

Marktperspektiven Q1 2026

Volkswirtschaft 2026: Licht am Ende des (österreichischen) Tunnels

S. 2

Die Wirtschaft der USA und der Eurozone insgesamt ist auch 2024 schon gewachsen, in Österreich ist dies nach zwei negativen Jahren erst 2025 wieder gelungen. Das reale BIP-Wachstum von 0,5% laut WIFO zwar noch sehr verhalten, steht aber auf einer recht breiten Basis. Die von der Protektionismuswelle belastete Außenwirtschaft stellte, neben der Teuerung, das Haupthindernis für ein kräftigeres Plus dar. Die Anpassung an die neuen internationalen Handelsbedingungen wird sich 2026 fortsetzen,

Zinsen 2026: Minimal aufwärts in Europa, abwärts und steiler in den USA

S. 4

Die Inflationserwartungen sind für die nächsten zwei bis drei Jahre niedriger als 2%. Dies deutet auf ein ereignisloses EZB-Jahr 2026. Da die sich die Liquiditätssituation durch den langsamen Abbau der EZB-Bilanz, rückläufiges „Angstsparen“ und im Aufschwung zunehmende Kreditnachfrage weiter normalisieren sollte, ist aber eine positive, sich leicht ausweitende Differenz des Euribor zum EZB-Einlagensatz zu erwarten, die auch mögliche spätere Zinsschritte nach oben impliziert. Auch die Renditen dürften sich aufgrund der geplanten staatlichen Investitionen und der langsam zunehmenden privaten Investitions- und Finanzierungs Nachfrage etwas erhöhen. In den USA zeichnen sich weitere Zinssenkungen der Fed ab, womit die Renditestruktur steiler, das Niveau insgesamt aber reduziert wird.

Währungen 2026: Einflussfaktoren halten sich die Waage

S. 6

Ob aus der Bodenbildung beim EUR/CHF-Kurs eine Trendwende werden kann, ist weiterhin ungewiss. Die sich stabilisierende europäische Konjunktur, der Zinsvorteil des Euro und die Tatsache, dass geoökonomische Umwälzungen zwar an der Tagesordnung bleiben, nach dem disruptiven Jahr 2025 aber kaum mehr überraschen können, spricht für aber für einen zum EUR allmählich wieder etwas schwächer werdenden CHF. Auch wenn der USD nach deutlicher Abwertung in der zweiten Jahreshälfte 2025 zur Ruhe gekommen ist, bleibt die Liste der Risikofaktoren, insbesondere aus der disruptiven Politik und den schwachen Fiskaldaten, lang. Sie dürften aber weitgehend eingepreist sein bzw. durch die Stärken aus der wirtschaftlichen Dynamik und dem großen und dominierenden Kapitalmarkt ausgeglichen werden, sodass eine Seitwärtsentwicklung des USD zum EUR recht wahrscheinlich ist.

Aktienmärkte 2026: Fallhöhe nach Rekorden, Aufwärtstrend aber noch intakt

S. 8

DAX und ATX verzeichneten 2025 mehrere historische Höchststände, während es bei den hoch bewerteten US-Technologiewerten teilweise zu Rückschlägen kam. Die Bewertungsabstände bestehen weiter, aber auch in Europa sind die Kurse zuletzt stärker gestiegen als die Gewinnerwartungen, die den Kursen nun „hinterherwachsen“ müssen. In Europa vereinfachen die erfolgten Zinssenkungen die Finanzierung der Umstrukturierung und begünstigen langlebige Konsumgüter inkl. Immobilien, kapitalintensive Branchen sowie den Bausektor. Hinzu kommen massive Investitionen in Infrastruktur und Sicherheit sowie einige regulatorische Lockerungen. Spannende Themen sind Energie, Verteidigung, Infrastruktur und damit auch Bau, Digitalisierung und Banken. Der US-Markt dürfte weiter von der nahezu uneinholbaren Positionierung vieler Unternehmen, ihrer wirtschaftlichen Dynamik und auch von fallenden Zinsen profitieren. Die geoökonomischen Risiken sind hoch, werden bis jetzt am Aktienmarkt aber adäquat bezahlt.

Rohstoffe 2026: Öl schwächelt, Aufwärtstrend bei (Edel-) Metallen

S. 11

Der Ölpreis befindet sich in einem Abwärtstrend und dürfte aufgrund der erhöhten OPEC-Produktionsquoten auch in näherer Zukunft kaum ansteigen. Solange Russland vom internationalen Ölmarkt abgeschirmt bleibt, ist das verbleibende Abwärtspotenzial aber begrenzt, zumal mit verbesserter Konjunktur die Nachfrage wieder steigen dürfte. Auch beim Gold zeichnet sich eine abgeschwächte Fortsetzung des herrschenden Trends ab.

Disclaimer und Impressum

S. 13

Volkswirtschaftliche Entwicklung¹

USA	Datum	10J Ø	Vorperiode	Wert
BIP J/J (%)	Q3 2025	2,4	2,8	2,1
BIP Q/Q (%)	Q3 2025	2,7	3,3	3,8
Arbeitslosenquote (%)	Nov.25	4,6	4,2	4,6
Inflation J/J (%)	Nov.25	3,1	2,7	3,0
Staatsverschuldung / BIP (%)	2025	113,9	122,3	124,3
Budgetsaldo / BIP (%)	2025	-6,6	-6,6	-6,1
Leistungsbilanz / BIP (%)	2025	-3,0	-4,05	-3,99
US Manufacturing PMI S&P*	Dez.25	50,1	49,4	51,8
Industrieproduktion J/J (%)	Sep.25	0,0	-1,2	1,6
Einzelhandelsumsätze J/J (%)	Okt.25	5,4	3,2	3,5
FHFA House Price Index (%)	Sep.25	7,5	4,6	1,7

	2025	2026	2027
BIP J/J (%)*	1,7	2,3	2,0
Arbeitslosenquote (%)*	4,5	4,4	4,2
Inflation J/J (%)*	2,9	2,4	2,1
Staatsverschuldung / BIP (%)**	125,0	128,7	132,7
Budgetsaldo / BIP (%)**	-7,4	-7,9	-7,6
Leistungsbilanz / BIP (%)**	-4,0	-3,6	-3,6

Prognose lt. *FED (Dezember 2025) & **WEO/IMF (Oktober 2025)

*3J statt 10J Ø

Die Fed hat ihre Projektion für das BIP-Wachstum gegenüber September etwas angehoben und jene für die Inflation leicht zurückgenommen. Die neuen Zölle sind zwar spürbar, ihre unmittelbaren Effekte sind – sowohl in den USA selbst als auch bei den anderen Handelspartnern – aber geriner als ursprünglich in den Wirtschaftsprognosen angenommen. Ungünstig zeigt sich weiterhin die öffentliche Haushaltssituation, wobei die USA mit 26% eine so niedrige Abgabenquote haben, dass die Defizite zumindest in der Theorie recht rasch behoben werden könnten.

Eurozone	Datum	10J Ø	Vorperiode	Wert
BIP J/J (%)	Q3 2025	1,5	1,0	1,4
BIP Q/Q (%)	Q3 2025	0,4	0,4	0,3
Arbeitslosenquote (%)	Nov.25	7,7	6,2	6,4
Inflation J/J (%)	Nov.25	2,6	2,2	2,1
Staatsverschuldung / BIP (%)	2024	89,1	87,0	87,1
Budgetsaldo / BIP (%)	2024	-2,8	-3,5	-3,1
Leistungsbilanz / BIP (%)	2025	2,3	2,6	2,3
Eurozone Manufacturing PMI S&P*	Dez.25	46,7	45,1	49,2
Industrieproduktion J/J (%)	Okt.25	0,5	-1,0	2,1
Einzelhandelsumsätze J/J (%)	Okt.25	3,5	3,2	2,6
Eurostat House Price Index (%)	Q2 2025	4,3	1,4	5,1

	2025	2026	2027
BIP J/J (%)	1,4	1,2	1,4
Arbeitslosenquote (%)	6,3	6,2	6,1
Inflation J/J (%)	2,1	1,9	1,8
Staatsverschuldung / BIP (%)	87,3	88,1	88,6
Budgetsaldo / BIP (%)	-3,0	-3,3	-3,5
Leistungsbilanz / BIP (%)	1,9	1,7	1,7

Prognose lt. EZB (Dezember 2025)

*3J statt 10J Ø

Die EZB erwartet in ihrer Projektion vom 18.12. nicht nur für 2025, sondern auch für 2026 und 2027 recht ordentliche BIP-Wachstumsraten und hat ihre Projektion für alle drei Jahre im Vergleich zum September nach oben korrigiert. Deutschland dürfte dabei weiterhin etwas nachhinken. Das Kieler Institut für Weltwirtschaft hat im Dezember seine Prognose für 2026 um 0,3 Prozentpunkte auf 1% reduziert. Der angenommene Inflationsverlauf hat sich etwas verschoben. 2026 soll sie dank der lebhafteren Konjunktur nun näher am 2%-Ziel liegen als bisher angenommen, dafür wurde die Erwartung für 2027 etwas reduziert, was u.a. auf die Verschiebung der Einführung des erweiterten CO2-Emissionshandels ins Jahr 2028 zurückzuführen ist. Trotz der hohen US-Einfuhrzölle bleibt die Leistungsbilanz klar positiv und zählt zu den Stärken des gemeinsamen Wirtschaftsraums. Die selbst gesetzten Fiskalziele werden 2026 und 2027 zwar voraussichtlich nicht erreicht, die Fiskaldaten fallen trotz teils deutlich ausgeweiteter Infrastruktur- und Verteidigungsbudgets aber deutlich besser aus als in den USA.

Österreich	Datum	10J Ø	Vorperiode	Wert
BIP J/J (%)	Q3 2025	1,2	-0,6	1,0
BIP Q/Q (%)	Q3 2025	0,3	-0,1	0,4
Arbeitslosenquote (%)	Nov.25	7,8	7,2	7,5
Inflation J/J (%)	Nov.25	3,4	1,9	4,0
Staatsverschuldung / BIP (%)	2024	79,5	77,8	79,9
Budgetsaldo / BIP (%)	2024	-2,7	-2,6	-4,7
Leistungsbilanz / BIP (%)	2025	1,7	2,4	1,8
Austria Manufacturing PMI S&P*	Nov.25	44,5	44,5	50,4
Industrieproduktion J/J (%)	Okt.25	2,3	-5,5	5,3
Einzelhandelsumsätze J/J (%)	Okt.25	3,1	4,4	1,6
Hauspreisindex Stat.-Aut. (%)	Q2 2025	5,5	-0,2	2,1

	2025	2026	2027
BIP J/J (%)	0,5	1,2	1,4
Arbeitslosenquote (%)	7,4	7,3	7,0
Inflation J/J (%)	3,5	2,6	2,4
Staatsverschuldung / BIP (%)	81,8	83,5	84,9
Budgetsaldo / BIP (%)	-4,6	-4,2	-4,0
Leistungsbilanz / BIP (%)	0,7	0,7	0,8

Prognose lt. WIFO (Dezember 2025)

*3J statt 10J Ø

Die zur EZB-Projektion gehörige OeNB Konjunkturprognose war zu Redaktionsschluss noch nicht veröffentlicht. Meist liegen die Erwartungen der Notenbank aber nahe an jenen des WIFO, die am 18.12.

¹ Die farbliche Kennzeichnung der Wirtschaftsdaten dient einer ersten Beurteilung, ob sie positiv oder negativ ausfallen, beispielsweise sind überdurchschnittliches Wachstums-, unterdurchschnittliche Arbeitslosenraten und Einkaufsmanagerindizes (PMIs) über deutlich über 50 grün, bei 50 liegende PMIs neutral und zu hohe Inflations- oder Schuldenquoten rot unterlegt.

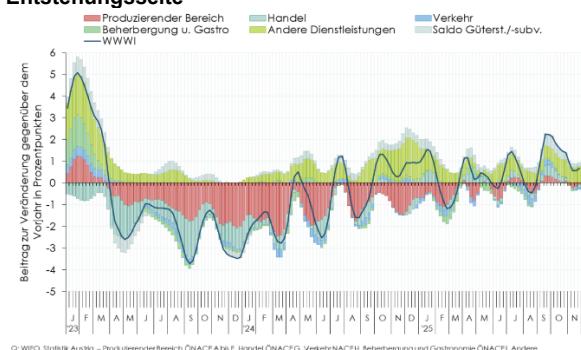
publiziert wurden. Diese wurde für 2025 auf 0,5% angehoben. 2026 soll das BIP-Wachstum gut 1% erreichen und 2027 noch etwas schwungvoller ausfallen. Zu den ersten positiven Signalen aus dem vierten Quartal 2025 gehörte die Wachstumsrate der heimischen Industrieproduktion, die im Oktober 5,1% J/J erreichte. Insgesamt soll ihr Wachstum – ebenso wie verwendungsseitig jenes der Exporte – 2025 gleich gewesen sein wie beim BIP insgesamt. Während es laut WIFO 2025 noch mehrere Branchen mit fallender realer Wertschöpfung gab (u.a. Versorger, Bau, Verkehr, Beherbergung und Gastronomie), geht das Institut für 2026 und 2027 nur von geringen Branchenunterschieden und durchweg positiven sektoralen Wachstumsraten aus.

Belastende Faktoren bleiben die zunehmenden internationalen Handelshemmisse und überdurchschnittlich hohe Inflation, die (zusätzliche) preisliche Wettbewerbsnachteile nach sich zieht. Zu den belebenden Faktoren, die sich auch in verbesserten Geschäftsklimawerten niederschlagen, zählen die anlaufenden Infrastruktur- und Verteidigungsinvestitionen in Deutschland, die Qualitäts- und Marktführerschaft vieler heimischer Anbieter, die verringerten Zinsen und die sich 2026 abzeichnende Inflationsentspannung.

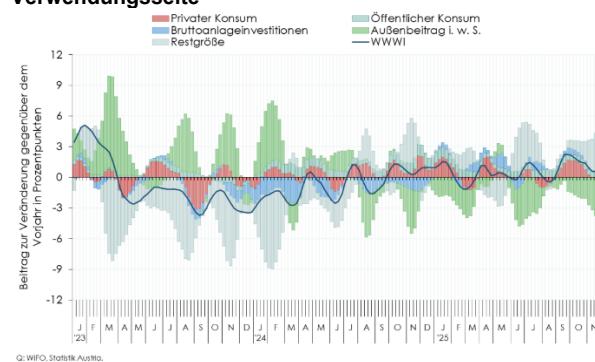
Die OeNB geht laut aktuellem Wagetracker auf Sicht von 12 Monaten nur mehr von Tariflohnsteigerungen um 2,6% aus und laut Eurostat haben sich die Arbeitskosten insgesamt schon im dritten Quartal 2025 nur mehr um 2,1% J/J erhöht. Während die Energie im November noch 0,9 Prozentpunkte zur heimischen Teuerung beigetragen hat, wird dies mit dem Jahreswechsel stark zurückgehen, da ein beträchtlicher Teil auf den Wegfall der Strompreisbremse und Erhöhungen bei den Netzentgelten zurückging, die nun nacheinander aus dem Jahresvergleich herausfallen. Öl- und Gaspreise haben sich stabilisiert, allerdings werden mit dem Jahreswechsel diverse öffentliche Gebühren angehoben. Die Inflation sollte 2026 zurückgehen, das Ziel von 2% baW aber kaum erreichbar, da es weiterhin zu nachträglichen Anpassungen an die rollierende Inflation kommen wird, etwa bei den Mieten, was die Teuerung des zu Ende gehenden Jahres bis weit ins Jahr 2026 schleppen. Das WIFO prognostiziert für 2026 eine Verbraucherpreisinflation von 2,6% und 2,4% 2027. Wehrmutstropfen dabei ist, dass die realen Nettolöhne und -gehälter ihren leichten Rückgang aus 2025 fortsetzen dürften. Das erwartete reale Konsumwachstum um 0,8% 2026 und 0,9% 2027 folgt aus der leicht verbesserten Beschäftigungslage und einer rückläufigen Sparquote. Dementsprechend anfällig ist die Prognose für neue Verunsicherungen, etwa aus der Geopolitik oder aus Lieferengpässen, und dem daraus resultierenden „Angstsparen“.

Wöchentlicher WIFO-Wirtschaftsindex bis 30.11.2025

Entstehungsseite



Verwendungsseite



Der Wöchentliche WIFO-Wirtschaftsindex (WWWI) nähert das BIP-Wachstum auf Basis von Hochfrequenzdaten an. Von September bis November 2025 lieferten entstehungsseitig weiterhin nur die Dienstleistungen durchgängig positive Wachstumsbeiträge. Handel und produzierender Sektor waren im September/Oktober positiv, sind im November aber wieder hinter die Vorjahreswerte zurückgefallen. Verkehr sowie Beherbergung und Gastronomie waren mehr oder minder neutral. Verwendungsseitig waren die Investitionen und der öffentliche Konsum durchgängig (leicht) positiv, während der private Konsum nach kräftigen Zuwächsen im September und Oktober zuletzt wieder in den negativen Bereich gekippt sind und der Außenbeitrag durchweg negativ blieb. In der Aufschlüsselung nach Verwendung gibt es allerdings eine schwankende und teilweise stark ausgeprägte Restgröße, sodass die Darstellung nach Verwendungszweck mit weitaus mehr Unschärfe behaftet ist als jene nach Entstehungssektoren.

Zinsen: Geld- und Anleihenmärkte

Geldmarktzinsen Euro

EURIBOR

	18.12.25	25.09.25	18.12.24	+/- seit 25.9.25	+/- seit 18.12.24
1m	1,92	1,91	2,80	0,01	-0,87
3m	2,04	2,00	2,84	0,04	-0,80
6m	2,13	2,12	2,64	0,01	-0,50
12m	2,26	2,18	2,47	0,08	-0,21

Geldmarktzinsen anderer Währungen (%)

USD*

JPY*

CHF*

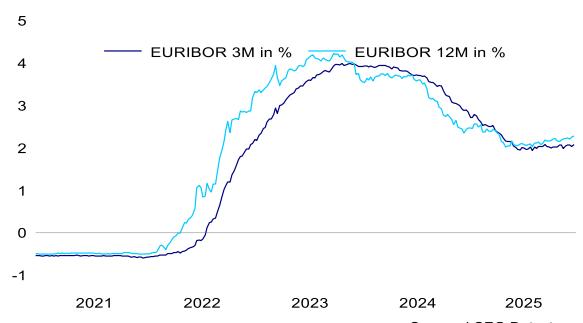
	18.12.25	25.09.25	18.12.25	18.12.25	25.03.25	18.12.25	18.12.25	25.09.25	19.12.24
1m	3,58	4,08	4,25	0,51	0,46	0,08	-0,04	-0,04	0,87
3m	3,55	3,89	4,25	0,68	0,51	0,12	-0,04	-0,04	0,95
6m	3,49	3,75	4,17	0,73	0,49	0,27	-0,04	0,07	1,09
12m	3,38	3,54	4,27	0,84	0,80	0,39	0,09	0,10	0,31

* JP alle Laufzeiten sowie CH 1 Jahr: Rendite unterjähriger Staatsanleihen

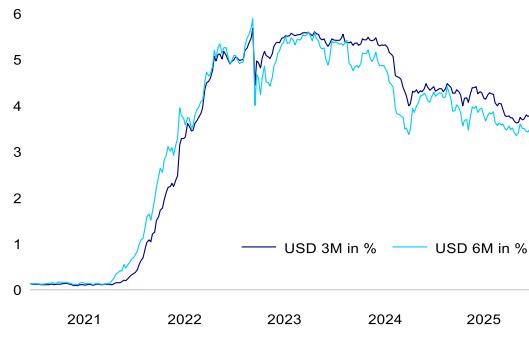
In der Eurozone ist der Rückgang der Geldmarktzinsen zu Ende gegangen und Ansätzen eines Aufwärtstrends gewichen, sodass die vor einem Jahr noch inverse Kurve seit Mitte 2025 flach und seither mit leicht zunehmender Steigung normal verläuft. Die EZB hat ihrer Zinssenkung aus dem Juni keinen weiteren folgen lassen und signalisiert, dass sie das gegenwärtige Niveau mit 2% Einlagensatz und 2,15% Hauptrefinanzierungssatz mehr oder minder für neutral hält, sodass – kein starkes Abweichen der Inflationserwartungen vom EZB-2%-Ziel vorausgesetzt – bis auf Weiteres keine zinspolitischen Maßnahmen erforderlich sind.

In den USA verlief der Abwärtstrend von Mitte 2024 bis Mitte 2025 langsamer als in der Eurozone, hält aber weiter an. Die Fed hatte in der ersten Jahreshälfte 2025 das Zielband der Fed Funds Rate bei 4,25% bis 4,50% belassen, da die Inflation deutlich oberhalb ihres ebenfalls bei 2%, aber auf die Kernrate ohne Nahrungsmittel und Energie abzielenden Wunschniveaus lag und von Anfang des zweiten Quartals angekündigt und dann auch eingeführten hohen US-Importzöllen eine preissteigernde Wirkung befürchtet wurde. Im Sommer hat sich der Arbeitsmarkt – aufgrund des zweiten geldpolitischen Ziels Vollbeschäftigung ebenso wichtig für die Zinspolitik wie die Inflation – spürbar abgeschwächt und beginnend mit September wurden drei Zinssenkungen à 25 Basispunkte auf nunmehr 3,50% bis 3,75% vorgenommen.

Euribor 3 und 12 Monate (%)



USD Geldmarkt 3 und 6 Monate (%)



Ausblick: Die im Volkswirtschaftsteil beschriebene aktuelle EZB-Inflationsprojektion ist geringfügig niedriger 2%, die in den Inflation Swaps enthaltene Erwartung auf 2-Jahressicht ebenfalls, jene auf 5-Jahressicht allerdings etwas höher. Dies deutet – ebenso wie die in den Euribor-Futures implizierten künftigen Geldmarktzinsen – auf ein ereignisloses geldpolitisches Jahr 2026. Wenn sich die Wirtschaft im nächsten Jahr so robust entwickelt wie derzeit in den Prognosen unterstellt, könnten anschließend schon wieder die nächsten Zinsschritte nach oben folgen. Da die sich die Liquiditätssituation durch den langsamen Abbau der EZB-Bilanz, rückläufiges „Angstsparen“ und im Aufschwung zunehmende Kreditnachfrage weiter normalisieren sollte, ist aber eine positive, sich leicht ausweitende Differenz des Euribor zum EZB-Einlagensatz zu erwarten.

Implizite Forward Rates (%)	18.12.25	03/31/2026	06/30/2026	09/30/2026	12/30/2026	12/31/2027	12/30/2028	12/31/2029	12/31/2030
Euribor 3m	2,04	2,06	2,06	2,09	2,13	2,39	2,62	2,78	2,86

Quelle: Refinitiv

In den USA herrscht ein Konflikt mit der Regierung darüber, ob die Zinsen nur langsam sinken sollten, wie von der Mehrheit der FOMC-Mitglieder, den Teilnehmern des Futures-Marktes und Analysten unterstellt, oder zur Belebung des BIP-Wachstums rasche und deutliche Zinsschritte nach unten erforderlich sind. Wie im Währungsteil ausgeführt sind trotz aller Rhetorik die Einflussmöglichkeiten der Regierung begrenzt, auch wenn der Nachfolger von Jerome Powell der Sichtweise von Donald Trump sicher näherstehen wird als der noch amtierende Fed-Präsident. Derzeit wird in etwa eine Rückkehr in neutrales Terrain bei 3% erwartet.

Staatsanleihen-Renditen in den USA, Japan und der Schweiz

	USA					JP					CH				
	18.12.25	26.09.25	19.12.24	+/- seit 26.9.25	+/- seit 19.12.24	18.12.25	26.09.25	19.12.24	+/- seit 26.9.25	+/- seit 19.12.24	18.12.25	26.09.25	19.12.24	+/- seit 26.9.25	+/- seit 19.12.24
18.06	18.12.25	26.09.25	19.12.24	+/- seit 26.9.25	+/- seit 19.12.24	18.12.25	26.09.25	19.12.24	+/- seit 26.9.25	+/- seit 19.12.24	18.12.25	26.09.25	19.12.24	+/- seit 26.9.25	+/- seit 19.12.24
2y	3,4663	3,66	4,31	-0,19	-0,84	1,067	0,93	0,39	0,14	0,68	-0,041	-0,10	0,10	0,06	-0,14
5y	3,6651	3,76	4,42	-0,09	-0,75	1,433	1,22	0,50	0,21	1,22	0,171	0,05	0,13	0,12	0,05
10y	4,1197	4,17	4,58	-0,05	-0,46	1,968	1,65	0,86	0,32	1,65	0,312	0,22	0,28	0,09	0,03
30y	4,7958	4,75	4,12	0,05	0,67	3,378	3,17	2,08	0,21	3,17	0,521	0,87	0,36	-0,35	0,16

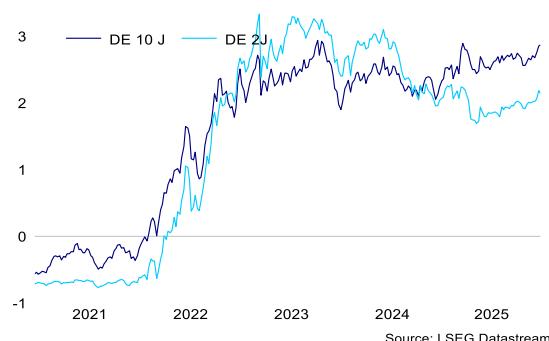
Euro-Staatsanleihen-Renditen, Swap-Kurve und Renditeaufschläge

	Rendite							IRS	Swap Spread			Spread über dt. Bund					
	18.02	18.12.25	26.09.25	19.12.24	+/- seit 26.9.25	+/- seit 19.12.24	18. Dez		18.12.25	26.09.25	+/- seit 26.9.25	AT	ES	FR	IT	GR	IE
2y	Dt.Bund	16.12.2027	2,14	2,04	2,06	10	8	2,26	13	13	0	6	5	13	13	-5	-2
5y	Dt.Bund	10.10.2030	2,45	2,35	2,12	10	33	2,56	10	6	4	21	11	41	41	20	12
7y	Dt.Bund	15.08.2032	2,59	2,50	2,15	9	44	2,71	13	5	8	24	39	56	51	42	10
10y	Dt.Bund	15.08.2035	2,85	2,76	2,31	9	54	2,91	6	-5	11	25	43	71	65	60	19
15y	Dt.Bund	15.05.2041	3,24	3,12	2,56	12	69	3,12	-12	-22	10	31	49	74	70	47	25
30y	Dt.Bund	15.08.2056	3,48	3,33	2,53	15	96	3,22	-26	-42	16	36	63	97	92	79	32

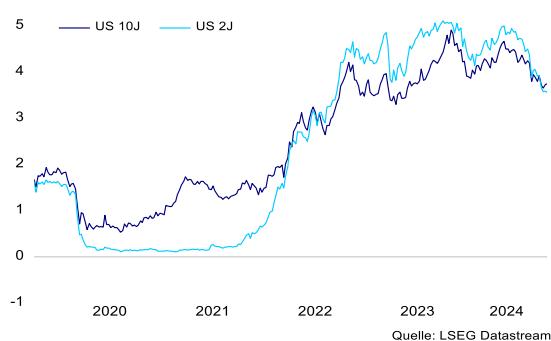
Spreads und Swap Spread Änderung in Basispunkten

Die **langfristigen Renditen** haben sich in der Eurozone 2025 kaum verändert, wobei die Renditekurve etwas steiler wurde, was angesichts der in diesem Jahr beschlossenen hohen staatlichen Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur v.a. im als Benchmark dienenden Deutschland durchaus folgerichtig war. In den USA kam – auf nach wie vor höherem Niveau – 2025 hingegen zu einem Abwärtstrend.

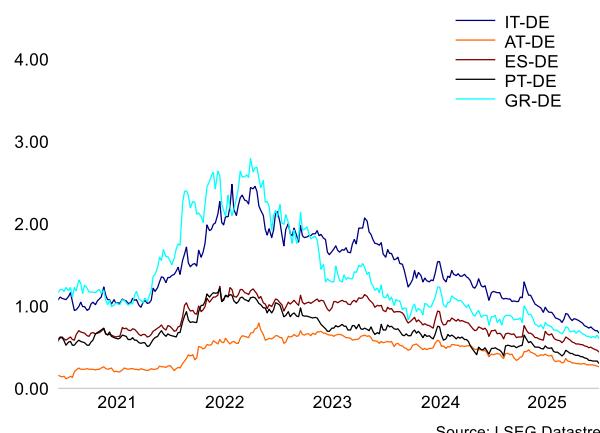
Deutsche Bundesanleihe (Rendite in %)



US-T-Bond 2 und 10 Jahre (Rendite in %)



Aufschläge von Euro-Staatsanleihen (10 Jahre; Basispunktendifferenz zu Deutschland)



Mit der Aufwärtsbewegung der deutschen Benchmark-Rendite war für die anderen Emittenten eine rückläufige Spread-Entwicklung verbunden, die bei den ehemaligen Peripheriestaaten auch durch verbesserte Fiskaldaten und Ratings untermauert wurde. Trotz EU-Defizitverfahrens, Downgrade bei Fitch und Ausblicksverschlechterung bei Moody's hat sich auch der Spread der österreichischen Bundesanleihen stark zurückgebildet.

Ausblick:

Die erwähnten hohen staatlichen Ausgaben und eine sich allmählich belebende private Investitions- und Finanzierungsnachfrage sollten die Anleihenrenditen tendenziell weiter steigen lassen, zumal auch die in den Renditen enthaltenen Inflationserwartungen nun dem Inflationsziel nahe sind. Nur eine starke konj

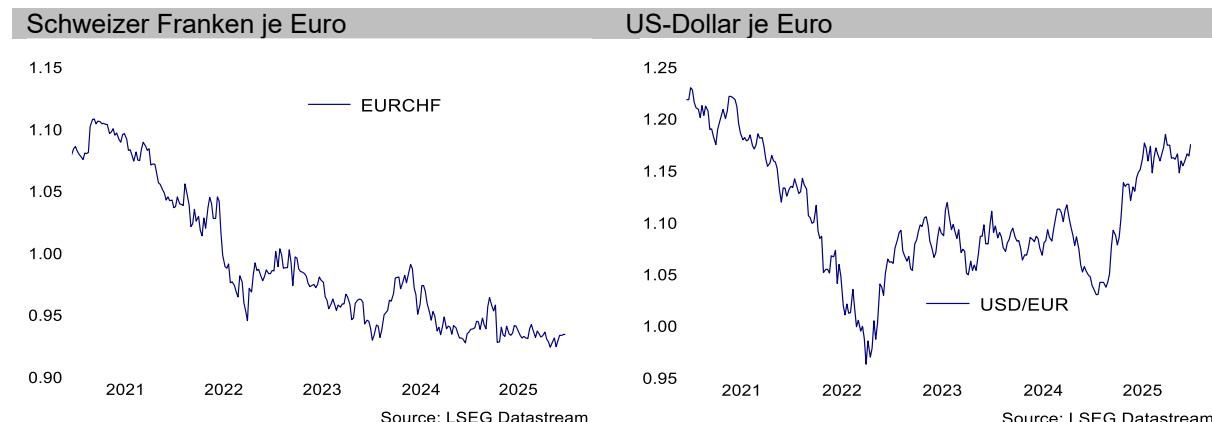
turelle Abkühlung mit unter den Zielwert fallender europäischer Inflation und hoher Nachfrage nach sicheren Häfen, etwa im Zusammenhang mit einem starken „Repricing“ am Aktienmarkt oder finanziellen Systemrisiken im Zuge der schwelenden geopolitischen Krisen würde eine deutliche Gegenbewegung auslösen. Bei den Spreads besteht nur mehr wenig Einengungsspielraum. Wir rechnen 2026 mit leicht steigenden Langfristrenditen in Europa, während diese in den USA seitwärts bis abwärts tendieren dürften.

Währungen

Land	Währung	Kurs vs. EUR			Performance vs. EUR		Kurs vs. USD			Performance vs. USD	
		18.12.25	18.09.25	12/24	seit 18.09.25	seit 12/24	18.12.25	18.09.25	12/24	seit 18.09.25	seit 12/24
USA	USD	1,174	1,179	1,035	0,4%	-11,8%					
Japan	JPY	182	174	162,8	-4,4%	-10,8%	155	148	157	-4,9%	1,2%
Schweiz	CHF	0,932	0,933	0,940	0,1%	0,8%	0,79	0,79	0,91	-0,4%	14,3%
Großbritannien	GBP	0,87	0,87	0,8	-0,8%	-5,4%	0,75	0,74	0,80	-1,2%	7,2%
Norwegen	NOK	11,93	11,60	11,785	-2,7%	-1,2%	10,16	9,84	11,39	-3,2%	12,1%
Schweden	SEK	10,91	11,01	11,5	0,9%	5,1%	9,29	9,34	11,07	0,5%	19,2%
Polen	PLN	4,21	4,26	4,279	1,2%	1,7%	3,58	3,61	4,13	0,8%	15,2%
Russland	RUB	93,8	97,9	115,7	4,4%	23,4%	79,88	83,04	113,5	4,0%	42,1%
Rumänien	RON	5,09	5,07	4,974	-0,4%	-2,3%	4,34	4,30	4,80	-0,9%	10,8%
Tschechische Rep.	CZK	24,4	24,3	25,2	-0,3%	3,4%	20,76	20,60	24,3	-0,8%	17,3%
Türkei	TRY	50,26	48,82	36,640	-2,9%	-27,1%	42,73	41,30	35,35	-3,3%	-17,3%
Ungarn	HUF	388	389	411,7	0,1%	6,1%	330,65	329,56	397	-0,3%	20,2%
Kanada	CAD	1,62	1,63	1,489	0,5%	-7,9%	1,38	1,38	1,44	0,1%	4,4%
Argentinien	ARS	1707,1	1736,5	1067,5	1,7%	-37,5%	1454,03	1472,58	1031,0	1,3%	-29,1%
Brasilien	BRL	6,50	6,24	6,394	-3,9%	-1,6%	5,53	5,30	6,18	-4,3%	11,6%
Indien	INR	105,8	104,3	89,2	-1,4%	-15,7%	90,25	88,13	85,6	-2,3%	-5,1%
China	CNY	8,26	8,38	7,6	1,4%	-8,6%	7,04	7,11	7,30	0,9%	3,7%

Quelle: Bloomberg, Daten zum 18.12.2025

Nach dem Abwertungsschub rund um die Zollankündigungen und -einführungen der US-Regierung hat sich der **US-Dollar** auf dem neuen Bewertungsniveau um 1,17 USD je EUR stabilisiert und dürfte das Jahr 2025 mit einem zweistelligen Verlust gegenüber dem Euro beenden. Der **Schweizer Franken** hat auch 2025 immer wieder zur Stärke tendiert obwohl die Notenbank ihren Leitzins auf 0% gesenkt hat, den Geschäftsbanken für Einlagen oberhalb eines Limits bereits wieder negative „Strafzinsen“ verrechnet und sich unverändert bereit zeigt, eine größere Aufwertung des Franken mittels Intervention zu bekämpfen. Während der Franken von den handelspolitischen Unsicherheiten als sicherer Hafen profitierte, war der hohe US-Zoll für Schweizer Importe ein Dämpfer, der erst im Herbst mit einem den Bedingungen für die EZ vergleichbaren „Deal“ abgeschwächt werden konnte. Resultat der widerstrebenden Einflussfaktoren war eine Seitwärtsentwicklung.



Etwas geringer als beim US-Dollar fiel der Jahresverlust des **Yen** aus, der zum USD von der sich straffenden Geldpolitik etwas unterstützt wird, mit seiner bisherigen Entwicklung der japanischen Exportwirtschaft aber durchaus zu Gute gekommen ist und dazu beigetragen hat, das jahrzehntelange Deflationsproblem dauerhaft zu überwinden. Laut Fathom erwarten mittlerweile 50% der japanischen Haushalte, dass die Inflation in den nächsten 12 Monaten von derzeit 3% auf 5% steigen wird, und die japanische Notenbank hat am 19.12. auf das 30-Jahres-Hoch von 0,75% angehoben und weitere Straffungen signalisiert, was den Yen aber nur kurzfristig aufwerten ließ. Die Bank of England hat mit der knappen Mehrheit von 5:4 Stimmen am 18.12. die Reduktion ihrer Bank Rate von 4% auf 3,75% beschlossen. Das **britische Pfund**, das 2025 knapp 15% zum Euro verloren hat, wertete daraufhin wieder etwas auf. In Norwegen wurde der Leitzins von 4% am 18.12. hingegen bestätigt. Trotz des Zins-

und Wachstumsvorteils hat auch die **NOK** 2025 etwas abgewertet, im vierten Quartal blieb sie jedoch im Wesentlichen stabil. Die CEE-Währungen haben 2025 etwas aufgewertet.

Unter den **Emerging Markets** wies der argentinische Peso 2025 die größte Abwertung auf, der Kurs stabilisierte sich im vierten Quartal aber. Anders als bei der anderen Hochinflationswährung TRY ging hier mit der nominalen auch eine reale Abwertung einher. Die Inflationsdifferenz zur Eurozone ist im Jahresverlauf auf weniger als 30 Prozentpunkte geschrumpft. Das BIP steigt wieder und die Ratings verbessern sich, sie liegen aber weiterhin im spekulativen C-Bereich. Ebenfalls schwach war die indische Rupie. Obwohl das Land laut IMF World Economic Outlook die hohen US-Zölle gut verkraftet und 2025 ein reales BIP-Wachstum von 6,6% erreicht haben. 2026 erwartet der Fonds mit 6,2% in Indien abermals eine wirtschaftliche Dynamik, die nicht nur jene der Industrieländer, sondern auch alle anderen größeren Emerging Markets bei Weitem übertrifft (die nächsthöchsten Wachstumsraten finden sich mit jeweils 4,2% in China und Nigeria). Ihre Abwertung fortgesetzt hat 2025 die türkische Lira. Angesichts der Inflationsdifferenz von immer noch 29% im November (31,1% TR vs. 2,1% EZ) bedeutet die Abwertung zum Euro um 27% aber sogar eine leichte reale Aufwertung der TRY. Anders der chinesische Yuan, der zum Euro 9% verlor, während die Inflation im November ganze 0,7% erreichte, nachdem sie in fünf Monaten des Jahres 2025 negativ gewesen war.

Ausblick:

Ob aus der Bodenbildung beim **EUR/CHF-Kurs** eine Trendwende werden kann, ist weiterhin ungewiss. Die sich stabilisierende europäischen Konjunktur, der Zinsvorteil des Euro und die Tatsache, dass geoökonomische Umwälzungen zwar an der Tagesordnung bleiben, nach dem disruptiven Jahr 2025 aber kaum mehr überraschen können, spricht für aber für einen zum EUR allmählich wieder etwas schwächer werdenden CHF.

Auch wenn der **USD** in der zweiten Jahreshälfte zur Ruhe gekommen ist, bleibt die Liste der Risikofaktoren lang. Noch haben die USA die Nase vorn, wenn es um die wirtschaftliche Dynamik im Vergleich zur Eurozone geht, und die Deregulierung, etwa im Umwelt- und Finanzbereich, setzt kurzfristig Potenziale frei. Aber die hohen Zölle, ausbleibende Vorprodukte und Fachkräfte aus dem Ausland führen zu Teuerung und/oder Verknappungen und können das Wachstum belasten, während die Inflation noch längst nicht beim Notenbankziel einer PCE-Kernrate von 2% angekommen ist und der Arbeitsmarkt schwächelt. Hinzu kommen die Sorgen über die Unabhängigkeit der Notenbank, deren Offenmarktausschuss im Mai/Juni 2026 einen Vorsitzenden bekommen wird, der sich stärker mit der Regierung abstimmen wird als seine Vorgänger. Formal kann der Präsident die Geldpolitik 2026 kaum mehr beeinflussen als bisher, da er keinen neuen Sitz im FOMC zu vergeben hat. Nur ein Sitz wird während der verbleibenden Amtszeit von Trump noch vakant. Der neue FOMC-Vorsitzende muss einen Sitz übernehmen - entweder den an sich bis 2028 laufenden Sitz von Jerome Powell übernehmen, falls dieser ihn nach Ende seines Vorsitzes vorzeitig räumt, jenen des von Trump 2025 ernannten Stephen Miran, der in den FOMC-Sitzungen mit besonders niedrigen Zinserwartungen aufgefallen ist, oder jenen von Lisa Cook, die Trump 2025 aus dem Amt entfernen wollte, woran er vor den Gerichten bisher aber gescheitert ist. Allein schon die Tatsache, dass sich Analysten weltweit mit diesem Thema beschäftigen, ist jedoch bereits Belastung für den USD. Die Futureshändler und Ökonomen sind bisher gelassen und erwarten einen Rückgang der Fed Funds Rate auf 3%, nicht mehr. Dies würde bei heutiger Inflation eine neutrale Geldpolitik bedeuten und dürfte den Markt daher nur wenig bewegen.

Wir gehen für **2026** von einer Seitwärtsentwicklung des USD zum EUR aus. Ein Negativrisiko, das dabei und auch über den Jahreswechsel hinaus bestehen bleibt, ist der Trend in Richtung diversifizierter Notenbankreserven, der durch den Zollstreit sowie insgesamt fallende Leistungsbilanzüberschüsse der exportorientierten Staaten angeheizt wird. Positiv bleiben die wirtschaftliche Dynamik und der große und dominierende Kapitalmarkt.

Japan behält unter den Industrieländern seine geldpolitische Sonderstellung bei. Der **JPY** hat die obere Grenze seines seit 30 Jahren herrschenden Seitwärtsbands Ende 2025 durchbrochen und dürfte noch weiter abwerten.

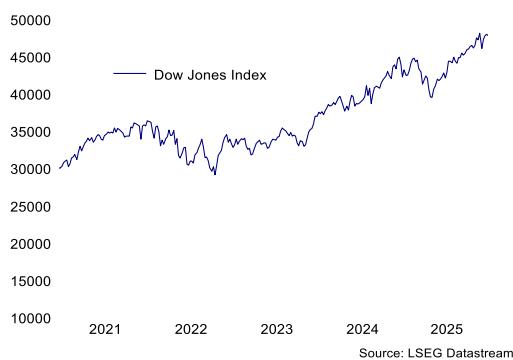
Aktienmärkte

Veränderung der Aktienindizes

Europa (N/W/S)	seit 17.12.2025						Währung	seit 17.12.2025						
	Schlusskurs	Schlusskurs	18.09.2025	% YTD	% 1J	% 5J		Schlusskurs	Schlusskurs	18.09.2025	% YTD	% 1J	% 5J	
AEX (Amsterdam)	929,6	933,3	-0,40%	6,7	5,0	50,0	EUR	DJ Ind. (New York)	47885,97	46142,42	3,78%	13,2	13,8	59,6
ASE (Athen)	2083,49	2027,04	2,78%	42,9	44,3	162,5	EUR	NASDAQ Comp. (NY)	22693,32	22470,72	0,99%	19,0	18,5	80,2
ATX (Wien)	5177,59	4635,87	11,69%	41,1	43,5	90,4	EUR	S&P 500 (New York)	6721,43	6631,96	1,35%	15,4	15,6	83,0
CAC 40 (Paris)	8086,05	7854,61	2,95%	10,2	10,2	47,2	EUR	TSX (Toronto)	31250,02	29453,53	6,10%	27,7	28,6	80,0
DAX (Frankfurt)	23960,59	23674,53	1,21%	21,0	19,0	76,8	EUR	Mexbo (Mexico C.)	62528,06	61323,95	1,96%	27,1	25,9	43,4
MDAX (Frankfurt)	29866,36	30470,71	-1,98%	17,8	16,6	-0,9	EUR	Südamerika						
EURO STOXX 50	5681,67	5456,67	4,12%	16,8	15,4	61,3	EUR	Ibovespa (Sao Paulo)	157327,3	145499,49	8,13%	31,1	30,6	33,6
FTSE 100 (London)	9774,32	9228,11	5,92%	19,9	19,6	50,1	GBP	IPSA (Santiago)	10134,52			51,8	51,4	142,0
FTSE MIB (Mailand)	44099,48	42307,81	4,23%	29,7	28,9	101,8	EUR	Sonst. Regionen						
IBEX 35 (Madrid)	16938,2	15175,4	11,62%	47,2	46,9	112,3	EUR	ASX 200 (Sydney)	8585,188	8745,182	-1,83%	5,3	3,4	28,7
ISEQ (Dublin)	12989,11	11212,66	15,84%	33,4	33,8	75,3	EUR	Hang Seng (Hong K.)	3891,03	4080,37	-4,64%	30,4	31,5	-6,9
OBX (Oslo)	1566,75	1569,51	-0,18%	17,8	19,0	86,7	NOK	Hang Seng China (HK)	8843,57	9456,52	-6,48%	21,3	23,1	-15,7
SMI (Zürich)	13028,62	12049,13	8,13%	13,0	12,6	24,5	CHF	BIST 100 (Istanbul)	11286,81	11048,11	2,16%	15,3	14,3	704,9
EU-Wachstum								KOSPI (Seoul)	4056,41	3461,3	17,19%	66,5	60,8	44,1
TecDAX (Frankfurt)	3520,83	3650,13	-3,54%	2,7	0,6	10,3	EUR	Nikkei 225 (Tokio)	49512,28	45303,43	9,29%	22,8	25,4	83,1
techMARK D0 (Lon.)	7779,51	7908,87	-1,64%	22,0	21,1	25,5	GBP	Shanghai Comp. (SH)	3870,278	3831,656	1,01%	15,7	14,6	14,2
Zentr.-/Osteuropa								BSE Sensex (Mumbai)	84559,65	83013,96	1,86%	8,1	5,4	79,9
BUX (Budapest)	108783,4	99634,76	9,18%	37,8	38,0	162,7	HUF	Straits Times (Singap.)	4575,48	4312,62	6,10%	20,7	20,9	60,4
PX (Prag)	2640,7	2283,5	15,64%	49,4	49,9	160,5	CZK	Tadawul (Riad)	10414,06	10780,69	-3,40%	-13,2	-12,6	20,0
WIG 20 (Warschau)	3105,78	2809,46	10,55%	41,5	39,3	58,9	PLN	TAIEX (Taipei)	27525,17	25769,36	6,81%	19,2	18,6	92,8
Quelle: Bloomberg								Top 40 (Johannesb.)	106466,5	98038,47	8,60%	41,7	38,7	95,3

Die internationalen Aktienmärkte beenden Jahr 2025 fast durchweg mit Kursgewinnen. Nur an der saudischen Aktienbörsen zeichnet sich ein Jahresverlust ab. Unterdurchschnittlich, aber positiv, schneiden die Amsterdamer Börse, der TecDAX und die Börse in Sydney ab. Wien gehört, zusammen mit Athen, Madrid, den größeren CEE-Börsen und Johannesburg zu den Bestperformern, die von der südkoreanischen Börse in Seoul angeführt werden. Trotz Zollstreitigkeiten und generell erhöhter handelspolitischer Unsicherheit konnten sich die Emerging Markets gut halten und profitierten dabei auch von den Zinssenkungen in den Industrieländern und den außerhalb des Energiesektors mehrheitlich steigenden Rohstoffpreisen.

Dow Jones Index



EuroSTOXX50

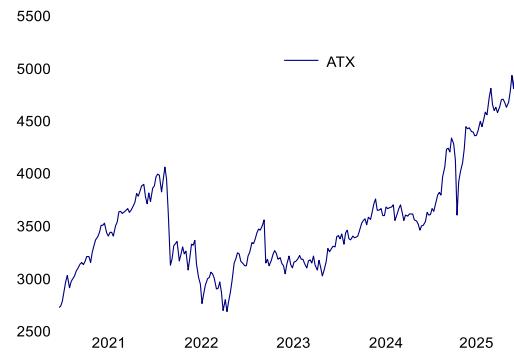


Der Dow Jones Industrial Index lag dieses Jahr bei der Kursentwicklung im internationalen Mittelfeld. Auch der (in der Tabelle aus Lizenzgründen nicht angeführte) NASDAQ100-Index erreichte bis 17.12. nur ein Plus von etwa 13% bis 14%. Während es um die Künstliche Intelligenz zwischenzeitlich zu einem Hype kam und viel in deren Entwicklung, die dafür notwendige Hardware und Energieversorgung investiert wurde, beeinträchtigte der Handelskonflikt die Branche via Exportbeschränkungen (von Chips nach China, von seltenen Erden aus China) und diverse Tech-Firmen enttäuschten mit ihren Geschäftszahlen oder Ausblick. Jüngstes Beispiel war Oracle mit dem Rückzug des Finanzierungspartners aus einem 10 Mrd USD-Investitionsprojekt zum KI-Ausbau.

Die exportstarke deutsche Wirtschaft litt unter den Zollstreitigkeiten, was auch in vielen DAX-Unternehmen spürbar war. Gleichzeitig erlebten die Rüstungstitel – im DAX direkt nur mit Rheinmetall, indirekt auch durch Werte wie Airbus oder MTU Aero Systems vertreten – einen Boom. Nach langer Flaute zählte 2025 auch Siemens Energy zu den Topperformern der Frankfurter Börse. Schwach waren Konsumgüterhersteller wie Adidas und Beiersdorf sowie der Online-Händler Zalando. Die bei den Absatzzahlen unter Druck stehenden Automobilhersteller erzielten mit Ausnahme der Dr Ing Porsche AG (aber inklusive Porsche Holding) solide Kursgewinne, die geplanten (Kosten-) Anpassungen überwogen in der Bewertung die deutlich gesunkenen aktuellen Gewinne.

DAX


Source: LSEG Datastream

ATX


Source: LSEG Datastream

DAX und ATX verzeichneten 2025 mehrere historische Höchststände, letzterer zunächst nur in der dem DAX vergleichbaren Performance-Index-Variante, die eine Re-Investition ausgeschütteter Dividenden unterstellt, in Q4 dann endlich aber auch als klassischer Preisindex.

Am 22. September wurden Mayr Melnhof und Telekom Austria durch die Bauwerte Porr und STRABAG ersetzt. Beide haben sich in den letzten Monaten sehr gut entwickelt. Gegenüber dem Jahresanfang hat die STRABAG ihren Kurs – ebenso wie Voestalpine, VIG, Uniqia und AT&S – bis Mitte Dezember mehr als verdoppelt und zählt damit zu den Topperformern. Fast alle ATX-Titel waren auf dem Weg zu einer positiven Jahresperformance. Lediglich Verbund und Lenzing dürften das Jahr mit einem spürbaren Verlust beenden. Leichte Verluste zeichnen sich auch bei Schoeller-Bleckmann ab. Die Immobilienaktien CPI und CA Immo sowie der Aktienkurs des Wiener Flughafens traten auf der Stelle.

ATX- und ausgewählte ATX Prime-Aktien und ihre Bewertung¹

Name	Schluss-kurs 17.12.2025	Kurs 30.06.2025	% seit 18.08.20 25			ATX- Gewicht %	Divi- denden- rendite %	Kurs/ Buch- wert hist. %	Kurs/ Gewinn 2025e	Kurs/ Gewinn 2026e	EV/ EBITDA 2025e	EV/ EBITDA 2026e	Kurs/ Umsatz 2025e	Kurs/ Umsatz 2026e	Nächster Ergebnis- bericht	
			% YTD	% 12M	% 5J											
ERSTE GROUP BANK AG	99,15	99,4	0%	66,6	68,4	298,4	21,4	3,0	1,8	12,9	10,7			3,5	2,7	26.02.2026
OMV AG	46,3	46,48	0%	29,4	27,0	42,7	11,3	10,2	1,1	8,4	8,3	3,9	4,2	0,5	0,6	04.02.2026
VERBUND AG	61,25	61,45	0%	-12,2	-10,0	-2,4	6,2	4,6	2,1	14,3	17,4	8,6	9,6	2,7	2,9	18.03.2026
BAWAG GROUP AG	121,6	121,7	0%	60,5	51,8	230,3	13,9	4,5	2,3	11,4	9,8			4,2	4,0	11.02.2026
ANDRITZ AG	64,05	64,9	-1%	32,5	32,4	76,9	7,0	4,0	3,0	13,3	11,5	7,8	6,7	0,8	0,8	05.03.2026
VOESTALPINE AG	38,48	38,24	1%	108,6	110,9	28,6	7,1	1,6	0,9	16,3	10,8	5,7	4,8	0,5	0,4	11.02.2026
WIENERBERGER AG	30,58	30,56	0%	14,1	17,4	18,7	5,0	3,1	1,2	15,8	12,2	6,9	6,3	0,7	0,7	18.02.2026
RAIFFEISEN BANK INTER	37,2	35,98	3%	82,4	81,2	116,1	7,0	3,1	0,6	8,1	5,6			1,4	1,4	30.01.2026
EVN AG	27	27,6	-2%	25,5	31,1	62,2	2,2	3,3	0,8	11,0	11,3	7,0	6,6	1,6	1,5	18.12.2025
CA IMMOBILIEN ANLAGE	22,96	23,08	-1%	-1,0	0,3	-22,3	1,4	4,3	0,9	16,3	15,0	22,0	23,3	9,2	9,1	26.03.2026
MAYR-MELNHOF KARTOI	84,4	83,8	1%	5,3	22,3	-49,3		2,1	0,8	9,3	10,9	5,7	5,7	0,4	0,4	17.03.2026
OESTERREICHISCHE POS	30,85	30,75	0%	6,8	8,3	6,0	1,5	6,0	3,0	15,6	15,0	5,8	5,7	0,7	0,7	12.03.2026
VIENNA INSURANCE GR	66,5	64	4%	110,9	110,5	214,5	3,7	2,4	1,3	9,8	8,8	7,6	7,4	0,6	0,6	12.03.2026
UNIQA INSURANCE GRO	15,5	15,22	2%	94,4	96,4	137,8	2,8	3,9	1,5	11,2	10,3	9,1	8,3	6,4	5,9	13.03.2026
TELEKOM AUSTRIA AG	8,66	8,63	0%	8,4	10,8	59,3		4,6	1,1	8,8	8,3	3,8	3,7	1,0	1,0	10.02.2026
CPI EUROPE AG	15,58	15,64	0%	5,0	3,8	-7,4	1,0		0,5	6,6	6,1	13,2	12,2	2,7	2,5	27.03.2026
DO & CO AG	197,8	199,2	-1%	10,7	10,7	268,9	2,3	1,0	5,2	19,1	16,3	7,9	7,2	0,9	0,8	12.02.2026
AUSTRIA TECHNOLOGIE	29,55	29,75	-1%	145,7	178,6	29,6	1,2		2,2		39,6	7,5	5,5	0,7	0,5	03.02.2026
LENZING AG	22,1	22,05	0%	-25,3	-20,4	-67,8	0,6		1,5			6,9	6,4	0,3	0,3	19.03.2026
SBO AG	27,15	27,2	0%	-8,7	-6,5	-10,5	0,5	6,4	1,0	14,3	10,0	6,6	5,7	0,9	0,9	19.03.2026
STRABAG SE-BR	77,9	78,6	-1%	99,0	94,8	183,8	2,8	3,2	1,9	12,5	12,8	4,9	4,8	0,5	0,5	28.04.2026
AGRANA BETEILIGUNGS	11,3	11,3	0%	7,6	3,7	-30,8		6,2	0,7	57,9	11,6	6,2	4,9	0,2	0,2	13.01.2026
FLUGHAFEN WIEN AG	56	55,2	1%	3,8	3,8	103,7		3,0	2,9	22,3	24,1	11,1	11,2	4,1	4,3	03.03.2026
PORR AG	30,3	30,45	0%	71,6	72,6	149,0		3,0	1,4	11,3	9,9	3,5	3,3	0,2	0,2	26.03.2026
SEMPERIT AG HOLDING	12,74	12,64	1%	6,8	5,2	-49,4	1,1	4,0	0,6	180,6	13,5	5,9	4,6	0,4	0,4	18.03.2026
PALFINGER AG	32,6	33,3	-2%	69,2	72,0	35,4		2,7	1,8	12,2	9,8	7,1	6,2	0,5	0,5	03.03.2026
FACC AG	11,72	11,4	3%	91,0	85,4	34,1			2,2	24,6	12,7	9,4	7,2	0,5	0,5	25.03.2026
RHI MAGNESITA NV	30,7	30,7	0%	-21,5	-19,2	-21,1		5,9		7,1	6,3	6,0	5,6	0,4	0,4	27.02.2026
PIERER MOBILITY AG	15,16	15,36	-1%	-22,0	36,5	-76,0			1,0						29.01.2026	

¹ Die VOLKSBANK WIEN AG nimmt für die in den Tabellen enthaltenen Kennzahlen keine eigenen Schätzungen vor

Unter den EuroSTOXX-Branchen schneidet 2025 die Banken mit rund 60% Kursgewinn am besten ab, was vor dem Hintergrund der gestiegenen Insolvenzzahlen und gefallenen kurzfristigen Zinsen etwas überrascht, aber von generell guten Geschäftszahlen der europäischen Banken und guten Konjunkturdaten aus Ländern wie Spanien getragen ist. Im EuroSTOXX zählte – anders als im DAX – der Automobilsektor zu den Schwachpunkten und verzeichnete – ebenso wie Chemie, Ernährung, Immobilien, Medien und Telekom ein leichtes Jahresminus.

Veränderung der EuroSTOXX Branchenindizes

	17.12.2025	18.09.2025	% seit 18.09.25	% YTD	% 1J	% 5J		17.12.2025	18.09.2025	% seit 18.09.25	% YTD	% 1J	% 5J
Stoxx Europe 600	579,79	555,01	4,46	14,9	13,4	13,4	Immobilien	123,05	124,76	-1,37	-1,5	-1,8	-1,8
Automobile	525,51	524,62	0,17	-5,0	-5,2	-5,2	Finanzdienstleistungen	867,89	863,9	0,46	7,0	5,5	5,5
Banken	345,87	308,57	12,09	63,3	63,7	63,7	Gesundheit/Pharma	1118,02	1042,74	7,22	2,5	-1,3	-1,3
Bau	836,47	808,43	3,47	20,7	18,9	18,9	Grundstoffe	631,83	520,5	21,39	22,5	20,9	20,9
Chemie	1100,29	1152,14	-4,50	-7,4	-7,8	-7,8	Industrie	1040,41	1055,82	-1,46	19,5	17,0	17,0
Reise&Freizeit (zykl. Konsum)	278,45	263,18	5,80	3,1	1,0	1,0	Medien	392,61	414,08	-5,18	-15,8	-17,7	-17,7
Defensiver Konsum	1070,35	1011,24	5,85	3,6	3,1	3,1	Technologie	814,46	827,94	-1,63	1,5	-1,7	-1,7
Einzelhandel	475,83	437,76	8,70	9,8	7,9	7,9	Telekom	249,39	251,7	-0,92	9,8	8,8	8,8
Öl&Gas	393,39	373,35	5,37	18,4	20,3	20,3	Versicherungen	501,16	475,55	5,39	22,3	21,9	21,9
Ernährung	626,93	601,47	4,23	-1,0	-0,9	-0,9	Versorger	480,28	426,96	12,49	25,9	27,1	27,1

Quelle:Bloomberg

Index-Kennzahlen laut Marktkonsens¹

Die folgende Tabelle zeigt die Konsens-Schätzungen der 12-Monats-Preisziele sowie die Dividendenrenditen und die Kurs-Gewinn-Verhältnisse auf Basis der Konsens-Gewinnschätzungen für die Jahre 2024 bis 2026 für verschiedene Aktienindizes laut Bloomberg. Die enthaltenen Schätzungen der verschiedenen Analysten sind laut Bloomberg jeweils nicht älter als drei Monate.

18.12.2025	aktuell	12M Konsens	12M % Konsens	Div. Yield %	KGV 2025e	KGV 2026e	KGV 2027e
AUSTRIAN TRADED INDEX	5168,3	5347,8	3,5	4,1	12,2	10,5	9,5
DAX INDEX	24067,9	27966,6	16,2	2,4	17,7	15,4	13,6
Euro Stoxx 50 Pr	5713,6	6411,2	12,2	2,8	17,3	15,8	14,3
FTSE 100 INDEX	9800,1	10935,6	11,6	3,2	14,3	13,2	12,1
DOW JONES INDUS. AVG	48209,6	53150,7	10,2	1,6	24,1	21,6	19,0
S&P 500 INDEX	6772,2	7944,0	17,3	1,2	24,8	21,9	19,3
NIKKEI 225	49001,5	55347,8	13,0	1,6	20,9	21,8	20,0
HANG SENG INDEX	25498,1	31219,8	22,4	3,1	12,3	11,2	10,0

Quelle: Bloomberg

¹ Die VOLKSBANK WIEN AG nimmt für die in den Tabellen enthaltenen Kennzahlen keine eigenen Schätzungen vor

Die Gewinnentwicklung der europäischen Unternehmen konnte 2025 nicht mit den Kursen Schritt halten. Auf Basis der Gewinnerwartungen 2025 lag das ATX-KGV vor einem Jahr bei 8,3, mittlerweile hat sich auf den noch immer günstigen Wert von 12,3 erhöht. Der ATX ist gemäß KGV 2025 nun sogar eine Spur teurer als der Hang Seng Index, dies sollte sich laut Konsenserwartung 2026/27 aber wieder ändern. Der drittgünstigste Markt auf dieser Basis ist nun die am FTSE Index gemessene Londoner Börse. Vergleichsweise teuer sind nach wie vor die durch Größe, Liquidität und volkswirtschaftliche Dynamik begünstigten US-Märkte, wobei die KGVs auf Basis der 2027-Gewinne unter 20 liegen, d.h. im Konsens eine fortgesetzte Steigerung der Gewinne unterstellt wird. Auch beim DAX ist der KGV-Rückgang über die Erwartungshorizonte markant und impliziert recht ambitionierte Fortschritte der derzeit noch von Zollstreit und Strukturwandel gebremsten deutschen Unternehmen.

Ausblick Aktienmärkte

Die Unternehmensgewinne müssen den Kursen nun „hinterherwachsen“, was vor allem in den USA ambitioniert erscheint. Die Bedingungen für fortgesetztes Gewinnwachstum scheinen aber intakt – die Wirtschaft wächst, die Fed hat ihren Zinssenkungszyklus wieder aufgenommen, Energie ist internationalen Vergleich günstig, die Regulierung vergleichsweise locker und die Tech-Unternehmen sind nahezu uneinholbar positioniert. Allerdings gab es gerade im Tech-Sektor zuletzt aber erste Abflachungszeichen und die Bewertungen sind teilweise sehr hoch. Die Umwälzungen aufgrund der vielen Zölle, geopolitische Eklats (etwa in Venezuela) und eine stärkere (versuchte oder tatsächliche) Einflussnahme der Regierung auf die Geldpolitik sind ein Risikofaktor, der europäische Anleger auch über den Wechselkurskanal treffen würde.

Die europäischen Aktien haben einen Teil des Bewertungsrückstands aufgeholt, bei entsprechendem Gewinnwachstum der Unternehmen aber mehr Luft nach oben als ihre US-Peers. Die erfolgten Zinssenkungen vereinfachen die Finanzierung der Umstrukturierung und begünstigen langlebige Konsumgüter wie Autos und Immobilien, kapitalintensive Branchen sowie den Bausektor. Hinzu kommen nun massive Investitionen in Infrastruktur und Sicherheit in Deutschland und anderen Staaten, sowie einige regulatorische Lockerungen. Spannende Themen sind Energie, Verteidigung, Infrastruktur und damit auch Bau, Digitalisierung und Banken. Die Risiken sind hoch, werden bis jetzt am Aktienmarkt aber adäquat bezahlt.

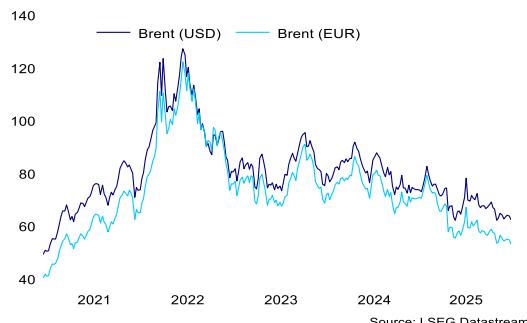
Rohstoffe

18.12.2025	18.12.25	18.09.25	% seit 18.09.	% YTD	CHG % 2024		18.12.25	18.09.25	% seit 18.09.	% YTD	CHG % 2024
Energie											
Öl (Brent Future, USD/Fass)	60,0	67,9	-11,7%	-19,7	-3,1	Agrarrohst. (Futures)					
Öl (WTI Future, USD/Fass)	56,3	64,0	-12,0%	-21,4	0,1	Baumwolle (USc/lb)	63,5	65,1	-2,5%	-7,2	-15,6
Erdgas (Future, USD/MMBtu)	4,1	3,0	36,3%	14,1	44,5	Kaffee (Arabica, USc/lb)	3519	388,6	-9,4%	10,1	69,8
Kohle (ARA Future, USD/t)	97,5	94,0	3,7%	-14,4	-3,1	Kakao (USD/t)	5.842	7.231	-19,2%	-50,0	178,2
CO ₂ Emissionszertifikat EU	85,3	77,0	10,7%	19,1	-8,3	Mais (USc/bu)	443,5	424,8	4,4%	-3,3	-2,7
Edelmetalle (Spot)											
Gold (USD/Unze)	4.330	3.645	18,8%	65,0	27,2	Orangensaftkonzentrat (USc/lb)	1617	244,2	-33,8%	-67,5	55,4
Silber (USD/Unze)	65,5	417	57,1%	126,7	21,5	Sojabohnen (USc/bu)	1052	1039	12%	5,4	-22,8
Platin (USD/Unze)	1909	1381	38,2%	110,3	-8,5	Weizen (USc/bu)	509,0	528,5	-3,7%	-7,7	-12,2
Palladium (USD/Unze)	1692,9	1.156,3	46,4%	85,5	-17,1	Zucker (USc/lb)	14,4	15,3	-5,8%	-25,3	-6,4
S&P GSCI Industr. Metals Sp.	525,6	474,6	10,7%	20,0	3,6	Massengüter					
CO ₂ Emissionszertifikat EU	85,3	77,0	10,7%	19,1	-8,3	Eisenerz (CH 62 FE Index, USD/t)	106,3	105,5	0,7%	14	-24,0
						Frachtraten					
						Baltic Dry Index (Punkte)	2.1210	2.180,0	-2,7%	112,7	-52,4

Quelle: Bloomberg

Die Rohstoffpreise entwickelten sich 2025 uneinheitlich. Nach guten Ernten gaben die Agrarrohstoffe überwiegend nach. Nur Sojabohnen und Kaffee verteuerten sich etwas. Bestperformer waren die Edelmetalle. Der Goldpreis eilte von einem Rekordhoch zum nächsten, nachdem Anleger das Metall als sicheren Hafen und Inflationsschutz nachfragten, während die Verzinsung alternativer Anlagen tendenziell rückläufig war und der US-Dollar wegen der konfliktfreudigen US-Politik und schwacher Haushaltszahlen spürbar abwertete. Bis Mitte Dezember waren die Zuflüsse in Gold-ETFs laut International Gold Council schon fast so hoch wie im bisherigen Rekordjahr 2020. Auch bei den internationalen Notenbanken blieb Gold als Reserveinstrument gefragt. Silber profitierte darüber hinaus von der industriellen Nachfrage für die Fertigung von Solaranlagen, Elektronik und E-Fahrzeugen. Die klassischen waren insgesamt ebenfalls – aber weniger spektakulär – im Plus. Positiv entwickelte sich insbesondere das im Zusammenhang mit Digitalisierung und Elektrifizierung gefragte Kupfer, während Eisen und Stahl auf der Stelle traten, was auf schwächere Nachfrage aus Industrie und Bausektor und Überkapazitäten insb. bei der Produktion von Massenstahl zurückzuführen war.

Ölpreis (Brent) in den letzten fünf Jahren



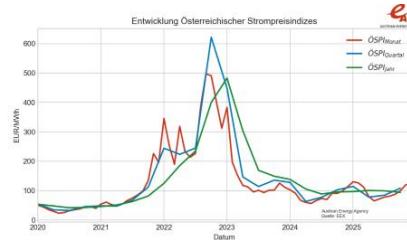
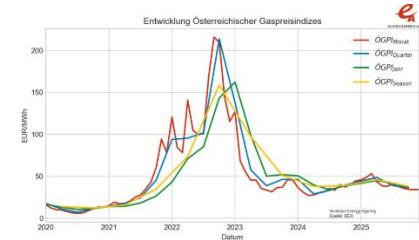
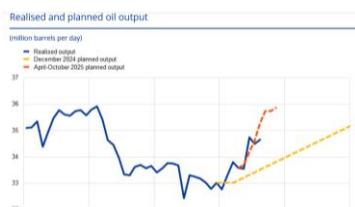
Goldpreis in den letzten fünf Jahren



18.12.2025	18. Dez	% YTD
Erdgas (NCG Spot, DE, EUR/MWh)	29,0	-413

Die **Energiepreise** waren 2025 überwiegend rückläufig. Preisdämpfend wirkten sich die neue US-Energiepolitik

mit der Genehmigung neuer Abbaustätten für Öl und Gas sowie die angesichts fallender Preise und Staatseinnahmen veränderte OPEC-Förderpolitik aus. Die Organisation erdölexportierender Länder hat ihre Produktionsquoten mehrfach angehoben, sodass der Pfad des geplanten Outputs nun recht steil nach oben zeigt. (vgl. Grafik unten links). Der österreichische Gas-Großhandelspreisindex (Mitte unten) ist viel niedriger als während der Energiepreiskrise 2022 und befindet sich – ebenso wie die Großhandelspreise für Strom – seit Mitte 2023 laut E-Control in einer Seitwärtsentwicklung.



Ausblick Rohstoffmärkte

Der Ölpreis befindet sich in einem Abwärtstrend und dürfte aufgrund der erhöhten OPEC-Produktionsquoten auch in näherer Zukunft kaum ansteigen. Solange Russland vom internationalen Ölmarkt abgeschirmt bleibt, ist das verbleibende Abwärtspotenzial aber begrenzt, zumal mit verbesserter Konjunktur die Nachfrage wieder steigen dürfte.

Auch beim Gold zeichnet sich eine abgeschwächte Fortsetzung des herrschenden Trends ab. Sinkende US-Zinsen, schwache Fiskaldaten, disruptive Politik und in Fragestellung der unabhängigen Geldpolitik nagen an der Safe-Haven-Rolle des USD. Zudem bringt Gold im Vergleich zu US-Staatsanleihen auch einen höheren Diversifizierungsbeitrag für Wertpapierportfolien, deren Aktienteil meist ohnedies schon zu einem recht großen Anteil auf die USA entfällt. Bei den Notenbanken könnte ein Erfolg der US-Initiativen zu einer Beendigung des Kriegs in der Ukraine und einen Abbau von Sanktionen gegenüber Russland die Nachfrage etwas dämpfen. Zudem haben sich die zu veranlagenden Leistungsbilanzüberschüsse im vergangenen Jahr verringert. Ebenfalls begrenzend auf die Gold-Rallye wirkt sich aus, wenn die Geldpolitik in den USA konsequent bleibt und/oder die Inflation der USA den Projektionen entsprechend zurückgeht. In den Kryptowährungen ist dem Gold als alternativer Anlage neue Konkurrenz erwachsen, die die Verteuerung des Edelmetalls bislang nicht beeinträchtigen konnte, diese aber ebenfalls etwas eingrenzen kann.

Die Industriemetalle sollten sich entlang der konjunkturellen Belebung 2026 weiter festigen, wobei laut IMF World Economic Outlook der Hauptabnehmer China erst 2027 wieder halbwegs zu gewohnter wirtschaftlicher Dynamik aufschließen dürfte. Die internationalen Frachtraten haben sich laut Baltic Dry Index bereits 2025 stark verteuert und dürften 2026 seitwärts tendieren.

19. Dezember 2025

Autorin

Uta Pock

Impressum

Medieninhaber und Herausgeber:

VOLKSBANK WIEN – Research

Dietrichgasse 25, A-1030 Wien

Österreich

E-Mail	research@volksbankwien.at
Internet	www.volksbank.at
Impressum	www.volksbank.at/impressum
Telefon	+43 (0) 1 40137 - 0

Research Publikationen

Falls Sie Interesse haben, unsere Publikationen regelmäßig zu erhalten, mailen Sie bitte einfach an research@volksbankwien.at. Ein Bestellformular finden Sie auch auf der Homepage.

Disclaimer

Dieses Dokument wurde von der Research-Einheit der VOLKSBANK WIEN AG erstellt. Die VOLKSBANK WIEN AG untersteht der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB), der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA) sowie der Österreichischen Nationalbank (OeNB).

Dieses Dokument ist keine Finanzanalyse und wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Aussagen dienen der unverbindlichen Information basierend auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Person(en) zum Redaktionsschluss. Die VOLKSBANK WIEN AG übernimmt keine Haftung, die hier enthaltenen Informationen zu aktualisieren, zu korrigieren oder zu ergänzen.

Die in dieser Publikation dargestellten Daten stammen – soweit nicht in der Publikation ausdrücklich anders dargelegt – aus Quellen, die die VOLKSBANK WIEN AG als zuverlässig einstuft, für die sie jedoch keinerlei Gewähr übernimmt. Quelle der Marktdaten (wo nicht gesondert angegeben): Refinitiv/LSEG.

Dieses Dokument ist kein Anbot und auch keine Einladung zur Stellung eines Anbots zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung und stellt keine Anlage- oder sonstige Beratung dar. Die dargestellten Daten sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die Bedürfnisse von Lesern im Einzelfall hinsichtlich Ertrag, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Dieses Dokument kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen.

Die in Tabellen, Grafiken oder sonst abgebildeten vergangenheitsbezogenen Daten zur Entwicklung von Zinsen, Finanzinstrumenten, Indizes, Rohstoffen und Währungen stellen keinen verlässlichen Indikator für deren weiteren Verlauf in der Zukunft dar. Währungsschwankungen bei Veranlagungen in anderer Währung als EUR können sich auf die Wertentwicklung ertragserhörend oder ertragsmindernd auswirken. Die Angaben zu Wertentwicklungen von Finanzinstrumenten, Finanzindizes bzw. von Wertpapierdienstleistungen beruhen auf der Bruttowertentwicklung. Eventuell anfallende Ausgabeaufschläge, Depotgebühren und andere Kosten und Gebühren sowie Steuern werden nicht berücksichtigt und würden die Performance reduzieren. Die konkrete Höhe dieser hängt von den Umständen des Einzelfalles wie beispielsweise von persönlichen Umständen des Kunden, von vertraglichen Bedingungen der kontrahierenden Parteien ab. Dieses Dokument enthält ferner Prognosen und andere zukunftsgerichtete Aussagen. Solche Prognosen und andere zukunftsgerichtete Aussagen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar. Zukünftige Werte können von den hier abgegebenen Prognosen deutlich abweichen.

Jegliche Haftung im Zusammenhang mit der Erstellung dieser Publikation, insbesondere für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der angeführten Daten sowie der erstellten Prognosen, ist ausgeschlossen. Unter keinen Umständen haftet die VOLKSBANK WIEN AG für Verluste, Schäden, Kosten oder sonstige direkte oder indirekte Schäden, Folgeschäden oder entgangene Gewinne, die im Zusammenhang mit der Verwendung dieser Publikation oder aufgrund von Maßnahmen im Vertrauen auf die getroffenen Aussagen entstehen. Aus der Geschäftstätigkeit der VOLKSBANK WIEN AG u/o mit ihr verbundener Unternehmen können Interessenkonflikte in Bezug auf im Text erwähnte Finanzinstrumente bzw. deren Emittenten entstehen.

Die Verteilung dieser Publikation kann durch gesetzliche Regelungen in bestimmten Ländern wie etwa den Vereinigten Staaten von Amerika verboten sein. Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, müssen sich über etwaige Verbote oder Beschränkungen informieren und diese einhalten.

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Die Weitergabe an unberechtigte Empfänger sowie die auch nur auszugsweise Änderung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung der VOLKSBANK WIEN AG.

Erscheinungsweise: drei Mal jährlich

VOLKSBANK WIEN AG – Research

+43(0)140137-4360: Dipl.-Vw. Uta Pock, lic.oec.int; Andreas Tone, MSc; Alexander Lewis, BSc; Mag. Simone Jandl-Breitenbaum