

Marktperspektiven erstes Quartal 2025

2024/2025: Aus dem Rekordjahr in freundlicheres Fahrwasser?

S. 2

Volkswirtschaft: Österreich schwächelt, Eurozone stabil, USA dynamisch

S. 3

Im dritten Quartal 2024 wuchs die US-Wirtschaft annualisiert um 2,8%, wobei Konsumausgaben, Exporte und Investitionen die treibenden Kräfte waren. Die Inflation stieg moderat auf 2,7%, und die Arbeitslosenquote verharrte bei 4,2%. In der Eurozone erhöhte sich das BIP um 0,4% zum Vorquartal, unterstützt durch private Konsumausgaben und eine Erholung der Investitionen, während die Inflationsrate im November bei 2,3% lag. Österreich bleibt in einer schwierigen wirtschaftlichen Phase: Das BIP sank im dritten Quartal um 0,6%, die Industrieproduktion war stark rückläufig, und der Außenhandel schwächelte. Positive Impulse kamen aus dem Dienstleistungssektor und ersten Stabilisierungstendenzen im Wohnbau. Die durchschnittliche Inflation 2024 betrug 2,9%, der Arbeitsmarkt blieb widerstandsfähig, obwohl die Industrie deutliche Beschäftigungsverluste verzeichnete. Während sich die USA und die Eurozone stabilisieren, steht Österreich weiterhin vor signifikanten strukturellen Herausforderungen.

Zinsen: EZB beschleunigt, Fed bremst bei der Lockerung

S. 8

Die Europäische Zentralbank ihren mittlerweile als Leitzins dienenden Einlagensatz bei beiden geldpolitischen Beschlüssen des vierten Quartals um jeweils 25 Basispunkte reduziert. Die Fed folgte jeweils einige Wochen bzw. im Dezember knapp eine Woche später mit der Senkung des Zielbands für die Fed Funds Rate um 25 Basispunkte auf 4,25% bis 4,50%. Die Entscheidung war aber recht knapp und die gleichzeitig publizierten Projektionen zeigen eine deutliche Verflachung des künftigen Senkungspfads, während die EZB ihr Tempo vorerst beibehalten dürfte. Die Renditen sind in Q4 gestiegen, wobei sich der USD/EUR-Spread deutlich ausweitete,

Währungen: US-Dollar als großer Wahlsieger

S. 12

Der Herbst war an den Währungsmärkten stark geprägt durch die US-Wahlen und die von Trump angekündigten Maßnahmen insbesondere in Bezug auf den Außenhandel. Alle der beobachteten Währungen werteten seit unserem letzten Bericht zum Dollar – teils deutlich – ab, der Dollar Index gegenüber einem Korb an Währungen kletterte indessen auf ein Zweijahreshoch. Schon vor dem neuen Regierungsbeginn profitiert der Dollar von den divergierenden Signalen der Notenbanken und von den vielen Unsicherheiten rund um die Zollpolitik. Für den Fall des brasilianischen Real auf ein Allzeittief waren aber vor allem auch innenpolitische Probleme verantwortlich.

Aktienmärkte: Einzeltitel- und Branchenauswahl werden wieder wichtiger

S. 15

An den internationalen Aktienbörsen kam es im vierten Quartal zu keiner durchgängigen Jahresendrallye, obwohl die US-Aktienindizes bis 18.12. noch einmal etwas zulegen konnten und zunächst von der Aussicht auf weniger Regulierung und mehr Protektionismus unter dem designierten neuen Präsidenten profitierten. Der „Trump Trade“ verlor dann aber an Schwung. Eine echte Stimmungsbelastung brachte schließlich die Fed mit dem verwässerten Lockerungsausblick.

Rohstoffe: Stabilisierte Ölpreise, abgeflachte Goldpreisrallye

S. 21

An den Rohstoffmärkten war die Preisentwicklung seit Ende September sehr unterschiedlich. Während sich die Ölpreise stabilisierten, nachdem die OPEC+ ihre Pläne für eine Produktionserhöhung mehrmals aufschob und die Goldpreisrallye nach einem Rückschlag abgeklungen ist, zogen die europäischen Gaspreise wieder stärker an und die internationalen Kakao- und Kaffeepreise schossen in die Höhe. Die möglichen Auswirkungen der neu ausgerichteten US-Politik unter Trump werden wohl auch an den Rohstoffmärkten verarbeitet, abseits von den Energiemärkten gab beispielsweise der Industriemetallindex von S&P GSCI nach.

Disclaimer und Impressum

S. 23

DIE NÄCHSTE AUSGABE DER MARKTPERSPEKTIVEN ERSCHEINT IM MÄRZ 2025

Jahresrückblick 2024 und Ausblick 2025

2024 war ein Jahr der mehr oder minder fragwürdigen Rekorde. Aus dem stärksten Inflationsrückgang seit dem 2. Weltkrieg kommend blieb die österreichische Volkswirtschaft gleichzeitig in ihrer längsten Rezession stecken. Wasserstände und Lufttemperaturen verzeichneten Rekorde. Gleichzeitig blieb die Beschäftigung in Österreich und den anderen Industrieländern gut. Die real verfügbaren Haushaltseinkommen verzeichneten einen starken Anstieg von voraussichtlich gut 3%. DAX, S&P500 und andere Aktienindizes erklimmen Rekordhochs, was dem ATX zwar nicht gelang, in der (rechentechnisch mit dem DAX vergleichbaren Total Return Variante) dann (auf bescheidenerem Niveau) aber doch schaffte. Der Goldpreis erreichte einen neuen Rekord. Die fallenden Zinsen – deren Rückgang langsamer vor sich ging als 2008/2009 – können dafür als gemeinsamer Nenner herangezogen werden, die Koinzidenz von Höchstkursen bei Risikoanlagen und sicheren Häfen ist dennoch bemerkenswert. Dahinter verbirgt sich die Geopolitik – einerseits in Gestalt einer bevorzugten Beimischung sicherer Anlagen zu den Wertpapierportfolien und andererseits in Form umgeschichteter Zentralbankreserven entlang geopolitischer Verwerfungen, um Sanktionen zu umgehen (Russland) bzw. in der Wirtschaftspolitik weniger abhängig vom US-Dollar zu sein und die Rolle der eigenen Währung als Verrechnungseinheit auszubauen (zB China).

Innerhalb der Eurozone haben sich Portugal, Spanien und zuletzt auch Griechenland fiskalisch nach oben gearbeitet, während sich die Daten in Frankreich – das zudem seit der vorgezogenen Neuwahl eine Regierung ohne parlamentarische Mehrheit hat – kontinuierlich verschlechtern. In der Weltwirtschaft verzeichnete Argentinien – auf noch immer prekärem Niveau – erste Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung und Haushaltskonsolidierung. Auch in der Türkei hat sich die Hyperinflation zurückgebildet. China kämpft derweil – bei aus europäischer Sicht beneidenswert hohen BIP-Wachstumsraten – gegen Deflationsgefahren, und gegen Jahresende geriet der brasilianische Real unter Druck. All das spielte sich bereits 2024 vor dem Hintergrund zunehmenden Protektionismus ab. Mit 61% berichteten in der Umfrage der deutschen Industrie- und Handelskammer so viele deutsche Unternehmen wie noch nie von zunehmenden Handelshemmnissen.

2025: Anfang des Jahres brodeln die globalen Krisenherde weiter. Die Aufrüstung im südchinesischen Meer setzt sich fort, ebenso der Ukraine Konflikt. Mit dem Präsidentenwechsel in den USA erwächst ein neuer Unsicherheitsfaktor. Die neue EU-Kommission nimmt ihre Arbeit auf, in Österreich gehen die Koalitionsverhandlungen in die Zielgerade und in Deutschland wird eine neue Regierung gewählt. Allen Unsicherheitsfaktoren zum Trotz zeichnet sich in Eurozone, Österreich und Deutschland ein allmählicher **gesamtwirtschaftlicher** Aufschwung ab, getragen von verbesserten realen Einkommen, nachgeholten Investitionen und mit niedrigeren Zinsen wieder auflebenden Bau- und Immobiliensektor. Das BIP-Wachstum dürfte in den USA robust bleiben und in China allmählich an Schwung gewinnen.

Bei den **Zinsen** setzt sich die geldpolitische Lockerung fort, verliert in den USA aber bereits mit dem Jahreswechsel und in der Eurozone ab dem zweiten Quartal aber an Schwung. Die Langfristrenditen sind im Spannungsfeld hohen staatlichen Finanzierungsbedarfs und fallender Geldmarktzinsen gefangen und sollten sich nur wenig verändern.

Am **Währungsmarkt** wird auch das neue Jahr von der Zinspolitik in den verschiedenen Ländern und insbesondere in den USA mitbestimmt werden. Die erwartete inflationäre Wirkung der avisierten Politik unter Trump könnten ein höheres Zinsniveau durch die Fed erfordern als noch vor wenigen Wochen gedacht, umgekehrt werden sich die Zölle vermutlich negativ auf die Wirtschaft in der Eurozone auswirken und eine lockere Geldpolitik erfordern. Schwellenländer könnten trotz der negativen wirtschaftlichen Effekte gezwungen sein, gegen Währungsabwertungen zum US-Dollar und Kapitalabflüsse anzukämpfen.

Die Luft für die **Aktienmärkte** ist dünner geworden, doch allein schon der nach unten gerichtete, wenn auch in den USA etwas gebremste Zinstrend dürfte im kommenden Jahr zu einer positiven Entwicklung beitragen. Diese sollte aber vor allem in den USA nicht an das Ausmaß der beiden Vorjahre heranreichen, während die europäischen noch etwas mehr Aufwärtspotenzial haben sollten.

Dem **Goldpreis** wird es sich angesichts der Zinssichten und der Dollar-Stärke voraussichtlich schwerer fallen, seine Steigerungen aus dem Jahr 2024 zu wiederholen, die vielen geopolitischen Unsicherheiten und der weiterhin sinkende Zinspfad sprechen aber gegen deutliche Rückgänge. Die **Ölmärkte** werden laut Prognosen gut bis (über-)versorgt sein, daher sind moderate Preisrückgänge möglich, vorausgesetzt die vielen geopolitischen Krisenherde ziehen keine großen Produktionsausfälle mit sich. Die US- und Vergeltungszölle haben das Potenzial, Handelsströme zu verändern und werden auch über den Einfluss auf die Weltkonjunktur die Rohstoffmärkte beeinflussen.

Volkswirtschaftliche Entwicklung

USA

Die US-Wirtschaft verzeichnete im dritten Quartal 2024 ein solides Wachstum, wobei das reale Bruttoinlandsprodukt annualisiert um 2,8% zunahm. Damit fiel die Wachstumsrate leicht geringer aus als im zweiten Quartal, in dem das BIP auf ein ganzes Jahr hochgerechnet um 3,0% stieg. Das Wachstum wurde vor allem durch höhere Konsumausgaben, steigende Exporte, Bundesausgaben sowie Investitionen außerhalb des Wohnbaus getragen. Diese positiven Impulse wurden durch einen Rückgang der privaten Lagerinvestitionen und einen verstärkten Rückgang der Wohnbauinvestitionen teilweise ausgeglichen. Der Lagerabbau trug im dritten Quartal merklich negativ zum Wachstum bei, nachdem der Lagerbestand im Vorquartal noch gestiegen war. In nominalen Werten wuchs das Bruttoinlandsprodukt um 4,7% auf 29,35 Billionen USD, ein Anstieg um 337,6 Mrd USD.

Die Inflationsentwicklung in den USA zog im November 2024 leicht an. Der Verbraucherpreisindex stieg um 0,3% im Vergleich zum Vormonat, nach vier Monaten mit jeweils 0,2% Zuwachs. Im Jahresvergleich erhöhte sich die Inflation auf 2,7%, leicht über dem Wert von 2,6% im Oktober. Der Kernindex, der Nahrungsmittel und Energie ausschließt, stieg ebenfalls um 0,3% und liegt im Jahresvergleich bei 3,3%. Wesentliche Treiber waren erneut die Wohnkosten, die monatlich um 0,3% zunahmen, sowie anhaltende Preissteigerungen bei gebrauchten Fahrzeugen und Haushaltsgegenständen. Die Energiepreise zeigten sich dagegen stabil, mit einem leichten Anstieg um 0,2%, während Lebensmittelpreise insgesamt um 0,4% zulegten.

Die Einkommens- und Konsumententwicklung in den USA zeigte im dritten Quartal 2024 ein solides Bild. Das persönliche Einkommen stieg annualisiert um 2,3% im Vergleich zum Vorquartal, während das verfügbare persönliche Einkommen (DPI) um 0,8% zunahm. Im Oktober 2024 erhöhte sich das persönliche Einkommen um 0,6% im Monatsvergleich, das DPI um 0,7% nominal und um 0,4% real. Die Konsumausgaben (PCE) wuchsen im dritten Quartal um 0,4% annualisiert, gestützt durch höhere Ausgaben für Dienstleistungen wie Gesundheitswesen und Wohnen. Im Oktober legten die Konsumausgaben um 0,4% nominal und 0,1% real zu. Die Sparquote fiel im dritten Quartal von 4,8% auf 4,3% und blieb im Oktober nahezu unverändert bei 4,4%. Der PCE-Preisindex stieg im dritten Quartal um 1,5% annualisiert, und der Kern-PCE (ohne Lebensmittel und Energie) nahm um 2,1% annualisiert zu. Im Oktober erhöhte sich der PCE-Index um 0,2% im Monatsvergleich und lag im Jahresvergleich 2,3% höher, während der Kern-PCE eine Steigerung von 0,3% im Monat und 2,8% im Jahresvergleich verzeichnete.

Die Lage am US-Arbeitsmarkt blieb im dritten Quartal 2024 stabil, begleitet von moderatem Beschäftigungswachstum. Die Zahl der Beschäftigten außerhalb der Landwirtschaft stieg im November um 227.000 Stellen, während der monatliche Durchschnitt der vergangenen zwölf Monate bei einem Plus von 186.000 Stellen lag. Die Arbeitslosenquote verharrte bei 4,2%, gegenüber 3,7% im Vorjahr. Die Zahl der Langzeitarbeitslosen blieb bei 1,7 Mio, was 23,2% der Gesamtarbeitslosen entspricht. Das Beschäftigungswachstum konzentrierte sich auf das Gesundheitswesen (+54.000), die Freizeit- und Gastgewerbebranche (+53.000) sowie den öffentlichen Sektor (+33.000). In der Transportausrüstungsherstellung kam es zu einem Zuwachs von 32.000 Stellen durch die Rückkehr von Arbeitskräften nach Streiks. Im Einzelhandel gingen hingegen 28.000 Stellen verloren, vor allem bei allgemeinen Warenhäusern. Die durchschnittlichen Stundenlöhne stiegen im November um 0,4% gegenüber dem Vormonat auf 35,61 USD, was einem jährlichen Anstieg von 4,0% entspricht. Die durchschnittliche Arbeitszeit erhöhte sich um 0,1 Stunden auf 34,3 Stunden. Der Employment Cost Index stieg im dritten Quartal um 0,8% gegenüber dem Vorquartal und um 3,9% im Vergleich zum Vorjahr.

Der US-Immobilienmarkt zeigte im dritten Quartal 2024 Anzeichen von Schwäche. Der FHFA House Price Index stieg gegenüber dem Vorjahr um 4,3% und legte im Quartalsvergleich um 0,7% zu. Regional entfiel das stärkste Wachstum in Hawaii (+10,4%) und Delaware (+8,5%), während Washington D.C. (-3,1%) Preisrückgänge verzeichnete. Die Verkäufe neuer Einfamilienhäuser sanken im Oktober um 17,3% auf eine annualisierte Rate von 610.000 Einheiten. Die hohen Hypothekenzinsen von durchschnittlich 6,43% belasteten die Nachfrage weiter. Das Angebot neuer Häuser stieg um 8,8% auf 481.000 Einheiten, während der mittlere Verkaufspreis um 2,5% auf 437.300 USD zulegte. Auch die Wohnbauaktivität schwächte sich ab: Die Gesamtzahl der Baubeginne ging im Oktober um 3,1% zurück. Während die Einfamilienhaus-Baubeginne um 6,9% fielen, legte der Mehrfamiliensektor um 9,6% zu.

Das US-Handelsdefizit für Waren und Dienstleistungen erreichte im dritten Quartal 2024 70,3 Mrd USD im Handel mit China, 44,6 Mrd USD mit Mexiko und 40,1 Mrd USD mit der EU. Weitere bedeutende Beiträge zum Defizit kamen von Vietnam (30,8 Mrd USD), Deutschland (22,9 Mrd USD) und Taiwan (22,8 Mrd USD). Gegenüber dem Vorquartal stieg das Defizit mit China um 10,0 Mrd USD, getrieben durch höhere Importe. Im Oktober 2024 ging das Gesamtdefizit deutlich zurück und lag bei 73,8 Mrd USD, ein Rückgang von 10,0 Mrd USD im Vergleich zum September. Dies ist vor allem auf einen Rückgang der Importe um 4,0% auf 339,6 Mrd USD zurückzuführen, während die Exporte um 1,6% auf 265,7 Mrd USD sanken. Rückläufige Einfuhren von Kapitalgütern wie Computern und Halbleitern sowie geringere Importe von Konsumgütern und Rohöl waren ausschlaggebend. Gleichzeitig stiegen die Exporte von Dienstleistungen, insbesondere im Bereich Reisen und Geschäftsdienstleistungen, um 1,0 Mrd USD. Der durchschnittliche Handelsbilanzsaldo der letzten drei Monate verbesserte sich leicht auf 76,1 Mrd USD, blieb jedoch im Jahresvergleich um 14,0 Mrd USD höher, was auf die anhaltend starke Importnachfrage zurückzuführen ist.

Ausblick: Die Fed erwartet 2024 ein reales BIP-Wachstum von 2,5%. Im Vergleich zur September-Projektion wurde das Wachstum für 2024 um 0,5 Prozentpunkte nach oben revidiert, was auf eine unerwartet robuste wirtschaftliche Dynamik zurückzuführen ist. Für 2025 wird ein moderateres Wachstum von 2,1% erwartet. Gleichzeitig bleibt die Arbeitslosenquote mit 4,2% stabil und zeigt eine leichte Verbesserung gegenüber der vorherigen Prognose (4,4%).

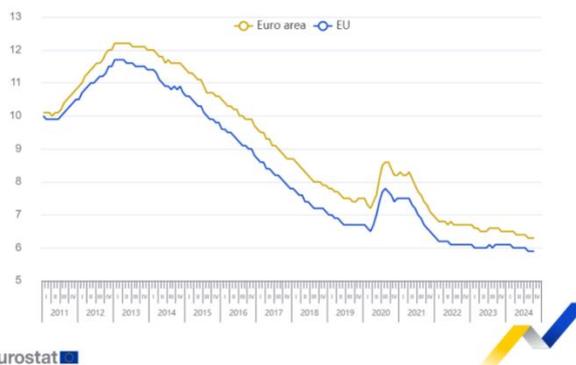
Die Inflationsrate, gemessen am PCE-Preisindex, wird für das 2024 bei 2,4% erwartet, während die Kerninflation (ohne Energie- und Lebensmittelpreise) bei 2,8% liegen soll. Dies deutet auf anhaltende Preissteigerungen im Dienstleistungssektor hin, die sich zwar abschwächen sollen, aber zur Aufwärtsrevision der Inflationserwartung an 2025 beigetragen haben. Die PCE Kernrate soll nächstes Jahr mit 2,5% sogar etwas höher sein als 2024 und 2026 mit 2,2% noch immer über dem Zentralbankziel liegen.

Eurozone

Im dritten Quartal 2024 wuchs das saisonbereinigte BIP der Eurozone um 0,4% gegenüber dem Vorquartal und um 0,9% im Vergleich zum Vorjahr. In der EU stieg das BIP ebenfalls um 0,4% gegenüber dem Vorquartal und um 1,0% im Jahresvergleich. Das Wachstum wurde vor allem durch die privaten Konsumausgaben (+0,7% in der Eurozone) und eine Erholung der Bruttoanlageinvestitionen (+2,0%) gestützt. Die Exporte gingen hingegen um 1,5% zurück, während die Importe leicht um 0,2% zulegten. Auf Länderebene verzeichnete Irland mit +3,5% das stärkste Wachstum, während Ungarn (-0,7%) den stärksten Rückgang meldete. Die Beschäftigung stieg in der Eurozone um 0,2% und blieb in der EU stabil. Im Vergleich zum Vorjahr erhöhte sich die Zahl der Beschäftigten um 1,0% in der Eurozone und um 0,7% in der EU.

Die jährliche Inflationsrate in der Eurozone stieg im November 2024 auf 2,2%, nachdem sie im Oktober noch bei 2,0% lag. Zu diesem Anstieg trugen insbesondere Dienstleistungen bei, die mit einer Jahresrate von 3,9% den größten Beitrag leisteten (nach 4,0% im Vormonat). Die Preise für Lebensmittel, Alkohol und Tabak stiegen um 2,7% (Oktober: 2,9%), während die Preise für nicht-energetische Industriegüter um 0,6% anzogen (Oktober: 0,5%). Der Rückgang der Energiepreise verlangsamte sich auf -2,0% (Oktober: -4,6%). In den Mitgliedstaaten zeigte sich ein uneinheitliches Bild: Die Inflationsrate in Deutschland lag stabil bei 2,4%, während sie in Spanien auf 2,4% (Oktober: 1,8%) anstieg. Ein kräftiger Anstieg wurde in den Niederlanden verzeichnet (3,8%, Oktober: 3,3%), während die Inflation in Frankreich bei 1,7% verharrte (Oktober: 1,6%). Rückläufige Preisentwicklungen gab es in Ländern wie Irland (0,5%) und Litauen (1,1%).

Im Oktober 2024 blieb die Industrieproduktion in der Eurozone unverändert, während sie in der EU um 0,3% zunahm. Im September waren Rückgänge von 1,5% bzw. 1,4% verzeichnet worden. Im Jahresvergleich sank die Produktion in der Eurozone um 1,2% und in der EU um 0,8%. Nach Branchen blieb die Produktion von Zwischenprodukten in der Eurozone stabil, während Energie um 1,9% zurückging, Kapitalgüter um 1,7% zulegten und langlebige sowie nicht langlebige Konsumgüter um 1,8% bzw. 2,3% sanken. In der EU zeigten sich ähnliche Trends mit einem Anstieg der Kapitalgüter (+1,7%) und Rückgängen bei Energie (-1,3%) und langlebigen Konsumgütern (-0,7%). Monatliche Spitzenreiter waren Irland (+5,7%), Dänemark (+5,4%) und Polen (+3,5%), während Litauen (-7,5%), Belgien (-6,2%) und Kroatien (-3,9%) die größten Verluste verzeichneten. Im Jahresvergleich gab es in der Eurozone Rückgänge bei Zwischenprodukten (-3,5%) und Kapitalgütern (-1,7%), während nicht langlebige Konsumgüter um 3,3% stiegen.

Unemployment rates
 seasonally adjusted series, %


eurostat

Quelle: Eurostat, Euro indicator 2. Dezember 2024

Bezüglich der Situation am Arbeitsmarkt zeigte sich im dritten Quartal 2024 ein leicht positiver Trend: Die Beschäftigungsquote der 20- bis 64-Jährigen in der Eurozone stieg auf 75,9%, während die Arbeitsmarktunterauslastung auf 10,9% zurückging. Die Arbeitslosenquote blieb im Oktober 2024 stabil bei 6,3%, jedoch erhöhte sich die Jugendarbeitslosigkeit leicht auf 15,0%. Die Arbeitskosten verzeichneten im gleichen Zeitraum einen Anstieg von 4,6% in der Eurozone, getrieben durch Lohnkosten (+4,4%) und nicht-lohnbezogene Kosten (+5,2%).

In der EU lag der Arbeitskostenanstieg bei 5,1%, mit besonders hohen Zuwächsen in Rumänien (+17,1%) und Kroatien (+15,1%). Gleichzeitig ging die Stellenangebotsrate auf 2,5% zurück, wobei der Dienstleistungssektor mit 2,7% weiterhin die höchste Nachfrage verzeichnete, gefolgt von Industrie und Bau mit 2,1%.

Im Außenhandel erzielte die Eurozone im Oktober 2024 einen Überschuss von 6,8 Mrd EUR im Warenhandel, was einen Rückgang gegenüber 9,4 Mrd EUR im Oktober 2023 darstellt. Die Exporte stiegen um 2,1% auf 254,0 Mrd EUR, während die Importe um 3,2% auf 247,2 Mrd EUR zunahmen. Im Zeitraum von Januar bis Oktober 2024 belief sich der Handelsüberschuss der Eurozone auf 143,3 Mrd EUR, ein deutlicher Anstieg gegenüber 22,7 Mrd EUR im Vorjahreszeitraum. Während die Exporte in diesem Zeitraum leicht um 0,5% zulegten, gingen die Importe um 4,6% zurück. Innerhalb der Eurozone sank der Handel um 3,1%. Ein ähnliches Bild zeigte sich in der EU, die im Oktober 2024 einen Überschuss von 3,9 Mrd EUR verzeichnete, verglichen mit 8,4 Mrd EUR im Vorjahr. Die Exporte stiegen um 0,9%, während die Importe um 3,0% zunahmen.

Ausblick: Laut den Dezember-Projektionen der EZB wird das BIP-Wachstum der Eurozone im Jahr 2025 bei 1,1% liegen, unterstützt durch anziehende Konsumausgaben und eine leichte Verbesserung der Exportbedingungen. Die Kerninflation (exkl. Energie und Nahrungsmittel) wird voraussichtlich von 2,9% im Jahr 2024 auf 2,3% im Jahr 2025 zurückgehen, da sich die indirekten Effekte vergangener Energiepreisschocks abschwächen und das geldpolitische Umfeld noch immer restriktiv ist. S&P Global prognostiziert ein moderates BIP-Wachstum von 1,2% für 2025, wobei Deutschland weiterhin hinter anderen Mitgliedstaaten zurückbleiben wird, während Spanien mit einem überdurchschnittlichen Wachstum hervorsticht. Die Arbeitslosenquote bleibt stabil bei 6,5%, ein historisch niedriges Niveau. Insgesamt wird 2025 ein Jahr moderater Erholung sein, in dem sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen stabilisieren und gleichzeitig Herausforderungen wie strukturelle Wettbewerbsprobleme und geopolitische Unsicherheiten bestehen bleiben. Zunehmende Investitionen, u.a. unterstützt durch EU-Mittel, sowie ein robustes Lohnwachstum könnten die Erholung weiter festigen.

Österreich

Die österreichische Wirtschaft befindet sich weiterhin in einer schwierigen Phase und zeigt klare Anzeichen einer anhaltenden Rezession. Laut Statistik Austria sank das reale Bruttoinlandsprodukt im dritten Quartal 2024 im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 0,6% und gegenüber dem zweiten Quartal saison- und kalenderbereinigt um 0,1%. Dies markiert das sechste Quartal in Folge mit rückläufiger Wirtschaftsleistung. Besonders betroffen bleibt die Industrie, deren Produktion im dritten Quartal um 3,7% zurückging – ein Rückgang, der auf die globale Konjunkturlaute sowie die enge wirtschaftliche Verflechtung mit Deutschland zurückzuführen ist. Auch der Handel (-1,5%) und die sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen (-2,5%) verzeichneten deutliche Rückgänge. Positive Impulse kamen hingegen aus dem Wohnungswesen und der öffentlichen Verwaltung, die jeweils ein Wachstum von 1,0% erzielten. Regionale Unterschiede spiegeln die sektorale Abhängigkeit wider: In Oberösterreich, einem industriell geprägten Bundesland, sank die Industrieproduktion im zweiten Quartal 2024 nominell um 9,4%, während Kärnten mit einem Rückgang von 7,7% besonders von der Schwäche in der Elektronikbranche betroffen war. Salzburg hingegen profitierte von einem Wachstum in der Getränkeherstellung und verzeichnete einen Anstieg der Industrieproduktion um 4,8%. Wien stach sowohl im Tourismus – mit einem Zuwachs von 7,8% bei den Nächtigungen – als auch bei der

wirtschaftlichen Stabilität hervor, mit einem leicht positiven BIP-Wachstum von +0,3% im ersten Halbjahr 2024. Im Vergleich dazu waren Oberösterreich (-3,8%) und Kärnten (-3,4%) stärker von den rückläufigen Entwicklungen in der Industrie betroffen.

Bereits im dritten Quartal 2024 zeigte sich ein moderater Inflationsverlauf, mit einer Rate von 1,8% im September, was die Stabilisierung der Preisentwicklung unterstreicht. Auch im Oktober lag die Teuerung bei 1,8%, gefolgt von einem minimalen Anstieg auf 1,9% im November. Der verbesserte Inflation ist vor allem auf die gesunkenen Energiepreise zurückzuführen, wobei Haushaltsenergie (-11,8%) und Treibstoffe (-8,2%) den stärksten dämpfenden Einfluss hatten. Im Gegensatz dazu blieben Dienstleistungen wie Gastronomie (+6,0%) und Mieten (+4,7%) die Haupttreiber der Teuerung. Auch Nahrungsmittelpreise stiegen im November um 2,1%, was unterhalb der Gesamtinflation lag, wobei besonders Gemüse (-1,4%) und Fleisch (+1,2%) preisdämpfend wirkten. Gleichzeitig zeigten alkoholfreie Getränke (+7,6%) und einzelne Kategorien wie Öle und Fette (+12,2%) deutliche Preissteigerungen. Die Entwicklung der Inflation zeigt somit ein differenziertes Bild, geprägt von einer Entspannung bei den Energiepreisen und stabil bleibenden, aber erhöhten Preisen im Dienstleistungssektor.

Im dritten Quartal 2024 setzte sich die Schwäche im österreichischen Außenhandel fort. Im September sanken die Exporte um 2,9% auf 15,99 Mrd EUR, während die Importe um 8,0% auf 15,38 Mrd EUR zurückgingen. Daraus resultierte ein Handelsbilanzüberschuss von 609 Mio EUR. Besonders betroffen war der Export von Maschinen und Fahrzeugen (-7,9%), der wichtigsten Produktgruppe Österreichs, während chemische Erzeugnisse mit +12,6% einen positiven Beitrag leisteten. Bei den Importen gab es ebenfalls deutliche Rückgänge, vor allem bei Maschinen und Fahrzeugen (-12,9%) und bearbeiteten Waren (-5,4%). Auch die Einfuhr von Brennstoffen und Energie sank um 21,9%. Im Zeitraum Jänner bis September 2024 gingen die Exporte insgesamt um 4,1% und die Importe um 9,5% zurück. Der Handel mit Deutschland, Österreichs wichtigstem Partner, blieb schwach: Die Exporte sanken um 4,2%, die Importe um 8,0%.

Trotz der anhaltenden Rezession bleibt der österreichische Arbeitsmarkt stabil. Laut Statistik Austria lag die Arbeitslosenquote nach internationaler Definition (ILO) im dritten Quartal 2024 bei 5,1%, was nahezu unverändert gegenüber dem Vorjahr ist. Auch die Erwerbstätigenquote blieb mit 74,8% stabil, wobei sich deutliche Unterschiede zwischen den Sektoren zeigten. Der Dienstleistungssektor verzeichnete ein Beschäftigungswachstum von 2,1% bzw. 67.900 zusätzlichen Erwerbstätigen, während in Industrie und Gewerbe die Zahl der Erwerbstätigen um 4,6% oder 54.200 Personen zurückging, darunter 47.500 in der Warenherstellung. Positiv hervorzuheben ist der steigende Anteil älterer Erwerbstätiger: 59,6% der 55- bis 64-Jährigen waren im dritten Quartal 2024 erwerbstätig, ein Plus von 1,9 Prozentpunkten im Vergleich zum Vorjahr. Bei Frauen zwischen 60 und 64 Jahren stieg die Erwerbsbeteiligung um 3,4 Prozentpunkte auf 24,1%, was unter anderem auf das angehobene gesetzliche Pensionsantrittsalter zurückzuführen ist. Nach nationaler Definition lag die Arbeitslosenquote bei 6,5% (+0,6 Prozentpunkte), was Unterschiede in der Methodik widerspiegelt. Insgesamt zeigt sich der Arbeitsmarkt widerstandsfähig, auch wenn strukturelle Schwächen in Industrie und Gewerbe weiterhin deutlich erkennbar sind.

Laut der Dezemberprognose der OeNB gingen die Bruttoanlageinvestitionen im Jahr 2024 real um 2,8% zurück, wobei der stärkste Einbruch bei den Wohnbauinvestitionen mit einem Minus von 8,0% verzeichnet wurde. Hingegen konnten Investitionen in Forschung und Entwicklung mit einem Zuwachs von 2,5% einen positiven Beitrag leisten. Erste Stabilisierungstendenzen wurden im dritten Quartal sichtbar, unterstützt durch eine verbesserte Finanzierungssituation und erhöhte öffentliche Investitionen, die leicht um 0,6% zulegten. Im Tiefbau kam es zu einem minimalen Rückgang von 0,5%, während andere Investitionen wie Ausrüstungsinvestitionen um 4,4% sanken.

Der private Konsum entwickelte sich im Jahr 2024 weiterhin schwach und ging laut OeNB um 0,3% zurück. Dieser Rückgang ist vor allem auf die nach wie vor hohe Inflation, die 2024 durchschnittlich 2,9% betrug, sowie auf gestiegene Finanzierungskosten zurückzuführen. Trotz eines realen Einkommensanstiegs von 3,1% führten die gestiegenen Sparquoten, die sich im Durchschnitt auf 11,4% beliefen, zu einer weiteren Konsumzurückhaltung. Die Ausgaben für Dienstleistungen waren besonders betroffen, während der Konsum langlebiger Güter wie Möbel weiter rückläufig war.

Die österreichische Industrie stand 2024 weiterhin unter erheblichem Druck, insbesondere in energieintensiven Bereichen wie der Metall-, Papier-, Glas- und Keramikproduktion. Laut der WIFO-Mittelfristprognose ging die Sachgütererzeugung 2024 um 4,6% im Vergleich zum Vorjahr zurück. Besonders exportorientierte Branchen wie die Automobilzulieferindustrie waren betroffen, die unter der

schwachen Nachfrage aus Deutschland litt. Die Elektronikbranche verzeichnete ebenfalls deutliche Rückgänge, insbesondere in Kärnten, wo die regionale Produktion um 7,7% fiel. Laut der OeNB-Dezemberprognose betrug der Rückgang der Bauinvestitionen 2023 11,9%. Die Stimmung in der Bauwirtschaft blieb pessimistisch, da die Kreditvergabe weiterhin durch hohe Zinsen und strengere Regulierung gebremst wurde. Im Gegensatz dazu zeigte sich der Dienstleistungssektor widerstandsfähiger: Die IT-Branche sowie der Gesundheitssektor wiesen ein stabiles Beschäftigungswachstum auf. Der Tourismus war ein Lichtblick, mit einem Nächtigungszuwachs von 7,8% in Wien, während andere Regionen wie Niederösterreich und Kärnten Rückgänge von 1,8% bzw. 1,2% meldeten. Die konsumnahen Branchen zeigten eine gemischte Entwicklung, wobei Nahrungsmittel und pharmazeutische Produkte Wachstum verzeichneten, während die Bekleidungsindustrie weiterhin von schwacher Konsumneigung geprägt war.

Ausblick: Die österreichische Wirtschaft steht 2025 vor einer vorsichtigen Stabilisierung. Die Energieversorgung, ein wesentlicher Einflussfaktor, bleibt gesichert: Seit dem 16. November 2024 wird kein russisches Gas mehr bezogen, und der Transitvertrag für russisches Gas durch die Ukraine endet am 1. Januar 2025. Laut Austria Energy Agency sichern erhöhte Importe aus Deutschland und Italien die Versorgung, unterstützt durch Gasspeicher mit 84,2% Füllstand und strategischen Reserven von 20 TWh. Der Gasverbrauch liegt weiterhin rund 23% unter dem Durchschnitt der Jahre 2018 bis 2023, getrieben durch Effizienzmaßnahmen und den Ausbau erneuerbarer Energien. Langfristig wird der Gaspreis laut OeNB zwar moderat steigen, bleibt aber auf einem 2- bis 3-mal höheren Niveau als vor dem Ukraine-Krieg.

Die OeNB und das WIFO erwarten für 2025 ein BIP-Wachstum von knapp 1,0%, angetrieben von einer Erholung des privaten Konsums und stabilisierten Investitionen. Die HVPI-Inflation soll laut OeNB-Prognose von 2,9% im Jahr 2024 auf 2,4% im Jahr 2025 sinken, was die Kaufkraft der Haushalte stärken könnte. Trotzdem bleiben strukturelle Herausforderungen bestehen: Die Industrieproduktion bleibt voraussichtlich schwach, insbesondere in energieintensiven Bereichen wie Metallerzeugung und Glas. Dagegen könnten High-Tech-Industrien wie die pharmazeutische Herstellung und einige exportstarke Sektoren positive Impulse liefern.

Inflation

| | | | | | Revision zu September 2024 | | |
|--------------------------------------|----------------------------|------|------|------|-------------------------------|------|------|
| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2024 | 2025 | 2026 |
| | Veränderung zum Vorjahr in | | | | in Prozentpunkten | | |
| HVPI-Inflation | 2,9 | 2,4 | 2,2 | 2,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 |
| Nahrungsmittel insgesamt | 2,9 | 2,3 | 2,2 | 2,1 | 0,0 | -0,3 | 0,2 |
| davon unverarbeitete Nahrungsmittel | 0,7 | 1,9 | x | x | 0,5 | 0,6 | x |
| davon verarbeitete Nahrungsmittel | 3,3 | 2,4 | x | x | -0,1 | -0,5 | x |
| Industriegüter ohne Energie | 1,0 | 0,8 | x | x | 0,0 | 0,4 | x |
| Energie | -5,6 | -0,3 | -1,5 | 2,2 | 0,1 | 0,8 | -3,2 |
| Dienstleistungen | 5,7 | 3,7 | x | x | 0,0 | 0,0 | x |
| HVPI ohne Energie | 3,7 | 2,6 | 2,5 | 2,0 | 0,0 | 0,0 | 0,3 |
| HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel | 3,9 | 2,7 | 2,6 | 2,0 | 0,0 | 0,1 | 0,4 |

Quelle: OeNB-Prognosen vom Dezember 2024 und September 2024.

Der Arbeitsmarkt zeigt sich robust, auch wenn die Arbeitslosenquote 2025 laut OeNB-Prognose auf 7,5% ansteigen könnte. Der Dienstleistungssektor, insbesondere IT und Gesundheitswesen, bleibt ein Stabilitätsfaktor. Positiv ist auch der anhaltende Anstieg der Erwerbsbeteiligung älterer Arbeitnehmer, die 2024 bereits 59,6% betrug. Allerdings bleibt die Lage in Industrie und Gewerbe angespannt, mit anhaltenden Beschäftigungsverlusten.

Zinsen: Geld- und Anleihenmärkte

Geldmarktzinsen Euro

EURIBOR

| | 18. Dez | 27.09.24 | 14.12.23 | +/- seit 27.9.24 | seit 14.12.2 |
|-----|---------|----------|----------|---------------------|-----------------|
| 1m | 2,80 | 3,37 | 3,85 | -0,57 | -1,06 |
| 3m | 2,84 | 3,33 | 3,92 | -0,49 | -1,08 |
| 6m | 2,64 | 3,15 | 3,91 | -0,52 | -1,27 |
| 12m | 2,47 | 2,77 | 3,64 | -0,30 | -1,17 |

Geldmarktzinsen anderer Währungen (%)

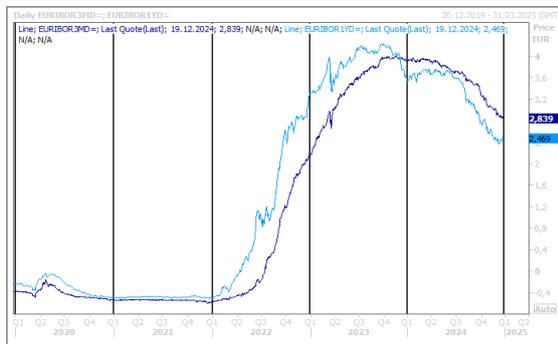
| | USD* | | | JPY* | | | CHF* | | |
|-----|----------|----------|----------|---------|----------|----------|---------|----------|----------|
| | 18.12.24 | 27.09.24 | 15.12.23 | 19. Dez | 30.09.24 | 15.12.23 | 18. Dez | 27.09.24 | 15.12.23 |
| 1m | 4,25 | 4,96 | 5,47 | 0,08 | 0,07 | -0,19 | 0,87 | 1,18 | 1,70 |
| 3m | 4,25 | 4,85 | 5,60 | 0,13 | 0,04 | -0,14 | 0,95 | 1,20 | 1,70 |
| 6m | 4,17 | 4,69 | 5,69 | 0,28 | 0,11 | -0,15 | 1,09 | 1,32 | 1,70 |
| 12m | 4,30 | 3,98 | 5,14 | 0,40 | 0,28 | -0,03 | 0,31 | 0,76 | 1,61 |

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

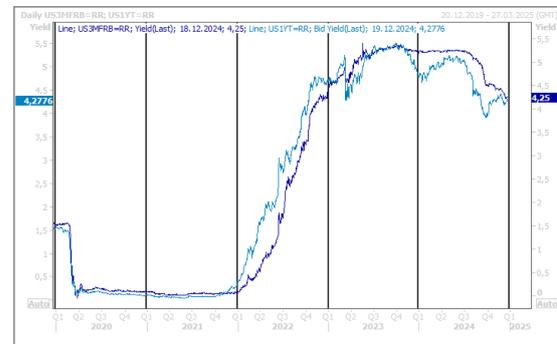
Die **Europäische Zentralbank** ihren mittlerweile als Leitzins dienenden Einlagensatz bei beiden geldpolitischen Beschlüssen des vierten Quartals um jeweils 25 Basispunkte reduziert. Die jüngste Senkung erfolgte am 12. Dezember. Seither beträgt der Einlagensatz 3,00%, der Hauptrefinanzierungssatz 3,15% und der Spitzenrefinanzierungssatz 3,40%. Die Geldmarktzinsen hatten die Schritte bereits vorweggenommen und preisen weitere Zinssenkungen ein. Dabei hat sich die Inversion der Geldmarktkurve im vierten Quartal aber etwas zurückgebildet. Ende September lag die Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-Euribor bei -60 Basispunkten, am 18. Dezember betrug sie nur mehr -33 Basispunkte.

Die **Fed** folgte jeweils einige Wochen bzw. im Dezember knapp eine Woche später mit der Senkung des Zielbands für die Fed Funds Rate um 25 Basispunkte auf 4,25% bis 4,50%. Die Entscheidung war aber knapper als es die meisten Marktbeobachter erwartet hätten. Zudem wiesen die gleichzeitig publizierten Projektionen (s.u.) auf eine künftige Verflachung des Senkungspfads. Dazu passend verläuft die Geldmarktkurve – gemessen an den unterjährigen Staatsanleihenrenditen – erstmals seit mehr als drei Jahren nicht mehr invers.

Euribor 3 und 12 Monate (%)



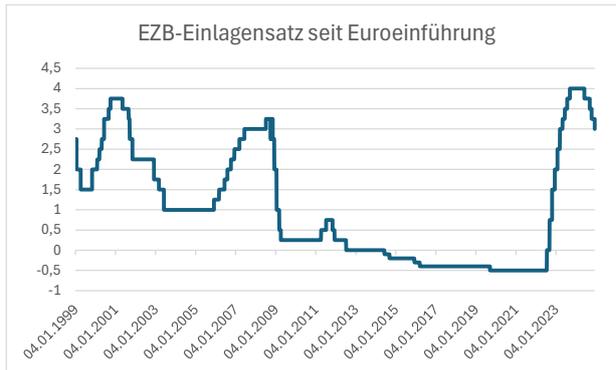
US Treasury Yields 3 und 12 Monate (%)



Anders als EZB und Fed, die in jedem Quartal zweimal über ihre Geldpolitik entscheiden, erfolgen die geldpolitischen Beschlüsse der **Schweizerischen Nationalbank** nur in den Monaten März, Juni, September und Dezember. Dennoch war es für viele Marktbeobachter etwas überraschend, dass auch die SNB ihren Leitzins um 50 Basispunkte reduziert hat. Der Leitzinssenkung von 1% auf 0,50% war ein deutlicher Inflationsrückgang auf 0,7% vorausgegangen. Zudem trägt der starke CHF dazu bei, dass die geldpolitischen Bedingungen auch auf dem neuen Zinsniveau nicht allzu restriktiv sind.

Ausblick: In der Eurozone ist die Inflationsrate im November wieder angestiegen, nachdem sie im September schon unter dem und im Oktober genau beim EZB-Ziel gelegen war. Das Kreditwachstum nahm in der Eurozone im Oktober weiter zu. Die ausstehenden Unternehmenskredite lagen um 1,2% (Österreich: 1,6%) über dem Vorjahreswert, die Kredite an private Haushalte wuchsen um immerhin 0,8% J/J, den höchsten Wert seit gut einem Jahr (Österreich: -1%). Auch das Geldmengenwachstum setzte sich mit 3,4% J/J verstärkt fort (Österreich: 3%).

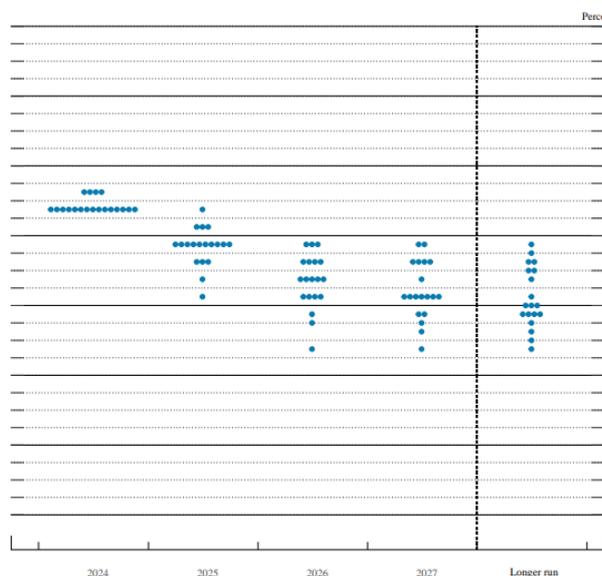
Sowohl die Monetärdaten als auch der Vergleich zwischen Geldmarktzinsen und Inflationsrate zeigen, dass die monetären Bedingungen in der Eurozone noch immer restriktiv sind, wie die EZB in der Pressekonferenz nach der letzten Zinssenkung auch einräumte. Den gegenwärtigen Zinssenkungen ist 2022/23 der bei weitem rascheste und stärkste Zinsanstieg seit Bestehen der EZB vorausgegangen.



Die **EZB** hat ihre makroökonomische Projektion nur wenig verändert, sieht die Prognoserisiken bei der Inflation mittlerweile aber ausgeglichener als bei den von Vorsicht in Bezug auf neuerliche Schübe geprägten früheren Kommentaren. Folgerichtig fehlt im Monetary Policy Statement vom 12. Dezember der bis dahin regelmäßig verwendete Hinweis, man wolle sicherstellen, dass die Inflation rasch zum Ziel zurückkehren und die Geldpolitik so lang wie nötig restriktiv halten. Anstelle eines „data dependend meeting-by-meeting approach to determining the appropriate level and duration of restriction“ wird dieser Ansatz nun ganz neutral zur Bestimmung des „appropriate monetary policy stance“ angeführt.

| Implizite Forward Rates (%) | 19.12.24 | 03/31/2025 | 12/31/2025 | 12/30/2026 | 12/31/2027 | 12/30/2028 | 12/31/2029 | 12/31/2030 |
|-----------------------------|----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| impl. Euribor 3m | 2,84 | 2,30 | 1,91 | 2,05 | 2,16 | 2,24 | 2,32 | 2,38 |

Obwohl die Zentralbank nun signalisiert, ihr Tempo bei den Lockerungen zunächst beibehalten zu wollen und zumindest im ersten Quartal wieder zwei 25-Basispunkte-Schritte zu planen, haben sich die in den Futurespreisen implizierten künftigen Geldmarktzinsen im Vergleich zum Stand von Ende September wieder erhöht, was teilweise auf die unten erläuterten neuen Projektionen der Fed zurückgehen dürfte. Nach in Summe minus 50 Basispunkten im ersten Quartal wären demnach nur mehr zwei oder maximal drei Schritte à 25 Basispunkte zu erwarten. Damit würde das Zinsniveau nur wenig unter die als neutral angesehenen 2% bis 2,5% fallen, die längerfristig auch wieder eingepreist sind. Hier reflektiert sich u.a. die Tatsache, dass die Inlandsinflation weiterhin hoch ist und die Knappheit qualifizierter Arbeitskräfte allein schon aus demografischen Gründen keine Rückkehr der extremen Niedriginflationsphase erwarten lassen. Diese war zudem geprägt von Globalisierung und internationalem Wettbewerb – zwei Faktoren, die sich in den letzten Jahren abgeschwächt haben und kaum Chancen auf rasche Fortschritte haben (eher im Gegenteil).



Die **US-Notenbank Fed** hat ihre BIP-Prognose für 2025 und vor allem die Inflationsprognose für 2026 erhöht, was sowohl die starke Inlandsnachfrage als auch die zu erwartenden Importzölle reflektiert. Dementsprechend haben sich auch die links im Fan Chart abgebildeten Vorstellungen der FOMC-Mitglieder über die künftig angemessenen Leitzinsen nach oben verschoben. Ende 2025 wird im Median nun ein mittleres Zielband der Fed Funds Rate von 3,9% erwartet. Dieser und auch der Wert für Ende 2025 ist 50 Basispunkte höher als noch im September. Mit den Leitzinsen verlangsamt sich auch der Abwärtstrend der Geldmarktzinsen. Die damit absehbar starke USD wiederum sorgt indirekt für lockerere monetäre Bedingungen und etwas höhere importierte Inflation in der Eurozone.

Staatsanleihen-Renditen in den USA, Japan und der Schweiz

| Kategorie | USA | | | | | JP | | | | | CH | | | | |
|-----------|---------|----------|----------|------------------|-------------------|---------|---------|----------|------------------|-------------------|---------|----------|----------|------------------|-------------------|
| | 19. Dez | 30.09.24 | 18.12.23 | +/- seit 30.9.24 | +/- seit 18.12.23 | 19. Dez | 30. Sep | 18.12.23 | +/- seit 30.9.24 | +/- seit 18.12.23 | 19. Dez | 30.09.24 | 18.12.23 | +/- seit 30.9.24 | +/- seit 18.12.23 |
| 15:32 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2y | 4,32 | 3,59 | 4,42 | 0,73 | -0,10 | 0,60 | 0,39 | 0,08 | 0,21 | 0,52 | 0,09 | 0,41 | 1,04 | -0,32 | -0,95 |
| 5y | 4,41 | 3,53 | 3,89 | 0,88 | 0,52 | 0,73 | 0,50 | 0,29 | 0,22 | 0,50 | 0,14 | 0,36 | 0,71 | -0,22 | -0,57 |
| 10y | 4,55 | 3,78 | 3,90 | 0,78 | 0,65 | 1,07 | 0,86 | 0,67 | 0,22 | 0,86 | 0,28 | 0,41 | 0,62 | -0,12 | -0,33 |
| 30y | 4,73 | 4,12 | 4,00 | 0,61 | 0,73 | 2,28 | 2,08 | 1,61 | 0,20 | 2,08 | 0,35 | 0,42 | 0,55 | -0,06 | -0,19 |

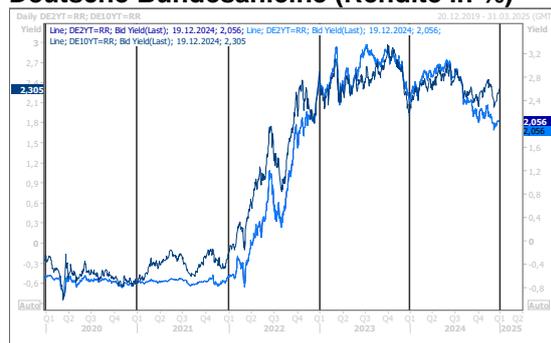
Euro-Staatsanleihen-Renditen, Swap-Kurve und Renditeaufschläge

| | | Rendite | | | | | | | IRS | Swap Spread | | | Spread über dt. Bund | | | | | |
|-------|---------|-----------|---------|----------|----------------|-------------------|---------|---------|---------|----------------|-----|----|----------------------|----|-----|-----|----|--|
| 15:30 | | 19. Dez | 30. Sep | 18.12.23 | +/- seit 30.9. | +/- seit 18.12.23 | 19. Dez | 19. Dez | 30. Sep | +/- seit 30.9. | AT | ES | IE | IT | GR | PT | | |
| 2y | Dt.Bund | 10.Dez.26 | 2,07 | 2,09 | 2,50 | -2 | -43 | 2,23 | 16 | 22 | -6 | 15 | 18 | 14 | 34 | 14 | 11 | |
| 5y | Dt.Bund | 11.Okt.29 | 2,14 | 1,97 | 2,00 | 16 | 14 | 2,24 | 11 | 27 | -16 | 32 | 43 | 13 | 70 | 34 | 9 | |
| 7y | Dt.Bund | 15.Nov.30 | 2,16 | 2,00 | 1,96 | 16 | 19 | 2,27 | 11 | 29 | -18 | 37 | 55 | 22 | 87 | 67 | 18 | |
| 10y | Dt.Bund | 15.Aug.34 | 2,32 | 2,16 | 2,02 | 16 | 30 | 2,31 | -1 | 22 | -23 | 41 | 69 | 28 | 117 | 86 | 48 | |
| 15y | Dt.Bund | 15.Mai.41 | 2,56 | 2,37 | 2,21 | 18 | 35 | 2,35 | -21 | 10 | -31 | 38 | 77 | 23 | 124 | 93 | 49 | |
| 30y | Dt.Bund | 15.Aug.48 | 2,52 | 2,50 | 2,21 | 2 | 31 | 2,10 | -42 | -20 | -22 | 52 | 112 | 30 | 163 | 132 | 86 | |

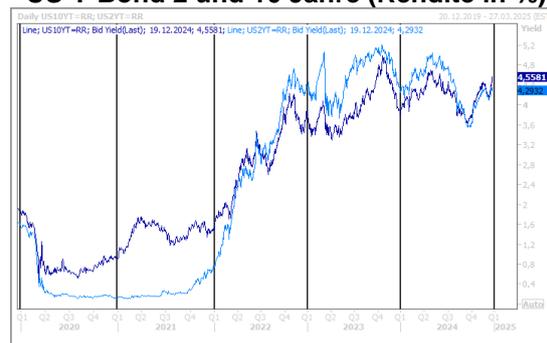
Spreads und Swap Spread Änderung in Basispunkten

Der wirtschaftlichen Dynamik und hartnäckigen Teuerung entsprechend sind die langfristigen Renditen in den USA im vierten Quartal gestiegen und die Renditekurve hat sich – bei seit Ende des Sommers normalem Verlauf – parallel nach oben verschoben. Mit dem Anstieg der Konkurrenzprodukte aus den USA stiegen auch die Renditen der mittel- und langfristigen europäischen Benchmarkanleihen wieder an, was wegen der Rolle als sicherer Hafen innerhalb der Eurozone bei den deutschen (und auch österreichischen, s.u.) Bundesanleihen aber nicht allzu ausgeprägt war, zumal auch die erwartete Inflation hier weiter gefallen ist. Letzteres zeigt sich sowohl in Umfragen wie der Household and Consumer Survey der EZB, die zuletzt eine Median-Erwartung von etwa 2% zeigte als auch in den nun schon sechs Quartale durchgehen beim Inflationsziel liegenden mittelfristigen Projektionen der EZB und am Inflation Swap Markt. Auf Sicht von zwei bis vier Jahren ist hier schon weit August eine Inflationsrate von zwischen 1,7 und 2% eingepreist (19.12.: 1,8%). Seit November bewegt sich auch die implizierte Inflationsrate auf Sicht von fünf bis zehn Jahren in der Nähe des Inflationsziels (19.12.: 2,05%).

Deutsche Bundesanleihe (Rendite in %)



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



Zur Stabilisierung der Staatsschuldenquoten erforderliche Primärbilanzsalden

| 19.12.2024 | Eurostaaten (Auszug) | | | | | | | | | | | | EWU | FX Transformationsländer | | | | FX Industrieländer | | |
|------------------------------------|----------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------------------|------|------|------|--------------------|------|------|
| | PT | IT | IE | GR | ES | SLO | BE | FR | NL | AT | DE | SK | | EZ | HU | CZ | PL | RO | UK | US |
| Staatsschulden % BIP [2024p]** | 94% | 137% | 42% | 159% | 102% | 67% | 105% | 112% | 44% | 79% | 63% | 59% | 88% | 74% | 43% | 56% | 56% | 102% | 121% | 251% |
| Ø Verzinsung neuer Emissionen* | 2,6 | 3,2 | 2,5 | 3,0 | 2,9 | 2,6 | 2,6 | 2,9 | 2,4 | 2,6 | 2,3 | 2,8 | 2,7 | 3,2 | 3,8 | 5,6 | 7,1 | 4,6 | 4,5 | 0,8 |
| Nom. Wachstum [Modellannahme] | 3,5 | 3,0 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 4,0 | 3,0 | 3,0 | 3,0 | 3,0 | 3,0 | 4,0 | 4,0 | 5,0 | 4,0 | 5,0 | 5,0 | 3,5 | 3,0 | 3,0 |
| Nominales Wachstum Ist Ø 2013-2022 | 2,4 | 2,0 | 10,3 | 1,4 | 3,1 | 4,3 | 3,8 | 2,5 | 4,3 | 3,7 | 3,3 | 4,7 | 3,2 | 6,7 | 5,3 | 6,6 | | 3,9 | 4,6 | 1,3 |
| Soll-Primärbilanz in % des BIP | -1,0 | 1,4 | -2,4 | 1,3 | -0,6 | -2,2 | -0,3 | 0,3 | -1,9 | -0,9 | -1,6 | -2,4 | -1,6 | -2,6 | -2,4 | -1,9 | -1,0 | 1,2 | 2,5 | -1,0 |
| Primärbilanz [2024p]** | 2,2 | -0,1 | 4,2 | 2,1 | -0,6 | -1,9 | -2,9 | -4,2 | -1,0 | -2,2 | -1,3 | -4,9 | -1,5 | -0,8 | -2,0 | -3,4 | -5,5 | -1,4 | -3,2 | -6,0 |
| Primärbilanz [2029p]** | 2,1 | 1,2 | 0,5 | 2,1 | -0,3 | -0,6 | -3,9 | -2,8 | -1,9 | -1,2 | 0,8 | -3,0 | -0,5 | 0,6 | -0,9 | -1,5 | -2,1 | -0,6 | -2,4 | -2,6 |
| Soll-Ist-Abweichung 2024 (% pkte) | 3,2 | -1,5 | 6,6 | 0,8 | 0,0 | 0,3 | -2,6 | -4,5 | 0,9 | -1,3 | 0,3 | -2,5 | 0,1 | 1,8 | 0,4 | -1,5 | -4,5 | -2,6 | -5,7 | -5,0 |
| Soll-Ist-Abweichung 2028 (% pkte) | 3,1 | -0,2 | 2,9 | 0,8 | 0,3 | 1,6 | -3,6 | -3,1 | 0,0 | -0,3 | 2,4 | -0,6 | 1,1 | 3,2 | 1,5 | 0,4 | -1,1 | -1,8 | -4,9 | -1,6 |

** IMF Fiscal Monitor November 2024

*Tagesaktueller Durchschnitt 2,5,10 und längster Lftz aus 15/20/30/; EZ = gewichteter Ø der nationalen Renditen

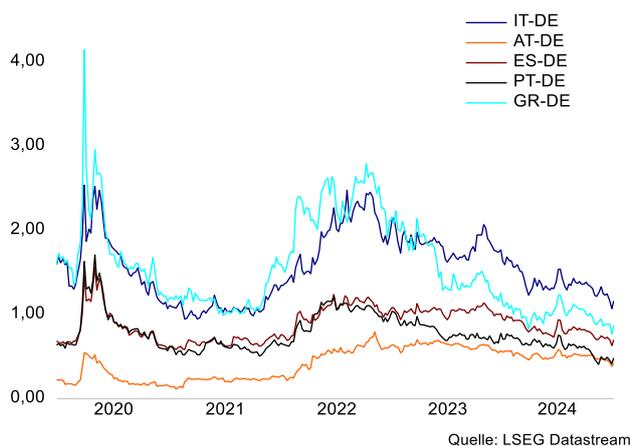
Quelle: Refinitiv, IMF, Berechnungen VB Research

Die ausgeweitete Renditedifferenz zwischen US T-Bonds und deutschen Bundesanleihen reflektiert nicht nur die Makrodaten, sondern auch die unterschiedliche Staatsverschuldung. Oben angeführt ist eine Modellrechnung zur staatlichen Finanzierung auf Basis der aktuellen Schuldenquote, der Durchschnittsverzinsung der ausstehenden Anleihen, eines angenommenen mittelfristig erreichbaren nominalen BIP-Wachstums (das als Annäherung für die Wachstumsrate der Staatseinnahmen dient), der aktuellen Differenz zwischen laufenden Staatseinnahmen und -ausgaben exkl. Schuldendienst (Primärbilanz) in % des Bruttoinlandsprodukts und der entsprechenden Prognose des IWF für 2029. Die Soll-Primärbilanz zeigt an, um wieviel BIP-Prozentpunkte die laufenden Einnahmen des Staates seine

Ausgaben überschreiten müssen, damit die Schuldenquote stabil bleibt, d.h. die ausstehenden Schulden refinanziert werden können. Je höher die Schulden, desto größer muss dieser Überschuss sein. Bei einer günstigen Konstellation aus halbwegs geringer Schuldenquote und niedrigen Renditen bleibt Spielraum für die Einnahmen überschreitende Ausgaben. Das ist in Österreich, insbesondere aber auch in Deutschland der Fall. Ganz anders in den USA: Obwohl mit dem BIP auch die Einnahmen des Staates stärker wachsen als in der Eurozone, ist bereits heute ein jährlicher Primärüberschuss notwendig, wenn die Schuldenquote nicht noch weiter steigt. Dass die Anleihemarktteilnehmer vor diesem Hintergrund mit Verkäufen reagieren, wenn Steuersenkungen angekündigt werden, ist wenig überraschend. Hinzu kommt im Fall der US-Renditen die Umschichtung von Zentralbankreserven, etwa in China, in Richtung Gold.

Aufschläge von Euro-Staatsanleihen

(10 Jahre; Basispunktedifferenz zu Deutschland)



Von den oben angeführten Euro-Ländern weisen derzeit Italien, Griechenland und Frankreich so hohe Staatsschulden auf, dass sie für deren Refinanzierung laufende Primärüberschüsse erwirtschaften müssten. Der Soll-Ist-Vergleich fällt in Griechenland günstig aus – was dazu beiträgt, dass der Aufschlag griechischer Staatsanleihen gegenüber den deutschen Benchmarks – ebenso wie jener der anderen „Peripheriestaaten“ – im vierten Quartal weiter gesunken ist. Trotz ausstehender Regierungsbildung und damit ebenso ausstehender konkreter Budgetpläne ist auch der 10-Jahres-Spread Österreichs in Q4 um zehn Basispunkte zurückgegangen. In Frankreich haben sich die Aufschläge hingegen erhöht.

Ausblick Anleihenmärkte:

Die Fed baut ihre Anleihenbestände aktiv ab und die EZB beendet mit dem Jahreswechsel auch die letzten Re-Investitionen, sodass ihre in APP und erworbenen Bestände PEPP mit dem Erreichen der Fälligkeit sukzessive abschmelzen. Zentralbanken von Schwellenländern wie die People's Bank of China halten USD- (und in geringerem Maße auch EUR-) Staatsanleihen als Devisenreserven, greifen, u.a. aufgrund geopolitischer Differenzen, aber zunehmend auf Gold zurück. Mit der Reduktion der Notenbank-Bilanzsummen wirkt die Geldpolitik auf das „lange Ende“ mehr oder minder weltweit etwas steigernd, während sie außerhalb Japans das „kurze Ende“ der Renditekurven eher drückt. Dies hat bereits zu einer Normalisierung der EUR- und USD-Renditestruktur beigetragen und sollte es auch weiter tun. Die Bewegung sollte vor allem vom kurzen Ende ausgehen.

Die in den Renditen eingepreiste Inflationserwartung ist in der Eurozone auf das Inflationsziel gesunken. Ein weiterer Rückgang ist nicht sehr wahrscheinlich, zumal mit den angekündigten Zöllen, der fortgesetzten weltwirtschaftlichen Fragmentierung und dem strukturellen Arbeitskräftemangel keine neue Niedrig-Inflationsphase zu erwarten ist. Die Energiewende und die wachsenden Verteidigungsausgaben halten den staatlichen Finanzierungsbedarf ebenso hoch wie Herausforderungen, denen sich die Sozialsysteme aufgrund der demografischen Prozesse gegenübersehen. In den USA ist zudem mit Steuersenkungen zu rechnen, die Wachstum (und Aktienmärkte) kurzfristig stimulieren, die Fiskaldaten aber weiter verschlechtern dürften. Wenn in Europa, wie erwartet, auch die privaten Investitionen etwas anziehen, wird die Konkurrenz um langfristige finanzielle Mittel wieder stärker.

Wir rechnen daher aus den Makrofaktoren heraus nicht mit einem nachhaltigen Rückgang der langfristigen Renditen, sodass sich als wahrscheinlichstes Szenario eine Seitwärtsentwicklung ergibt. Kurzfristig überwiegen in Europa die Abwärtsrisiken, während längerfristig die renditesteigernden Faktoren wieder mehr Gewicht bekommen dürften.

Währungen

| Land | Währung | Kurs vs. EUR | | | Performance vs. EUR | | Kurs vs. USD | | | Performance vs. USD | |
|-------------------|---------|--------------|--------|---------|---------------------|------------|--------------|--------|-------|---------------------|------------|
| | | 19.Dez | 30.Sep | 12/23 | seit 30.09.24 | seit 12/23 | 19.Dez | 30.Sep | 12/23 | seit 30.09.24 | seit 12/23 |
| USA | USD | 1,042 | 1,120 | 1,104 | 7,5% | 6,0% | | | | | |
| Japan | JPY | 164 | 160 | 155,7 | -2,4% | -4,8% | 157 | 143 | 141 | -9,2% | -10,2% |
| Schw eiz | CHF | 0,934 | 0,944 | 0,929 | 1,1% | -0,5% | 0,90 | 0,84 | 0,84 | -6,0% | -6,1% |
| Großbritannien | GBP | 0,82 | 0,84 | 0,867 | 1,5% | 5,4% | 0,79 | 0,75 | 0,79 | -5,6% | -0,6% |
| Norw egen | NOK | 11,78 | 11,76 | 11,224 | -0,2% | -4,8% | 11,31 | 10,51 | 10,17 | -7,1% | -10,1% |
| Schw eden | SEK | 11,49 | 11,29 | 11,138 | -1,8% | -3,1% | 11,03 | 10,08 | 10,07 | -8,6% | -8,7% |
| Polen | PLN | 4,26 | 4,28 | 4,343 | 0,4% | 1,9% | 4,09 | 3,82 | 3,94 | -6,6% | -3,9% |
| Russland | RUB | 107,4 | 104,7 | 100,215 | -2,6% | -6,7% | 103,06 | 93,52 | 89,5 | -9,3% | -13,2% |
| Rumänien | RON | 4,98 | 4,98 | 4,973 | 0,0% | -0,1% | 4,78 | 4,44 | 4,51 | -6,9% | -5,6% |
| Tschechische Rep. | CZK | 25,1 | 25,2 | 24,698 | 0,3% | -1,7% | 24,12 | 22,50 | 22,4 | -6,7% | -7,3% |
| Türkei | TRY | 36,65 | 38,30 | 32,544 | 4,5% | -11,2% | 35,07 | 34,18 | 29,53 | -2,6% | -15,8% |
| Ungarn | HUF | 415 | 398 | 383,4 | -4,1% | -7,6% | 398,21 | 355,16 | 347 | -10,8% | -12,8% |
| Kanada | CAD | 1,50 | 1,51 | 1,461 | 0,9% | -2,6% | 1,44 | 1,35 | 1,32 | -6,1% | -8,0% |
| Argentinien | ARS | 1070,7 | 1079,0 | 894,537 | 0,8% | -16,5% | 1022,19 | 966,50 | 808,5 | -5,4% | -20,9% |
| Brasilien | BRL | 6,52 | 6,07 | 5,357 | -7,0% | -17,9% | 6,29 | 5,43 | 4,86 | -13,6% | -22,8% |
| Indien | INR | 88,6 | 93,8 | 91,943 | 5,9% | 3,8% | 85,08 | 83,79 | 83,2 | -1,5% | -2,2% |
| China | CNY | 7,60 | 7,85 | 7,847 | 3,3% | 3,3% | 7,30 | 7,01 | 7,10 | -3,9% | -2,7% |

Quelle: Bloomberg

Der Herbst war an den Währungsmärkten stark geprägt durch die US-Wahlen und die von Trump angekündigten Maßnahmen insbesondere in Bezug auf den Außenhandel. Der Euro wertete seit dem letzten Bericht um über 7% zum US-Dollar ab. Einerseits wird mit den angedrohten Zolleinführungen (insb. in China) ein schwächeres Wachstum in der exportgetriebenen EU erwartet, das wiederum aggressivere Zinssenkungen durch die EZB zur Folge haben könnte. Andererseits wird der geplanten US-Politik eine inflationäre Wirkung zugeschrieben, die ein höheres Zinsniveau in den USA erfordern würde. Eine Rolle in der Euro-Schwäche spielte vermutlich auch die geopolitische Lage in und nahe von Europa, die wiederum Folgen für die Wirtschaft des Euroraums hat.

Nach seinem Wahlsieg warf Donald Trump mit Zollandrohungen um sich, gegenüber den BRICS-Staaten drohte er mit Zöllen in Höhe von 100%, sollten die Regierungen sich nicht dazu bereiterklären, ihre Pläne zur Schaffung einer US-Dollar-Alternative zu verwerfen. Wenige Tage zuvor hatte Trump für Importe aus Kanada und Mexiko Zölle in Höhe von 25% in Aussicht gestellt (und extra 10% auf chinesische Güter) und die beiden Nachbarländer beschuldigt, illegale Migration und Drogenhandel zu ermöglichen. Schwellenländer könnten nicht nur über die Auswirkungen der Zölle auf das Wirtschaftswachstum betroffen sein, ein stärkerer Dollar unter Trump – die geringere Exportnachfrage würde die Währungen der Schwellenländer schwächen - würde Emerging Market Anleihen unattraktiver machen und könnte weitere Kapitalabflüsse aus den Ländern mit sich ziehen. Bei höheren Zinsen in den USA wären Länder wie Mexiko, Brasilien und Indonesien dazu gezwungen, ihrerseits Zinsanhebungen durchzuführen, um Kapital zu akquirieren.¹

Der brasilianische Real ist auf ein Allzeittief gefallen und hat zum ersten Mal die Schwelle von 6 BRL/USD durchbrochen. Investoren zweifeln an der Fähigkeit der brasilianischen Regierung, mit dem angekündigten Sparpaket die Kontrolle über die öffentlichen Finanzen des Landes zu gewinnen. Seit dem Amtsantritt von Präsident Lula da Silva im vergangenen Jahr hat sich das Budgetdefizit in den 12 Monaten bis inklusive September auf 9,3% in etwa verdoppelt. Zwar dürfte die brasilianische Wirtschaft 2024 solide gewachsen sein und die Arbeitslosigkeit ist auf im historischen Vergleich niedrigem Niveau, es bestehen aber auch Sorgen um eine Überhitzung der Wirtschaft. Seit September hat die brasilianische Notenbank die Leitzinsen in mehreren Schritten wieder angehoben (auf 12,25%), obwohl die Verbraucherpreisinflation mit rund 4,9% deutlich darunter lag. Auch mit Devisenmarktinterventionen bemühte sich die Zentralbank um eine Stabilisierung der Währung. Nächstes Jahr wird der

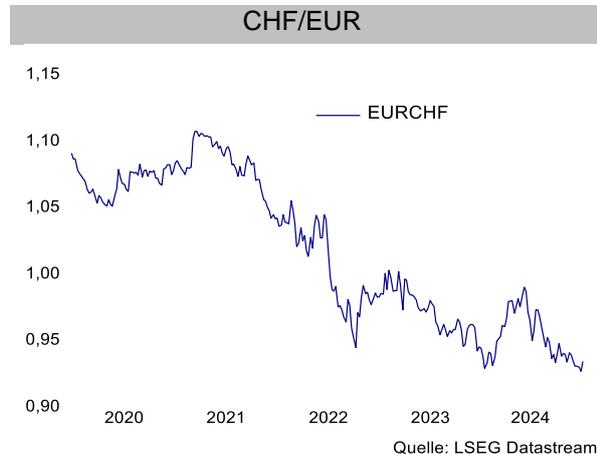
¹ Vgl. Financial Times: Trump threatens Brics nations with 100% tariffs if they undermine dollar [30.11.2024] und Financial Times: Strong dollar set to hit emerging market bonds, warn investors [23.11.2024]

Zentralbankrat und auch der Gouverneur aber zu einem großen Teil aus von Lula gewählten Mitgliedern bestehen.²

Auch der chinesische Yuan hat zum Dollar seit September abgewertet, mit rund 4% war die Abwertung aber moderater. Dahinter dürfte auch die Erwartung stehen, dass China bei Einführung der US-Zölle eine Abwertung des Yuan tolerieren wird, obwohl das Land üblicherweise einen stabilen Wechselkurs anstrebt. Während der ersten Präsidentschaft unter Trump hatte der Yuan zum Dollar 12% an Wert verloren. Eine schwächere Währung könnte dabei helfen, die von den Zöllen gebremsten Exporte anzukurbeln und eine Deflation zu vermeiden. Geldpolitisch hat die chinesische Regierung bereits angekündigt, im nächsten Jahr eine angemessen lockere Politik zu verfolgen. Zudem hat sie sich darauf geeinigt, das Budgetdefizit auf 4% des BIP und damit auf einen neuen Rekordwert ausweiten. Das BIP-Ziel von 5% wurde beibehalten. Die chinesische Wirtschaft wurde 2024 von der Immobilienkrise, einer hohen Verschuldung der Kommunen und einem schwachen privaten Konsum belastet, die Maßnahmen dürften darauf abzielen, einen Einbruch auch der Exporte zu verhindern.

Mehr als 9% verlor gegenüber Ende September zum US-Dollar der japanische Yen. Zwischenzeitlich trat mit über den Erwartungen liegenden Inflationszahlen eine Gegenbewegung ein, aktuell geht der Marktkonsens laut Reuters bei der nächsten Zinsentscheidung der Bank of Japan am 20. Dezember (nur wenige Stunden nach der Fed) aber von keiner Anhebung aus. Mit einer über dem BoJ-Zielwert liegenden Inflationsrate und moderatem Wachstum wären die Voraussetzungen für eine Anhebung zwar gegeben, Ökonomen gehen aber davon aus, dass die Bank noch weitere Informationen zur Lohnentwicklung und US-Politik abwartet.

Unter den osteuropäischen Ländern entwickelte sich der ungarische Forint vergleichsweise schwach. Ein Wechsel an der Spitze der Zentralbank, eine hartnäckige Inflation und eine technische Rezession stellt die Wirtschaftspolitik vor Herausforderungen. Am 17. Dezember entschied sich die ungarische Notenbank wie erwartet für unveränderte Leitzinsen, die Inflationsprognose für 2025 wurde aber deutlich angehoben (auf 3,3%-4,1%).



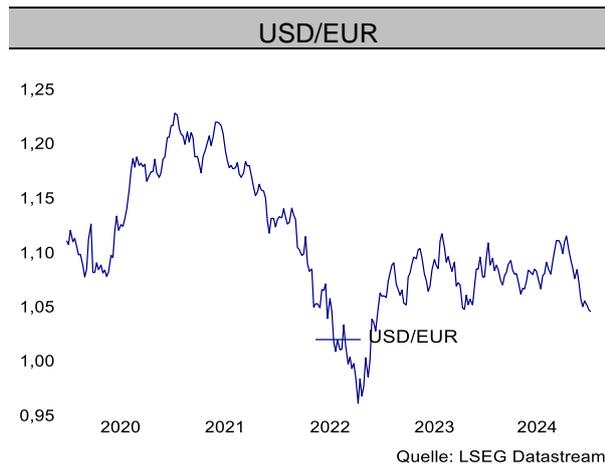
Trotz der unerwarteten SNB-Entscheidung am 12. Dezember, den Leitzins um 50 anstatt 25 Basispunkte zu senken, bleibt die Entwicklung des Franken zum Euro seit Ende September positiv. Eine vorsichtige Abwertungstendenz ließ sich in den auf die Zinsentscheidung folgenden Tagen aber erkennen. Die Frankenbewertung spielt neben der aktuell niedrigen Inflation eine entscheidende Rolle für die SNB. Auch Deviseninterventionen wurden als mögliche Maßnahme genannt, Zinssenkungen seien aber das Hauptinstrument, um einer Frankenaufwertung zu begegnen. Die Wahrscheinlichkeit für negative Zinsen sei laut Martin Schlegel (neuer Direktionspräsident der SNB) aber kleiner geworden. Die Inflationsprognose für das nächste Jahr senkte die Bank von zuvor 0,6% auf 0,3%, das Inflationszielband liegt bei 0-2%.

CHF-Ausblick

Die Zinsniveau-Differenz des Franken zum Euro ist trotz der erneuten SNB-Senkung aufgrund der Zinsschritte der EZB nicht weiter angewachsen. Die wiederholt niedrigere Inflationsprognose der SNB spricht für eine weitere Senkung im März, auch eine Reuters-Umfrage von Dezember unter Ökonomen kam mehrheitlich zu diesem Ergebnis. Danach geht die Mehrheit allerdings von unveränderten Zinsen bis zumindest 2026 aus. Da für die EZB mehr Zinsschritte im Raum stehen, könnte es für die SNB schwierig werden, die Frankenstärke allein durch Zinssenkungen unter Kontrolle zu behalten, zumal geopolitische Unsicherheiten zusätzlichen Aufwertungsdruck ausüben könnten. Wir gehen daher davon aus, dass die SNB früher oder später wieder verstärkt von Devisenkäufen Gebrauch machen wird, auch wenn sie diese aktuell nicht mehr in den Vordergrund stellt.

² Vgl. Financial Times: Brazilian real hits all-time low as investors doubt cost-savings plan [28.11.2024]

Die Kombination aus robuster Wirtschaft, anhaltenden Leistungsbilanzüberschüssen, niedriger Verschuldung und Preisstabilität spricht für einen starken Franken. Die Inflationsdifferenz trägt dazu bei, dass die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Wirtschaft selbst bei erneuter Aufwertung des CHF erhalten bleibt, und die qualitative Wettbewerbsfähigkeit steht ohnehin außer Frage. Inflationsbekämpfung via vergünstigter Importpreise erscheint nicht mehr notwendig, auch die geopolitischen Eskalationen sprechen gegen eine rasche Abwertung des Franken. Nach den US-Wahlen ist zwar ein Unsicherheitsfaktor weggefallen, die zweite Amtszeit Trumps bringt aber selbst eine Reihe an Unwägbarkeiten mit sich. Zum Euro sehen wir in der kurzen Frist weitere Ausschläge des Franken nach oben für möglich, mittelfristig halten wir aber an einer Seitwärtsentwicklung des CHF fest.



Der Auftrieb, den der US-Dollar nach den Wahlen erfahren hat, zeigt sich ganz klar in der oben angeführten Tabelle. Alle aufgelisteten Währungen haben seit September gegenüber dem Dollar – teils deutlich – abgewertet. Der Dollar Index gegenüber einem Korb an Währungen kletterte indessen auf ein Zweijahreshoch. Gestützt wurde der Dollarkurs durch die Erwartungen überschießende Inflations- und weiterhin niedrige Arbeitslosenzahlen. Am 18. Dezember folgte die Fed zwar dem Beispiel der EZB und senkte das Leitzinsband ein weiteres Mal um 25 Basispunkte, im Fokus stand allerdings die Aussicht für das kommende Jahr, für das nur noch zwei statt vier Zinssenkungen von den Währungshütern prognostiziert wurden.

USD-Ausblick

Die Zinsdifferenz zwischen den USA und der Eurozone bleibt bislang bestehen und könnte durch die politische Ausrichtung nach den US-Wahlen auch länger erhalten bleiben (bzw. sich auch ausweiten) als in unserem letzten Bericht erwartet. Laut den neuen Projektionen der Fed wird das Inflationsziel von 2% in den USA erst 2027 und damit später erreicht als in der Eurozone, hinsichtlich der Wirtschaftsentwicklung ist die Fed aber wesentlich optimistischer. Auch die großen Prognoseinstitute IWF und OECD gehen von einer dynamischeren Entwicklung in den USA aus und laufende US-Wirtschaftsdaten zeigen in dieselbe Richtung. Hinzu kommen Wettbewerbsvorteile aus der Energieautarkie sowie die trotz Diversifizierungsbemühungen in einigen Ländern nach wie vor bedeutende Rolle als Reservewährung und sicherer Hafen, was durch die geografische Entfernung der Ukraine und durch die im Vergleich zum Euro (und erst recht zu den BRICS) größere Homogenität des Währungsraums unterstrichen wird.

In der kurzen Frist besteht nach den US-Wahlen Potenzial für eine weitere Aufwertung. Bei höheren Zöllen sind inländische Güter für US-Konsumenten attraktiver, aufgrund fehlender Kapazitäten für eine Produktionsausweitung wird mit einem stärkeren Dollar auch die Importnachfrage wieder erhöht werden können. Das erwartete höhere Budgetdefizit und die inflationäre Wirkung der Zölle gehen mit der Erwartung eines höheren Zinsniveaus in den USA einher, während in der Eurozone mit weiteren Zinssenkungen gerechnet wird. Unabhängig davon profitiert der US-Dollar wie auch der Schweizer Franken von den vielen geopolitischen Unsicherheiten.

Mittelfristig könnten viele der zunächst kursstützenden Faktoren aber belastend wirken. Die Zollpolitik könnte einen Angebotsschock auslösen und sich negativ auf die US-Wirtschaft auswirken, auch das höhere Zinsniveau dürfte Investitionen mittelfristig hemmen und ein noch höheres Budgetdefizit wirkt langfristig belastend auf die Währung. Auf Sicht der nächsten Monate rechnen wir daher mit einer Seitwärtsbewegung des Dollars, mittelfristig gehen wir aber von einer Gegenentwicklung aus.

Aktienmärkte

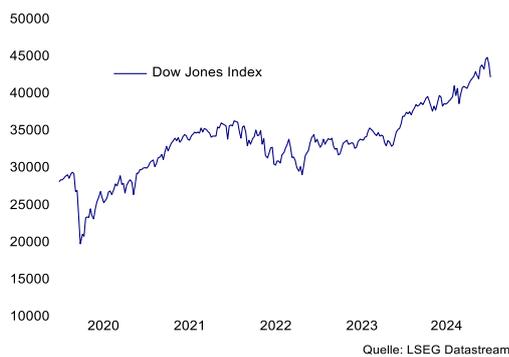
Veränderung der Aktienindizes

| | 18.12.2024 | | | | | 27.09.2024 | | | | | seit 27.09.24 | | | | | Währung |
|-------------------------|-------------|-------------|--------|------|------|-------------|-------------------------|----------|----------|-------|---------------|-------------|-------|------|--|---------|
| | Schlusskurs | Schlusskurs | % YTD | % 5J | | Schlusskurs | Schlusskurs | % YTD | % 5J | | Schlusskurs | Schlusskurs | % YTD | % 5J | | |
| Europa (N/W/S) | | | | | | | | | | | | | | | | |
| AEX (Amsterdam) | 892,66 | 917,43 | -2,70% | 12,4 | 46,0 | EUR | DJ Ind. (New York) | 42326,87 | 42313 | 0,0% | 12,3 | 49,2 | USD | | | |
| ASE (Athen) | 1455,67 | 1468,7 | -0,89% | 11,8 | 60,2 | EUR | NASDAQ Comp. (NY) | 19392,69 | 18119,59 | 7,0% | 29,2 | 118,2 | USD | | | |
| ATX (Wien) | 3602,14 | 3647,85 | -1,25% | 4,5 | 12,0 | EUR | S&P 500 (New York) | 5872,16 | 5738,17 | 2,3% | 23,1 | 83,2 | USD | | | |
| CAC 40 (Paris) | 7384,62 | 7791,79 | -5,23% | -3,0 | 22,5 | EUR | TSX (Toronto) | 24557 | 23956,82 | 2,5% | 17,2 | 43,9 | CAD | | | |
| DAX (Frankfurt) | 20242,57 | 19473,63 | 3,95% | 19,8 | 51,9 | EUR | Mexbol (Mexico C.) | 49968,44 | 52778,17 | -5,3% | -12,9 | 11,9 | MXN | | | |
| MDAX (Frankfurt) | 25847,51 | 27210,14 | -5,01% | -5,8 | -9,7 | EUR | Südamerika | | | | | | | | | |
| EURO STOXX 50 | 4957,28 | 5067,45 | -2,17% | 8,4 | 31,1 | EUR | Ibovespa (Sao Paulo) | 120771,9 | 132730,4 | -9,0% | -10,0 | 4,9 | BRL | | | |
| FTSE 100 (London) | 8199,11 | 8320,76 | -1,46% | 5,0 | 7,2 | GBP | IPSA (Santiago) | 6731,489 | 6530,731 | 3,1% | 8,6 | 41,6 | CLP | | | |
| FTSE MIB (Mailand) | 34400,99 | 34727,4 | -0,94% | 12,5 | 44,0 | EUR | Sonst. Regionen | | | | | | | | | |
| IBEX 35 (Madrid) | 11617,9 | 11967,9 | -2,92% | 13,4 | 19,1 | EUR | ASX 200 (Sydney) | 8309,37 | 8212,242 | 1,2% | 7,6 | 19,5 | AUD | | | |
| ISEQ (Dublin) | 9728,61 | 10107,15 | -3,75% | 10,7 | 35,6 | EUR | Hang Seng (Hong K.) | 2959,18 | 3038,2 | -2,6% | 14,8 | -22,1 | HKD | | | |
| OBX (Oslo) | 1316,92 | 1316,12 | 0,06% | 9,9 | 56,5 | NOK | Hang Seng China (HK) | 7180,79 | 7299,9 | -1,6% | 24,0 | -34,9 | HKD | | | |
| SMI (Zürich) | 11638,91 | 12234,05 | -4,86% | 3,1 | 8,5 | CHF | BIST 100 (Istanbul) | 9915,76 | 9777,46 | 1,4% | 32,3 | 793,3 | TRY | | | |
| EU-Wachstum | | | | | | | KOSPI (Seoul) | 2484,43 | 2649,78 | -6,2% | -8,3 | 10,9 | KRW | | | |
| tecdax (Frankfurt) | 3500,83 | 3412,97 | 2,57% | 5,1 | 15,5 | EUR | Nikkei 225 (Tokio) | 39081,71 | 39829,56 | -1,9% | 16,0 | 62,6 | JPY | | | |
| techMARK 100 (Lon.) | 6473,51 | 6842,91 | -5,40% | -2,7 | 8,8 | GBP | Shanghai Comp. (SH) | 3382,208 | 3087,529 | 9,5% | 13,3 | 11,7 | CNY | | | |
| Zentr./Osteuropa | | | | | | | BSE Sensex (Mumbai) | 80182,2 | 85571,85 | -6,3% | 9,7 | 90,1 | INR | | | |
| BUX (Budapest) | 79243,31 | 74510,83 | 6,35% | 30,5 | 72,2 | HUF | Straits Times (Singap.) | 3779,62 | 3573,36 | 5,8% | 16,0 | 17,2 | SGD | | | |
| PX (Prag) | 1754,2 | 1609,86 | 8,97% | 24,3 | 58,1 | CZK | Tadawul (Riad) | 11961,05 | 12271,77 | -2,5% | -0,4 | 43,3 | SAR | | | |
| WIG 20 (Warschau) | 2226,58 | 2382,95 | -6,56% | -5,2 | 4,1 | PLN | TAIEX (Taipei) | 23168,67 | 22822,79 | 1,5% | 27,9 | 90,8 | TWD | | | |
| | | | | | | | Top 40 (Johannesb.) | 77018,68 | 79510,6 | -3,1% | 7,9 | 48,3 | ZAR | | | |

Quelle: Bloomberg

An den internationalen Aktienbörsen kam es im vierten Quartal zu keiner durchgängigen Jahresendrallye, obwohl die US-Aktienindizes bis 18.12. noch einmal etwas zulegen konnten und zunächst von der Aussicht auf weniger Regulierung und mehr Protektionismus unter dem designierten neuen Präsidenten profitierten. Der „Trump Trade“ verlor dann aber an Schwung und bei den zuvor von den KI-Entwicklungen beflügelten Aktien kam es zu Gewinnmitnahmen und entsprechenden Kurskorrekturen. Eine echte Stimmungsbelastung brachte schließlich die Fed mit der im Zinsteil erläuterten knappen Entscheidung zur Leitzinsreduktion und den nach unten korrigierten eigenen Zinserwartungen. Abgesehen vom französischen CAC40, der seit der Neuwahl aus dem Sommer von der Instabilität und mangelnden Durchsetzungsfähigkeit der Regierung bei gleichzeitig hohem fiskalischen Konsolidierungsbedarf belastet wird, werden die europäischen Aktienindizes das Jahr aller Voraussicht nach mit Zuwächsen beenden, im vierten Quartal traten sie aber auf der Stelle.

Dow Jones Index



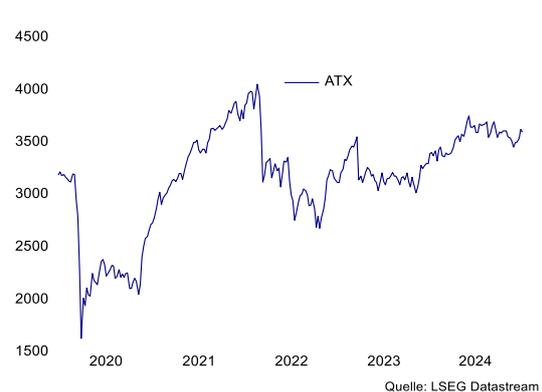
EuroSTOXX50



DAX



ATX



Im Gegensatz zu vielen Aktienindizes inklusive des DAX im konjunkturell derzeit kaum günstiger als Österreich verfassten Deutschland hat der ATX seinen bisherigen Höchststand von 4.982 Punkten aus dem Juli 2007 auch in diesem Jahr verfehlt. Die von der Wiener Börse bis 1991 rückgerechnete und unten abgebildeten Total Return Variante erreichte aber ein All-time High. Diese ist dem DAX – der die Re-Investition von Dividenden in den ausschüttenden Titel unterstellt, d.h. die Dividendenabschläge herausrechnet – ähnlicher als der ATX und die meisten anderen hier betrachteten Aktienindizes.



Der Unterschied zwischen reiner Preisentwicklung und Total Return war aufgrund der hohen durchschnittlichen Dividendenrendite der ATX-Aktien 2024 besonders ausgeprägt. Die Performance von 1.1. bis 18.12.2024 lag im ATX bei knapp 5% und im ATX TR bei gut 10,3%, d.h. etwa die Hälfte der DAX-Performance von rund 21%. Seit 1991 hat der ATX TR in Summe 852% zugelegt. Auch hier hat der DAX mit 1495% die Nase vorn, was auf einen dauerhaften Small Cap Abschlag, einen schwachen „Home Bias“ der Investoren und eine insgesamt geringe Aktieninvestorenbasis deutet.

Die vierteljährliche Überprüfung der ATX-Zusammensetzung erbrachte im 4. Quartal keine Änderungen der Indexzusammensetzung. Seit 2. Dezember notiert die S-Immo AG nach dem erfolgten Squeezeout der Minderheitsaktionäre nicht mehr an der Wiener Börse, sie ist aber indirekt durch ihren Hauptaktionär Immofinanz im ATX und I-ATX vertreten. Mit KTM hat die Insolvenzwelle indirekt auch die Börse erreicht. Der Aktienkurs der Muttergesellschaft Pierer Mobility hat sich von Mitte Oktober bis Mitte Dezember 2024 halbiert. Am 18.12. war der Kurs um 77% niedriger als am Ultimo 2023 und verzeichnete einen weiteren Rückgang, nachdem das Unternehmen bekanntgegeben hatte, Investoren für eine Barkapitalerhöhung zu suchen. Die seit Mitte November insolvente KTM AG war laut APA zuletzt für 95% des Umsatzes von Pierer Mobility verantwortlich.

Bei den im VB-Research beobachteten Aktien kam es in den vergangenen drei Monaten zu den folgenden skizzierten Entwicklungen bzw. Ergebnissen:

Die **Agrana Beteiligungs AG** beschloss im November ein Programm, das mit Neustrukturierungen und Prozessoptimierungen jährlich Kosten von 80 Mio. € bis 100 Mio. € einsparen und ab dem Geschäftsjahr 2027/28 voll wirksam werden soll. 5% des Maßnahmeneffekts sollen bereits im laufenden Geschäftsjahr 2024/25 gehoben werden. Zuvor hatte das Unternehmen in seinem Halbjahresbericht bekanntgegeben, dass es nach den positiven Preisanpassungen des Vorjahrs in H1 2024/25 in allen Segmenten zu Preisrückgängen gekommen sei, sodass der Umsatz mit 1.861,7 Mio EUR etwas unter dem Vorjahr lag. Deutlicher rückläufig war das EBIT, wobei ein Anstieg im Segment Frucht durch stärkere Rückgänge im Bereich Stärke und insbesondere Zucker mehr als kompensiert wurde. Der Ausblick auf das Gesamtjahr 2024/25 (1.3.2024 bis 28.2.2025) wurde zunächst noch beibehalten, am 11. November dann aber nach unten angepasst. Für den erwarteten Rückgang des EBIT um 10% bis 50% J/J wird u.a. auf sinkende Zuckerpreise, steigende Kosten der Rübenkampagne und die Hochwasserschäden am Stärke-Werk im niederösterreichischen Pischelsdorf verwiesen.

Der Umsatz der **Andritz AG** reduzierte sich in den ersten drei Quartalen 2024 um 3% J/J, wobei ein kräftiger Anstieg im Bereich Environment & Energy einen größeren Rückgang verhinderte. Das EBITDA und das von der Andritz AG ausgewiesene EBITA blieben relativ stabil und die Profitabilität konnte insgesamt weiter gesteigert werden (EBITA-Marge von 8,4% in Q1-3 24 gegenüber 8,2% in der Vergleichsperiode). Vergleichsweise hoch und im zweistelligen Bereich fielen die Margen in den Bereichen Pulp & Paper und Environment & Energy aus, am niedrigsten war die Marge wiederum in der Metals-Division, die mit einer geringeren Profitabilität bei Metals Forming (Schuler) aufgrund von Vorsorgen für Kapazitätsanpassungen zu kämpfen hatte. Eine positive Entwicklung verzeichnete der Service-Bereich. Noch größer als das Umsatzminus fiel der Rückgang bei den Auftragseingängen aus, der in den ersten neun Monaten knapp 12% niedriger war als in der Vorjahresperiode. Ähnlich wie bei den Erlösen konnte eine Steigerung nur bei Environment & Energy erreicht werden.

Der Umsatz der **AT&S AG** blieb im ersten Geschäftshalbjahr 2024/25 um 1,7% hinter dem Vorjahreswert zurück, das zweite Quartal war aber stärker als das erste und wies eine Steigerungsrate von 29% auf. Während in H1-2023/24 noch ein Gewinn von 48,5 Mio EUR erreicht wurde, war das Konzernergebnis in H1-2024/25 mit -62,7 Mio EUR klar negativ. Zur Fokussierung der Kräfte auf den

Ausbau in Österreich und Malaysia hat das Unternehmen seine Anteile an AT&S Korea verkauft, der Verkaufserlös von 405 Mio EUR fließt aber voraussichtlich erst im vierten Geschäftsquartal 2024/25 zu.

Die Erwartungen des Unternehmens an die Geschäftsentwicklung 2024/25 wurden mit den Halbjahresergebnissen nach unten angepasst. Exklusive Korea wird nun ein Umsatz von 1,5 bis 1,6 Mrd EUR statt bisher 1,6 bis 1,7 Mrd avisiert. Der Ausblick für einen Sprung auf 3 Mrd EUR im Geschäftsjahr 2026/27 wurde zu diesem Zeitpunkt noch bestätigt, am 17. Dezember nach Handelsschluss dann aber ebenfalls auf eine neue Bandbreite von 2,1 bis 2,4 Mrd EUR reduziert. Da sich zudem auch die erwartete EBITDA Marge verringerte, fiel der Rückgang beim erwarteten Gewinn noch schärfer aus. Bis 2026/27 sollten zwar die eigenen Produktionskapazitäten in Leoben fertig ausgebaut sowie das erste Werk in Kulim (Malaysia) in Betrieb sein, das Unternehmen rechnet aber mit einem anhaltend schwierigen Marktumfeld. Der Aktienkurs gab am 18.12. um 17% nach.

Die **CA Immo** hat ihre Mieterlöse und das Nettomietergebnis in den ersten drei Quartalen 2024 um jeweils 4% J/J gesteigert, der der regulären Dividende zu Grunde liegende FFO1 nahm um 5% J/J zu. Flächenreduktionen und Neubewertungen resultierten in einem Rückgang der Bilanzsumme um 9% J/J. Das negative Neubewertungsergebnis führte auch dazu, dass das Periodenergebnis von 61 Mio EUR in Q1-Q3 2023 auf -31 Mio EUR in Q1-Q3 2024 gefallen ist. Nach dem Berichtsstichtag wurde ein Green Bond in Höhe von 350 Mio EUR zur Refinanzierung von anstehenden Fälligkeiten bei Finanzverbindlichkeiten emittiert und ein neues Aktienrückkaufprogramm gestartet.

Die **Lenzing AG** hat ihren Umsatz in den ersten neun Monaten des Jahres um 5% J/J auf 1,958 Mrd EUR gesteigert. Auch das EBITDA nahm zu (+20,3% J/J). Dennoch rutschte das Periodenergebnis nach Steuern weiter in den negativen Bereich ab und belief sich auf -111 Mio EUR (Q1-Q3 2023: -96,7 Mio EUR). Während die Nachfrage am Fasermarkt im dritten Quartal stabil war und Lenzing die abgesetzten Mengen und Absatzpreise steigern konnte, blieb das Preisniveau hinter dem Vorjahresniveau zurück. Demgegenüber erwies sich der Aufwärtstrend der Kosten, etwa für Rohstoffe, Energie und Logistik, als hartnäckig.

Der Umsatz von **Mayr-Melnhof** ist in den ersten drei Quartalen 2024 um 4% hinter dem Vorjahreswert geblieben, das Betriebsergebnis verringerte sich um rund ein Drittel und der Periodenüberschuss ging um 42,7% zurück. Trotz Wartungsstillständen wurde die produzierte Menge bei Board&Papers gesteigert. Hier drückten niedrigere Absatzpreise sowie Kostenanstiege bei Altpapier, Holz und Personal auf das Ergebnis.

Das um Lagerhaltungsgewinne und -verluste aus der Energiepreisvolatilität bereinigte CCS (Current Cost of Supply) Ergebnis vor Sondereffekten der **OMV AG** erreichte im dritten Quartal 1,051 Mrd EUR, wobei Chemicals (135 Mio EUR) sowie Fuels&Feedstock etwas hinter dem Konsens zurückblieben, während der Energiebereich diesen trotz rückläufiger Preise übertraf (702 Mio EUR). Der beim operativen Ergebnis vor Sondereffekten größte Geschäftsbereich bleibt Energy, wo es sich in den ersten drei Quartalen auf 3,618 Mrd EUR summierte, gefolgt von Fuels&Feedstock und Chemicals. Während der Periodenüberschuss im dritten Quartal um 37% J/J zurückgegangen ist, summierte er sich in den ersten neun Monaten 2024 auf 1,647 Mrd EUR und verzeichnete damit eine Jahreswachstumsrate von +3%. Das Ergebnis je Aktie war mit 3,33 EUR wiederum um 13% geringer als im selben Zeitraum 2023. Am 11. Dezember gab das Unternehmen die sofortige Kündigung seines Liefervertrags mit Gazprom bekannt, nachdem es bereits seit 16.11. als Konsequenz eines Rechtsstreits keine Lieferungen mehr erhalten hatte (vgl. Ausblick Österreich im Kapitel Volkswirtschaft). Zudem wurde im Dezember der Verkauf des 50%-Anteils der OMV am malaysischen Ölonternehmen Sapura zu einem Gesamtverkaufspreis von 957 Mio USD bekanntgegeben, und in Wien begann die erste Bohrung für eine Tiefengeothermie-Anlage in einem Joint Venture mit Wien Energie.

Die **Österreichische Post AG** verzeichnete in den ersten drei Quartalen 2024 ein Umsatzwachstum von +13,6% auf 2.237,6 Mio EUR (+10,7% exklusive Paket Türkei). Das EBIT erhöhte sich um 10,7% J/J und behielt damit seine Wachstumsrate aus dem ersten Halbjahr auch im dritten Quartal bei. Die Bereiche Brief und Werbepost sowie Paket&Logistik trugen mit 115,2 Mio EUR sowie 64,7 Mio EUR positiv zum Betriebsergebnis von 130,8 Mio EUR bei, während im Bereich Retail&Bank ein leicht negatives EBIT von -7,4 Mio entstand, das vor allem mit hohen IT-Ausgaben begründet wurde. Während die Werbepost schwach blieb, profitierte das Briefgeschäft 2024 von gleich drei bundesweiten Wahlen (Arbeiterkammer, europäisches Parlament, Nationalrat) und den entsprechenden Benachrichtigungen sowie steigenden Briefwahlanteilen.

Die **Verbund AG** berichtete für die ersten drei Quartale 2024 einen deutlichen Rückgang ihrer finanziellen Ergebnisse. Das EBITDA reduzierte sich um 26,0% auf 2,62 Mrd EUR (Q1-Q3 2023: 3,54 Mrd EUR), während das Konzernergebnis um 30,0% auf 1,38 Mrd EUR fiel (Q1-Q3 2023: 1,98 Mrd EUR). Auch das bereinigte Konzernergebnis sank um 25,7% auf 1,48 Mrd EUR (Q1-Q3 2023: 2,00 Mrd EUR).

EUR). Hauptursachen für diese Rückgänge waren die stark gesunkenen Terminmarktpreise für Strom und die Auswirkungen regulatorischer Eingriffe. Trotz dieser Belastungen konnte die EBITDA-Marge auf 45,0% und die EBIT-Marge 34,3% erhöht werden (Q1–Q3 2023: 36,3% und 32,1%). Positiv entwickelte sich die produzierte Strommenge, die den Preisrückgang teilweise abmilderte.

Die **Vienna Insurance Group** steigerte in den ersten drei Quartalen 2024 ihre Prämieinnahmen um 8% auf 11,5 Mrd EUR. Das Vorsteuerergebnis nahm um 8,5% auf 666,5 Mio EUR zu. Das Unternehmen bestätigte seinen Ausblick auf das Gesamtjahresergebnis vor Steuern in einer Bandbreite von 825-875 Mio EUR.

Bei der **Voestalpine AG** hat sich der rückläufige Trend von Umsatz und Gewinn des Jahres 2023/24 in den beiden ersten Geschäftsquartalen 2024/25 fortgesetzt. Dabei waren die Umsatzerlöse, das EBITDA und das Periodenergebnis im zweiten Quartal geringer als im ersten, während die Beschäftigtenzahl etwas anstieg. In Europa war die Nachfrage verhalten und das Wachstum auf einige Nischen beschränkt. In den USA entwickelten sich vor allem die Bereiche Eisenbahninfrastruktur und Lagertechnik gut, in China stand der Investitionsgüterbereich im Vordergrund. Im ersten Halbjahr 2024/25 verzeichnete die Voestalpine einen Umsatz von gut acht Mrd EUR und verfehlte den Wert aus H1-2023/24 um 5,5%, wobei sowohl die Absatzmengen als auch das Preisniveau nachließen. Nachdem das Unternehmen für seine Investitionen in die Umstellung auf Greentec Steel Anfang Juli einen Kredit der Europäischen Investitionsbank (EIB) über 300 Mio EUR erhalten hat, emittierte es als erstes europäisches Stahlunternehmen am 3. Oktober 2024 einen Green Bond. Das Unternehmen hat am 14. Oktober seine EBITDA-Erwartung für das laufende Geschäftsjahr 2024/25 von bis dahin 1,7 Mrd auf 1,4 Mrd. Euro zurückgenommen. Für das zweite Geschäftshalbjahr bedeutet die Schätzung ein faktisch gleich hohes EBITDA wie in H1 und damit zunächst eine Stabilisierung, bevor mit verbesserter Konjunktur wieder an Wachstum zu denken ist. **chin**

ATX- und ausgewählte ATX Prime-Aktien und ihre Bewertung¹

| Name | Schlusskurs 18.12.24 | Kurs 27.09.2024 | % seit 27.09.24 | % YTD | % 12M | % 5J | ATX- Gewicht % | Divi- denden- rendite | Kurs/ Buch- wert hist. | Kurs/ Gewinn 2024e | Kurs/ Gewinn 2025e | EV/ EBITDA 2024e | EV/ EBITDA 2025e | Kurs/ Umsatz 2024e | Kurs/ Umsatz 2025e | Nächster Ergebnis- bericht | |
|-----------------------|-------------------------|--------------------|--------------------|-------|-------|-------|----------------------|-----------------------------|------------------------------|--------------------------|--------------------------|------------------------|------------------------|--------------------------|--------------------------|----------------------------------|------------|
| ERSTE GROUP BANK AG | 59,02 | 49,04 | 20% | 60,1 | 62,3 | 72,3 | 24,1 | 4,6 | 1,2 | 7,9 | 8,2 | | | 2,2 | 2,2 | 28.02.2025 | |
| OMV AG | 36,6 | 37,22 | -2% | -3,1 | -7,9 | -27,6 | 11,9 | 13,8 | 0,8 | 5,9 | 6,1 | 3,4 | 3,6 | 0,3 | 0,4 | 04.02.2025 | |
| VERBUND AG | 68,3 | 74,85 | -9% | -18,6 | -21,6 | 44,0 | 9,1 | 6,1 | 2,4 | 12,8 | 14,7 | 8,0 | 8,8 | 3,2 | 3,5 | 20.03.2025 | |
| BAWAG GROUP AG | 80,15 | 69,3 | 16% | 82,9 | 74,1 | 101,6 | 12,5 | 6,2 | 1,6 | 9,2 | 7,8 | | | 4,0 | 3,2 | 04.03.2025 | |
| ANDRITZ AG | 49 | 64,9 | -24% | -13,9 | -10,8 | 26,4 | 7,0 | 5,2 | 2,3 | 9,3 | 9,3 | 5,1 | 5,1 | 0,6 | 0,6 | 06.03.2025 | |
| VOESTALPINE AG | 18,13 | 23,44 | -23% | -37,0 | -37,8 | -28,1 | 4,5 | 3,9 | 0,4 | 9,7 | 7,2 | 3,8 | 3,5 | 0,2 | 0,2 | 12.02.2025 | |
| WIENERBERGER AG | 26,02 | 30,02 | -13% | -14,4 | -13,8 | 0,3 | 5,7 | 3,5 | 1,0 | 12,1 | 8,1 | 6,3 | 5,5 | 0,7 | 0,6 | 26.02.2025 | |
| RAIFFEISEN BANK INTER | 19,87 | 18,07 | 10% | 5,5 | 19,0 | -13,8 | 5,1 | 6,3 | 0,4 | 3,7 | 3,8 | | | 0,7 | 0,8 | 04.02.2025 | |
| EVN AG | 21,05 | 28,35 | -26% | -25,6 | -26,4 | 24,1 | 2,2 | 5,5 | 0,6 | 8,4 | 8,4 | 5,8 | 5,6 | 1,1 | 1,1 | 26.02.2025 | |
| CA IMMOBILIEN ANLAGE | 23 | 24,58 | -6% | -29,1 | -28,7 | -37,8 | 1,9 | 3,5 | 0,9 | 46,0 | 18,5 | 25,7 | 24,9 | 10,2 | 10,1 | 26.03.2025 | |
| MAYR-MELNHOF KARTOI | 68,5 | 91,2 | -25% | -44,4 | -43,0 | -41,3 | 1,4 | 2,1 | 0,7 | 14,1 | 8,8 | 6,5 | 5,3 | 0,3 | 0,3 | 18.03.2025 | |
| OESTERREICHISCHE POS | 28,4 | 30 | -5% | -13,1 | -11,8 | -16,1 | 1,9 | 6,3 | 2,9 | 12,2 | 13,5 | 5,5 | 5,5 | 0,6 | 0,6 | 07.03.2025 | |
| VIENNA INSURANCE GRK | 30,4 | 29,95 | 2% | 13,8 | 15,7 | 20,8 | 2,3 | 4,6 | 0,9 | 6,0 | 5,7 | | | 0,3 | 0,3 | 12.03.2025 | |
| UNIQA INSURANCE GRO | 7,75 | 7,48 | 4% | 3,1 | 5,2 | -14,8 | 1,9 | 7,4 | 0,8 | 7,1 | 6,5 | 6,7 | 6,3 | 0,5 | 0,5 | 13.03.2025 | |
| TELEKOM AUSTRIA AG | 7,79 | 8,73 | -11% | 0,9 | 3,2 | 26,6 | 2,0 | 4,7 | 1,1 | 8,3 | 7,5 | 3,8 | 3,6 | 1,0 | 0,9 | 11.02.2025 | |
| IMMOFINANZ AG | 15,08 | 18,44 | -18% | -27,9 | -24,7 | -36,6 | 1,3 | | 0,5 | 17,5 | 10,2 | 17,1 | 16,3 | 2,7 | 2,7 | 28.03.2025 | |
| DO & CO AG | 180 | 137 | 31% | 33,8 | 38,3 | 129,3 | 2,7 | | 5,8 | 18,9 | 16,5 | 8,9 | 8,0 | 0,9 | 0,8 | 12.02.2025 | |
| AUSTRIA TECHNOLOGIE | 10,68 | 20,2 | -47% | -57,6 | -56,8 | -43,2 | 0,6 | | 0,7 | | 28,6 | 8,4 | 4,6 | 0,3 | 0,2 | 04.02.2025 | |
| LENZING AG | 27,7 | 35,4 | -22% | -20,8 | -24,5 | -61,9 | 1,1 | | 1,5 | | | 9,8 | 8,0 | 0,4 | 0,4 | 14.03.2025 | |
| SCHOELLER-BLECKMANN | 29,1 | 29,25 | -1% | -34,7 | -32,0 | -43,9 | 0,6 | 6,9 | 1,0 | 8,3 | 7,5 | 4,9 | 4,6 | 0,8 | 0,8 | 20.03.2025 | |
| STRABAG SE-BR | 40,35 | 38,5 | 5% | -2,9 | 4,8 | 28,2 | | 5,5 | 1,1 | 7,8 | 7,7 | 2,7 | 2,6 | 0,3 | 0,3 | 28.04.2025 | |
| AGRANA BETEILIGUNGS | 10,9 | 11,15 | -2% | -23,4 | -22,9 | -42,4 | | 8,3 | 0,6 | 36,6 | 13,5 | 6,5 | 5,5 | 0,2 | 0,2 | 14.01.2025 | |
| FLUGHAFEN WIEN AG | 53,2 | 53 | 0% | 4,5 | 5,8 | 40,6 | | 2,5 | 3,0 | 22,4 | 21,5 | 10,7 | 10,5 | 4,3 | 4,1 | 03.03.2025 | |
| PORR AG | 17,64 | 13,76 | 28% | 35,6 | 33,1 | 17,4 | | 4,3 | 0,8 | 7,3 | 6,2 | 2,4 | 2,2 | 0,1 | 0,1 | 27.03.2025 | |
| SEMPERIT AG HOLDING | 12,02 | 11,66 | 3% | -15,0 | -16,9 | 7,1 | | 4,2 | 0,6 | 18,4 | 8,7 | 5,5 | 4,5 | 0,4 | 0,3 | 20.03.2025 | |
| PALFINGER AG | 19,36 | 21,9 | -12% | -23,6 | -22,5 | -31,2 | | 5,5 | 1,0 | 7,6 | 9,3 | 5,6 | 5,9 | 0,3 | 0,3 | 05.03.2025 | |
| FACC AG | 6,15 | 6,5 | -5% | 4,3 | 4,1 | -46,6 | | | 1,2 | 32,0 | 9,8 | 7,2 | 5,7 | 0,3 | 0,3 | 26.03.2025 | |
| RHI MAGNESITA NV | 38 | 41,1 | -8% | -4,0 | -4,5 | -15,6 | | 4,9 | | 7,5 | 6,8 | 5,8 | 5,3 | 0,5 | 0,5 | 28.02.2025 | |
| PIERER MOBILITY AG | 11,25 | 25,7 | -56% | -77,5 | -77,0 | -76,5 | | 4,5 | 0,5 | | | | | 7,0 | 0,2 | 0,2 | 29.01.2025 |

Quelle: Bloomberg

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

Wienerberger gelang es trotz mauer Baukonjunktur, seinen Umsatz in den ersten drei Quartalen 2024 um 3% J/J auf 3,39 Mrd EUR zu steigern. Die Nachfrage am Wohnneubaumarkt habe sich im Vereinigten Königreich und den CESEE-Ländern erholt, in den USA sei die Zunahme jedoch unter den Erwartungen geblieben und Westeuropa befinde sich in einer Bodenbildung. Das EBIT ging um 50%, das Periodenergebnis nach Steuern sogar um 85% J/J zurück.

DAX-Unternehmen und ihre Bewertung¹

| Name | Schlusskurs 18.12.24 | Kurs 27.09.2024 | seit 27.09.24 | % YTD | % 12M | % 5J | Divi- denden- rendite | Kurs/ Buchwert hist. | Kurs/ Gewinn 2024e | Kurs/ Gewinn 2025e | EV/ EBITDA 2024e | EV/ EBITDA 2025e | Kurs/ Umsatz 2024e | Kurs/ Umsatz 2025e | Nächster Ergebnis- bericht |
|------------------------------|-------------------------|--------------------|------------------|-------|-------|-------|-----------------------------|----------------------------|--------------------------|--------------------------|------------------------|------------------------|--------------------------|--------------------------|----------------------------------|
| SIEMENS ENERGY AG | 51,22 | 32,9 | 56% | 319,2 | 353,4 | 137,1 | | 4,4 | 70,7 | 22,3 | 13,0 | 8,3 | 1,1 | 1,0 | 12.02.2025 |
| SYMRISE AG | 102,45 | 123,25 | -17% | 2,2 | 2,6 | 11,6 | 1,1 | 3,8 | 29,9 | 25,8 | 16,2 | 14,9 | 2,9 | 2,7 | 27.03.2025 |
| PORSCHE AUTOMOBIL HLDG-PRF | 35,87 | 42,29 | -15% | -22,6 | -24,7 | -47,0 | 7,1 | 0,2 | 3,7 | 2,4 | 19,1 | 6,9 | | | 26.03.2025 |
| MTU AERO ENGINES AG | 323,1 | 281,1 | 15% | 65,5 | 69,0 | 27,9 | 0,6 | 5,2 | 23,2 | 20,3 | 13,5 | 12,0 | 2,3 | 2,1 | 19.02.2025 |
| RHEINMETALL AG | 613,2 | 482,3 | 27% | 114,6 | 116,1 | 499,2 | 0,9 | 8,4 | 29,2 | 20,5 | 15,7 | 11,7 | 2,7 | 2,1 | 12.03.2025 |
| DAIMLER TRUCK HOLDING AG | 37,67 | 34,42 | 9% | 9,7 | 9,8 | 25,4 | 5,1 | 1,4 | 9,2 | 8,3 | 4,1 | 3,7 | 0,6 | 0,5 | 02.05.2025 |
| SIEMENS HEALTHINEERS AG | 53,32 | 53,92 | -1% | 0,0 | -2,2 | 24,5 | 1,8 | 3,2 | 21,3 | 18,9 | 14,7 | 13,1 | 2,5 | 2,4 | 06.02.2025 |
| ZALANDO SE | 33,8 | 29,7 | 14% | 55,9 | 44,5 | -25,0 | | 3,5 | 35,4 | 29,0 | 9,7 | 8,6 | 0,8 | 0,8 | 06.03.2025 |
| QIAGEN N.V. | 43,24 | 41,015 | 5% | 8,6 | 6,8 | 12,7 | 2,8 | 2,8 | 20,3 | 19,4 | 14,2 | 13,4 | 5,0 | 4,8 | 12.02.2025 |
| SARTORIUS AG-VORZUG | 220,3 | 253,3 | -13% | -35,3 | -38,3 | 12,5 | 0,3 | 6,0 | 55,9 | 44,1 | 21,7 | 18,7 | 4,4 | 4,0 | 28.01.2025 |
| BRENTNAG SE | 57,72 | 67,78 | -15% | -31,3 | -30,4 | 17,0 | 3,7 | 1,9 | 12,6 | 11,3 | 7,5 | 6,9 | 0,5 | 0,5 | 12.03.2025 |
| AIRBUS SE | 158,88 | 133,86 | 19% | 12,7 | 12,1 | 20,0 | 1,8 | | 31,9 | 22,4 | 14,6 | 11,5 | 1,8 | 1,6 | 20.02.2025 |
| ALLIANZ SE-REG | 297,6 | 296,5 | 0% | 22,3 | 22,1 | 35,2 | 4,7 | 2,0 | 11,9 | 10,9 | 9,9 | 9,2 | 0,8 | 0,8 | 28.02.2025 |
| COVESTRO AG | 56,72 | 54,92 | 3% | 8,4 | 6,3 | 36,5 | | 1,6 | | 33,7 | 12,6 | 9,5 | 0,8 | 0,7 | 26.02.2025 |
| RWE AG | 28,26 | 33,22 | -15% | -31,4 | -30,5 | 6,0 | 3,5 | 0,6 | 9,5 | 13,3 | 5,9 | 6,5 | 0,9 | 0,9 | 20.03.2025 |
| BAYER AG-REG | 19,222 | 30,385 | -37% | -43,9 | -41,4 | -73,4 | 0,6 | 0,6 | 3,9 | 4,2 | 5,3 | 5,5 | 0,4 | 0,4 | 05.03.2025 |
| BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG | 78 | 81,14 | -4% | -22,5 | -22,6 | 5,4 | 7,7 | 0,5 | 6,3 | 6,1 | 2,0 | 2,0 | 0,3 | 0,3 | 20.03.2025 |
| COMMERZBANK AG | 15,59 | 16,47 | -5% | 44,1 | 47,0 | 175,3 | 2,3 | 0,6 | 7,8 | 7,0 | | | 1,7 | 1,6 | 13.02.2025 |
| DEUTSCHE BANK AG-REGISTERED | 16,912 | 15,554 | 9% | 33,9 | 37,5 | 132,5 | 2,7 | 0,5 | 8,0 | 6,1 | | | 1,1 | 1,1 | 30.01.2025 |
| BASF SE | 43,39 | 48,28 | -10% | -12,3 | -12,0 | -36,5 | 8,0 | 1,1 | 13,5 | 12,3 | 7,6 | 6,9 | 0,6 | 0,6 | 28.02.2025 |
| HENKEL AG & CO KGAA VOR-PREF | 83,46 | 83,22 | 0% | 15,0 | 15,5 | -8,0 | 2,2 | 1,7 | 15,7 | 14,7 | 9,5 | 9,1 | 1,6 | 1,5 | 11.03.2025 |
| SIEMENS AG-REG | 194,72 | 182,86 | 6% | 12,0 | 13,3 | 79,1 | 2,5 | 2,9 | 16,5 | 15,9 | 13,7 | 12,3 | 1,9 | 1,8 | 12.02.2025 |
| VOLKSWAGEN AG-PREF | 87,64 | 97,12 | -10% | -21,3 | -22,9 | -50,3 | 10,3 | 0,3 | 3,8 | 3,5 | 1,0 | 0,9 | 0,1 | 0,1 | 11.03.2025 |
| E.ON SE | 11,175 | 13,47 | -17% | -8,3 | -9,2 | 16,4 | 4,8 | 1,8 | 10,0 | 10,1 | 7,4 | 7,2 | 0,3 | 0,3 | 26.02.2025 |
| BEIERSDORF AG | 122,9 | 134,85 | -9% | -9,7 | -8,8 | 16,6 | 0,8 | 3,3 | 28,6 | 25,8 | 14,9 | 13,9 | 3,1 | 2,9 | 27.02.2025 |
| HEIDELBERG MATERIALS AG | 123,5 | 98,9 | 25% | 48,8 | 47,9 | 84,5 | 2,5 | 1,3 | 10,8 | 9,4 | 6,8 | 6,4 | 1,0 | 1,0 | 25.02.2025 |
| MUENCHENER RUECKVER AG-REG | 507,4 | 495 | 3% | 33,6 | 31,9 | 88,4 | 3,0 | 2,1 | 12,2 | 10,9 | 8,9 | 7,8 | 1,1 | 1,0 | 26.02.2025 |
| FRESENIUS SE & CO KGAA | 34,19 | 33,6 | 2% | 19,8 | 21,0 | -32,1 | | 1,0 | 11,6 | 10,0 | 8,6 | 8,0 | 0,9 | 0,8 | 26.02.2025 |
| SAP SE | 240,3 | 205,7 | 17% | 70,3 | 68,1 | 98,6 | 0,9 | 6,7 | 50,9 | 38,0 | 35,2 | 25,0 | 8,6 | 7,7 | 28.01.2025 |
| MERCK KGAA | 140,9 | 160,55 | -12% | -4,0 | -2,9 | 32,9 | 1,6 | 2,1 | 15,9 | 14,3 | 11,2 | 10,4 | 2,8 | 2,7 | 06.03.2025 |
| ADIDAS AG | 241,2 | 240,3 | 0% | 28,6 | 22,4 | -17,9 | 0,3 | 8,2 | 60,1 | 31,3 | 19,9 | 14,6 | 1,8 | 1,7 | 05.03.2025 |
| DEUTSCHE TELEKOM AG-REG | 29,5 | 26,24 | 12% | 34,2 | 35,8 | 98,0 | 2,6 | 2,5 | 15,5 | 14,4 | 7,1 | 6,5 | 1,3 | 1,2 | 26.02.2025 |
| DHL GROUP | 33,71 | 40,2 | -16% | -25,0 | -26,5 | -1,8 | 5,5 | 1,8 | 12,0 | 10,4 | 5,8 | 5,4 | 0,5 | 0,5 | 06.03.2025 |
| MERCEDES-BENZ GROUP AG | 53,94 | 59,49 | -9% | -14,1 | -15,0 | 28,3 | 9,9 | 0,6 | 5,6 | 5,9 | 1,0 | 1,0 | 0,4 | 0,4 | 20.02.2025 |
| INFINEON TECHNOLOGIES AG | 33,695 | 32,695 | 3% | -14,7 | -15,3 | 56,5 | 1,1 | 2,6 | 21,6 | 15,6 | 10,8 | 8,5 | 2,9 | 2,6 | 04.02.2025 |
| DEUTSCHE BOERSE AG | 224,4 | 210,2 | 7% | 19,9 | 23,4 | 62,3 | 1,7 | 4,3 | 21,2 | 20,3 | 14,4 | 14,0 | 7,3 | 7,0 | 12.02.2025 |
| VONOVIA SE | 29,68 | 33,02 | -10% | 0,5 | 2,4 | -35,1 | 3,1 | 1,0 | 14,5 | 15,2 | 26,6 | 25,7 | 4,9 | 4,9 | 19.03.2025 |
| DR ING HC F PORSCHE AG | 59,04 | 74,72 | -21% | -26,0 | -26,5 | -28,3 | 3,9 | 2,4 | 13,6 | 11,9 | 5,8 | 5,3 | 1,4 | 1,3 | 12.03.2025 |
| HANNOVER RUECK SE | 247,1 | 254,7 | -3% | 14,4 | 14,1 | 41,8 | 2,9 | 2,7 | 12,6 | 12,0 | 10,7 | 10,0 | 1,1 | 1,1 | 13.03.2025 |
| CONTINENTAL AG | 65,46 | 59,8 | 9% | -16,7 | -15,7 | -38,5 | 3,4 | 0,9 | 9,0 | 7,1 | 4,3 | 3,9 | 0,3 | 0,3 | 04.03.2025 |

Quelle: Bloomberg

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

Die Unicredit hat ihren Anteil an der **Commerzbank** seit dem ersten Schritt anlässlich des Teilausstiegs des deutschen Staates Anfang September mittlerweile auf 28% ausgebaut. Der Aktienkurs der Commerzbank holte nach Bekanntwerden der damit verbundenen Pläne der Unicredit, sich nun verstärkt um eine Zustimmung der EZB zu einer Übernahme bemühen zu wollen, einen Teil des bis dahin aufgelaufenen Q4-Verlusts wieder auf.

Bestperformer im DAX waren seit der letzten Marktperspektivenausgabe von Ende September mit einem Plus von fast 50% die Aktien von **Siemens Energy**, die nach diversen Sonderbelastungen nun tatsächlich von der Energiewende zu profitieren beginnen. Das Plus bei Rheinmetall (28%) und MTU (15%) zeigt die anhaltend hohe Nachfrage nach Rüstungsgütern. Mit Zalando zählte auch ein Einzelhandelsunternehmen zu den Unternehmen mit überdurchschnittlicher Aktienkursperformance, was aber weniger der Branche als Zalandos Übernahmeangebot für einen Konkurrenten und somit der Aussicht auf eine noch dominierendere Rolle im deutschen Online-Modehandel zurückzuführen sein dürfte. Der Baumaterialhersteller Heidelberg Materials legte im Quartalsverlauf bis 18.12. um 26% zu, was sich mit den **Branchenergebnissen** der Konjunkturumfragen von ifo-Institut und ZEW aus dem Dezember deckt. Beim insgesamt auf den niedrigsten Wert seit Mai 2020 gesunkenen ifo-Geschäftsklima erreichte trotz leicht verschlechterter Erwartungskomponente der Bausektor als einziger der vier betrachteten Sektoren einen gegenüber dem Vormonat verbesserten Subindex. In der ZEW-Umfrage verbesserten sich die Erwartungen an den Bausektor um 9 auf 22,5 Punkte. Negativ waren die Erwartungen trotz leichter Verbesserung vor allem beim Fahrzeugbau (-57,8), was sich am anderen Ende des Kurszettels und in den unten angeführten EuroSTOXX Branchenindizes unmittelbar ablesen lässt. Der größte Kursrückgang hatte in dieser Branche aber bereits im dritten Quartal stattgefunden.

Veränderung der EuroSTOXX Branchenindizes

| | 18.12.2024 | 27.09.2024 | % seit 27.09.24 | % YTD | % 5J | | 18.12.2024 | 27.09.2024 | % seit 27.09.24 | % YTD | % 5J |
|-------------------------------|------------|------------|-----------------|-------|-------|------------------------|------------|------------|-----------------|-------|-------|
| Stoxx Europe 600 | 514,43 | 528,08 | -2,58 | 6,3 | 22,7 | Immobilien | 126,29 | 143,87 | -12,22 | -6,9 | -34,4 |
| Automobile | 552,79 | 595,13 | -7,11 | -11,9 | 7,0 | Finanzdienstleistungen | 835,81 | 813,49 | 2,74 | 14,9 | 42,2 |
| Banken | 212,38 | 206,1 | 3,05 | 24,5 | 45,1 | Gesundheit/Pharma | 1133,92 | 1208,6 | -6,18 | 6,1 | 24,2 |
| Bau | 708,45 | 734,75 | -3,58 | 5,0 | 37,3 | Grundstoffe | 526,65 | 580,02 | -9,20 | -11,2 | 12,9 |
| Chemie | 1194,55 | 1352,52 | -11,68 | -9,0 | 15,7 | Industrie | 899,22 | 893,41 | 0,65 | 14,7 | 47,4 |
| Reise&Freizeit (zykl. Konsum) | 276,2 | 257,9 | 7,10 | 13,3 | 4,1 | Medien | 480,45 | 465,37 | 3,24 | 16,8 | 56,8 |
| Defensiver Konsum | 1040,43 | 1082,17 | -3,86 | 1,6 | 16,0 | Technologie | 836,91 | 839,52 | -0,31 | 7,8 | 54,9 |
| Einzelhandel | 447,43 | 480,33 | -6,85 | 9,8 | 23,1 | Telekom | 230,52 | 229,11 | 0,62 | 16,4 | -8,1 |
| Öl&Gas | 329,41 | 334,32 | -1,47 | -7,8 | 2,9 | Versicherungen | 411,36 | 407,96 | 0,83 | 17,7 | 26,3 |
| Ernährung | 633,42 | 708,87 | -10,64 | -12,9 | -17,9 | Versorger | 379,17 | 413,96 | -8,40 | -4,1 | 6,0 |

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.

| Name | px_last | BEST_TARGET_PRICE | EQY_DVD_YLD_12M | | | | | |
|------------------------------|---------|-------------------|-----------------|--------------|-----------|-----------|-----------|--|
| | aktuell | 12M Konsens | 12M % Konsens | Div. Yield % | KGV 2024e | KGV 2025e | KGV 2026e | |
| 19.12.2024 | | | | | | | | |
| AUSTRIAN TRADED INDEX | 3590,7 | 4183,5 | 16,5 | 5,9 | 9,2 | 8,3 | 7,7 | |
| DAX INDEX | 20070,5 | 22455,1 | 11,9 | 2,8 | 15,2 | 13,7 | 12,1 | |
| Euro Stoxx 50 Pr | 4901,8 | 5624,5 | 14,7 | 3,3 | 14,4 | 13,6 | 12,5 | |
| FTSE 100 INDEX | 8117,6 | 9573,2 | 17,9 | 3,9 | 11,9 | 11,5 | 10,7 | |
| DOW JONES INDUS. AVG | 42326,9 | 47667,0 | 12,6 | 1,7 | 22,6 | 19,9 | 17,9 | |
| S&P 500 INDEX | 5872,2 | 6648,7 | 13,2 | 1,3 | 24,2 | 21,6 | 19,3 | |
| NIKKEI 225 | 38813,6 | 45068,4 | 16,1 | 1,8 | 20,3 | 19,5 | 17,9 | |
| HANG SENG INDEX | 19752,5 | 24996,5 | 26,5 | 4,0 | 9,4 | 9,0 | 8,3 | |

Quelle: Bloomberg

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

Ausblick Aktienmärkte

Die Luft für die Aktienmärkte ist dünner geworden, doch allein schon der nach unten gerichtete, wenn auch in den USA etwas gebremste Zinstrend dürfte im kommenden Jahr zu einer positiven Entwicklung beitragen. Diese sollte aber vor allem in den USA nicht an das Ausmaß der beiden Vorjahre heranreichen, während die europäischen noch etwas mehr Aufwärtspotenzial haben sollten.

Anders als die USA kommt Europa aus der Talsohle, die Zinssenkungen sind früher und auf niedrigerem Niveau gestartet worden und die KGV-Bewertungen sind im Vergleich zu den USA niedrig. Die in der Bewertung mit vielfach niedrig einstelligen KGVs enthaltenen Risikoprämien sind generell angebracht, in der Dimension aber vermutlich übertrieben. Die Zinssenkungen vereinfachen die Finanzierung der Umstrukturierung und begünstigen langlebige Konsumgüter wie Autos und Immobilien, kapitalintensive Branchen sowie den Bausektor, der in Österreich zudem vom Auslaufen der KIM-Verordnung profitieren sollte. Ebenso die Dividendentitel, die im ATX überdurchschnittlich repräsentiert sind, wobei das Kurspotenzial von Small und Mid Caps, die in passiven Anlagestrategien mangels Indexteilnahme kaum eine Rolle spielen, generell etwas eingeschränkt ist. 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. Angesichts der günstigen Bewertung bleibt in dieser Hinsicht vor allem der europäische Automobilsektor spannend. Zentrale Themen bleiben Digitalisierung und KI, Verteidigung, Energie und auch Kryptowährungen, wobei es bei den letzten zwei bis drei Punkten durch den US-Regierungswechsel zu Umwälzungen kommen kann.

Für die Emerging Markets sind die Zinssenkungen der Industrieländer eine deutliche Entlastung, sie werden teilweise aber von Protektionismus, politischer Instabilität und/oder schwächeren Rohstoffpreisen gebremst. In China besteht weiter Deflationsgefahr, das China-Geschäft wird in vielen Geschäftsberichten aber positiv hervorgehoben und die expansive Geld- und Fiskalpolitik des Landes sollte eine weit über jenseits europäischer Maßstäbe liegende wirtschaftliche Dynamik ermöglichen. Rückschlagrisiken ergeben sich vor allem aus der Geopolitik und ihren Herausforderungen für Lieferketten, Rohstoff- und Energieversorgung.

Rohstoffe

| 19.12.2024 | 19. Dez | 30. Sep | % seit 30.9. | % YTD | CHG % 2023 | | 19. Dez | 30. Sep | % seit 30.9. | % YTD | CHG % 2023 |
|----------------------------------------|---------|---------|--------------|-------|------------|---------------------------------------|---------|---------|--------------|-------|------------|
| Energie | | | | | | Agrarrohst. (Futures) | | | | | |
| Öl (Brent Future, USD/Fass) | 73,3 | 72,4 | 1,3% | -4,8 | -10,3 | Baumwolle (USc/lb) | 68,2 | 72,7 | -6,2% | -15,8 | -2,8 |
| Öl (WTI Future, USD/Fass) | 70,6 | 68,5 | 3,1% | -1,5 | -10,7 | Kaffee (Arabica, USc/lb) | 331,1 | 229,4 | 44,3% | 75,8 | 12,6 |
| Erdgas (Future, USD/MMBtu) | 3,4 | 2,9 | 18,9% | 36,8 | -43,8 | Kakao (USD/t) | 12.565 | 7.797 | 61,2% | 199,5 | 61,4 |
| Kohle (ARA Future, USD/t) | 111,4 | 118,3 | -5,8% | -5,3 | -48,5 | Mais (USc/bu) | 438,0 | 418,5 | 4,7% | -7,1 | -30,5 |
| Edeelmetalle (Spot) | | | | | | Orangensaftkonzentrat (USc/lb) | 535,4 | 423,8 | 26,3% | 67,2 | 55,1 |
| Gold (USD/Unze) | 2.622 | 2.650 | -1,0% | 27,1 | 13,1 | Sojabohnen (USc/bu) | 956 | 1.167 | -18,1% | -26,1 | -14,9 |
| Silber (USD/Unze) | 29,6 | 31,4 | -5,7% | 24,5 | -0,7 | Weizen (USc/bu) | 535,3 | 544,8 | -1,7% | -14,8 | -20,7 |
| Platin (USD/Unze) | 931 | 991 | -6,0% | -6,1 | -7,7 | Zucker (USc/lb) | 19,4 | 19,5 | -0,1% | -5,5 | 2,7 |
| Palladium (USD/Unze) | 924,5 | 1.012,9 | -8,7% | -16,0 | -38,6 | Massengüter | | | | | |
| Industriemetalle | | | | | | Eisenerz (CH 62 FE Index, USD/t) | 104,0 | 107,3 | -3,0% | -24,6 | 16,4 |
| S&P GSCI Industr. Metals Sp. | 443,3 | 476,4 | -6,9% | 4,9 | -6,3 | Frachtraten | | | | | |
| CO ₂ Emissionszertifikat EU | 64,1 | 65,9 | -2,8% | -17,9 | -4,2 | Baltic Dry Index (Punkte) | 1028,0 | 1.964,0 | -47,7% | -50,9 | 38,2 |

Quelle: Bloomberg

Die Ölpreise erfuhren im Herbst Unterstützung von der Ankündigung der OPEC+ Gruppe, die ab Jänner geplante graduelle Wiedereinführung von 2,2 Mio Barrel Rohöl/Tag auf April 2025 zu verschieben und den Zeitraum für die Produktionserhöhungen auf 18 Monate auszuweiten. Damit würde 2025 um 800.000 Barrel/Tag weniger Öl auf den Markt kommen als erwartet. Über den Sommer waren die Preise für die Sorten Brent und WTI zurückgegangen und der Wahlausgang in den USA belastete die Preise kurzfristig weiter, seit unserem letzten Bericht entwickelten sich die Preise letztlich aber stabil. Die OPEC dürfte mit ihrer Zurückhaltung die Entwicklung der Nachfrage etwas abwarten. Laut Prognose der Internationalen Energieagentur vom November würde das Ölangebot die Nachfrage im Jahr 2025 aber auch dann deutlich übertreffen, wenn die OPEC+ ihre Kürzungen vollständig aufrechterhalten würden – vorausgesetzt geopolitische Konflikte führen zu keinen stärkeren Produktionseinschränkungen.

Die europäischen Gaspreise kletterten im November hingegen auf ein Jahreshoch, als die OMV bei einem Schiedsgerichtsverfahren gegen Gazprom Export einen Schadenersatz von 230 Mio EUR zugesprochen bekam. Der Energiekonzern warnte vorab vor möglichen negativen Auswirkungen auf die vertraglichen Beziehungen zwischen den beiden Unternehmen und vor einem gänzlichen Stopp der Gaslieferungen. Seit Mitte November gab es dann keine Lieferungen von russischem Gas mehr an die OMV. Zwar wäre der Gastransit durch die Ukraine nach Österreich und der Slowakei mit Ende des Jahres sowieso beendet gewesen und die OMV versicherte, die Liefersicherheit durch Diversifizierungsmaßnahmen gewähren zu können, an den Finanzmärkten sorgten die Ereignisse dennoch für Verunsicherung.

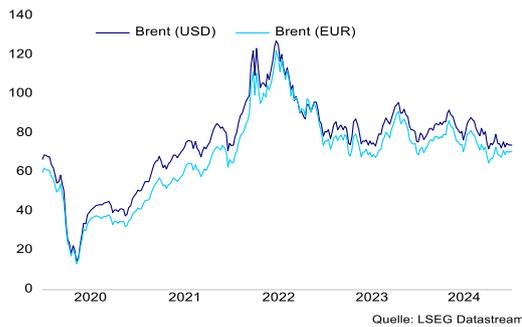
Die boomenden Goldpreise haben mit dem US-Wahlausgang und der damit verbundenen Erwartung eines stärkeren Dollars und weniger aggressiver Zinssenkungen einen Rückschlag erfahren. Zwar war das Gold auch in den Wochen nach früheren Wahlen in den USA schwächer, da ein Element der Unsicherheit weggefallen war. In einem Financial Times Bericht wird aber auch argumentiert, dass mit dem höheren Dollar auch die Zentralbanknachfrage für Gold sinken könnte, und diese hätte die Goldpreisrallye auch mitgetragen.³ Dennoch war der Goldpreis nur geringfügig niedriger als Ende September und die Jahresgewinne kumulierten sich auf fast 30%. Laut World Gold Council erreichte die globale Ölnachfrage im dritten Quartal zudem einen neuen Rekordwert für ein solches Quartal.

Die US-(Handels-)politik wird über ihre Effekte auf das globale Wirtschaftswachstum (wie insbesondere auch auf das chinesische Wirtschaftswachstum) die Rohstoffmärkte insgesamt noch weiter beeinflussen, über die genaueren Maßnahmen bestehen aber große Unsicherheiten. Schon seit September wurden Preisrückgänge aber beispielsweise bei Industriemetallen, deren Veränderung seit Jahresbeginn dennoch positiv ist, und bei Eisenerz beobachtet. Der Baltic Dry Index, der als Kostenindex für das Verschiffen von Frachtgütern auch als Indikator für die Wirtschaftsentwicklung gesehen wird und auch von der chinesischen Wirtschaft stark beeinflusst wird, verringerte sich seit September deutlich. Nicht nur die US-Zölle, sondern auch mögliche Vergeltungszölle könnten größere Auswirkungen auf bestimmte Rohstoffmärkte haben, China beispielsweise ist für rund die Hälfte der US-Sojabohnen-Exporte verantwortlich. Markante Preisanstiege gab es in den letzten Monaten hingegen bei Kaffee und Kakao und weitere kräftige Anstiege zumindest am Kakao-Markt werden in

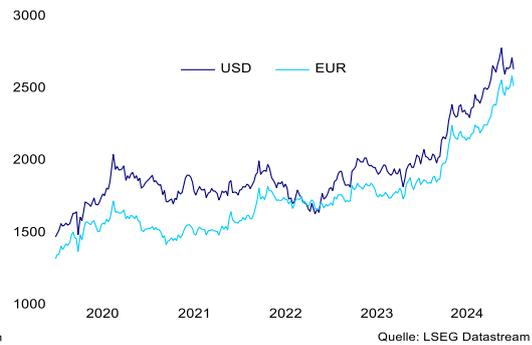
³ Vgl. Financial Times: Gold suffers worst week in 3 years as investors weigh Trump victory [16.11.2024]

einem Bericht der Financial Times in Aussicht gestellt. In der Erntesaison 2023/24 gab es ein massives Defizit und Daten deuten auf einen Nachfrageüberhang (wenn auch in geringerem Ausmaß) auch in der Saison 2024/25, ausgehend von ohnehin reduzierten Lagerbeständen. Gründe für den Rückgang sind einerseits Wetterphänomene, andererseits aber auch neue Entwaldungsgesetze, ein globaler Düngemittelmangel, der durch den Krieg in der Ukraine verstärkt wurde, und die Ausbreitung eines Virus (CSSV) in Westafrika. Bei einer fortgesetzten Ausbreitung könnte das Virus die Lage an den Kakaomärkten noch deutlich verschärfen.⁴ Auch an den Kaffeemärkten sorgten mitunter Wetterereignisse für das höchste Preisniveau seit fast 50 Jahren.

Ölpreis (Brent) in den letzten fünf Jahren



Goldpreis in den letzten fünf Jahren



Ausblick:

In ihrem jüngsten Oil Market Report hat die Internationale Energieagentur ihre Erwartungen für die globale Ölnachfrage aufgrund der konjunkturstützenden Maßnahmen in China zwar auf 1,1 mb/d (2024 840 kb/d) nach oben geschraubt, der Angebotsüberhang bleibt aber bestehen. Bei Produktionserhöhungen seitens der OPEC+ wie geplant würde sich der Überhang laut IEA im Jahr 2025 auf 1,4 mb/d belaufen, aber auch bei Ausbleiben dieser Erhöhungen sieht die Agentur einen Überschuss von 950.000 b/d beziehungsweise fast 1% des globalen Angebots. Nicht-OPEC+ Staaten würden in diesem Szenario 1,5 mb/d zusätzliche Mengen vermarkten. Mit ihrem Ausblick für die Nachfrage bewegt sich die IEA unter den Prognoseinstituten am unteren Ende der Bandbreite. Die OPEC selbst erwartet für 2025 ein stärkeres Wachstum von 1,45 mb/d. Abseits der Fundamentaldaten verschärfen sich die geopolitischen Auseinandersetzungen in für die Ölproduktion wichtigen Regionen. Zu Produktionsunterbrechungen kam es wegen politischer Spannungen auch in Libyen. Durch die Klimakrise könnten sich Wetterereignisse wie Hurricanes zudem künftig häufen und Produktionsausfälle zur Folge haben. Auch längerfristig geht die IEA (Oil 2024 – Analysis) von einer schwächeren Nachfrage aus, bis 2030 könnte die Angebotskapazität mit 113,8 mb/d die prognostizierte weltweite Nachfrage um rund 8 mb/d übertreffen. Eine Produktionsausweitung könnte in den USA bevorstehen, sollte Donald Trump seine Wahlversprechen einhalten und so das Preisniveau drücken.

Die Gaspreise erfuhren durch den Ausfall der russischen Gaslieferungen an die OMV zwar einen Schub, eine Szenarien-Analyse der Austrian Energy Agency aus dem Juni zeigt aber, dass bei einem Auslaufen des Ukraine-Transit Vertrags mit Jahresende im wahrscheinlichen Szenario keine Gasmangelage in Österreich zu erwarten ist.

Die EZB hat mit ihren Makroprojektionen im Dezember auch die auf Futures basierenden technischen Annahmen zu den Energiepreisen veröffentlicht. Die Gaspreise wie auch die Strompreise würden zwar 2025 wieder etwas höher sein, 2026 aber auf ähnliche Niveaus wie 2024 zurückfallen.

| | December 2024 | | | | | Revisions vs September 2024 | | |
|----------------------------------------|---------------|------|------|------|------|-----------------------------|------|------|
| | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2024 | 2025 | 2026 |
| Commodities: | | | | | | | | |
| Oil price (USD/barrel) | 83.7 | 81.8 | 71.8 | 70.1 | 69.2 | -1.6 | -5.7 | -4.2 |
| Natural gas prices (EUR/MWh) | 40.6 | 34.3 | 42.9 | 34.9 | 29.3 | 0.3 | 4.3 | -1.2 |
| Wholesale electricity prices (EUR/MWh) | 103.5 | 76.7 | 89.9 | 79.5 | 73.6 | -0.9 | -3.6 | -3.3 |

Das Marktumfeld für den Goldpreis gestaltet sich trotz der Rückschläge günstig. Zinssenkungen werden weiterhin erwartet, wenn auch womöglich nicht mehr in dem Tempo und Ausmaß wie vor den US-Wahlen gedacht. Die weiterhin bestehenden und teilweise noch größer gewordenen geo- und wirtschaftspolitischen Unsicherheiten bleiben aber ein wichtiger Faktor für die Goldnachfrage. Eine weitere Dollaraufwertung könnte die Goldpreisrallye zwar bremsen, wir sehen aber noch keinen Grund für größere Preisrückgänge.

⁴ Vgl. Financial Times: Cocoa market on the brink of big price surge [05.12.2024]

Autoren:

Aktienmärkte, Zinsen
Währungen, Rohstoffe
Volkswirtschaft

Uta Pock
Doris Schranz
Andreas Tone

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

Diese Publikation 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 Oesterreichischen Nationalbank (OeNB).

Diese Publikation 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 wir als zuverlässig einstufen, für die wir jedoch keinerlei Gewähr übernehmen. Quelle der Marktdaten (wo nicht gesondert angegeben): Refinitiv (Thomson Reuters).

Diese Publikation 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. Diese Publikation 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 ertrags erhöhend 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. Diese Publikation 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.

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. , s

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

Erscheinungsweise: vierteljährlich

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.