

Marktperspektiven Q3/Q4 2025

Volkswirtschaft: Österreichische Rezession beendet, Wachstum schwach S. 2

Im ersten Halbjahr hat sich das BIP sowohl in der Eurozone insgesamt als auch in Österreich stärker entwickelt als zunächst vermutet, sodass die OeNB in ihrer Interimsprognose die lange Rezession als Anfang des Jahres beendet bezeichnet. Die BIP-Prognosen für dieses Jahr wurden etwas angehoben. Der effektive Zoll der USA für Importe aus der EU ist zwar unterdurchschnittlich, hat im weiteren Jahresverlauf sowie 2026 laut EZB-Prognose aber einen negativen Außenbeitrag zum BIP zur Folge, sodass die Erholung verhalten bleibt. In der Eurozone soll das BIP 2026 um 1%, in Österreich um 0,8% wachsen. Die Inflation geht sowohl in der Eurozone als auch in Österreich zurück, bleibt in Österreich aber über dem EZB-Ziel von 2%.

Zinsen: EZB am oder nahe Zinssenkungsende, Fed wieder dabei S. 4

Der Rückgang der Euro-Geldmarktzinsen hat sich im zweiten Quartal fortgesetzt, ist nach der vorerst letzten Zinssenkung der EZB bei der Juni-Sitzung dann aber zum Stillstand gekommen. Bei den Ratssitzungen im Juli und September wurde der im Juni erreichte Einlagensatz von 2% bestätigt. Der Dreimonatseuribor, der den Einlagensatz zwischenzeitlich um einige Basispunkte unterschritten, hat sich mittlerweile knapp über 2% eingependelt. Die Dynamik der US-Zinsen war in den letzten Monaten etwas anders – zunächst fast stabil, mittlerweile bereits vor der am 17.9. erfolgten Zinssenkung der Fed um 25 Basispunkte auf 4,00-4,25% am Geldmarkt aber wieder rückläufig. Bei den Anleihenrenditen hat sich recht wenig getan. Die Spreads innerhalb der Eurozone haben sich – insbesondere auch für die österreichischen Bundesanleihen – überwiegend reduziert. Frankreich, das seit September bei Fitch nur mehr im (oberen) Single-A-Bereich ist, war dabei die Ausnahme.

Währungen: USD nach Abwertung in etwas ruhigerem Fahrwasser S. 6

Nach der starken Abwertung der ersten Jahreshälfte hat sich der US-Dollar zum Euro über den Sommer stabilisiert. Die europäischen Währungen waren untereinander insgesamt recht stabil, wobei SEK, NKK, CZK und HUF etwas aufwerteten. Der CHF hat zum EUR einen Boden gebildet, der in Unsicherheitsphasen aber immer wieder getestet wird. Für den weiteren Jahresverlauf zeichnen sich wenig Änderungen ab. Beim USD halten sich Pro's (attraktiver Kapitalmarkt, dynamische Wirtschaft) und Con's (erratische Wirtschaftspolitik, Diskussionen um die Fed) wohl die Waage.

Aktienmärkte: US-Märkte wieder mit mehr Dynamik S. 8

Der Aufholprozess, den die europäischen Märkte im ersten Quartal dieses Jahres erfuhren, verlief in den Folgemonaten differenzierter, der ATX konnte ist aber auch im dritten Quartal gestiegen. Der US-Markt hat wieder an Schwung gewonnen, seit sich die Wiederaufnahme der Fed-Zinssenkungen abzeichnete, die dann im September ja auch tatsächlich einsetzte. Besonders gute entwickelte sich – dem AI-Boom und staatlichen Promotion des Kryptomarktes entsprechend – einmal mehr der NASDAQ-Index. Die Chance auf eine Jahresrallye besteht sowohl an den US- als auch an den europäischen Aktienmärkten, die Liste an Risikofaktoren ist aber lang.

Rohstoffe: Ölpreis leicht abwärts, Gold stark S. 11

Die Rohstoffpreise blieben 2025 insgesamt volatil, getrieben von schwacher Weltkonjunktur und wechselnden Handelsimpulsen. Der Ölpreis hat sich weiter zurückgebildet. Die Edelmetalle profitierten stark von Unsicherheit und Kapitalzuflüssen in sichere Anlagen, während Kohle und Palladium unter Nachfragerchwäche litten. Industriemetalle entwickelten sich uneinheitlich – Kupfer und Aluminium erhielten Auftrieb durch Elektrifizierung und US-Zölle, andere blieben stabil. Terminmärkte deuten auf sinkende Energiepreise hin, wenngleich geopolitische Risiken jederzeit für Aufwärtsdruck sorgen könnten.

Disclaimer und Impressum S. 13

Volkswirtschaftliche Entwicklung¹

USA	Datum	10J Ø	Vorperiode	Wert
BIP J/J (%)	Q2 2025	2,4	3,0	2,1
BIP Q/Q (%)	Q2 2025	2,6	3,0	3,3
Arbeitslosenquote (%)	Aug.25	4,6	4,2	4,3
Inflation J/J (%)	Aug.25	3,1	2,5	2,9
Staatsverschuldung / BIP (%)	2024	111,7	122,3	124,3
Budgetsaldo / BIP (%)	2024	-5,9	-6,3	-6,6
Leistungsbilanz / BIP (%)	2024	-2,6	-3,3	-3,9
US Manufacturing PMI S&P*	Aug.25	50,1	47,9	53,0
Industrieproduktion (%)	Aug.25	0,01	0,5	0,1
Einzelhandelsumsätze (%)	Aug.25	0,01	-1,1	0,0
FHFA House Price Index (%)	Jun.25	7,6	5,4	2,6

*2J statt 10J-Ø

	2025	2026
BIP J/J (%)*	1,6	1,8
Arbeitslosenquote (%)*	4,5	4,4
Inflation J/J (%)*	3,0	2,6
Staatsverschuldung / BIP (%)**	122,5	123,7
Budgetsaldo / BIP (%)**	-6,7	-5,5
Leistungsbilanz / BIP (%)**	-3,7	-3,2

Prognose lt.*FED (September) & **WEO/IMF (April 2025)

Die Fed hat ihre Projektion für das **US-BIP-Wachstum** im September etwas angehoben und erwartet jetzt 1,4%-1,7% 2025, 1,7%-2,1% 2026 und 1,8%-2,0% 2027/2. Die Projektion der Arbeitslosenquote wurde nur minimal angehoben, obwohl die Arbeitsmarktzahlen zuletzt regelmäßig nach unten korrigiert wurden. Die Industrieconjunktur zeichnet kaum Schwung ab und die Kapazitätsauslastung hat sich im August weiter vom langfristigen Durchschnitt von 80% entfernt. Während dies für fallenden Teuerungsdruck spricht, wirken die im August um 5% über dem Vorjahreswert liegenden Einzelhandelsumsätze und die hohen Importzölle tendenziell inflationssteigernd. Die Fed erwartet bei der Inflation zwar einen Rückgang, hat ihre Projektionen für 2025/26 aber leicht angehoben, wobei die PCE-Kernrate 2026 noch zwischen 2,5% und 2,7% liegen soll.

Eurozone	Datum	10J Ø	Vorperiode	Wert
BIP J/J (%)	Q2 2025	1,5	0,5	1,5
BIP Q/Q (%)	Q2 2025	0,4	0,2	0,1
Arbeitslosenquote (%)	Aug.25	7,8	6,3	6,2
Inflation J/J (%)	Aug.25	2,5	2,2	2,0
Staatsverschuldung / BIP (%)	2024	89,8	87,3	87,7
Budgetsaldo / BIP (%)	2024	-2,7	-3,5	-3,2
Leistungsbilanz / BIP (%)	2024	2,3	1,7	2,8
Eurozone Manufacturing PMI S&P*	Aug.25	46,0	45,8	50,7
Industrieproduktion (%)	Jul.25	0,6	-2,3	1,8
Einzelhandelsumsätze (%)	Jul.25	0,0	1,1	-1,1
Eurostat House Price Index (%)	Q1 2025	4,1	-0,3	5,4

*2J statt 10J-Ø

	2025	2026
BIP J/J (%)*	1,2	1,0
Arbeitslosenquote (%)*	6,4	6,3
Inflation J/J (%)*	2,1	1,7
Staatsverschuldung / BIP (%)*	88,0	89,1
Budgetsaldo / BIP (%)*	-2,9	-3,2
Leistungsbilanz / BIP (%)*	2,4	2,5

* Prognose lt. *EZB (September)

Die EZB hat ihre Wachstumsprognose für das **BIP der Eurozone** für 2025 im September auf 1,2% angehoben, gefolgt von 1% für 2026 und 1,3% für 2027. Die Zollvereinbarung mit den USA ist mit einem einseitigen Basiszoll von 15% auf EU-Importe in die USA, diversen Sonderzöllen und Ausnahmen zwar ungünstiger ausgefallen als in der Juni-Prognose erwartet, die Unsicherheit hat sich aber reduziert und der von der EZB errechnete effektive US-Zollsatz ist für die EU vergleichsweise günstig (13,1% vs. 21% für alle Handelspartner). Die Wirkung der bis Juni 2024 hoch gehaltenen Zinsen läuft aus und wird allmählich von den Effekten der seither erfolgten Lockerungen abgelöst. Die im Jahresverlauf 2025 aufgrund des nun negativen Wachstumsbeitrags der Nettoexporte entstehende Abschwächung bringt für 2026 einen negativen Wachstumsüberhang mit sich. Auch 2026 schätzt die EZB den Beitrag der Nettoexporte noch nicht wieder positiv ein, während der private Konsum, gestützt durch steigende Reallöhne und einen robusten Arbeitsmarkt ebenso zum BIP-Wachstum beitragen soll wie die Investitionen, die u.a. vom Ausbau der zivilen und militärischen Infrastruktur profitieren. Die Arbeitslosenquote hat sich auf dem Rekordtief von 6,4% stabilisiert und soll 2026/27 weiter sinken.

Die **Inflation** soll dieses Jahr bei 2,1% liegen. Nächstes Jahr wird sie – insbesondere im ersten Quartal – von Basiseffekten gedrückt, die u.a. aus dem Rückgang des Ölpreises sowie dem Wegfall preisreduzierender Regelungen wie etwa der österreichischen „Strompreisbremse“ für private Haushalte resultieren. Die Gas- und sonstigen Rohstoffpreise dürften sich nur verhalten entwickeln. Zudem wirkt der starke Euro dämpfend auf die Importpreise. Im Gesamtjahr 2026 soll der harmonisierte Verbraucherpreisindex in der Eurozone um 1,7% zunehmen, gefolgt von einer Inflationsrate von 1,9% im Jahr 2027. Die Kerninflation ohne Energie und Nahrungsmittel soll dieses Jahr noch 2,4% betragen, 2026 auf 1,9% und 2027 auf 1,8% fallen. Die hohen US-Zölle könnten via Handelsumlenkungen, etwa aus China statt in die USA nun in die EU, zusätzlichen Druck auf die Preise ausüben, während von Rohstoffen und Energie eher Aufwärtsrisiken ausgehen.

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.

Österreich	Datum	10J Ø	Vorperiode	Wert		2025	2026
BIP J/J (%)	Q2 2025	1,2	-1,6	0,3		0,3	0,8
BIP Q/Q (%)	Q2 2025	0,3	-0,8	0,3		7,4	7,4
Arbeitslosenquote (%)	Aug 25	7,8	7,6	7,0		3,5	2,4
Inflation J/J (%)	Aug 25	3,3	4,0	4,1		84,2	85,8
Staatsverschuldung / BIP (%)	2024	80,1	81,8	80,1		-4,2	-3,8
Budgetsaldo / BIP (%)	2024	-2,4	-4,7	-3,7		1,8	1,9
Leistungsbilanz / BIP (%)	2024	1,7	1,3	2,4			
Austria Manufacturing PMI S&P*	Aug 25	43,7	44,4	49,1			
Industrieproduktion (%)	Jul 25	2,3	-2,9	2,5			
Einzelhandelsumsätze (%)	Jul 25	3,1	3,7	-3,6			
Hauspreisindex Stat.-Aut. (%)	Q1 2025	5,7	-2,9	3,2			

*2J statt 10J-Ø

Prognose lt. OeNB (September) & **OeNB (Juni)

Ebenso wie die EZB hat die OeNB – bei identischen Annahmen zu Zöllen, Rohstoffpreisen und anderen externen Bedingungen – im September ihre Prognose für das **österreichische** BIP-Wachstum nach oben revidiert und erwartet 2025 nun +0,3%. 2026 soll das BIP-Wachstum 0,8% und 2027 dann 1,1% erreichen. Trotz zunehmender Dynamik bleibt Österreich damit über den gesamten Prognosezeitraum hinter dem Euroraum zurück. Die lange Rezession habe mit dem Jahreswechsel 2024/25 geendet – dass sie vorerst nur von einer Bodenbildung, aber nicht von einer klaren Trendwende abgelöst wurde, lässt sich auch aus dem unten abgebildeten, bis in die Mitte des dritten Quartals reichenden wöchentlichen Wirtschaftsindex des WIFO ableSEN. Obwohl die jüngsten Zahlen vom Arbeitsmarkt recht schwach waren hat die OeNB ihre Prognose der Arbeitslosenquote nach nationaler Berechnungsmethode bei 7,4% 2025/26 und 7,2% 2026 bestätigt.

Die Teuerung hat sich im Sommer als hartnäckiger erwiesen als in bisherigen Prognosen vorhergesehen. Dementsprechend hat die OeNB ihre Erwartung der HVPI-Inflation an das laufende Jahr auf 3,5% angehoben, was via Indexierungen, aber auch durch hohe Arbeits- und Dienstleistungskosten auf das nächste Jahr fortwirkt, sodass trotz der auch in Österreich auftretenden, oben für die Eurozone beschriebenen inflationssenkenden Effekte die Teuerung bei 2,4% bleiben soll und auch 2027 mit 2,3% das EZB-Ziel überschreitet. Fiskalisch bleibt die Lage angespannt. Die OeNB hat ihre Annahmen ihrer Budgetdefizit-Prognose von 4,2% des BIP aus dem Juni im September nicht aktualisiert, sieht aber nur leichte Verbesserungen, die auf das bessere Wachstum zurückgehen, von einer Aufwärtsrevision der Sozialversicherungsausgaben und dem nur langsamem Rückgang der Subventionen beinahe kompensiert würden. 2026 erwartete sie im Juni -3,8% und 2027 dann schon wieder -4%. Trotz der Konsolidierungsbemühungen im Rahmen des im Juli von der EU eingeleiteten Defizitverfahrens versucht die Regierung mit vereinzelten Investitionsanreizen das Wachstum zu beleben. Die österreichische Industrie- und Bauwirtschaft dürfte aber auch direkt von den fiskalischen Impulsen im Haupthandelspartner Deutschland profitieren. Der rasche und sehr moderate Metall-Kollektivvertragsabschluss sollte der Wettbewerbsfähigkeit zugutekommen und das Inflationsrisiko für 2026 eingrenzen.

Wöchentlicher WIFO-Wirtschaftsindex bis 10.8.2025

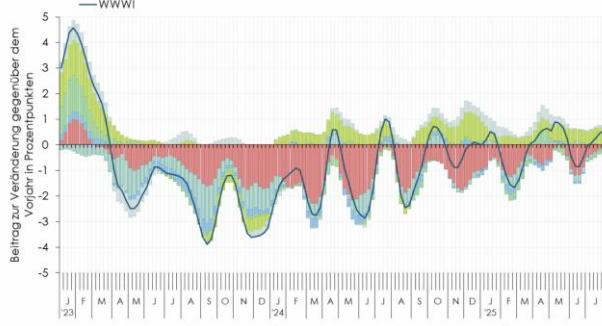
Entstehungsseite

Produzierender Bereich
Beherrschung u. Gastro
WWII

Handel
Andere Dienstleistungen

Verkehr

Saldo Güterf./-subv.

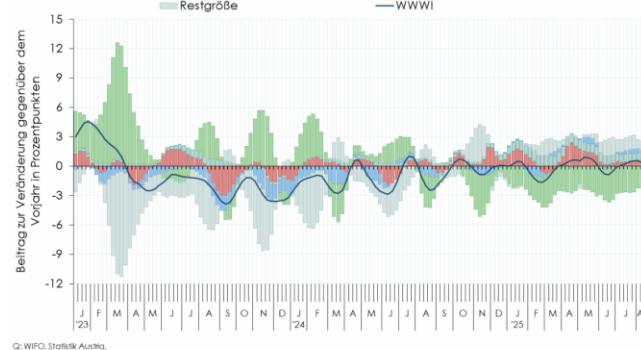


Q: WIFO, Statistik Austria. – Produzierender Bereich: ÖNACEA bis F, Handel: ÖNACEG, Verkehr: ÖNACEH, Beherrschung und Gastronomie: ÖNACEI, Andere Dienstleistungen: ÖNACEJ bis T. – Die Summe der Wochenumsetzungen der Teilkomponenten kann vom geschätzten BIP-Wachstum abweichen (Residualum).

Verwendungsseite

Privater Konsum
Bruttoanlageinvestitionen

Öffentlicher Konsum
Außenbeitrag i. w. S.
WWII



Q: WIFO, Statistik Austria.

Der Wöchentliche WIFO-Wirtschaftsindex (WWII) nähert das BIP-Wachstum auf Basis von Hochfrequenzdaten an. Von 30.6. bis 10.8.2025 war das Wochen-BIP laut dieser Auswertung durchweg höher als im selben Zeitraum 2024 (zwischen 0,08% und 0,54% J/J). Entstehungsseitig waren nur Dienstleistungen im Plus, alle anderen abgebildeten Sektoren waren schwächer als 2024, wobei der Abstand im produzierenden Bereich (Landwirtschaft, Bergbau, verarbeitendes Gewerbe, Versorger, Bau) am größten und der Verkehr zwischenzeitlich leicht im Plus war. Auf der Verwendungsseite waren alle Inlandskomponenten inklusive Bruttoanlageinvestitionen im Plus, der Außenbeitrag aber deutlich negativ.

Zinsen: Geld- und Anleihenmärkte

Geldmarktzinsen Euro

EURIBOR

	25. Sep	24. Mär	18.12.24	+/- seit 24.3.25	+/- seit 18.12.24
1m	1,91	2,35	2,80	-0,44	-0,88
3m	2,00	2,37	2,84	-0,37	-0,84
6m	2,12	2,39	2,64	-0,26	-0,51
12m	2,18	2,35	2,47	-0,18	-0,29

Geldmarktzinsen anderer Währungen (%)

USD*

JPY*

CHF*

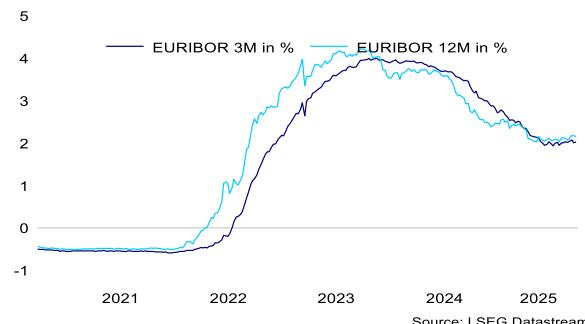
	25.09.25	24. Mär	18.12.24	26. Sep	25. Mär	19.12.24	25. Sep	24. Mär	19.12.24
1m	4,08	4,22	4,25	0,46	0,32	0,08	-0,04	0,41	0,87
3m	3,89	4,19	4,25	0,51	0,30	0,12	-0,04	0,43	0,95
6m	3,75	4,09	4,17	0,49	0,42	0,27	0,07	0,67	1,09
12m	3,54	3,93	4,27	0,80	0,72	0,39	0,10	0,14	0,31

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

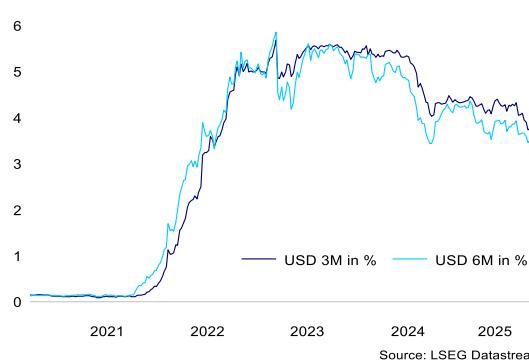
Der Rückgang der **Geldmarktzinsen** hat sich im zweiten Quartal fortgesetzt. Erwartungsgemäß hat dann auch die EZB bei ihrer Juni-Sitzung den Einlagensatz ein weiteres Mal reduziert, dabei aber signalisiert, vorerst am Ende ihres Senkungszyklus angelangt zu sein, obwohl sie damals für Q1-2026 eine noch stärkere Teuerungsellipse prognostizierte als in der Septemberprojektion unterstellt. Bei den Ratssitzungen im Juli und September wurde der im Juni erreichte Einlagensatz von 2% bestätigt. Der Dreimonatseuribor, der den Einlagensatz zwischenzeitlich um einige Basispunkte unterschritten, hat sich mittlerweile knapp über 2% eingependelt. Die Euro-Geldmarktkurve verläuft wieder normal, ist aber sehr flach. Während die Kurve keine weitere Zinssenkung impliziert, lagen die in den Futurespreisen für Ende 2025 und 2026 implizierten Euriborsätze knapp unter 2%.

Die Dynamik der US-Zinsen war in den letzten Monaten etwas anders – zunächst fast stabil, mittlerweile jedoch wieder rückläufig. Zwar ist die Inflation höher als von der Fed angestrebgt, aber der Arbeitsmarkt, der mit dem Ziel maximaler Beschäftigung für die US-Geldpolitik mindestens ebenso wichtig ist wie die Preisstabilität, hat sich stark abgeschwächt. Die monatlichen Beschäftigungszuwächse waren in den letzten Monaten unterdurchschnittlich, zudem wurde die Benchmark für den März in der ersten Runde der jährlichen Überarbeitung nach unten revidiert. Dies sowie auch die lauten Forderungen des US-Präsidenten nach niedrigeren Zinsen haben dazu beigetragen, dass die am 17.9. erfolgte Zinssenkung um 25 Basispunkte auf 4,00-4,25% am Geldmarkt schon eingepreist war.

Euribor 3 und 12 Monate (%)



USD Geldmarkt 3 und 6 Monate (%)



Die **langfristigen Renditen** haben sich über den Sommer leicht zurückgebildet, die Renditekurven verlaufen weiterhin normal. Während die Steilheit der europäischen Benchmarkkurve fast unverändert blieb, ist in den USA das kurze Ende – der veränderten, unten im Ausblick-Abschnitt näher erläuterten Sicht auf die Notenbankpolitik entsprechend – stärker zurückgegangen als das lange, sodass die Kurve nun recht steil ist. Hintergrund sind unter anderem die aus der Zollpolitik erwachsenden Inflationsrisiken. Auch der anhaltend hohe staatliche Kapitalbedarf, der durch die in der „Big, Beautiful Bill“ festgeschriebenen Steuersenkungen noch höher geworden sein dürfte, spielt eine Rolle. Auch in der Eurozone wird der staatliche Kapitalbedarf hoch bleiben, die Kurve verlief hier aber bereits im März normal, während die US-Kurve noch invers war.

Staatsanleihen-Renditen in den USA, Japan und der Schweiz

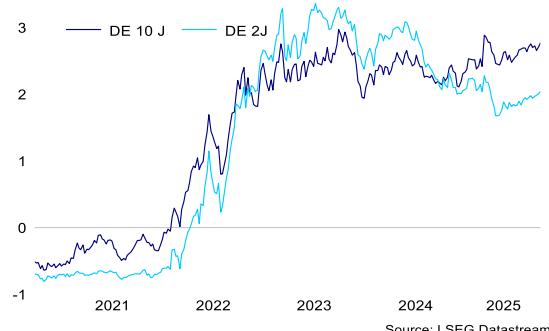
11:26	USA					JP					CH				
	26. Sep	26.03.25	19.12.24	+/- seit 26.3.25	+/- seit 19.12.24	26. Sep	26. Mär	19.12.24	+/- seit 26.3.25	+/- seit 19.12.24	26. Sep	26.03.25	19.12.24	+/- seit 26.3.25	+/- seit 19.12.24
2y	3,6573	4,00	4,31	-0,34	-0,65	0,928	0,89	0,39	0,04	0,54	-0,102	0,24	0,10	-0,35	-0,20
5y	3,7633	4,07	4,42	-0,31	-0,66	1,217	1,18	0,50	0,03	1,18	0,051	0,46	0,13	-0,41	-0,07
10y	4,1716	4,32	4,58	-0,15	-0,41	1,649	1,58	0,86	0,07	1,58	0,219	0,71	0,28	-0,49	-0,06
30y	4,7487	4,67	4,12	0,08	0,62	3,166	2,62	2,08	0,54	2,62	0,394	0,87	0,36	-0,47	0,03

Euro-Staatsanleihen-Renditen, Swap-Kurve und Renditeaufschläge

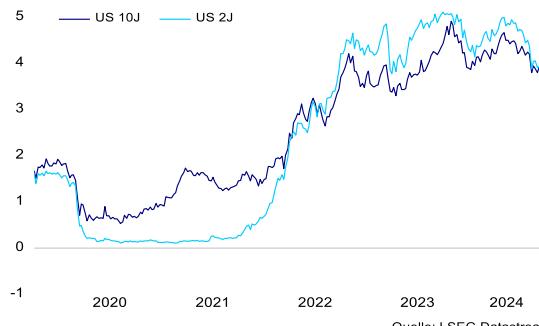
titel		Rendite						IRS	Swap Spread			Spread über dt. Bund					
		26. Sep	26. Mär	19.12.24	+/- seit 26.3.25	+/- seit 19.12.23	26. Sep		26. Sep	26. Mär	+/- seit 26.3.25	AT	ES	FR	IT	GR	IE
1y	Dt.Bund	16.09.2027	2,0403	2,13	2,06	-9	-2	2,17	13	13	1	7	9	8	25	17	9
2y	Dt.Bund	10.10.2030	2,3522	2,41	2,12	-6	23	2,41	6	4	1	15	20	52	53	34	13
5y	Dt.Bund	15.08.2032	2,4962	2,55	2,15	-5	35	2,54	5	2	3	29	28	59	69	55	19
7y	Dt.Bund	15.08.2035	2,7589	2,78	2,31	-2	44	2,71	-5	-9	4	30	56	82	86	70	25
10y	Dt.Bund	15.08.2035	3,1199	3,07	2,56	5	56	2,90	-22	-28	5	38	67	84	95	61	32
15y	Dt.Bund	15.05.2041	3,3254	3,11	2,53	21	80	2,91	-42	-47	5	44	83	107	119	101	41
30y	Dt.Bund	15.08.2056															

Spreads und Swap Spread Änderung in Basispunkten

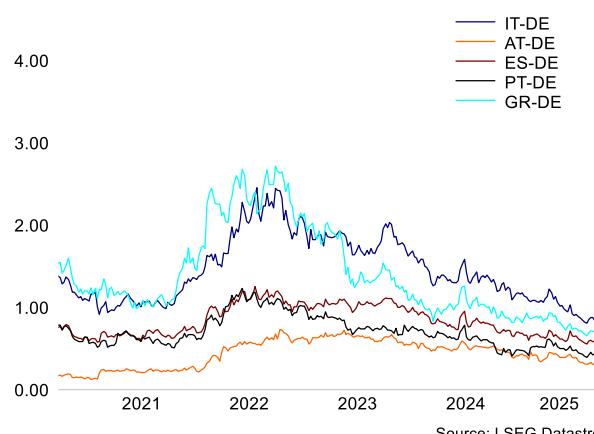
Deutsche Bundesanleihe (Rendite in %)



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



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



Der Aufschlag der österreichischen Bundes-anleihen hat sich trotz Defizitverfahrens und seit 15.8. negativem Rating-Ausblicks von Moodys weiter eingeeengt. Mit der Schuldenquote von 116% und den bisher vergeblichen Versuchen der Minderheitsregierung, ein Sparprogramm durch die Nationalversammlung zu bringen, stand am Staatsanleihenmarkt v.a. Frankreich im Fokus, dessen 10J-Spread sich im letzten halben Jahr um gut 10 Basispunkte ausgeweitet hat. Mittlerweile wurde ein neuer Premierminister ernannt, der die Opposition besser in den Entscheidungsprozess einbinden will. Dennoch hat Fitch sein Frankreich-Rating am 12.9. als erste der drei Agenturen in den (hohen) Single-A-Bereich gesenkt (A+). Am selben Tag hat die Agentur Portugal von A- auf A und S&P Spanien von A auf A+ verbessert, kurze Zeit später folgte Fitch mit dem Italien-Upgrade auf BBB+.

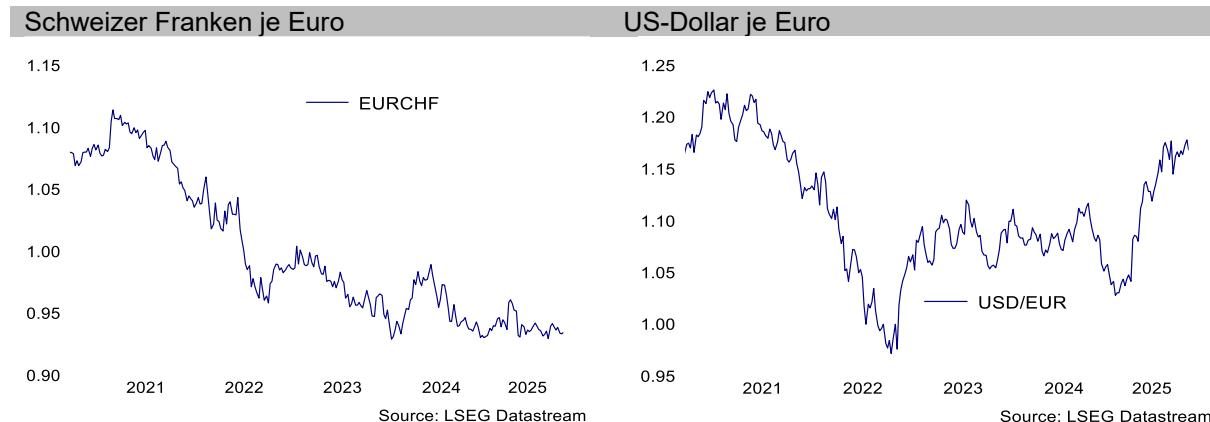
Ausblick: In der Eurozone wurden Mitte September am Futures-Markt gleichbleibende Geldmarktzinsen impliziert, was auch mit den Signalen aus der EZB, die eher in Richtung stabiler Bedingungen und Orientierung an langfristigen Trends als an kurzfristigen Inflationsschwankungen gehen, korrespondiert. Sollte die Inflationsdelle Anfang 2026 aber stärker ausfallen als laut aktueller EZB-Projektion (1,6% in Q1-2026) bzw. die EZB ihre Projektion – etwa aufgrund der im Währungsteil erläuterten Euro-Aufwertung – im Dezember reduzieren, ist eine vorübergehende Rücknahme des Einlagensatzes auf 1,75% bei der EZB-Ratssitzung aber durchaus möglich, zumal mittelfristig der Euribor den Einlagensatz noch etwas deutlicher überschreiten sollte als zuletzt, da der sukzessive Ablauf des von der EZB im Rahmen des Quantitative Easing angekauften Anleihenportfolios das Wachstum der Zentralbank-Geldmenge (M0) eingrenzt. Wir erwarten in den nächsten Monaten einen Dreimonatseuribor nahe 2%. Die Kapitalmarktzinsen dürften von der leicht zunehmenden Investitionsdynamik und dem hohen staatlichen Kapitalbedarf hochgehalten werden, wobei sich die Spreads innerhalb der Euro-Anleihen wieder etwas erhöhen könnten. Starke Anstiege am langen Ende erwarten wir nicht, da der internationale Zinszusammenhang mit den nun begonnenen Fed-Zinssenkungen eher in die Gegenrichtung wirkt. In den USA sind gemäß der Medianeinschätzung der FOMC-Mitglieder bei der Septembersitzung der Fed für dieses Jahr noch zwei weitere Senkungen auf ein Zielband von 3,5% bis 3,75% zu erwarten, gefolgt zwei weiteren Senkungen 2026.

Währungen

Land	Währung	Kurs vs. EUR			Performance vs. EUR		Kurs vs. USD			Performance vs. USD	
		26.Sep	30.Jun	12/24	seit 30.06.25	seit 12/24	26.Sep	30.Jun	12/24	seit 30.06.25	seit 12/24
USA	USD	1,168	1,179	1,035	0,9%	-11,4%					
Japan	JPY	175	170	162,8	-2,9%	-6,9%	150	144,03	157	-3,8%	5,0%
Schweiz	CHF	0,934	0,935	0,940	0,1%	0,7%	0,80	0,79	0,91	-0,8%	13,5%
Großbritannien	GBP	0,87	0,86	0,8	-1,8%	-5,3%	0,75	0,73	0,80	-2,7%	6,8%
Norwegen	NOK	11,73	11,88	11,785	1,3%	0,5%	10,04	10,07	11,39	0,3%	13,4%
Schweden	SEK	11,04	11,15	11,5	1,0%	3,8%	9,45	9,46	11,07	0,1%	17,1%
Polen	PLN	4,27	4,24	4,279	-0,5%	0,3%	3,65	3,60	4,13	-1,4%	13,1%
Russland	RUB	97,6	92,0	115,7	-5,7%	18,5%	83,55	78,31	113,5	-6,3%	35,9%
Rumänien	RON	5,08	5,08	4,974	0,0%	-2,1%	4,35	4,31	4,80	-0,9%	10,5%
Tschechische Rep.	CZK	24,3	24,7	25,2	1,7%	3,6%	20,82	20,98	24,3	0,8%	16,9%
Türkei	TRY	48,58	46,96	36,640	-3,3%	-24,6%	41,57	39,81	35,35	-4,2%	-15,0%
Ungarn	HUF	391	400	411,7	2,1%	5,2%	335,18	338,85	397	1,1%	18,6%
Kanada	CAD	1,63	1,60	1,489	-1,5%	-8,6%	1,39	1,36	1,44	-2,4%	3,2%
Argentinien	ARS	1557,7	1416,0	1067,5	-9,1%	-31,5%	1337,25	1203,63	1031,0	-10,0%	-22,9%
Brasilien	BRL	6,26	6,40	6,394	2,3%	2,2%	5,36	5,43	6,18	1,3%	15,2%
Indien	INR	103,6	100,5	89,2	-3,0%	-13,9%	88,70	85,75	85,6	-3,3%	-3,5%
China	CNY	8,33	8,44	7,6	1,2%	-9,3%	7,13	7,16	7,30	0,4%	2,3%

Quelle: Bloomberg, Daten zum 26.9.2025

Nach der starken Abwertung der ersten Jahreshälfte hat sich der US-Dollar zum Euro über den Sommer stabilisiert. Traditionell mit dem USD korreliert, hat in der ersten Jahreshälfte auch das GBP zum EUR nachgegeben, einen Teil der Abwertung aber inzwischen wieder aufgeholt. Von den Motiven der USD-Abwertung – wirtschafts- und handelspolitische Unsicherheit, drohende Eingriffe in die Notenbankautonomie mit dem Ziel niedrigerer Zinsen und hohe Staatsschulden – gilt nur letzteres auch für das Vereinigte Königreich. Die BoE hat ebenso wie die EZB im Juni 2024 mit Zinssenkungen begonnen, ist dabei aber langsamer und insgesamt auf höherem Niveau vorgegangen als ihr Pendant in der Eurozone und hat ihren Leitzins von 4% am 18.9. unverändert bestätigt. In die Gegenrichtung bewegt sich nach Jahrzehnten lockerer Geldpolitik die Bank von Japan. Diese hat am 19.9. mitgeteilt, mit Verkäufen von Papieren aus ihrem ETF- und Immobilienaktien (J-REIT)- Portfolio starten zu wollen, ihren Leitzins von 0,5% aber (noch) beibehalten. Der Yen, der im ersten Halbjahr zum USD aufwertete, in Q3 aber einen Teil des Gewinns wieder abgegeben hatte, zeigte zunächst wenig Reaktion, dürfte mittelfristig aber von der gegenläufigen Geldpolitik profitieren.



Die europäischen Währungen waren untereinander insgesamt recht stabil, wobei SEK, NKK, CZK und HUF etwas aufwerteten. Der CHF hat zum EUR einen Boden gebildet, der in Unsicherheitsphasen aber immer wieder getestet wird. Der chinesische Yuan wertete zum USD leicht auf, verzeichnete zum EUR jedoch Verluste. Unter Druck zum USD gerieten im Zuge des Handelskonflikts, der beiden Ländern hohe US-Zölle einbrachte und in Brasilien auch mit politischen Forderungen der US-Regierung in Bezug auf den Prozess gegen Ex-Präsident Bolsonaro verbunden ist, die indische Rupie und das brasilianische Real. Einen mehr oder minder der Inflationsdifferenz folgenden Abwärtspfad zeigen die türkische Lira und der argentinische Peso, während der russische Rubel im ersten Halbjahr deutlich aufgewertet hat.

Ausblick:

Auch wenn der **US-Dollar** zuletzt 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 im Sommer schwächelte. Hinzu kommen Ängste in Bezug auf die Unabhängigkeit der Fed, sektoraler Arbeitskräftemangel aufgrund der rabiaten Einwanderungspolitik und sowie das trotz Zolleinnahmen und verringerter Sozialausgaben hohe staatliche Budgetdefizit, da mit der „Big, Beautiful Bill“ nicht nur Ausgaben gestrichen, sondern auch Steuersenkungen zementiert wurden. Im Augenblick hat es den Anschein, dass die Marktteilnehmer die Risiken als weitgehend eingepreist betrachten. Der Zinsvorteil des USD gegenüber dem EUR nimmt mit den anstehenden Zinssenkungen der Fed zwar ab, bis zu einer Fed Funds Rate um 3%, die bei heutiger Inflation eine neutrale Geldpolitik bedeuten würde, ist aber auch das nichts Neues und dürfte den Markt daher nur wenig bewegen. Wir gehen daher für das vierte Quartal 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.

Kurzfristige Risiken bestehen u.a. in einem Government Shutdown bei ausbleibender Einigung über den Staatshaushalt sowie der Entscheidung des Supreme Court darüber, ob der Präsident so freihändig über Zölle verfügen kann wie bisher. Das Verfahren ist für den 5. November anberaumt.

Die Stärke des **Schweizer Franken** ist angesichts der (zu) niedrigen Verbraucherpreisinflation, die, bei leicht negativer Monatsrate, in der Eidgenossenschaft im August ganze 0,2% J/J erreichte, sowie der auch abseits der preislichen Wettbewerbsfähigkeit gestiegenen Herausforderungen für das auf Leistungsbilanzüberschüssen basierende Wachstumsmodell wieder problematischer geworden. Außenwirtschaftlich war in der Schweiz im zweiten Quartal vor allem beim Warenhandel inklusive Gold ein deutlicher Rückgang zu beobachten, sodass der Leistungsbilanzüberschuss weniger als die Hälfte des Werts aus dem Vergleichsquartal 2024 erreichte. Dabei waren die der Schweiz aus den USA auferlegten Zölle von 39% damals noch nicht in Kraft und dank hohen Anteils von Pharma- und anderen von den bis August geltenden Zöllen ausgenommen Exporten war der effektive Zollsatz für die Schweiz noch im Juli geringer als etwa für Deutschland. Mittlerweile wurde ein 100%-Zoll auf Markenmedikamente angekündigt.

Die Schweizerische Nationalbank hat am 25. September ihren Leitzins von 0% sowie ihre Bereitschaft zu Devisenmarktinterventionen bestätigt. Aufgrund der skizzierten innen- und außenwirtschaftlichen Entwicklungen rechnen wir damit, dass die SNB einen gleichbleibenden bis schwächeren CHF anstrebt und auf einen steigenden Außenwert mit Devisenmarktinterventionen und/oder Negativzinsen reagieren würde. Da der EUR selbst bei einer weiteren Zinssenkung der EZB vom Zins- und Renditedifferenzial profitiert, und während einer etwaigen Jahresrallye am Aktienmarkt die Risikoaversion tendenziell zurückgehen dürfte, rechnen wir mit einer leichten CHF-Abwertung, wobei das Risiko, als sicherer Hafen unter Aufwärtsdruck zu geraten, für den CHF immer gegeben ist.

Aktienmärkte

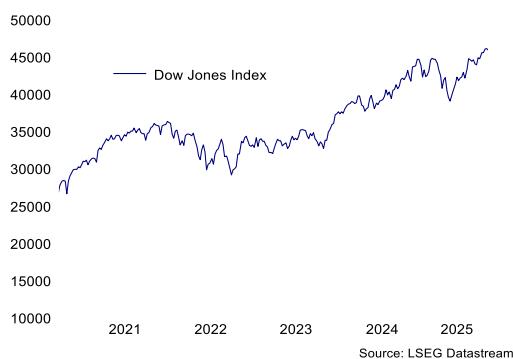
Veränderung der Aktienindizes

Europa (N/W/S)	seit 30.06.2025						Währung	seit 30.06.2025							
	Schlusskurs	Schlusskurs	30.06.2025	% YTD	% 1J	% 5J		Schlusskurs	Schlusskurs	30.06.2025	% YTD	% 1J	% 5J		
AEX (Amsterdam)	934,36	913,28	2,31%	6,5	2,7	73,0	EUR	DJ Ind. (New York)	45947,32	44094,77	4,20%	8,0	8,9	69,1	USD
ASE (Athen)	2035,21	1868,02	8,95%	38,1	38,0	228,6	EUR	NASDAQ Comp. (NY)	22384,7	20369,73	9,89%	15,9	23,1	105,1	USD
ATX (Wien)	4630,31	4430,29	4,51%	26,9	28,5	123,2	EUR	S&P 500 (New York)	6604,72	6204,95	6,44%	12,3	15,0	100,2	USD
CAC 40 (Paris)	7795,42	7665,91	1,69%	6,3	1,3	65,8	EUR	TSX (Toronto)	29731,98	26857,12	10,70%	20,2	23,7	85,1	CAD
DAX (Frankfurt)	23534,83	23909,61	-1,57%	18,8	22,9	89,6	EUR	Mexbol (Mexico C.)	61945,04	57450,88	7,82%	25,1	15,6	69,3	MXN
MDAX (Frankfurt)	30034,59	30483,5	-1,47%	17,3	12,0	13,5	EUR	Südamerika							
EuroSTOXX 50	5444,89	5303,24	2,67%	11,7	8,7	74,4	EUR	Ibovespa (Sao Paulo)	145306,2	138854,6	4,65%	20,8	9,2	49,8	BRL
FTSE 100 (London)	9213,98	8760,96	5,17%	13,1	11,6	58,3	GBP	IPSA (Santiago)	9040,46	8247,57	9,61%	34,7	38,4	151,9	CLP
FTSE MIB (Mailand)	42242,49	39792,22	6,16%	24,1	23,3	127,0	EUR	Sonst. Regionen							
IBEX 35 (Madrid)	15153,7	13991,9	8,30%	31,3	27,4	129,7	EUR	ASX 200 (Sydney)	8772,955	8542,27	2,70%	7,7	7,1	47,3	AUD
ISEQ (Dublin)	11447,77	11421,71	0,23%	18,3	12,9	82,9	EUR	Hang Seng (Hong K.)	4083,95	3585,19	13,91%	35,1	37,5	10,9	HKD
OBX (Oslo)	1581,74	1538,68	2,80%	18,9	21,3	116,4	NOK	Hang Seng China (HK)	9444,22	8678,3	8,83%	27,6	31,3	0,0	HKD
SMI (Zürich)	11875,8	11921,46	-0,38%	2,7	-2,4	16,7	CHF	BIST 100 (Istanbul)	11377,55	9948,51	14,36%	14,9	14,9	905,1	TRY
EU-Wachstum								KOSPI (Seoul)	3471,11	3071,7	13,00%	41,1	26,7	48,6	KRW
TecDAX (Frankfurt)	3612,83	3888,42	-7,09%	5,3	7,6	22,0	EUR	Nikkei 225 (Tokio)	45754,93	40487,39	13,01%	13,7	16,5	95,5	JPY
techMARK 100 (Lon.)	7925,45	7387,08	7,29%	23,0	17,0	40,3	GBP	Shanghai Comp. (SH)	3853,302	3444,426	11,87%	14,2	27,6	18,9	CNY
Zentr.-/Osteuropa								BSE Sensex (Mumbai)	81159,68	83606,46	-2,93%	2,9	-6,3	115,2	INR
BUX (Budapest)	98014,87	97667,46	0,36%	24,1	31,4	208,3	HUF	Straits Times (Singap.)	4273,86	3964,29	7,81%	12,8	19,2	72,8	SGD
PX (Prag)	2303,98	2157,39	6,79%	31,5	44,2	168,0	CZK	Tadawul (Riad)	11308,11	11163,96	1,29%	-6,1	-8,6	37,3	SAR
WIG 20 (Warschau)	2797,79	2845,37	-1,67%	28,1	18,6	67,7	PLN	TAIEX (Taipei)	26023,85	22256,02	16,93%	11,0	11,9	109,1	TWD
								Top 40 (Johannesb.)	98701,07	88757,81	11,20%	31,1	24,7	99,4	ZAR

Quelle: Bloomberg, Daten zum 26.09.2025

Der Aufholprozess, den die **europäischen Märkte** im ersten Quartal dieses Jahres erfuhrten, verlief in den Folgemonaten differenzierter. Konnten im ersten Quartal die meisten Indizes zweistellig zulegen, gelang dies in Q3 bis zum 26.9. keinem der Indizes mehr. Zu den Bestperformern in Q3 zählt der griechische AEX, der – nach schwierigen Jahren im Gefolge der Staatsschuldenkrise von 2012 – mit knapp 40% auch die beste YTD-Performance zeigt. Unter durchschnittlich entwickelten sich der französische CAC40 und der Schweizer SMI. Die Motive sind unterschiedlich – in Frankreich schlagen die Schwierigkeiten der staatlichen Budgetkonsolidierung zu Buche, in der Schweiz die defensive Branchenstruktur, der starke Schweizer Franken und die speziellen Herausforderungen im Handelskonflikt mit den USA, der auch auf den anderen europäischen Aktienmärkten lastete. Der EuroSTOXX50 hat die unmittelbar nach der Rosengarten-Pressekonferenz, bei der der US-Präsident krude berechnete, exorbitant hohe Zölle ankündigte, zwar wieder aufgeholt, faktisch aber kaum mehr hinzugewonnen. Demgegenüber hat nun der **US-Markt** wieder an Schwung gewonnen, seit sich die Wiederaufnahme der Fed-Zinssenkungen abzeichnete, die dann im September ja auch tatsächlich einsetzte. Besonders gut entwickelte sich – dem AI-Boom und staatlichen Promotion des Kryptomarktes entsprechend – einmal mehr der NASDAQ-Index. Die meisten **Emerging Market** Indizes entwickelten über den Sommer positiv, spiegelten aber teilweise aber die unterschiedlichen Zollsätze der USA wider. Besonders hoch sind diese gegenüber wo der BSE Sensex in den letzten Monaten etwas nachgegeben hat. Die Börse in Sao Paulo hat trotz noch höherer US-Zölle für Brasilien in Q3 leicht zugelegt.

Dow Jones Index



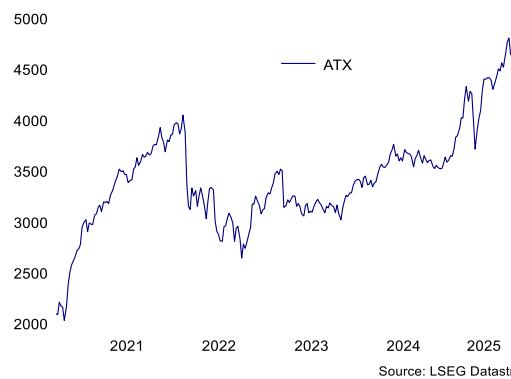
EuroSTOXX50



Der **DAX** erzielte im ersten Quartal ein All-time-High nach dem anderen, hat dann aber spürbar an Schwung verloren, während der ATX – obwohl als Preisindex ungünstiger, weil inklusive Dividendenabschlägen gerechnet – weiter hinzugewann, im September dann aber ebenfalls von Gewinnmitnahmen und Verunsicherung gekennzeichnet war. Im DAX hatten zunächst vor allem die Automobilwerte unter dem Zollkonflikt gelitten, die mittlerweile aber wieder stärker notieren. Bestperformer ist Rheinmetall, dessen Aktienkurs sich seit Jahresbeginn verdreifacht hat. Auch Siemens Energy, die trotz leichter Korrektur eine YTD Performance von 95% aufweisen, ragen unter den DAX-Werten heraus.

DAX


Source: LSEG Datastream

ATX


Source: LSEG Datastream

Nach der vierteljährlichen Überprüfung der Indexzusammensetzung durch das **ATX**-Komitee wurden am 22. September Mayr Melnhof und Telekom Austria durch die Bauwerte Porr und STRABAG ersetzt. Beide Aktien haben im ersten Halbjahr dank sich (sehr) langsam wieder erholender Bauinvestitionen und der mit dem deutschen Infrastrukturprogramm verbundenen Hoffnung eine starke Performance gezeigt, die auch ihre Kapitalisierung verbesserte und sie den ATX-Kriterien nahebrachte. Auch Palflinger profitierte in diesem Umfeld. Unter den schon vor der Umstellung im Index enthaltenen Aktien ragt AT&S mit einer YTD-Performance von 85% hervor, wovon 55% Prozentpunkte auf das erste Halbjahr und 30% Prozentpunkte auf das dritte Quartal entfielen. Zu den Treibern dieser Entwicklung zählen die verbesserten – wenngleich noch defizitären – Geschäftszahlen, die Neubesetzung des Vorstands sowie die Branchenentwicklung, zuletzt etwa mit der Nachricht über Beteiligung von Nvidia am Chiphersteller Intel inkl. Investitionsprogramm über 5 Mrd USD. Rund 50% höher als zu Beginn des Jahres waren im September die Versicherungen Uniqa und VIG bewertet, die im ATX hoch gewichteten Bankwerte waren ebenfalls stark und von den Vorläufern einer zyklischen Erholung konnten auch Voestalpine und Andritz profitieren. Lenzing hat nach schwachem Start über den Sommer wieder aufgeholt, notiert aber – ebenso wie Verbund, Flughafen Wien und Schoeller-Bleckmann – schwächer als am Jahresanfang.

ATX- und ausgewählte ATX Prime-Aktien und ihre Bewertung¹

Name	Schluss-kurs 25.09.2025	Kurs 30.06.2025	% seit 30.06.20 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	Nächter Ergebnis- bericht	
			% YTD	% 12M	% 5J												
ERSTE GROUP BANK AG	83,85	72,3	16%	40,7	71,5	377,0	20,1	3,6	1,6	11,4	9,4				3,0	2,4	31.10.2025
OMV AG	45,9	46,18	-1%	28,9	26,9	96,6	12,5	10,3	1,1	9,5	8,4	4,1	4,3	0,5	0,5	0,5	29.10.2025
VERBUND AG	61,25	65,15	-6%	-12,6	-17,5	32,1	6,9	4,6	2,2	14,3	18,2	8,4	9,9	2,4	2,7	2,7	05.11.2025
BAWAG GROUP AG	111,8	108,4	3%	47,2	60,5	278,3	14,2	4,9	2,2	10,7	9,2				3,9	3,7	22.10.2025
ANDRITZ AG	60,25	63,1	-5%	23,5	-6,9	120,0	7,3	4,3	2,9	12,2	10,5	7,0	6,1	0,8	0,7	0,7	30.10.2025
VOESTALPINE AG	29,04	23,9	22%	62,9	32,1	37,9	6,2	2,0	0,7	13,9	10,3	4,8	4,2	0,3	0,3	0,3	12.11.2025
WIENERBERGER AG	28,34	31,62	-10%	5,4	-5,9	32,4	5,1	3,4	1,1	13,2	10,1	6,6	5,9	0,7	0,6	0,6	13.11.2025
RAIFFEISEN BANK INTER	29,16	25,88	13%	48,4	61,2	126,4	6,4	3,8	0,5	7,0	5,1				1,1	1,2	30.10.2025
EVN AG	23,45	23,4	0%	7,3	-16,9	68,6	2,1	3,8	0,7	9,8	9,7	6,7	6,4	1,4	1,4	1,4	18.12.2025
CA IMMOBILIEN ANLAGE	22,52	24,26	-7%	-1,7	4,8	-7,8	1,5	4,4	0,9	17,4	12,8	22,7	22,9	8,4	8,1	8,1	26.11.2025
MAYR-MELNHOF KARTOI	76,3	76,4	0%	-3,9	-15,2	-48,7	2,4	0,7	8,9	8,6	5,4	5,1	0,4	0,4	0,4	0,4	04.11.2025
OESTERREICHISCHE POS'	29,35	30,25	-3%	1,7	-2,3	0,7	1,6	6,2	3,0	14,7	13,8	5,6	5,5	0,6	0,6	0,6	12.11.2025
VIENNA INSURANCE GRO	45,45	43,7	4%	51,9	52,9	128,8	2,9	3,4	1,4	8,1	7,5	6,6	6,1	0,5	0,4	0,4	25.11.2025
UNIQA INSURANCE GRO	12,48	11,5	9%	59,6	67,8	145,6	2,6	4,8	1,3	9,7	9,2	8,0	7,6	5,1	4,8	4,8	20.11.2025
TELEKOM AUSTRIA AG	8,9	9,65	-8%	14,8	3,9	73,4	4,4	1,2	9,8	9,0	4,0	3,9	1,1	1,1	1,1	1,1	14.10.2025
CPI EUROPE AG	18,59	18,77	-1%	24,8	4,4	41,0	1,3	0,6	7,9	7,2	14,6	13,5	3,2	3,0	3,0	3,0	27.11.2025
DO & CO AG	222,5	181,2	23%	22,5	59,1	542,9	2,8	0,9	5,9	20,1	17,8	8,9	8,1	1,0	0,9	0,9	12.11.2025
AUSTRIA TECHNOLOGIE	22,4	17,08	31%	83,7	9,9	41,2	1,0	1,6		133,2	7,3	5,0	0,5	0,4	0,4	0,4	04.11.2025
LENZING AG	26,55	24,1	10%	-10,2	-20,7	-33,9	0,8	1,3			7,4	6,8	0,4	0,4	0,4	0,4	06.11.2025
SBO AG	27,2	30,15	-10%	-7,7	-3,0	30,3	0,5	6,4	1,1	12,2	9,6	6,0	5,2	0,9	0,9	0,9	20.11.2025
STRABAG SE-BR	75,9	80,7	-6%	94,2	99,2	202,0	3,0	3,3	1,8	12,5	12,0	4,9	4,8	0,5	0,5	0,5	28.04.2026
AGRANA BETEILIGUNGS	12,2	13,2	-8%	16,2	11,4	-27,4	5,7	0,7	78,7	13,3	6,7	5,3	0,2	0,2	0,2	0,2	09.10.2025
FLUGHAFEN WIEN AG	51,4	53,4	-4%	-1,5	-3,3	115,2	3,1	3,0	20,2	21,2	9,9	10,0	4,0	4,0	4,0	4,0	18.11.2025
PORR AG	28,5	28,2	1%	62,3	118,2	160,8	3,1	1,3	10,8	9,7	3,4	3,2	0,2	0,2	0,2	0,2	20.11.2025
SEMPERIT AG HOLDING	12,7	13,14	-3%	5,9	6,1	-29,2	1,1	4,0	0,6	50,2	13,8	5,9	4,6	0,4	0,4	0,4	12.11.2025
PALFINGER AG	34,9	35,8	-3%	76,8	59,6	57,5	2,6	1,8	11,8	9,7	7,3	6,4	0,6	0,5	0,5	0,5	27.10.2025
FACC AG	8,91	7,1	25%	49,6	36,1	76,1		1,7	25,4	11,3	8,2	6,2	0,4	0,4	0,4	0,4	12.11.2025
RHI MAGNESITA NV	23,4	34,6	-32%	-40,4	-42,6	-14,7	7,7		5,4	4,8	5,4	5,0	0,3	0,3	0,3	0,3	27.02.2026
PIERER MOBILITY AG	14,1	17,08	-17%	-28,3	-47,5	-71,8									26.03.2026		

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

Im Vergleich zu DAX und ATX fiel die Performance des STOXX Europe 600 in den ersten drei Quartalen unterdurchschnittlich aus. Auch hier zeigen sich die Bankaktien stark, auch Öl und Gas, Bauwerte und Grundstoffe deuten auf eine zwar langsame, aber sich deutlich abzeichnende konjunkturelle Stabilisierung hin.

Veränderung der EuroSTOXX Branchenindizes

	25.09.2025	30.06.2025	% seit 30.06.25	% YTD	% 1J	% 5J		25.09.2025	30.06.2025	% seit 30.06.25	% YTD	% 1J	% 5J
Stoxx Europe 600	550,22	541,37	1,63	8,8	5,1	5,1	Immobilien	123,02	133,64	-7,95	-1,9	-13,5	-13,5
Automobile	516,83	515,28	0,30	-5,8	-10,9	-10,9	Finanzdienstleistungen	839,41	851,99	-1,48	2,0	3,9	3,9
Banken	308,13	274,65	12,19	45,6	50,3	50,3	Gesundheit/Pharma	1010,75	1022,58	-1,16	-7,4	-16,5	-16,5
Bau	782,54	807,23	-3,06	12,9	7,0	7,0	Grundstoffe	546,38	476,74	14,61	5,0	-5,2	-5,2
Chemie	1131,99	1211,34	-6,55	-4,6	-13,9	-13,9	Industrie	1051,02	1012,34	3,82	20,0	18,3	18,3
Reise&Freizeit (zykl. Konsum)	264,37	260,95	1,31	-1,6	4,5	4,5	Medien	401,48	453,66	-11,50	-14,6	-13,8	-13,8
Defensiver Konsum	985,01	970,13	1,53	-4,6	-7,1	-7,1	Technologie	825,81	844,56	-2,22	1,2	-1,1	-1,1
Einzelhandel	442,39	436,63	1,32	0,9	-7,9	-7,9	Telekom	248,09	255	-2,71	8,5	7,9	7,9
Öl&Gas	382,94	360,3	6,28	15,7	16,6	16,6	Versicherungen	474,51	472,71	0,38	17,3	18,2	18,2
Ernährung	593,09	637,99	-7,04	-6,3	-15,0	-15,0	Versorger	436,38	448,72	-2,75	14,6	6,3	6,3

Quelle: Bloomberg, Daten zum 26.09.2025

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.

26.09.2025	aktuell	12M Konsens	12M % Konsens	Div. Yield %	KGV 2025e	KGV 2026e	KGV 2027e
AUSTRIAN TRADED INDEX	4649,6	5066,7	9,0	4,5	11,4	9,8	8,9
DAX INDEX	23646,6	27184,6	15,0	2,5	17,1	14,9	13,1
Euro Stoxx 50 Pr	5471,8	6050,0	10,6	2,8	16,5	15,1	13,6
FTSE 100 INDEX	9251,1	10351,0	11,9	3,3	13,9	12,6	11,6
DOW JONES INDUS. AVG	45947,3	49732,3	8,2	1,6	22,7	20,3	18,1
S&P 500 INDEX	6604,7	7305,4	10,6	1,2	24,6	21,9	19,7
NIKKEI 225	45355,0	47490,1	4,7	1,7	22,5	21,8	18,9
HANG SENG INDEX	26128,2	30107,5	15,2	3,0	12,7	11,3	10,3

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

Die Abstände bei den Bewertungen haben sich gegenüber Ende 2024 verkleinert. Die Dividendenrendite des ATX ist deutlich zurückgegangen und das KGV für das laufende Jahr erstmals seit langem wieder zweistellig. Dennoch findet sich das niedrigste durchschnittliche Kurs/Gewinn-Verhältnis weiterhin an der Wiener Börse sowie dem chinesischen Aktienmarkt, während die US-Indizes mittlerweile zwar wieder „normalere“ Werte in der Nähe von 20, im Vergleich aber die höchste Bewertung aufweisen.

Ausblick Aktienmärkte

Mit dem einsetzendem Zinssenkungszyklus der Fed und weiterhin dynamischem Tech-Sektor sind die US-Aktien wieder mehr im Fokus. Ein Ende des AI-Booms ist nicht in Sicht, die Bewertungen sind aber teilweise sehr hoch. Hinzu kommt aus europäischer Sicht das USD-Risiko. Die Umwälzungen aufgrund der vielen Zölle sind ebenfalls ein Risikofaktor. Dennoch ist eine Jahresendrallye nicht unwahrscheinlich. Die europäischen Aktien haben einen Teil des Bewertungsrückstands aufgeholt. Die in der Bewertung mit teilweise einstelligen KGVs enthaltenen Risikoprämien sind generell angebracht, in der Dimension aber vermutlich übertrieben. 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.

Während das volatile Umfeld für Diversifikation spricht, hat schon 2024 gezeigt, dass meist nicht einfach ganze Branchen, sondern im Wesentlichen einzelne anpassungsfähige u/o innovative Unternehmen reüssieren, wobei die Themen Energie, Verteidigung, Infrastruktur und damit auch Bau, Digitalisierung und Banken interessant sind. Die Risiken sind hoch, werden bis jetzt am Aktienmarkt aber adäquat bezahlt. In Europa, insbesondere an der Wiener Börse, besteht noch Aufwärtspotenzial.

Rohstoffe

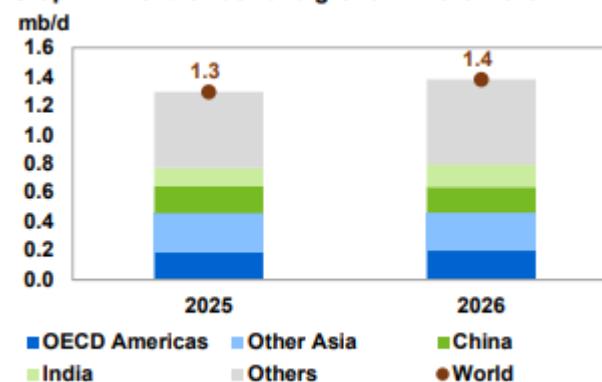
26.09.2025	26. Sep	25. Mär	% seit 25.03.	% YTD	CHG % 2024		26. Sep	25. Mär	% seit 25.03.	% YTD	CHG % 2024
Energie											
Öl (Brent Future, USD/Fass)	69,5	73,5	-5,4%	-6,8	-3,1	Baumwolle (USc/lb)	63,8	65,7	-2,8%	-6,7	-15,6
Öl (WTI Future, USD/Fass)	65,2	69,6	-6,4%	-9,2	0,1	Kaffee (Arabica, USc/lb)	379,3	395,4	-4,1%	18,6	69,8
Erdgas (Future, USD/MMBtu)	2,9	4,0	-27,0%	-20,0	44,5	Kakao (USD/t)	6.959	8.007	-13,1%	-40,4	178,2
Kohle (ARA Future, USD/t)	92,8	97,6	-4,9%	-18,6	-3,1	Mais (USc/bu)	425,0	4613	-7,9%	-7,3	-2,7
Edelmetalle (Spot)											
Gold (USD/Unze)	3.753	3.017	24,4%	43,0	27,2	Orangensaftkonzentrat (USc/lb)	242,4	2719	-10,9%	-513	55,4
Silber (USD/Unze)	45,1	33,4	35,1%	56,1	215	Sojabohnen (USc/bu)	1012	1002	10%	14	-22,8
Platin (USD/Unze)	1.537	982	56,6%	69,4	-8,5	Weizen (USc/bu)	525,3	546,0	-3,8%	-4,8	-12,2
Palladium (USD/Unze)	1239,5	962,0	28,8%	35,8	-17,1	Zucker (USc/lb)	15,8	19,3	-18,4%	-18,1	-6,4
Industriemetalle											
S&P GSCI Industr. Metals Sp.	478,9	4713	16%	9,3	3,6	Massengüter					
CO ₂ Emissionszertifikat EU	75,1	68,9	9,0%	4,9	-8,3	Eisenerz (CH 62 FE Index, USD/t)	106,8	102,3	4,4%	18	-24,0
						Frachtraten					
						Baltic Dry Index (Punkte)	2.266,0	1652,0	37,2%	127,3	-52,4

Quelle: Bloomberg, Daten zum 26.09.2025

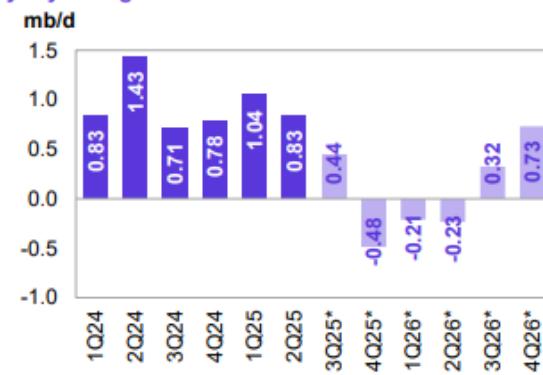
Die **Rohstoffpreise** wurden im laufenden Jahr stark von instabiler Handels- und Geopolitik beeinflusst, wodurch die Nachfrage volatil blieb. Zu Jahresbeginn kam es aufgrund zollbedingter Vorzieheeffekte zwar zu deutlichen Bedarfssteigerungen, doch insgesamt verhindern schwaches globales Wachstum und Überkapazitäten nennenswerte Preisauftriebe. Eine moderate Erholung der Industrieproduktion stützt die Notierungen kurzfristig, während die Gefahr einer US-Rezession zusätzlichen Preisdruck bringen könnte. Im Gegensatz dazu profitieren Edelmetalle von der Nachfrage nach sicheren Anlagen sowie von der Dollarabwertung.

Die weltweite **Ölnachfrage** steigt laut OPEC Monatsbericht September 2025 um 1,3 mbd auf 105,1 mbd, getrieben von China, Indien und dem übrigen Asien, während die Förderung außerhalb der OPEC+ um 0,8 mbd zunimmt. Das Kartell der ölexportierenden Staaten hat dieses Jahr seine Produktionsquoten wiederholt gesteigert, schätzt das sein Angebot für das zweite Halbjahr 2025 und das erste Quartal 2026 aber wieder schwächer ein, was im sich abschwächenden Abwärtstrend des Ölpreises auch erkennbar ist. Für Kunden aus dem Euroraum hat sich Öl aufgrund der USD-Abwertung aber weiter verbilligt.

Graph 2: World oil demand growth in 2025–2026*

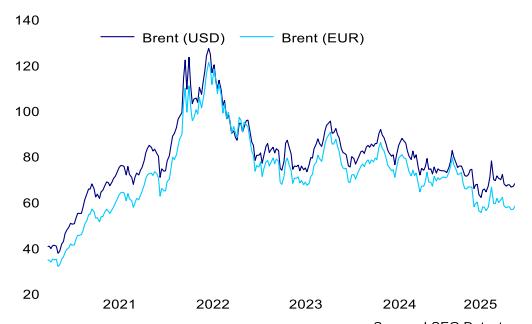


Graph 5 - 3: OECD quarterly liquids production, y-o-y changes

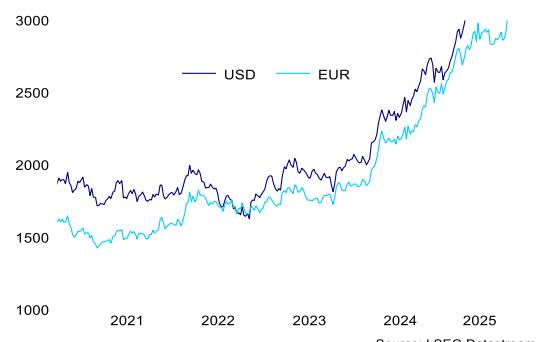


Die US-Gasvorräte bewegen sich leicht unter Vorjahr, aber über dem Schnitt, während steigende LNG-Exporte und volle Speicher in Europa für stabile Versorgung sorgen; beim **Erdgas** notiert der US-Spotpreis Henry Hub bei 2,8 USD/MMBtu, während der europäische THE-Frontmonat um 35 EUR/MWh erwartet wird. Der **Kohlepreis** liegt zuletzt bei 92,9 USD/t und damit rund 18,5 % niedriger als zu Jahresbeginn, was die Belastung durch Überkapazitäten, Energiewende und schwache Nachfrage widerspiegelt. **Edelmetalle** profitieren von Unsicherheit: **Gold** liegt seit Jahresbeginn bereits mehr als 40% im Plus und dürfte bis Jahresende um 3.500 USD/Unze notieren, während Silber, das auch als Rohstoff für Elektronik und Photovoltaik gefragt ist, auf dem höchsten Wert seit 2011 notiert, Platin sowie Palladium jedoch durch die schwache Industrie- und Autonachfrage gebremst bleiben.

Ölpreis (Brent) in den letzten fünf Jahren



Goldpreis in den letzten fünf Jahren



Industriemetalle entwickelten sich uneinheitlich: Kupfer profitiert vom Elektrifizierungstrend und wird bei rund 9.800 USD/t erwartet, Zink bei 2.800 und Blei bei 1.900 USD/t, Nickel stabilisiert sich nahe 16.000 USD/t, und Aluminium kletterte infolge US-Zöllen über 2.600 USD/t - insgesamt verhindert das gute Angebot größere Preissprünge. Der **Baltic Dry Index**, ein viel beachteter Frühindikator für den globalen Rohstoff- und Handelstransport, hat seit Jahresbeginn starke Schwankungen gezeigt, zuletzt aber eine ausgeprägte Aufwärtsbewegung: der Index sprang auf ca. 2.200 Punkte, was einem massiven Anstieg gegenüber den Tiefstständen des Jahres entspricht. Zudem wirken sich die jüngste Abwertung des US-Dollar und damit verbundene Wechselkurseffekte preisstützend auf viele Rohstoffe aus, da sie diese für Nachfrager außerhalb des Dollarraums günstiger machen.

Ausblick

Vor dem Hintergrund schwacher Konjunktur und US-Zollpolitik dürfte Brent bis Jahresende in einer Spanne um 70 USD/Barrel schwanken, während der Goldpreis von sinkenden USD-Zinsen, anhaltend hoher Unsicherheit und dem Handelskonflikt profitiert, der viele Zentralbanken in ihrer Politik bestärkt, den USD-Anteil ihrer Reservebestände zu reduzieren durch andere Währungen, aber vor allem auch Gold zu ersetzen.

	September 2025				Revisions vs June 2025		
	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Commodities:							
Oil price (USD/barrel)	81.2	69.7	65.1	65.1	4.5	3.7	1.4
Natural gas prices (EUR/MWh)	34.4	37.3	32.9	29.7	-1.8	-1.2	1.4
Wholesale electricity prices (EUR/MWh)	77.7	84.6	77.8	73.2	2.8	0.4	1.9

Quelle: ECB macroeconomic projections (September 2025)

Die EZB-Projektionen vom September 2025 beruhen auf technischen Annahmen auf Basis der Preise am Terminmarkt und deuten bis 2027 auf einen breiten Rückgang der Energiepreise hin. So könnte der Ölpreis von 81,2 USD je Barrel im Jahr 2024 auf rund 65 USD sinken, während die Erdgaspreise von 34,4 EUR/MWh auf knapp 30 EUR/MWh zurückgehen dürften. Auch die Großhandelsstrompreise würden nach einem Zwischenhoch 2025 allmählich nachgeben. Gegenüber den Annahmen vom Juni wären Öl- und Strompreise nach oben, Gaspreise dagegen für 2025/26 nach unten und für 2027 leicht nach oben revidiert worden.

Die Ölpreisrisiken erscheinen weitgehend symmetrisch: Geopolitische Faktoren wie zusätzliche Sanktionen gegen Russland und Iran oder eine Eskalation im Nahen Osten könnten zu Aufwärtsdruck führen, der jedoch durch mögliche Nachfrageschwächen oder höhere Fördermengen der OPEC+ ausgeglichen würde. Für Gaspreise deuten die Projektionen dagegen auf leichte Aufwärtsrisiken hin, bedingt durch Unsicherheiten am globalen Flüssiggasmarkt, die durch die starke Nachfrage in Asien und Zweifel an der Umsetzbarkeit des EU-Plans zum Ausstieg aus russischem Gas bis 2027 verstärkt werden könnten. Abwärtsrisiken ergäben sich hingegen, falls Fortschritte im Krieg gegen die Ukraine eine Lockerung der US-Sanktionen gegen russische LNG-Anlagen nach sich zögern. Insgesamt ließen die divergierenden Entwicklungen von Öl- und Gaspreisen gewisse Aufwärtsrisiken für die Inflation ab 2026 erwarten.

Autoren:

Volkswirtschaft, Zinsen, Währungen, Aktienmärkte Rohstoffe

Uta Pock
Alexander Lewis

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 VOLKS BANK WIEN AG.

Erscheinungsweise: drei Mal jährlich

VOLKSBANK WIEN AG – Research

+43(0)140137-4360; Dipl.-Vw. Uta Pock, lic.oec.int; Doris Schranz, MSc, CFA; Andreas Tone, MSc.; Alexander Lewis, BSc.