt.

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



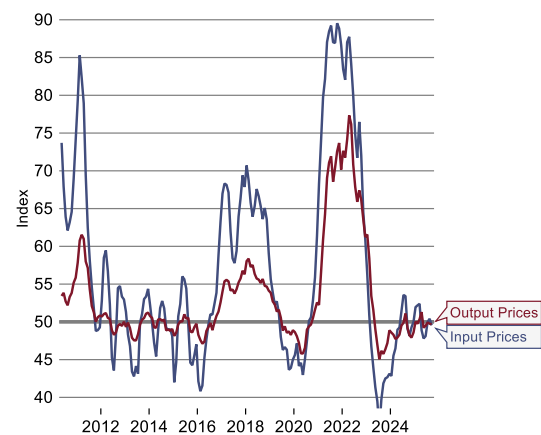
Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Der Rückgang des PMI ist sowohl bei den Konsumgütern als auch bei Kapital- und Vorleistungsgütern zu beobachten. Insbesondere bei den Kapital- und Vorleistungsgütern wird damit ein Ende letzten Jahres einsetzender Aufwärtstrend, der die beiden Sektoren im August noch in Wachstumsterritorium geführt hatte, unterbrochen. Die Konsumgüterbranche, die verglichen mit den anderen beiden Sektoren ein gewisses Maß an Stabilität zeigte, könnte durch die neuen US-Zölle von 100 % auf Arzneimittel verstärkt in Mitleidenschaft gezogen werden.

Die Stagnation, die in der Industrie zu beobachten ist, kann man auch positiv sehen. Vor dem Hintergrund der US-Zölle, der politischen Unsicherheit in Frankreich und

Spanien, wo beide Regierungen unter Beschuss sind, dem mühsamen Start der neuen Regierung in Deutschland sowie den geopolitischen Herausforderungen schlägt sich die europäische Industrie relativ gut und zeigt Resilienz.

HCOB Euro Area Manufacturing PMI, Prices (Sep 2025)



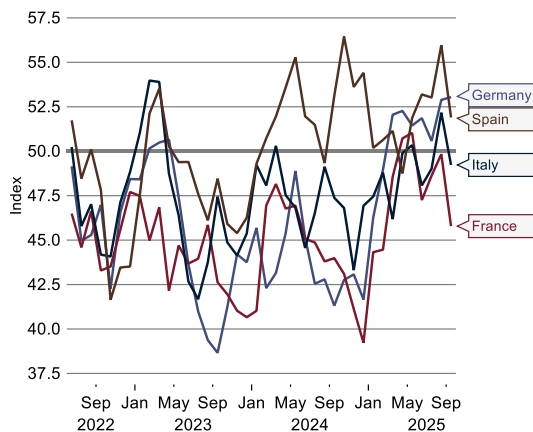
Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Dennoch ist klar, dass je länger Reformen hinausgeschoben werden und die Rahmenbedingungen sich nicht verbessern – Stichworte sind hier unter anderem die hohen Energiekosten und die Bürokratie –, desto schwieriger wird es für die Unternehmen profitabel zu bleiben und im Wettbewerb zu bestehen. In diesem Umfeld sind die Unternehmen weniger zuversichtlich als sie das im Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre waren.

In den mittleren Volkswirtschaften der Eurozone wie den Niederlanden und Spanien ist im verarbeitenden Gewerbe Wachstum zu beobachten, während in den großen Volkswirtschaften Deutschland, Frankreich und Italien die seit 2022–2023 anhaltende Rezession sich zwar abmildert, aber immer noch nicht beendet werden konnte. Während die Vorzeichen für die deutsche Industrie für das kommende Jahr positiv sind, wie etwa das jüngste Gutachten der führenden Wirtschaftsinstitute mit einer Wachstumsprognose von 1,6 % unterstrichen

hat, sind die Perspektiven für die französischen Hersteller wesentlich gedämpfter. Das liegt vor allem an der fragilen Regierung, die schon bald über den Haushalt 2026 stolpern könnte.

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



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Rückgang der Eurozonen-Bautätigkeit verstärkt sich

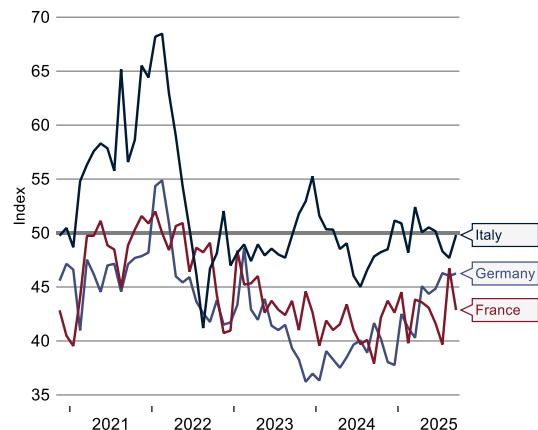
Der Rückgang der Bautätigkeit in der Eurozone hat sich im September verstärkt und fiel zum Ende des dritten Quartals besonders deutlich aus. Der Headline-PMI fiel von 46,7 im August auf 46,0 und signalisierte damit eine spürbare und sich beschleunigende Kontraktion in der gesamten Branche. Die anhaltend schwache Nachfrage belastete die Bautätigkeit, wobei insbesondere der Wohnungs- und Gewerbebau stark betroffen waren. Der Tiefbau schnitt etwas besser ab, verzeichnete jedoch ebenfalls einen leichten Rückgang.

Die Auftragseingänge gingen erneut kräftig zurück, was die anhaltende Zurückhaltung der Kunden angesichts der wirtschaftlichen Unsicherheit widerspiegelt. Frankreich und Deutschland verzeichneten die stärksten Auftragsrückgänge, während Italien mit einem leichten Anstieg des Auftragsvolumens – dem ersten seit drei Monaten – hervorstach. Die Beschäftigung entwickelte sich insgesamt rückläufig, jedoch verlangsamte sich das Tempo des Stellenabbaus auf den niedrigsten

Stand seit einem halben Jahr. Italienische Unternehmen setzten ihren positiven Trend fort und meldeten den dreizehnten Monat in Folge einen Beschäftigungsaufbau.

Der Kostendruck hielt an, wobei die Inputpreisinflation, angeführt von Deutschland, leicht anzog. Die Preise für die Arbeit von Subunternehmern stiegen ebenfalls, während sich deren Verfügbarkeit angesichts sinkender Auslastung verbesserte. Die Leistung der Zulieferer verschlechterte sich weiter, insbesondere in Frankreich und Italien, was zusätzliche operative Herausforderungen mit sich brachte. Die Einkaufsaktivität ging erneut zurück, wobei Italien im Gegensatz zu Frankreich und Deutschland einen erneuten Anstieg verzeichnete.

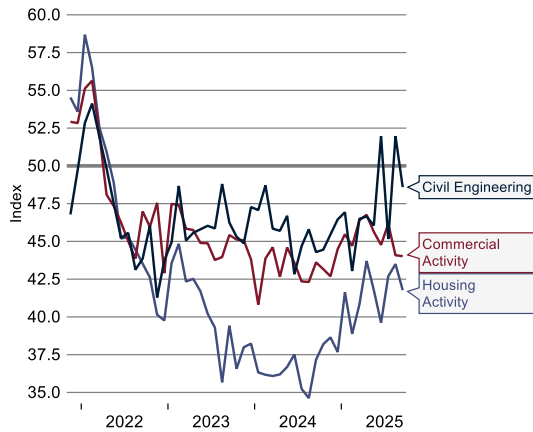
HCOB Germany, France, Italy Construction PMI, Total Activity (Sep 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Die Stimmung in der Bauwirtschaft der Eurozone blieb gedämpft, wobei das Vertrauen auf den niedrigsten Stand seit Januar fiel. Französische Unternehmen zeigten sich am pessimistischsten, während italienische Firmen die optimistischste Einschätzung abgaben. Insgesamt sieht sich der Sektor weiterhin Gegenwind ausgesetzt, insbesondere durch schwache Nachfrage, steigende Kosten und sich verschlechternde Lieferbedingungen. Eine kurzfristige Erholung scheint nicht in Sicht.

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



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

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

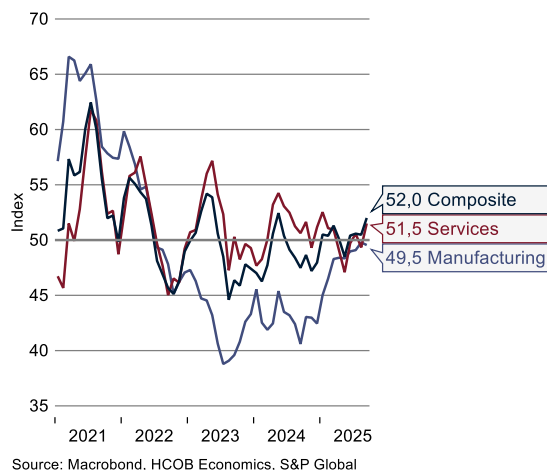
Nils Müller
 Junior Economist
 Tel.: +49 171 3534492
 E-Mail: nils.mueller@hcob-bank.com

Deutschland

Geschäftstätigkeit deutscher Dienstleister nimmt trotz fragiler Nachfrage zu

Die PMI Indizes für September sind auf den ersten Blick ermutigend. Dienstleister und Hersteller haben ihre Performance alles in allem robust gesteigert und das Expansionstempo ist so hoch wie seit sechzehn Monaten nicht mehr. Dennoch gibt es einige Wermutstropfen. So sind die Neuaufträge in der Industrie am Quartalsende gesunken, womit eine dreimonatige Wachstumsphase ihr Ende fand. Im Servicesektor ist das Neugeschäft erneut geschrumpft, wenngleich der Rückgang etwas milder ausfiel als zuletzt. Sofern die Nachfrage nicht in Schwung kommt, sieht es nicht danach aus, dass die Geschäftstätigkeit in der Privatwirtschaft in den nächsten Monaten nachhaltig anziehen wird.

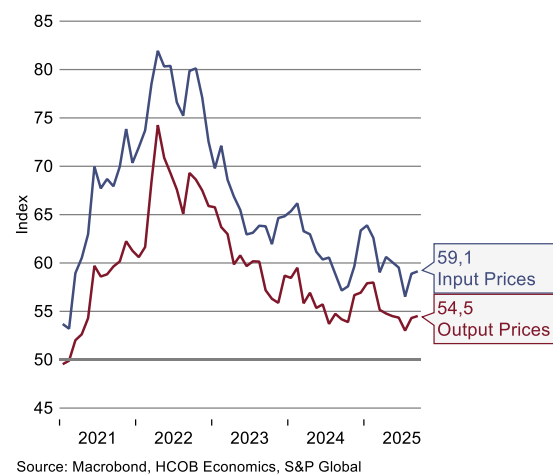
HCOB Germany PMI, Activity (Sep 2025)



Die Kosteninflation im Dienstleistungssektor ist zum zweiten Mal in Folge gestiegen und liegt auf einem überdurchschnittlich hohen Niveau. Angesichts der über die vergangenen zwölf Monate zu beobachtenden eher schwachen Verfassung des Sektors ist dies nicht nur ungewöhnlich, sondern stellt auch ein Problem für die betroffenen Unternehmen dar, denn zu

den Absatzschwierigkeiten gesellen sich auch noch wachsende Ausgaben, die nur eingeschränkt an die Kunden weitergereicht werden können. Ein ausschlaggebender Faktor für die Kostensteigerungen dürfte der demografisch bedingte Fachkräftemangel sein, weswegen sich Personal und Personalplanung verteuern.

HCOB Germany PMI, Prices (Sep 2025)



Allmählich reagieren die Serviceanbieter auf die Auftragsflaute, indem sie vorsichtig Personal abbauen. Zwar gab es in den letzten zwei Jahren immer wieder Episoden, in denen Stellen gestrichen wurden, aber meistens haben die Mitarbeiterzahlen zugenommen. Der aktuell seit zwei Monaten anhaltende Jobabbau muss also keineswegs eine Phase von Arbeitsplatzverlusten einleiten. Jedoch wird verstärkt diskutiert, ob künstliche Intelligenz Jobs bereits jetzt in einem nennenswerten Umfang überflüssig macht. Von daher lohnt es sich, diese Entwicklung genau im Auge zu behalten.

Wachstum des deutschen Verarbeitenden Gewerbes zieht an

Der Anlauf über die Wachstumsschwelle von 50 ist gescheitert. Bis August hatte sich der EMI in mehreren Schritten an diesen Wert herangerobbt, aber jetzt gab es wieder einen Rückschlag, der die fragile Lage im

Verarbeitenden Gewerbe recht gut beschreibt. Zuletzt war es der Rückgang der Auftragseingänge, der wachstumshemmend wirkte. Diese Entwicklung dürfte dafür sorgen, dass die Produktion, die im Spätsommer recht solide gestiegen ist, bestenfalls nur verhalten weiter ausgeweitet wird.

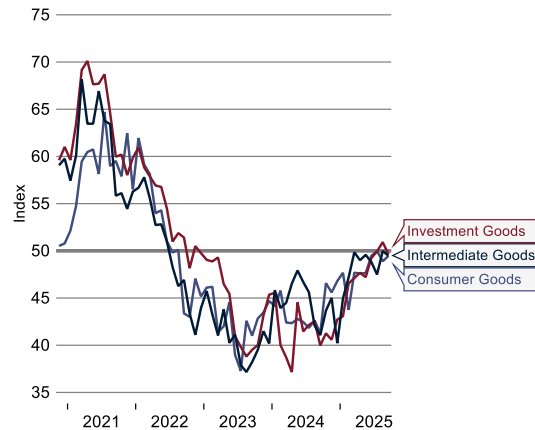
HCOB Germany Manufacturing PMI, Output & New Orders (Sep 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Schaut man sich nur die Produktionszahlen an, könnte man von einem Aufschwung in der Industrie sprechen, denn sie wächst bereits seit sieben Monaten. Andere Indikatoren deuten aber darauf hin, dass sich die Unternehmen schon wieder auf einen Abschwung vorbereiten, denn der Beschäftigungsabbau setzt sich in einem relativ hohen Tempo fort und die Bestände an Vormaterialien werden ebenfalls – wenn auch etwas langsamer als in den Vormonaten – abgebaut. Ganz offensichtlich wird den Ankündigungen der Bundesregierung, die im Haushalt für 2026 ein kräftiges Wachstum bei den Investitionen und dem Einkauf von Rüstungsgütern vorgesehen hat, nur bedingt Glauben geschenkt. Entsprechend ist auch die Zuversicht in Bezug auf zukünftige Produktionssteigerungen von einem ohnehin nur verhaltenen Niveau weiter zurückgegangen.

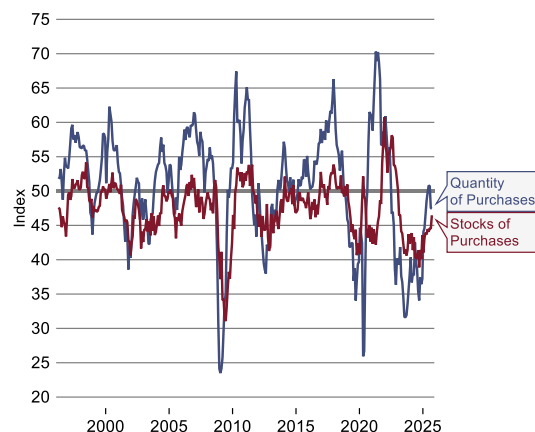
HCOB Germany Manufacturing PMI, Sectors (Sep 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Den meisten Herstellern kommt zur Zeit zugute, dass die Importpreise recht kräftig gefallen sind, während die Verkaufspreise nur geringfügig nachgegeben haben, so dass die Gewinnmargen gestiegen sein sollten. Dass die Unternehmen aber schon seit über zwei Jahren kaum noch in der Lage waren, Preiserhöhungen bei ihren Kunden durchzusetzen, unterstreicht, dass sich der Wettbewerb generell verschärft hat, bedingt durch die schwache Konjunktur und den China-Schock.

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

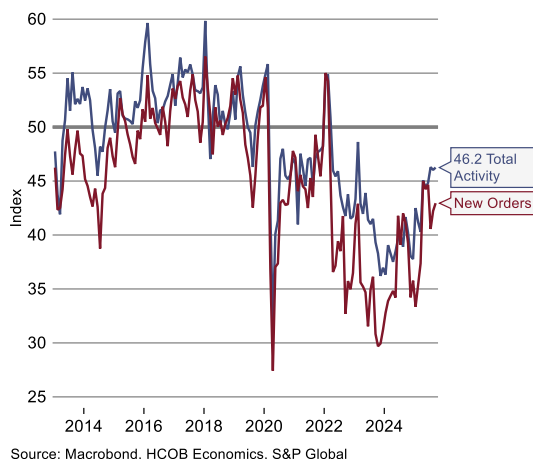


Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Tiefbau bleibt der einzige Lichtblick für die deutsche Bauwirtschaft

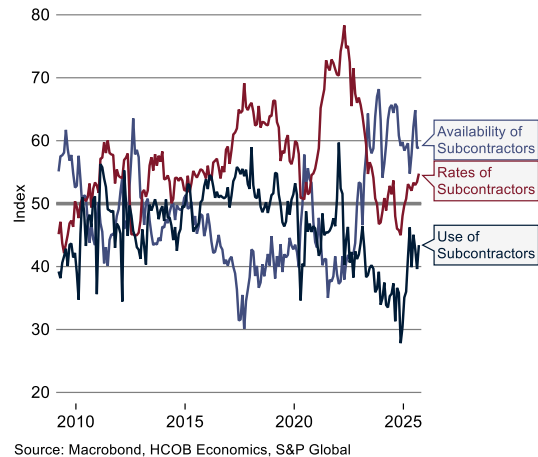
Der Bausektor bleibt in der Rezession. Im Wohnungsbau hat sich der Abschwung sogar vertieft und im Gewerbebau hat sich der Rückgang nur leicht abgeschwächt. Der Tiefbau - Hoffnungsträger für die Branche - der von dem angekündigten Infrastrukturpaket der Bundesregierung profitieren sollte, wächst zwar noch, aber die Dynamik hat hier deutlich nachgelassen. Insgesamt ist der Bausektor immer noch relativ weit entfernt von einem Aufschwung.

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



Der nahezu unverminderte Rückgang bei den Auftragseingängen signalisiert, dass die Durststrecke zunächst noch weiter geht. Vor diesem Hintergrund wurde auch die Beschäftigung etwas stärker reduziert als im Vormonat. Dazu passend bleiben die befragten Unternehmen überwiegend pessimistisch im Hinblick auf ihre zukünftige Auslastung.

HCOB Germany Construction PMI, Subcontractors (Sep 2025)



Die Lage im Bausektor wird auch dadurch erschwert, dass trotz der Konjunkturlaute die Baukosten steigen. Das liegt an den höheren Einkaufspreisen sowie an den weiterhin steigenden Preisen, die Subunternehmen verlangen. Die kurzfristigen Finanzierungskosten sind in den vergangenen Jahren durch die Zinssenkungen der EZB zwar gesunken, aber die langfristigen Renditen, die sich an den langfristigen Bund-Anleihen orientieren, bleiben relativ hoch. Insgesamt bleibt das Umfeld für den Bausektor schwierig.

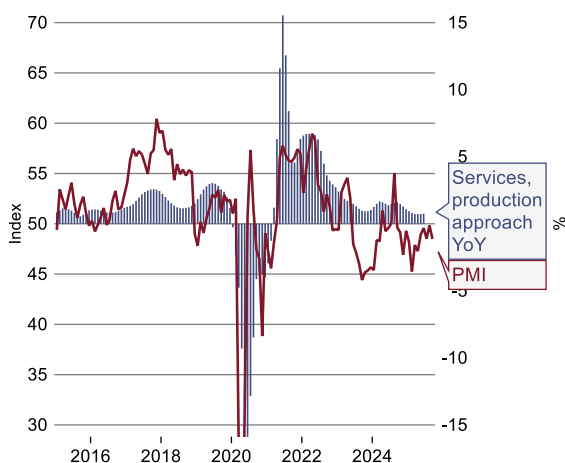
Dr. Cyrus de la Rubia
Chefvolkswirt
Tel.: +49 160 90180792
E-Mail: cyrus.delarubia@hcob-bank.com

Frankreich

Frankreichs Dienstleistungssektor schrumpft wegen schwacher Nachfrage

Die französische Politik bietet Unternehmen derzeit wenig Unterstützung, da die anhaltende politische Pattsituation die Unsicherheit verstärkt und das Vertrauen untergräbt. Inmitten dieser Turbulenzen verlor der französische Privatsektor an Boden: Der HCOB France Composite PMI schwächte sich im September ab, wobei sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor ein Rückgang der Aktivität zu verzeichnen war.

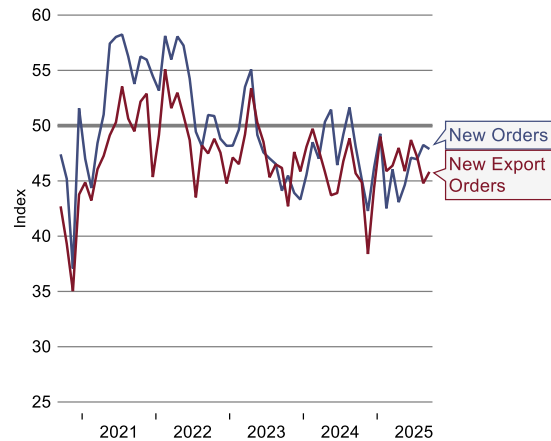
HCOB France Services PMI, Business Activity vs. Services production (Sep 2025)



Nachdem der HCOB-Dienstleistungs-PMI im August die Wachstumsschwelle erreicht hatte, verzeichnete er erneut einen Rückgang. Der Hauptgrund für diese schwache Entwicklung sind nach wie vor die gedämpften Nachfragebedingungen, die sich in einem Rückgang des Auftragseingangs widerspiegeln. Im Inland trägt die politische Pattsituation wahrscheinlich dazu bei, dass Kunden mit ihren Ausgabenentscheidungen zögern. Darüber hinaus belastet das schwierige geopolitische und handelspolitische

Umfeld weiterhin die Auslandsnachfrage, was sich im Rückgang der Exportaufträge zeigt.

HCOB France Services PMI, Order Situation (Sep 2025)



Die Inputpreisinflation hält an, während die Outputpreise im September gesunken sind. Dies deutet darauf hin, dass die Margen der Unternehmen schrumpfen könnten, obwohl der Kostendruck im Vergleich zu historischen Niveaus gedämpft ist. Interessanterweise hat sich der Margendruck in Verbindung mit der zurückhaltenden Nachfrage noch nicht in Entlassungen niedergeschlagen, da der Beschäftigungsindex weiterhin auf Wachstum hindeutet.

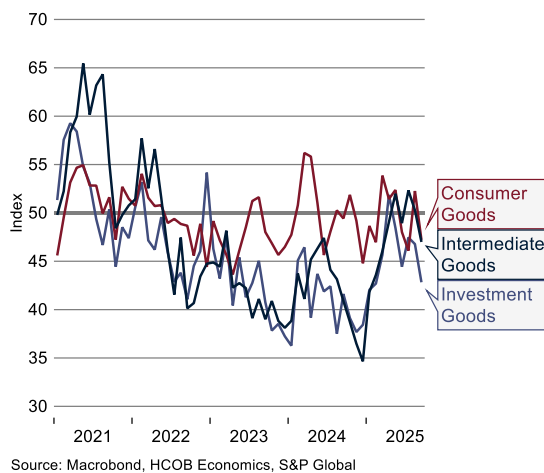
HCOB France Services Employment PMI vs. official employment data in services (Sep 2025)



Französische Industrie schwächelt

Nach ersten Anzeichen einer Erholung im August brachte der September für das französische Verarbeitende Gewerbe eine ernüchternde Realität, wie sich im HCOB-PMI widerspiegelt. Der Rückgang des Gesamtindex war in erster Linie auf einen starken Rückgang der Produktion zurückzuführen, der wiederum auf sich verschlechternde Nachfragebedingungen zurückzuführen war. Die Auftragseingänge schwächten sich ab, insbesondere im Investitionsgütersektor. Dieser Sektor dient wahrscheinlich als Indikator für die allgemeine Wirtschaftsstimmung und deutet darauf hin, dass die zunehmende politische Unsicherheit sowohl die Konsum- als auch die Investitionstätigkeit zunehmend belastet.

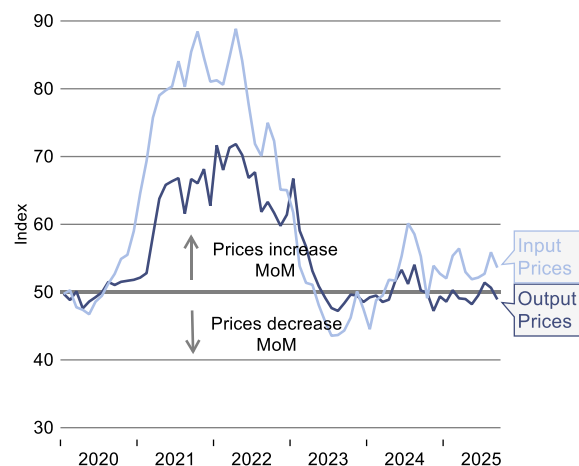
HCOB Manufacturing France PMI, Output by sector (Sep 2025)



Überraschenderweise bleibt die Einstellungsaktivität unter französischen Herstellern weiterhin positiv. Obwohl sich das Tempo der Neueinstellungen verlangsamt hat, befindet sich der Beschäftigungsindex seit fünf Monaten in Folge im Wachstumsbereich. Dies sollte jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass viele der Neueinstellungen laut Umfrageergebnissen offenbar befristet sind, was darauf hindeutet, dass die Unternehmen bei langfristigen Beschäftigungsentscheidungen weiterhin

vorsichtig sind. Diese Vorsicht ist angesichts der anhaltenden Unsicherheit im internationalen Handel, der Stärke des Euro und der politischen Instabilität verständlich. Unterdessen sind die Auftragsrückstände den vierten Monat in Folge zurückgegangen.

HCOB France Manufacturing PMI, Prices (Sep 2025)



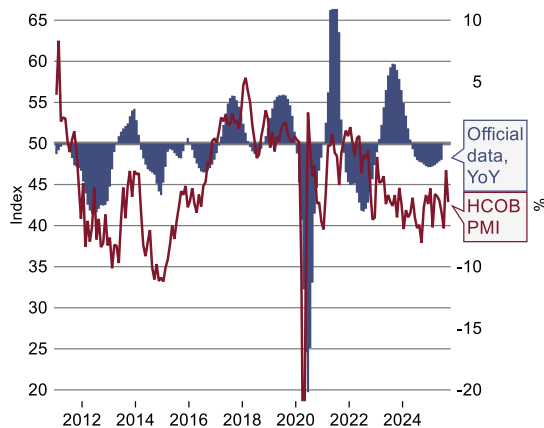
Angesichts schwacher Auftragseingänge und eines intensiven Wettbewerbsdrucks reagieren die Unternehmen mit Preisnachlässen. Dies mag zwar kurzfristig zur Stützung der Nachfrage beitragen, dürfte jedoch die Gewinnmargen unter Druck setzen, zumal die Inputkosten leicht ansteigen. Die Kombination aus gedämpfter Nachfrage, steigenden Kosten und Preisdruck unterstreicht das schwierige Umfeld, in dem sich die Hersteller derzeit bewegen. Vor diesem Hintergrund ist es kaum verwunderlich, dass die Unternehmen weniger optimistisch in die Zukunft blicken, wie der Rückgang des Index für die zukünftige Produktion zeigt.

Französischer Bausektor verzeichnet Rückgang bei Aktivität

Der französische Bausektor blieb im September weiterhin deutlich im Minusbereich. Der Headline-PMI fiel von 46,7 im August auf 42,9 und verzeichnete damit den stärksten Rückgang seit drei Monaten, wodurch sich der

Abschwung auf 40 Monate verlängerte. Dies unterstreicht die anhaltende Schwäche der gesamten Branche.

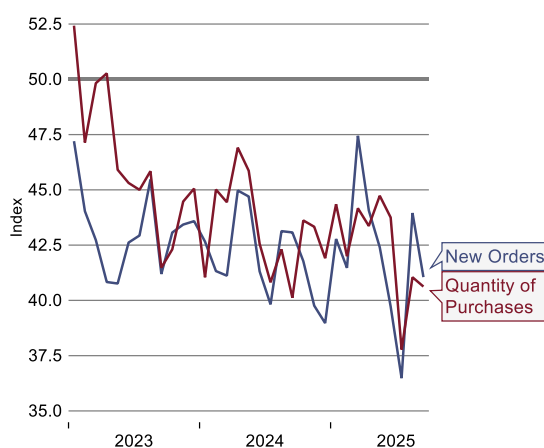
HCOB France Construction PMI, Activity vs. official construction data (Sep 2025)



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

Der Rückgang wurde weiterhin vom Wohnungsbau angeführt, wo die Aktivität so stark zurückging wie seit Juni nicht mehr. Auch der Gewerbebau verschlechterte sich deutlich, während der Tiefbau nach einer kurzen Atempause im August wieder in die Kontraktion zurückfiel.

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

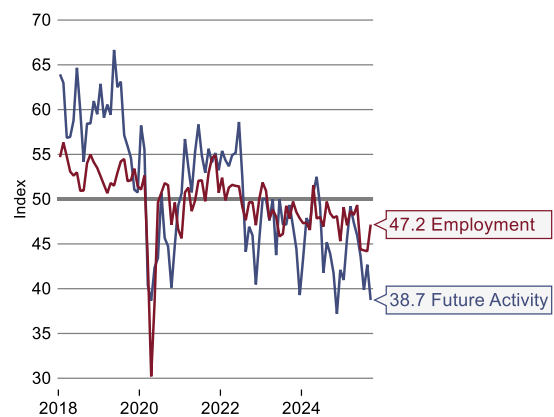


Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Der Mangel an neuen Projekten bleibt ein wesentlicher Hemmfaktor, da die Auftragseingänge schneller zurückgingen, was die gedämpfte Nachfrage der Kunden

angesichts der ungünstigen Geschäftsbedingungen widerspiegelt. Als Reaktion auf den anhaltenden Abschwung haben die Unternehmen ihre Geschäftstätigkeit weiter zurückgefahren. Die Einkaufsaktivitäten gingen den 29. Monat in Folge zurück, und die Beschäftigungszahlen sanken erneut, obwohl sich der Stellenabbau etwas verlangsamte. Der Kostendruck war relativ gering, da die Inflation der Inputpreise auf ein Fünfmonatstief zurückging.

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



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Die Stimmung in der Wirtschaft hat sich deutlich verschlechtert, wobei diese auf den niedrigsten Stand seit zehn Monaten gefallen ist. Politische Unsicherheit, weniger Ausschreibungen und ein Mangel an neuen Geschäftsmöglichkeiten belasteten die Erwartungen erheblich. Da 35 % der Unternehmen einen weiteren Rückgang der Konjunktur erwarten und nur 13 % mit Wachstum rechnen, bleiben die Aussichten für den französischen Bausektor zum Ende des Jahres weiterhin düster.

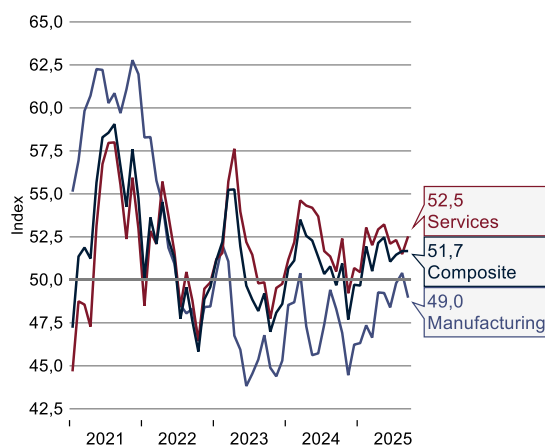
Jonas Feldhusen
Junior Economist
Tel.: +49 151 22942945
E-Mail: jonas.feldhusen@hcob-bank.com

Italien

Italiens Dienstleister verzeichnen 17-Monatshoch bei Auftragseingängen

Die neuesten HCOB-PMI-Daten zeichnen ein Bild der Divergenz: Während die Dienstleistungswirtschaft weiter wächst, ist das Verarbeitende Gewerbe erneut in eine Kontraktion zurückgefallen. Der Composite PMI, der die Aktivität beider Sektoren in einer einzigen Kennzahl widerspiegelt, signalisierte ein moderates Wachstum im gleichen Tempo wie im Vormonat. Diese Stabilität verdeckt jedoch ein wachsendes Ungleichgewicht zwischen den Sektoren, das Fragen zur Nachhaltigkeit der Erholung des italienischen Privatsektors aufwirft.

HCOB Italy PMI, Activity (Sep 2025)

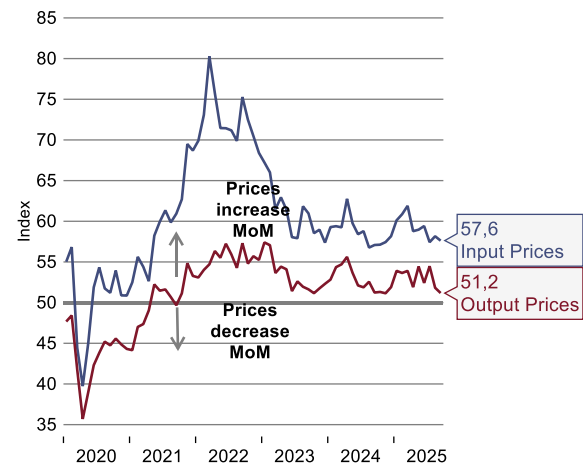


Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Der Dienstleistungssektor beendete das dritte Quartal mit einem starken Ergebnis: Die Geschäftstätigkeit stieg so schnell wie seit Mai nicht mehr, und die Auftragseingänge wuchsen so schnell wie seit fast eineinhalb Jahren nicht mehr. Die Unternehmen meldeten eine Verbesserung der Binnennachfrage, die Exportaufträge aber gingen aufgrund der gedämpften Nachfrage aus Europa und der geopolitischen Unsicherheit weiter zurück. Die Beschäftigung stieg den achten Monat in

Folge, wenn auch langsamer, und die Auftragsrückstände wurden weiter abgebaut.

HCOB Italy Services PMI, Prices (Sep 2025)



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Der Kostendruck blieb im September hoch, wobei Dienstleister neben steigenden Energie-, Miet- und Rohstoffkosten auch steigende Löhne – oft im Zusammenhang mit Tarifverträgen – nannten. Obwohl sich das Tempo der Output-Preis-inflation auf den niedrigsten Stand seit zehn Monaten verlangsamt, stiegen die Preise weiter an und setzten damit eine vierjährige Serie monatlicher Steigerungen fort. Einige Unternehmen gaben an, Rabatte anzubieten, um die Nachfrage zu stützen, was darauf hindeutet, dass der Margendruck allmählich spürbar wird.

Die Stimmung unter den Dienstleistungsunternehmen verbesserte sich leicht, gestützt durch die Erwartung weiterer Zuwächse bei den Neugeschäften und Pläne zur Erweiterung des Dienstleistungsangebots. Obwohl das Vertrauen weiterhin unter dem historischen Durchschnitt liegt, rechnen einige Unternehmen mit einem Aufschwung durch Großveranstaltungen wie die Olympischen Winterspiele 2026 in Mailand-Cortina. Insgesamt hängen die Aussichten für die italienische Wirtschaft davon ab, ob der Dienstleistungssektor angesichts anhaltender Kosteninflation und externer Gegenwinde seine

Dynamik aufrechterhalten kann und ob sich das verarbeitende Gewerbe stabilisieren kann, um eine ausgewogenere Erholung zu unterstützen.

Die Freude im italienischen Verarbeitenden Gewerbe währte nur kurz

Die Freude währte nur kurz: Italiens Verarbeitendes Gewerbe rutschte im September wieder in den Kontraktionsbereich zurück, nachdem es im Vormonat noch leicht gewachsen war. Der Headline-Index fiel von 50,4 auf 49,0 Punkte, wobei der Rückgang breit angelegt war und nahezu alle Komponenten betraf. Dieser jüngste Wert markiert die stärkste Verschlechterung der Betriebsbedingungen seit drei Monaten und zeigt, wie fragil die Erholung des Sektors ist.

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

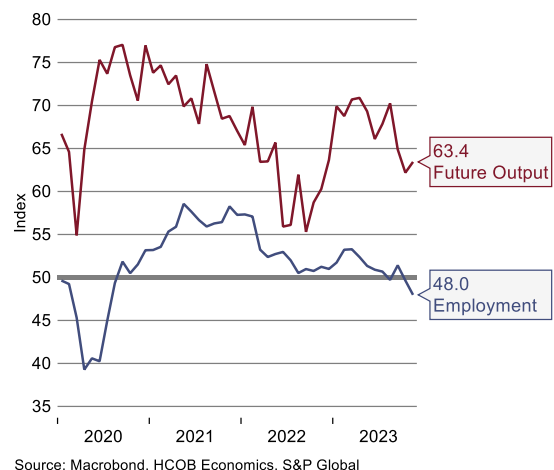


Das marginale Wachstum im letzten Monat war fast ausschließlich auf einen Produktionsanstieg zurückzuführen. Diese Dynamik verflieg jedoch rasch, da die Produktion wieder zurückging und damit den stärksten Anstieg seit über zwei Jahren im August teilweise wieder umkehrte. Die Auftragseingänge verzeichneten den niedrigsten Stand seit Juni, belastet durch wirtschaftliche Unsicherheit und eine

schwächere Konsumnachfrage. Auch die Exportnachfrage sank deutlich, wobei die Unternehmen von einem Rückgang der Nachfrage aus den wichtigsten Märkten in Europa, den USA und Asien berichteten.

Trotz des schwachen Nachfrageumfelds stieg die Beschäftigung aufgrund geplanter Geschäftsausweitungen und verbesserter Einschätzung der zukünftigen Produktionsentwicklung erstmals seit einem Jahr. Die Einkaufsaktivität und Lagerbestände nahmen weiter ab, was auf vorsichtiges Ausgabeverhalten und eine gezielte Lagersteuerung hindeutet. Der Kostendruck kehrte zurück: Die Einkaufspreise stiegen so stark wie seit März nicht mehr, insbesondere aufgrund höherer Rohstoffpreise. Die Unternehmen waren jedoch weitgehend nicht in der Lage, diese höheren Kosten an ihre Kunden weiterzugeben, da die Verkaufspreise angesichts des Wettbewerbs um neue Aufträge und der gedämpften Nachfrage weitgehend unverändert blieben.

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



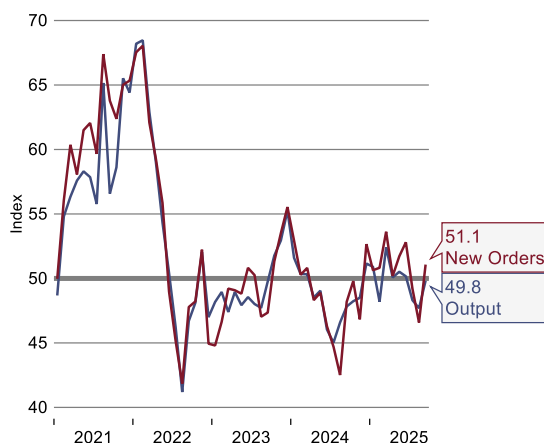
Obwohl die aktuellen Daten auf eine erneute Schwäche hindeuten, bleiben die italienischen Hersteller optimistisch für das kommende Jahr. Investitionspläne, die Entwicklung neuer Produkte und der Eintritt in neue Märkte stützen einen optimistischeren Ausblick. Ob

sich dieser Optimismus in einem nachhaltigen Wachstum niederschlägt, wird von einer Stabilisierung der Nachfrage und einem günstigeren globalen Umfeld abhängen.

Italienischer Bausektor verzeichnet Anstieg der Auftragseingänge

Der italienische Bausektor zeigte im September Anzeichen einer Stabilisierung, wobei der Headline-PMI von seinem Jahrestief von 47,7 im August auf 49,8 stieg. Obwohl er immer noch geringfügig unter der 50-Punkte-Marke liegt, die Wachstum von Schrumpfung trennt, signalisiert der jüngste Wert den geringsten Rückgang der Aktivität seit drei Monaten und deutet darauf hin, dass sich der Sektor möglicherweise einem Wendepunkt nähert.

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



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

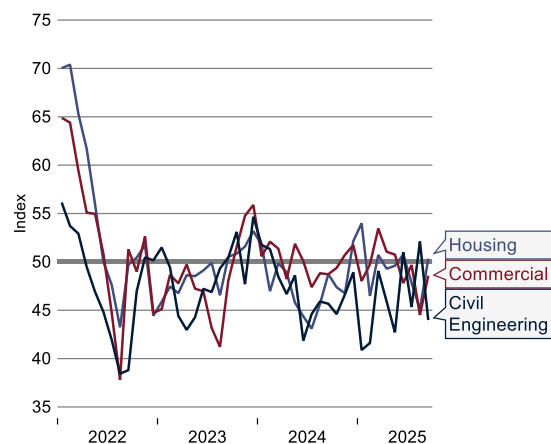
Die Entwicklung der Teilsektoren verlief weiterhin uneinheitlich. Der Wohnungsbau kehrte in den Wachstumsbereich zurück und war damit das Segment mit der besten Entwicklung, während der Gewerbebau weniger stark schrumpfte. Der Tiefbau erlebte hingegen eine drastische Umkehr und verzeichnete den stärksten Rückgang unter den drei Kategorien.

Erfreulicherweise kehrten die Auftragseingänge nach zwei Monaten rückläufiger Entwicklung wieder auf Wachstumskurs zurück, was durch

ein stärkeres Kundeninteresse und den Gewinn öffentlicher Ausschreibungen gestützt wurde.

Diese moderate Verbesserung der Nachfrage führte zu einem anhaltenden Beschäftigungszuwachs, wodurch sich die derzeitige Einstellungsphase auf über ein Jahr verlängerte. Auch die Einkaufsaktivitäten nahmen zu und spiegelten damit den Trend bei den Auftragseingängen wider. Der Kostendruck ließ deutlich nach: Die Inflation der Inputpreise fiel auf den niedrigsten Stand seit über fünf Jahren und verschaffte den Unternehmen, die sich in einem nach wie vor schwierigen Umfeld bewegen, eine gewisse Erleichterung.

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



Source: Macrobond, HCOB Economics, S&P Global

Trotz dieser zaghaften Anzeichen einer Erholung schwächte sich die Stimmung unter den italienischen Bauunternehmen ab, wobei das Vertrauen auf ein 13-Monats-Tief fiel. Die Unternehmen bleiben hinsichtlich der zukünftigen Geschäftstätigkeit aber weitgehend optimistisch. Insgesamt deuten die Daten für September darauf hin, dass der Sektor zwar noch nicht über den Berg ist, das Schlimmste der jüngsten Rezession jedoch hinter ihm liegen dürfte.

Nils Müller

Junior Economist

Tel.: +49 171 3534492

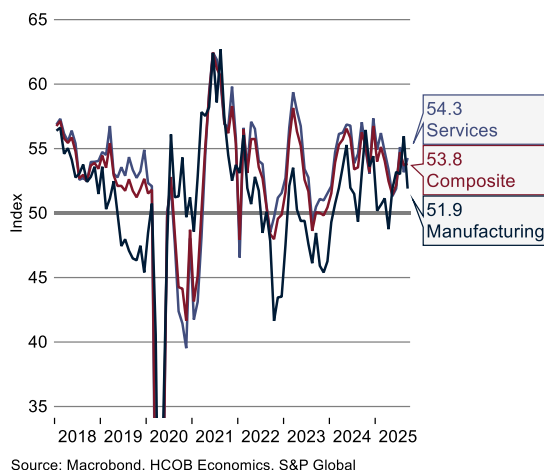
E-Mail: nils.mueller@hcob-bank.com

Spanien

Wachstum des spanischen Dienstleistungssektors beschleunigt sich

Die spanische Wirtschaft meistert die globalen Herausforderungen geschickt und bleibt auf Wachstumskurs. Im Vergleich zum Vormonat hat sich das Wachstumstempo des spanischen Privatsektors leicht beschleunigt, wie der HCOB Composite PMI zeigt, der im September bei 53,8 lag, nach 53,7 im August. Nach Sektoren betrachtet schwächte sich die Wachstumsdynamik im verarbeitenden Gewerbe etwas ab, während der Dienstleistungssektor an Schwung gewann.

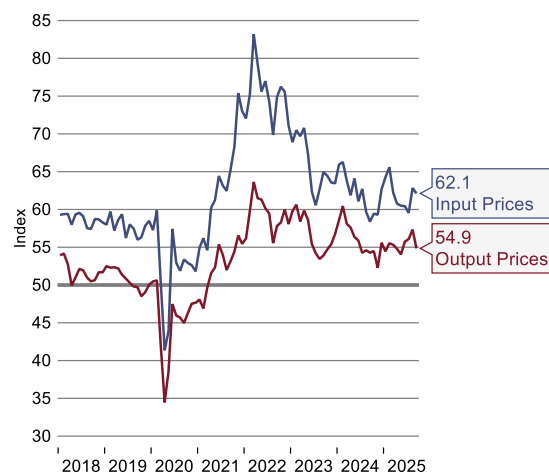
HCOB Spain PMI, Composite & Services & Manufacturing (Sep 2025)



Im September entwickelte sich der Dienstleistungssektor dank robuster Nachfrage und einem Anstieg der Neugeschäfte zuversichtlich weiter. Die Unternehmen berichteten von reibungslosen Fortschritten bei der Gewinnung neuer Kunden, wodurch die Dynamik unverändert anhielt. Der einzige Wermutstropfen bleibt die schwächere Dynamik im Auslandsgeschäft, die laut Einzelberichten vor allem auf einen Rückgang im Tourismus zurückzuführen ist. Dies scheint mit der allgemeinen Lage in Europa zusammenzuhängen, wo die politische Pattsituation in Frankreich die

Konsumstimmung dämpft – ein Trend, der möglicherweise auch auf das südwestliche Nachbarland übergreift.

HCOB Spain Services PMI, Prices (Sep 2025)



Mit Blick auf die Zukunft bleiben spanische Dienstleister optimistisch für die kommenden Monate. Viele Umfrageteilnehmer rechnen mit einer Belebung der Konjunktur und begründen ihre Zuversicht mit vielversprechenden Nachfrageprognosen, strategischen Geschäftserweiterungen und der Einführung neuer Dienstleistungsangebote.

Diese zukunftsorientierte Stimmung spiegelt sich auch auf dem Arbeitsmarkt wider, wo die Einstellungsabsichten weiterhin solide sind. Darüber hinaus deutet ein Anstieg der Auftragsrückstände darauf hin, dass die Kapazitäten ausgelastet sind – was möglicherweise zu einem weiteren Personalbedarf führt, da die Unternehmen versuchen, Schritt zu halten, aber auch zu einem anhaltend hohen Kostendruck beiträgt, da die Unternehmen mit der Herausforderung der Skalierung konfrontiert sind.

Langsamstes Wachstum der spanischen Industrie seit Juni

Das spanische Verarbeitendes Gewerbe sieht sich mit einem vorübergehenden Rückschlag konfrontiert, wie die HCOB-PMI-Daten für

September zeigen. Obwohl sich das Wachstumstempo des Sektors verlangsamt hat, scheint der allgemeine Aufwärtstrend intakt zu bleiben. Entsprechend dem Gesamtindex schwächte sich die Produktion im verarbeitenden Gewerbe ab, wobei jedoch zu beachten ist, dass im August ein ungewöhnlich starker Produktionsanstieg zu verzeichnen war. Vor diesem Hintergrund sollte die aktuelle Abschwächung nicht überinterpretiert werden. Diese Einschätzung wird durch den ersten Anstieg der Rohstoffvorräte seit vier Monaten gestützt. Dies deutet darauf hin, dass sowohl der Absatz als auch die Produktion hinter den Erwartungen der Unternehmen zurückgeblieben sein könnten.

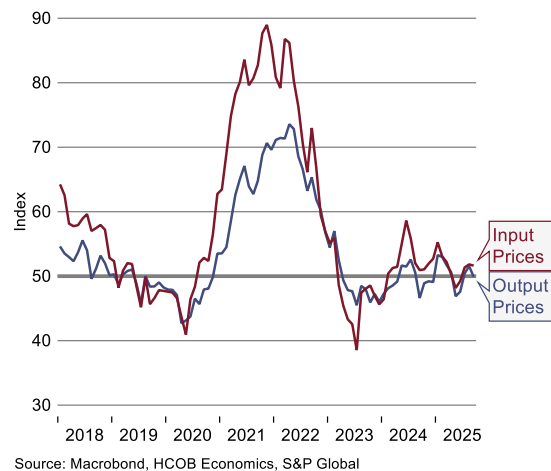
HCOB Spain Manufacturing PMI, Output & Orders (Sep 2025)



Die spanischen Hersteller blicken trotz einer eher verhaltenen Entwicklung der zukunftsorientierten Indikatoren in diesem Monat weiterhin optimistisch in die Zukunft. Die Auftragseingänge zeigen sich insgesamt weiterhin stabil, allerdings hat sich die Auslandsnachfrage verschlechtert. Dieser Rückgang ist möglicherweise auf den anhaltend starken Euro und die anhaltenden Störungen im globalen Handel zurückzuführen. Darüber hinaus dürften die politische Instabilität in Spaniens Nachbarland Frankreich und die daraus resultierende Unsicherheit die Exportbedingungen belasten. Dennoch bleiben

die Geschäftserwartungen nahe ihrem langfristigen Durchschnitt, was die robuste Stimmung unter den Produzenten unterstreicht.

HCOB Spain Manufacturing PMI, Prices (Sep 2025)



Die Einstellungsaktivitäten gingen im September stark zurück – eine unerwartete Entwicklung, da sowohl die Produktion als auch das Auftragsvolumen weiter wuchsen, wenn auch mit verlangsamer Geschwindigkeit. Die erhöhte globale Unsicherheit veranlasst Unternehmen wahrscheinlich dazu, bei der Einstellung neuer Mitarbeiter vorsichtiger vorzugehen. Diese Zurückhaltung könnte auch mit den rückläufigen Gewinnmargen der Hersteller im September zusammenhängen. Während die Inputkosten, insbesondere für Zulieferer und Metalle, weiter stiegen, sanken die Gesamtproduktionskosten, was vor allem auf den Wettbewerbsdruck zurückzuführen war.

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

FINANZINDIKATOREN

Prognosen

Prognosen der Hamburg Commercial Bank

	10.10.2025	31.12.2025	31.03.2026	30.06.2026	30.09.2026	31.12.2026
Zinssätze						
USA						
fed funds (Zielzone) (%)	4,25	4,00	4,00	3,50	2,75	2,75
SOFR (%)	4,23	3,80	3,80	3,30	2,55	2,55
2-jährige Staatsanleihen	3,52	3,40	3,40	2,90	2,20	2,25
5-jährige Staatsanleihen	3,65	3,95	4,05	4,00	3,95	4,15
10-jährige Staatsanleihen	4,05	4,20	4,35	4,50	4,70	4,95
2-jährige Swapsatz (SOFR) (%)	3,56	3,50	3,50	3,00	2,30	2,35
5-jährige Swapsatz (SOFR) (%)	3,57	3,95	4,05	4,00	3,95	4,15
10-jährige Swapsatz (SOFR) (%)	3,84	4,05	4,20	4,35	4,55	4,80
Eurozone						
Tendersatz (%)	2,15	1,90	1,90	2,15	2,40	2,40
Einlagenzinssatz (%)	2,00	1,75	1,75	2,00	2,25	2,25
3-Monats-Euribor (%)	2,01	1,85	1,85	2,10	2,35	2,35
2-jährige Bundesanleihen (%)	1,95	1,70	1,70	1,95	2,20	2,20
5-jährige Bundesanleihen (%)	2,23	2,35	2,45	2,60	2,75	2,85
10-jährige Bundesanleihen (%)	2,63	2,65	2,75	2,85	2,95	3,10
2-jährige Swapsatz (%)	2,11	2,00	2,00	2,25	2,50	2,50
5-jährige Swapsatz (%)	2,33	2,65	2,75	2,90	3,05	3,15
10-jährige Swapsatz (%)	2,65	2,90	3,00	3,10	3,20	3,35
Wechselkurse						
Euro/US-Dollar	1,16	1,19	1,22	1,23	1,24	1,25
Euro/GBP	0,87	0,86	0,87	0,88	0,88	0,88
US-Dollar/Yen	152	143	141	139	135	131
US-Dollar/Yuan	7,11	7,17	7,14	7,11	7,08	7,08
Rohöl						
Öl (Brent), USD/Barrel	67,23	65	68	68	65	65
Aktienindizes						
Dax	24241	5980	6010	6040	6070	6100
Stoxx Europe 600	564	533	536	539	541	544
S&P 500	6553	22210	22320	22430	22540	22650

Quelle: Bloomberg, Hamburg Commercial Bank Economics

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



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



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

IMPRESSUM & KONTAKTPERSONEN

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

Nils Müller
Junior Economist
Tel.: +49 1713534492

Jonas Feldhusen
Junior Economist
Tel.: +49 151 22942945

**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: 13. Oktober 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/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 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.