

Marktperspektiven zweites Quartal 2025

Volkswirtschaft: Noch wächst das BIP der USA stärker als in der Eurozone

S. 2

Im vierten Quartal 2024 wuchs die US-Wirtschaft gegenüber dem Vorquartal annualisiert um 2,3%, die Inflation stieg im Februar 2025 moderat auf 2,8%. In der Eurozone erhöhte sich das BIP um 0,2% zum Vorquartal, unterstützt durch private Konsumausgaben und erholte Investitionen, während die Inflationsrate im Februar bei 2,3% lag. Österreich bleibt in einer schwierigen wirtschaftlichen Phase: Das BIP sank im vierten Quartal um 0,4%, die Industrieproduktion war rückläufig, und der Außenhandel schwächelte. Positive Impulse kamen aus dem Dienstleistungssektor und ersten Stabilisierungstendenzen im Wohnbau. Die Prognosen sind verhalten und deuten auf steigende US-Inflation, moderates Eurozonenwachstum und nur langsames Verlassen der Talsohle in Österreich hin.

Zinsen: Konträre Zinsbewegungen, verringerter US/DE-Renditespread

S. 4

Die Zins- und Renditenentwicklung der USA und der Eurozone verlief im zweiten Quartal vollkommen konträr. Während in der Eurozone zwei Leitzinssenkungen erfolgten, die kurzfristigen Zinsen entsprechend sanken und die langfristigen angesichts massiver bevorstehender staatlicher Investitionen anstiegen, sah die Fed von Zinssenkungen ab und die langfristigen US-Renditen gingen um rund einen viertel Prozentpunkt zurück. Für den weiteren Jahresverlauf rechnen wir bei den Notenbanken nun eher mit einem Gleichlauf, was in Europa noch einen begrenzten Rückgang der Geldmarktzinsen und eine fortgesetzte Normalisierung der Zinsstruktur bedeutet. Der derzeit gegenüber den deutschen Bundesanleihen negative langfristige Swap Spread sollte sich ebenfalls wieder normalisieren und in positives Terrain zurückkehren.

Währungen: US-Dollar – ein sicherer Hafen?

S. 8

Nach der US-Dollar Aufwertung gegen Ende des Jahres 2024 hat sich das Blatt im ersten Quartal 2025 gewendet, da die Sorgen vor negativen wirtschaftlichen Auswirkungen der US-Wirtschaftspolitik unter der Trump-Administration die Oberhand gewannen. Währungen wie der Euro oder der japanische Yen haben ihre mit der US-Wahl eingeläuteten Wertverluste zur Gänze ausgleichen können. Die Währungen der beiden Nachbarländer und wichtigsten US-Handelspartner konnten nur einen Teil ihrer Verluste der Vormonate wieder wettmachen, insbesondere der kanadische Dollar bleibt geschwächt, nachdem er Anfang Februar auf ein 22-Jahrestief gegenüber dem US-Dollar gefallen war.

Aktienmärkte: Europa holt auf

S. 11

Im ersten Quartal dieses Jahres haben die europäischen Aktienmärkte einen Teil ihres Bewertungsrückstands gegenüber den USA aufgeholt. Während der S&P500 leicht rückläufig war, nahm der ATX von Jahresbeginn bis 24.3.2025 um rund 16% zu und der als Performance Index, d.h. inklusive Dividenden gerechnete ATX TR erreichte – ebenso wie der DAX – mehrere All-time Highs in Folge. Vom beherrschenden Thema der diversen von der neuen US-Administration angekündigten bzw. bereits eingeführten Zölle waren nicht nur die Wirtschaftsaussichten der Handelspartner sondern auch das Geschäfts- und Konsumklima sowie die Inflationsaussichten in den USA betroffen.

Rohstoffe: Wer holt sich Gold im Zollstreit?

S. 17

Die Rohstoffmärkte waren im ersten Quartal 2025 mit der Verarbeitung derselben Faktoren beschäftigt wie die übrigen Finanzmärkte: mit den Zolldrohungen/-einführungen und verschiedenen geopolitischen Ereignissen, allen voran in der Ukraine. Unter dem Strich waren die Märkte von Preissteigerungen geprägt, der Commodity Total Return Index von Bloomberg kletterte zwischenzeitlich auf ein Zweieinhalbjahreshoch. Der Goldpreis überschritt erstmals die 3.000 USD/Unze-Marke, die Ölpreise schwankten aufgrund der unterschiedlichen Signale, ohne in eine klare Richtung zu zeigen.

Disclaimer und Impressum

S. 18

DIE NÄCHSTE AUSGABE DER MARKTPERSPEKTIVEN ERSCHEINT IM JUNI 2025

Volkswirtschaftliche Entwicklung

USA 	Datum	10J Ø	Vorperiode	Wert
BIP J/J (%)	Q4 2025	2,5	3,2	2,5
BIP Q/Q annualisiert (%)	Q4 2025	2,7	4,4	2,3
Arbeitslosenquote (%)	Feb.25	4,7	3,9	4,1
Inflation J/J (%)	Feb.25	2,9	3,2	2,8
Staatsverschuldung / BIP (%)	2024	111,7	122,3	124,3
Budgetsaldo / BIP (%)	2024	-5,9	-6,3	-6,6
Leistungsbilanz / BIP (%)	2024	-2,6	-3,3	-3,3
US Manufacturing PMI S&P*	Feb.25	49,3	52,2	52,7
Industrieproduktion (%)	Jän.25	0,0	1,2	0,7
Einzelhandelsumsätze (%)	Feb.25	0,0	1,8	1,4
FHFA House Price Index (%)	Jän.25	7,7	6,7	4,8

*PMI: 2J0, Quelle: Bloomberg

USA 	2025	2026
BIP J/J (%)*	1,7	1,8
Arbeitslosenquote (%)*	4,4	4,3
Inflation J/J (%)*	2,7	2,2
Staatsverschuldung / BIP (%)**	124,1	126,6
Budgetsaldo / BIP (%)**	-7,3	-6,7
Leistungsbilanz / BIP (%)**	-3,1	-2,8

*FED (März) **IMF: WEO (Okt. 2024)

Für 2025 erwartet die Fed ein BIP-Wachstum von 1,7%, das sich 2026 auf 1,8% erhöhen dürfte – ein deutlicher Rückgang gegenüber den starken Vorjahren. Der Arbeitsmarkt bleibt dabei stabil, mit prognostizierten Arbeitslosenquoten von 4,4% (2025) und 4,3% (2026). Die Inflation geht laut Fed nur langsam zurück: Der PCE-Preisindex liegt 2025 bei 2,7% und sinkt erst 2026 auf 2,2%. Besonders die Kerninflation (2,8% im Jahr 2025) bleibt hartnäckig hoch, was eine vorsichtige geldpolitische Lockerung nahelegt.

Gleichzeitig rücken politische Risiken stärker in den Fokus. Mit den neuesten Maßnahmen der USA gewinnt die Debatte über Protektionismus und neue Zölle wieder an Bedeutung. Erste Maßnahmen und Ankündigungen – etwa „Straf“-Zölle auf kanadische Produkte oder Vorschläge zur Übernahme ukrainischer Nuklearanlagen – deuten auf eine konfrontativere Außen- und Handelspolitik hin. Diese könnte die Inflation weiter ankurbeln, internationale Spannungen verschärfen und das globale Investitionsklima belasten. Vor diesem Hintergrund bleibt der wirtschaftliche Ausblick für die USA zwar moderat positiv, ist jedoch von zunehmender Unsicherheit geprägt.

Eurozone 	Datum	10J Ø	Vorperiode	Wert
BIP J/J (%)	Q4 2025	1,6	0,0	1,2
BIP Q/Q (%)	Q4 2025	0,4	0,0	0,2
Arbeitslosenquote (%)	Jän.25	8,1	6,5	6,2
Inflation J/J (%)	Feb.25	2,4	2,6	2,3
Staatsverschuldung / BIP (%)	2024	90,3	87,4	87,7
Budgetsaldo / BIP (%)	2024	-2,7	-3,6	-3,2
Leistungsbilanz / BIP (%)	2024	2,2	1,6	2,6
Eurozone Manufacturing PMI S&P*	Feb.25	45,5	46,5	47,6
Industrieproduktion (%)	Jän.25	0,8	-5,4	0,0
Einzelhandelsumsätze (%)	Jän.25	0,0	-1,0	-0,5
Eurostat House Price Index (%)	Q3 2024	3,9	-2,3	2,6

*PMI: 2J0, Quelle: Bloomberg

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

*EZB (März)

Die EZB prognostiziert für 2025 ein moderates BIP-Wachstum von 0,9%, das sich bis 2027 auf 1,3% steigern soll. Der Aufschwung wird primär vom privaten Konsum getragen, gestützt durch steigende Reallöhne und einen robusten, wenngleich abkühlenden Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenquote dürfte 2025 bei 6,3% liegen. Auch die Investitionen dürften leicht zunehmen, insbesondere im Tiefbau- und Infrastrukturbereich – unterstützt durch EU-Fonds wie das NextGenerationEU-Programm. Das deutsche 900-Mrd-EUR-Paket für zusätzliche, über mehrere Jahre verteilte Investitionen in Infrastruktur, Klimaschutz und Verteidigung wurde erst nach der Prognoseveröffentlichung via Grundgesetzänderung beschlossen.

Gleichwohl belasten geopolitische Unsicherheiten und zunehmende Handelsspannungen mit den USA das Exportumfeld und trüben die Investitionsdynamik. Der starke Wettbewerbsdruck, unter anderem durch China, setzt insbesondere die exportorientierte Industrie unter Druck. Die Gesamtinflation soll 2025 bei 2,3% liegen und sich ab 2026 dem 2%-Ziel annähern, während die Kerninflation auf 2,2% sinkt. Die EZB sieht den disinflationären Trend als intakt, wenngleich steigende Energiepreise und mögliche neue Handelsbarrieren Risiken für das Preismfeld darstellen.

Österreich	Datum	10J Ø	Vorperiode	Wert
BIP J/J (%)	Q4 2025	1,3	-1,9	-0,9
BIP Q/Q (%)	Q4 2025	0,3	-0,8	-0,4
Arbeitslosenquote (%)	Feb.25	7,9	7,6	8,1
Inflation J/J (%)	Feb.25	3,1	4,0	3,4
Staatsverschuldung / BIP (%)	2024	80,2	78,6	80,1
Budgetsaldo / BIP (%)	2024	-2,4	-2,6	-3,7
Leistungsbilanz / BIP (%)	2024	1,9	2,7	2,6
Austria Manufacturing PMI S&P*	Feb.25	45,4	43,0	46,7
Industrieproduktion (%)	Jän.25	2,3	-5,6	-0,2
Einzelhandelsumsätze (%)	Jän.25	3,0	1,6	-2,4
Hauspreisindex Stat.-Aut. (%)	Q3 2024	5,9	-5,4	0,7

*PMI: 2JØ, Quelle: Bloomberg

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

*OeNB Interimsprognose (März)

** WIFO Mittelfristprognose (Jänner)

Die OeNB erwartet für 2025 eine Stagnation der Wirtschaftsleistung (-0,1%), bevor sich 2026 eine moderate Erholung mit +1,2% BIP-Wachstum abzeichnet. Während der Konsum verhalten bleibt und die Bauwirtschaft weiterhin schwächelt, zeigen sich in der Industrie erste Stabilisierungstendenzen – etwa im Maschinenbau sowie bei überarbeiteten Produktionsdaten. Auch positive Impulse aus dem Export, unter anderem durch geplante Infrastrukturausgaben in Deutschland, könnten mittelfristig unterstützen. Auf der Investitionsseite wird insbesondere im Tiefbau mit einer leicht positiven Dynamik gerechnet.

Am Arbeitsmarkt mehren sich die Anzeichen einer Bodenbildung. Zwar steigt die Arbeitslosenquote 2025 auf 7,4%, doch der zuvor stark rückläufige Beschäftigungstrend bei Leiharbeitskräften hat sich zuletzt abgeschwächt. Der Rückgang dieser besonders konjunktursensiblen Gruppe verlangsamte sich zum Jahresende 2024 spürbar. Insgesamt deuten sowohl die Vertrauens- und Industrieindikatoren als auch die Arbeitsmarktentwicklung auf eine beginnende Trendwende hin.

Die Inflation bleibt 2025 mit 2,9% auf hohem Niveau, was vor allem auf das Auslaufen staatlicher Entlastungsmaßnahmen und steigende Energiepreise zurückzuführen ist. Auch die Kerninflation verharrt bei 2,9%. Eine spürbare Entspannung ist laut Prognose erst 2026 zu erwarten.

Fiskalisch bleibt die Lage angespannt: Trotz erster Konsolidierungsschritte liegt das Defizit 2025 weiterhin bei -3,8% des BIP, die Schuldenquote steigt auf 84,5%. Zusätzliche Unsicherheiten ergeben sich aus dem internationalen Umfeld, etwa durch mögliche neue Zollmaßnahmen der USA oder geopolitische Spannungen.

Zinsen: Geld- und Anleihenmärkte

Geldmarktzinsen Euro

EURIBOR

	24. Mär	18.12.24	14.12.23	+/- seit 18.12.24	seit 14.12.2
1m	2,35	2,80	3,85	-0,45	-1,50
3m	2,37	2,84	3,92	-0,47	-1,56
6m	2,39	2,64	3,91	-0,25	-1,52
12m	2,35	2,47	3,64	-0,12	-1,29

Geldmarktzinsen anderer Währungen (%)

	USD*			JPY*			CHF*		
	24.03.25	18.12.24	15.12.23	25. Mär	19.12.24	15.12.23	24. Mär	19.12.24	15.12.23
1m	4,22	4,25	5,47	0,32	0,08	-0,19	0,41	0,87	1,70
3m	4,19	4,25	5,60	0,30	0,12	-0,14	0,43	0,95	1,70
6m	4,09	4,17	5,69	0,42	0,27	-0,15	0,67	1,09	1,70
12m	3,93	4,27	5,14	0,72	0,39	-0,03	0,14	0,31	1,61

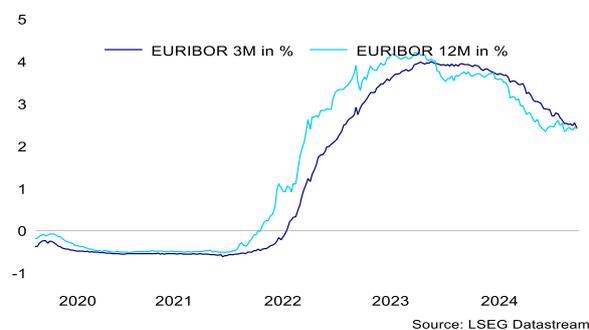
* JP alle Laufzeiten sowie CH 1 Jahr: Rendite unterjähriger Staatsanleihen

Die **Europäische Zentralbank** hat ihren mittlerweile als Leitzins dienenden Einlagensatz auch bei beiden geldpolitischen Beschlüssen des ersten Quartals 2025 um jeweils 25 Basispunkte reduziert. Seit dem 6. März 2025 beträgt der Einlagensatz 2,50%, der Hauptrefinanzierungssatz 2,65% und der Spitzenrefinanzierungssatz 2,9%, die Futures-Märkte preisen nun aber nur mehr eine weitere Zinssenkung ein. Der Dreimonatseuribor lag am 25. März um 13 Basispunkte unter dem Einlagensatz und die Geldmarktkurve, die ein Vierteljahr zuvor noch deutlich invers war, verlief mehr oder minder flach. Die Marktteilnehmer erwarten – ebenso wie die Ökonomen der EZB – in den nächsten Jahren eine Annäherung, aber keine Unterschreitung des EZB-Inflationsziels und somit auch nur begrenzte Spielräume für weitere Zinssenkungen.

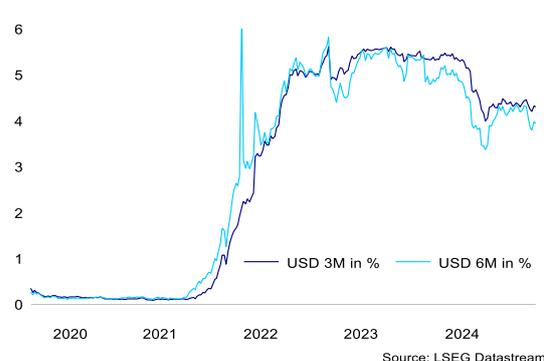
Auch die **Schweizerische Nationalbank** hat im März ihren Leitzins verringert, der nun nur mehr 0,25% beträgt, wobei hier auch die Inflationsrate mit 0,3% (Februar) sehr gering ist.

Der hartnäckigen Inflation entsprechend, die bisher von der kräftigen Inlandsnachfrage und nun zunehmend von diversen neuen Importzöllen angetrieben wird, hat **die US-Notenbank** das Zielband der Fed Funds Rate bei beiden Sitzungen des Federal Open Market Committee bei 4,25% bis 4,50% belassen. Gegenläufig zur Eurozone wurde in den USA aus einer flachen Geldmarktkurve im Dezember 2024 nun wieder eine leicht inverse Zinsstruktur.

Euribor 3 und 12 Monate (%)



USD Geldmarkt 3 und 6 Monate (%)



Ausblick Geldmärkte

Die monetären Daten zeigen – ebenso wie die Bank Lending Survey des ersten Quartals – eine leichte Belebung des Kreditmarkts in der **Eurozone** an. Die weitgefaste Geldmenge M3 ist im Dezember 2024 um 3,5% J/J und im Jänner 2025 um 3,6% J/J gewachsen, wobei die Einlagen nicht-finanzieller Unternehmen Wachstumsraten von 2,9% und 3,1% J/J, jene privater Haushalte Jahresraten von 3,5% und 3,3% aufwiesen. Die Kredite an nicht-finanzielle Unternehmen nahmen um 1,5% und 2,0% J/J zu, die Kredite an private Haushalte um 1,1% und 1,3% J/J. Während das Kreditwachstum bei den Unternehmen in Österreich ähnlich ausfiel wie in der Eurozone insgesamt, blieben die ausstehenden Kredite an private Haushalte in Österreich hinter ihren Vorjahreswerten zurück. Die Bank Lending Survey zeigte in der Eurozone in beiden Segmenten, in Österreich hingegen nur bei den privaten Haushalten, eine zunehmende Kreditnachfrage im ersten Halbjahr 2025 an. Die Einlagen wachsen – der Investitionszurückhaltung der Unternehmen und der hohen Sparquote der privaten Haushalte entsprechend – in Österreich dynamischer als in der Eurozone und erreichten im Jänner 2025 Jahresraten von 4,8% und 7,4%.

Die Inflation ist in der Eurozone am Jahresanfang weniger deutlich gestiegen als in Österreich, wo das Auslaufen von Maßnahmen wie der Strompreisbremse die Effekte des im Jahresvergleich deutlich höheren Gaspreises verstärkt hat. Der Basiseffekt bei den Energiepreisen, der auch in der Eurozone im ersten Quartal etwas stärker ausgefallen ist als erwartet, sollte sich im Jahresverlauf wieder aus der Teuerung herausrechnen, sodass sich die Inflationsprojektion der EZB nur für 2025 etwas erhöht, in der Grundtendenz aber nicht verändert hat.

Growth and inflation projections for the euro area

(annual percentage changes, revisions in percentage points)

	March 2025				Revisions vs December 2024			
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
Real GDP	0.8	0.9	1.2	1.3	0.1	-0.2	-0.2	0.0
HICP	2.4	2.3	1.9	2.0	0.0	0.2	0.0	-0.1
HICP excluding energy and food	2.8	2.2	2.0	1.9	-0.1	-0.1	0.1	0.0

Die Zentralbank geht weiterhin davon aus, dass ihr Inflationsziel im Lauf dieses Jahres erreicht wird und sich die Inflation anschließend nahe 2% bewegt.

Die Projektion wurde schon vor der deutschen Grundgesetzänderung, die Freiräume für zusätzliche Infrastrukturinvestitionen von geplanten 500 Mrd EUR und Verteidigungsinvestitionen von 400 Mrd EUR schafft, abgeschlossen und beruht vor allem auf einer Erholung der privaten Inlandsnachfrage. Die zusätzlichen staatlichen Ausgaben, die auch in den anderen Ländern der Eurozone zu erwarten sind, nachdem Verteidigungsausgaben von mehr als 1% des BIP nun auch nicht mehr in die Stabilitätskriterien (Budgetdefizit von max. 3% des BIP) eingerechnet werden sollen, wirken einer Unterschreitung des Inflationsziels ebenso entgegen wie der wachsende Protektionismus. Der intensive internationale Wettbewerb, der während der verstärkten Globalisierung teilweise Inflationsraten nahe oder unter null Prozent ermöglichte, wird durch die vielen neuen Zölle, Blockbildungen tendenziell schwächer. Die mit den vielen Unsicherheiten, zB in Bezug auf internationale Transportwege, verbundene Bestrebung, Lieferketten zu integrieren und Bezugsquellen zu diversifizieren, trägt im Vergleich zur starken Globalisierungsphase ebenfalls zu verringerter Effizienz und höheren Teuerungsraten bei. Damit verringert sich der Zinssenkungsspielraum der EZB. Neuere Rechnungen, die die EZB im Economic Bulletin 1/2025 zum neutralen Realzins (R*) publizierte, zeigen auch bei den Realzinsen ein gleichbleibendes, wenn nicht sogar wieder etwas höheres Gleichgewichtsniveau -0,5% bis 0,5%, nach einem anderen Modell sogar von -0,5% bis 1,5% hin. Die Geldpolitik der EZB wäre damit bei einem Einlagenszins von 2% neutral bis leicht expansiv. Der Futures-Markt implizierte in der letzten Märzwoche nur mehr eine Zinssenkung auf 2,25%. Da die europäische Wirtschaft trotz der geplanten staatlichen Investitionen – deren Umsetzung auch Vorlaufzeiten erfordert – einen leichten expansiven Impuls durchaus brauchen kann, rechnen wir aber weiterhin damit, dass sie in diesem Jahr, noch zwei Zinsschritte nach unten setzt und der Einlagensatz dann längere Zeit bei 2% verharren könnte. Die nächste Zinssenkung erwarten wir am 5. Juni.

Stärker und rascher als in der Eurozone wirkt sich in den USA die teils schon erfolgte Anhebung diverser Einfuhrzölle auf die Inflation aus. Die OECD hat im März ihre Prognose für die US-Verbraucherpreis-inflation 2025 um 0,7 Prozentpunkte auf 2,8% angehoben und die 2026-Prognose um 0,6 Prozentpunkte auf 2,6% erhöht.

Variable	Median ¹			
	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	1.7	1.8	1.8	1.8
December projection	2.1	2.0	1.9	1.8
Unemployment rate	4.4	4.3	4.3	4.2
December projection	4.3	4.3	4.3	4.2
PCE inflation	2.7	2.2	2.0	2.0
December projection	2.5	2.1	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.2	2.0	
December projection	2.5	2.2	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	3.9	3.4	3.1	3.0
December projection	3.9	3.4	3.1	3.0

Die US-Notenbank ist etwas gelassener und sieht in der neuen Projektion die Inflationsrate des Personal Consumption Expenditure Index (PCE) dieses Jahr bei 2,7% und – auch wegen der im Vergleich zur Vorprognose niedrigeren Wachstumserwartung – 2026 schon nur mehr bei 2,2%. In diesem Rückgang wirkt sich dann auch schon aus, dass das Zielband für die Fed Funds Rate mit 4,25% bis 4,50% restriktiv wirkt und wesentlich höheren Realzinsen entspricht als etwa in der Eurozone. Angesichts der rückläufigen Wachstumsdynamik ist somit aber auch Spielraum für Zinssenkungen gegeben. Der Median der laut FOMC-Mitgliedern künftig angemessenen mittleren Fed Funds Rate hat sich gegenüber der Projektion aus dem Dezember nicht verändert.

Wir rechnen dementsprechend auch in den USA mit zwei 25-Basispunkte-Schritten nach unten, bei einer weiteren Abschwächung des Konsumentenvertrauens eventuell auch mehr. Auch wenn diese eher erst im zweiten Halbjahr stattfinden dürften, werfen sie am Geldmarkt ihre Schatten voraus, sodass sich die Geldmarktkurve im zweiten Quartal invertieren und nach unten verschieben dürfte.

Staatsanleihen-Renditen in den USA, Japan und der Schweiz

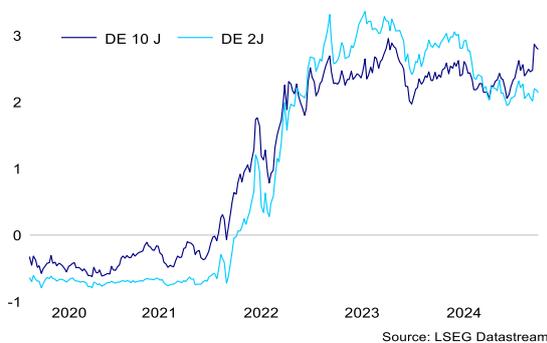
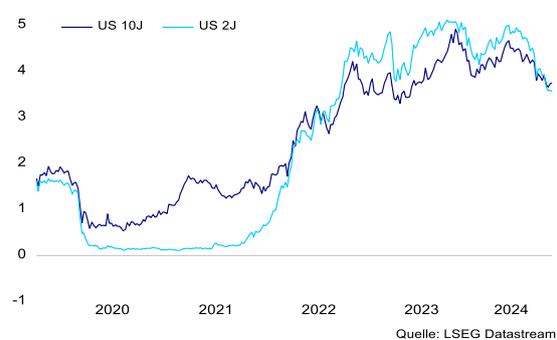
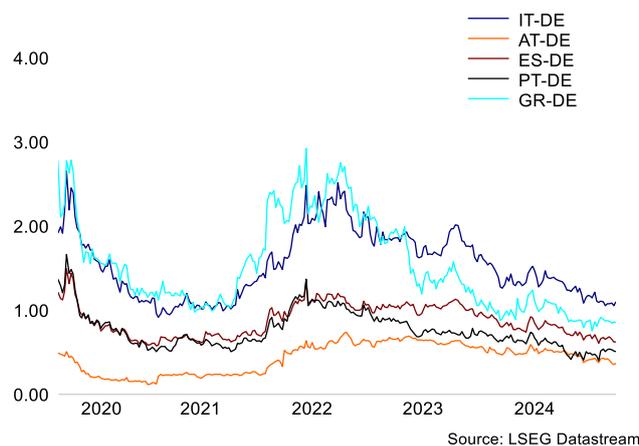
10:02	USA					JP					CH				
	26. Mär	19.12.24	18.12.23	+/- seit 19.12.24	+/- seit 18.12.23	26. Mär	19. Dez	19.12.24	+/- seit 19.12.24	+/- seit 18.12.23	26. Mär	19.12.24	18.12.23	+/- seit 19.12.24	+/- seit 18.12.23
2y	4,0022	4,31	4,42	-0,31	-0,42	0,885	0,39	0,59	0,50	0,30	0,243	0,10	1,04	0,15	-0,80
5y	4,0736	4,42	3,89	-0,35	0,18	1,183	0,50	0,72	0,68	0,50	0,463	0,13	0,71	0,34	-0,25
10y	4,3229	4,58	3,90	-0,26	0,42	1,583	0,86	1,08	0,73	0,86	0,713	0,28	0,62	0,43	0,10
30y	4,6705	4,12	4,00	0,55	0,67	2,622	2,08	2,28	0,54	2,08	0,868	0,36	0,55	0,51	0,32

Euro-Staatsanleihen-Renditen, Swap-Kurve und Renditeaufschläge

10:03	Rendite							IRS	Swap Spread				Spread über dt. Bund					
		26. Mär	19. Dez	18.12.23	+/- seit 19.12.	+/- seit 18.12.23	26. Mär		26. Mär	19. Dez	+/- seit 19.12.	AT	ES	FR	IT	GR	IE	
2y	Dt.Bund	11.03.2027	2,127	2,06	2,50	7	-38	2,25	13	15	-2	18	17	10	28	16	17	
5y	Dt.Bund	18.04.2030	2,413	2,12	2,00	29	42	2,46	4	11	-6	23	33	33	72	44	24	
7y	Dt.Bund	15.02.2032	2,549	2,15	1,96	40	59	2,57	2	11	-10	35	41	50	82	65	30	
10y	Dt.Bund	15.02.2035	2,784	2,31	2,02	47	77	2,69	-9	1	-10	37	63	69	111	85	29	
15y	Dt.Bund	15.05.2041	3,075	2,56	2,21	52	87	2,78	-29	-19	-11	38	79	63	119	82	27	
30y	Dt.Bund	15.08.2053	3,117	2,53	2,21	59	91	2,65	-47	-42	-5	47	104	98	150	119	38	

Spreads und Swap Spread Änderung in Basispunkten

Die **langfristigen Renditen** haben sich in den USA und der Eurozone im ersten Quartal gegenläufig entwickelt. Während die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihen seit der letzten Ausgabe der Marktperspektiven um rund einen viertel Prozentpunkt zurückgegangen ist, stieg jene der zehnjährigen deutschen Bundesanleihe um knapp einen halben Prozentpunkt an, sodass sich der Renditespread beträchtlich eingengt (und der USD entsprechend abgewertet) hat. Hintergrund sind u.a. die massiven Einschnitte bei staatlichen Diensten in den USA, die in ihrer fiskalischen Wirkung einnahmenseitig allerdings von den angekündigten Steuersenkungen bald schon wieder kompensiert werden könnten. Stärker noch wirkt die Verunsicherung über die US-Konjunktur angesichts der erratischen Politik. So will auch die US-Notenbank ihr Quantitative Tightening nicht weiter beschleunigen, sondern weiterhin einen beträchtlich Teil ihrer fällig werdenden Staatsanleihen durch neue ersetzen.

Deutsche Bundesanleihe (Rendite in %)

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

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


Der Aufschlag der österreichischen Bundesanleihen gegenüber Deutschland hat sich trotz „Budgetlochs“ und verschlechterten Rating-Ausblicks im ersten Quartal weiter verringert. Die Republik Österreich steht seit Jänner bei Fitch auf AA+ mit negativem und bei S&P auf AA+ mit neutralem Ausblick. Gleichzeitig sind aber in Deutschland angesichts der für Infrastruktur, Klimaschutz und Verteidigung geplanten staatlichen Mehrausgaben die Renditen stark gestiegen, sodass sich der österreichische 10-Jahres-Spread im März unter 40 Basispunkten eingependelt hat. Mit Ausnahme Portugals, das bereits 2024 ungewöhnlich niedrige Aufschläge verzeichnete, engten sich auch in den ehemals als Peripheriestaaten bezeichneten Ländern die Sovereign Spreads ein.

Ausblick Anleihenmärkte

Die Renditen in den USA werden dadurch begrenzt, dass die Fed ihr Quantitative Tightening nicht weiter beschleunigt, sondern weiterhin einen beträchtlich Teil ihrer fällig werdenden Staatsanleihen durch neue ersetzt. Bei anderen Assetklassen hält sie an der Reduktion der zu re-investierenden Beträge fest, was wegen der herrschenden Unsicherheiten auch in den USA, insbesondere aber in Europa zur erwartenden Spreadausweitung beitragen sollte. In Europa herrscht derzeit die ungewöhnliche Situation eines bei den langen Laufzeiten negativen Swap Spreads gegenüber den deutschen Bundesanleihen. Wir erwarten hier eine Normalisierung, da die anstehenden Staatsausgaben zwar groß sind, in der Umsetzung aber durchaus Zeit brauchen. Gleichzeitig ziehen sie aber auch private Investitionen nach sich und wirken auch auf die Inflationserwartungen. Die Spread-Normalisierung sollte daher nicht durch einen Rückgang der deutschen Staatsanleihen, sondern hauptsächlich durch einen Anstieg der Swap-Sätze erfolgen. Bei den staatlichen Benchmark-Renditen erwarten wir im zweiten Quartal nur wenig Bewegung.

Währungen

Land	Währung	Kurs vs. EUR			Performance vs. EUR		Kurs vs. USD			Performance vs. USD	
		25.Mär	19.Dez	12/23	seit 19.12.24	seit 12/23	25.Mär	19.Dez	12/23	seit 19.12.24	seit 12/23
USA	USD	1,082	1,042	1,104	-3,7%	2,0%					
Japan	JPY	162	164	155,7	0,7%	-4,1%	150	157	141	4,6%	-6,1%
Schweiz	CHF	0,954	0,934	0,929	-2,1%	-2,6%	0,88	0,90	0,84	1,7%	-4,5%
Großbritannien	GBP	0,84	0,82	0,867	-1,5%	3,8%	0,77	0,79	0,79	2,3%	1,7%
Norwegen	NOK	11,32	11,78	11,224	4,1%	-0,9%	10,46	11,31	10,17	8,1%	-2,8%
Schweden	SEK	10,82	11,49	11,138	6,2%	2,9%	10,00	11,03	10,07	10,3%	0,7%
Polen	PLN	4,17	4,26	4,343	2,3%	4,2%	3,85	4,09	3,94	6,3%	2,2%
Russland	RUB	90,8	107,4	100,215	18,3%	10,4%	83,89	103,06	89,5	22,9%	6,7%
Rumänien	RON	4,98	4,98	4,973	0,0%	-0,1%	4,60	4,78	4,51	3,9%	-2,0%
Tschechische Rep.	CZK	24,9	25,1	24,698	1,0%	-0,8%	23,00	24,12	22,4	4,9%	-2,8%
Türkei	TRY	41,12	36,65	32,544	-10,9%	-20,9%	37,98	35,07	29,53	-7,6%	-22,2%
Ungarn	HUF	397	415	383,4	4,4%	-3,5%	367,28	398,21	347	8,4%	-5,5%
Kanada	CAD	1,55	1,50	1,461	-3,0%	-5,5%	1,43	1,44	1,32	0,7%	-7,3%
Argentinien	ARS	1156,3	1070,7	894,537	-7,4%	-22,6%	1068,38	1022,19	808,5	-4,3%	-24,3%
Brasilien	BRL	6,22	6,52	5,357	4,9%	-13,9%	5,75	6,29	4,86	9,5%	-15,5%
Indien	INR	92,6	88,6	91,943	-4,3%	-0,8%	85,76	85,08	83,2	-0,8%	-3,0%
China	CNY	7,85	7,60	7,847	-3,2%	-0,1%	7,26	7,30	7,10	0,5%	-2,2%

Quelle: Bloomberg

Nach der **US-Dollar** Aufwertung gegen Ende des Jahres 2024 hat sich das Blatt im ersten Quartal 2025 gewendet, da die Sorgen vor negativen wirtschaftlichen Auswirkungen der neuen US-Wirtschaftspolitik die Oberhand gewannen. Währungen wie der Euro oder der japanische Yen haben ihre mit der US-Wahl eingeläuteten Wertverluste zur Gänze ausgleichen können. Die Aussicht auf erhöhte Verteidigungsausgaben und das umfassende geplante Ausgabenpaket in Deutschland haben zur besten wöchentlichen Euro-Performance seit 2009 geführt und negative Effekte aus der Zollpolitik vorübergehend in den Hintergrund gerückt.

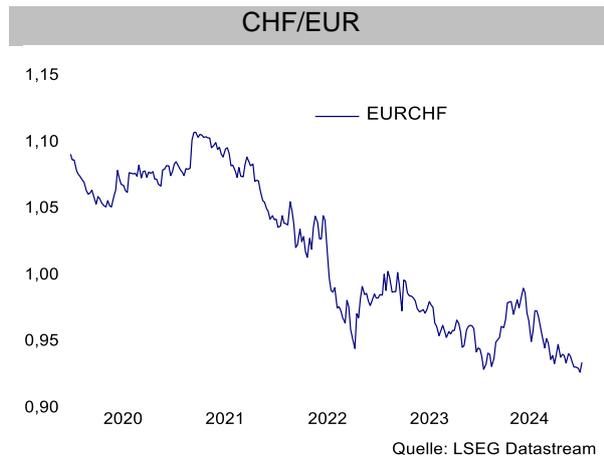
Noch größer waren die Kursgewinne zum US-Dollar beim **japanischen Yen**, der zusätzlich als Sicherer Hafen Kapital anzieht. Das Risiko niedrigerer US-Staatsanleihenrenditen im Zuge einer wirtschaftlichen Abkühlung macht die Währung attraktiver, hinzu kommen Spekulationen auf Leitzinsanhebungen durch die Bank of Japan. In der März-Sitzung sah die Bank aber erneut von einer Leitzinsanhebung ab und warnte vor der erhöhten wirtschaftlichen Unsicherheit durch die US-Zölle auf ihre Handelspartner. Auch der **chinesische Yuan** erweist sich trotz der handelspolitischen Streitigkeiten mit den USA stabiler als gedacht und als zu Beginn des letzten Handelskonflikts in den Jahren 2018-2019.

Noch deutlicher fielen die Aufwertungen bis Mitte März beispielsweise bei der **schwedischen** und auch der **norwegischen Krone** aus, nicht alle Währungen konnten sich aber gegenüber dem US-Dollar behaupten. Die Währungen der beiden US-Nachbarländer und wichtigsten US-Handelspartner konnten nur einen Teil ihrer Verluste der Vormonate wieder wettmachen, insbesondere der **kanadische Dollar** bleibt geschwächt, nachdem er Anfang Februar auf ein 22-Jahrestief gegenüber dem US-Dollar gefallen war. Die kanadische Notenbank hat ihre Leitzinsen auch schneller und öfter gesenkt als die Fed, sodass das Zinsdifferential deutlich größer geworden ist (2,75% in Kanada vs. 4,25%-4,5% in den USA).

Die Währungen der **Schwellenländer**, gemessen am MSCI Index für Emerging Market Währungen, konnten von Anfang des Jahres bis Mitte März um 1,7% zulegen. Stützend wirkten die Hoffnung auf ein weiteres Konjunkturpaket in China sowie Gespräche zwischen Russland und den USA über eine mögliche Friedensvereinbarung mit der Ukraine. Ein wichtiger Faktor für die Währungen aber bleibt die Fed-Politik, für die Sitzung im März wurde schon im Vorfeld vor dem Hintergrund der unterschiedlichen Auswirkungen der politischen Maßnahmen der US-Regierung für Inflation und Arbeitsmarkt aber keine Zinsänderung erwartet.

Der **ungarische Forint** und der **polnische Zloty** werteten seit Jahresbeginn zum Euro auf, nachdem vor allem der Forint in den beiden Jahren zuvor im Zuge der Zinssenkungen spürbar abgewertet hatte. Im Februar war die ungarische Inflationsrate mit 5,6% im europäischen Vergleich weiterhin sehr hoch,

der ungarische Ministerpräsident kündigte daraufhin die Preissenkung durch die Regierung für 30 Grundnahrungsmittel an.



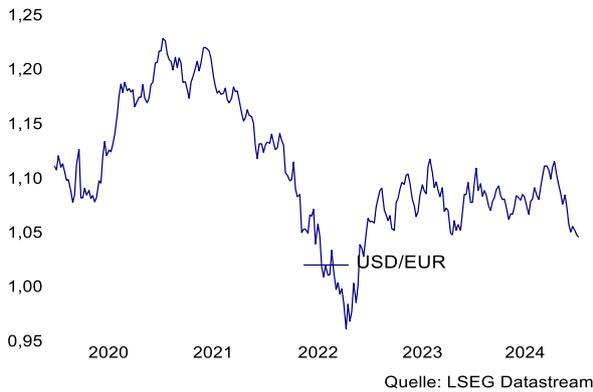
Der **Schweizer Franken** hat in den vergangenen drei Monaten zum Euro abgewertet, der Wertverlust blieb aber vor dem Hintergrund der parallel stattgefundenen Zinssenkungen durch die EZB und SNB gering. Im Jahr 2024 hat die Schweizerische Nationalbank Fremdwärnkäufe im Umfang von 1,2 Mrd. CHF durchgeführt. Dem stehen Devisenverkäufe in Höhe von 132,9 Mrd. CHF im Jahr zuvor gegenüber, die den Franken stärken sollten, um sich gegen importierte Preisanstiege zu schützen. Am 20. März beschloss die SNB die erwartete Zinssenkung um 25 Basispunkte auf 0,25%. Deviseninterventionen würden bei Bedarf weiter eingesetzt werden, auch wenn die Schweiz damit US-Gegenmaßnahmen aufgrund einer Einstufung als „Währungsmanipulator“ riskiert.

CHF-Ausblick

Nach der jüngsten Zinssenkung durch die SNB rechnen Ökonomen laut Umfragen mit keiner weiteren Senkung in diesem Jahr mehr. Der seit September amtierende Zentralbankchef Schlegel hat schon im Jänner gesagt, dass Negativzinsen zwar berücksichtigt werden, er sie aber vorzugsweise vermeiden möchte. Die Inflationsaussichten bleiben aber auch in der jüngsten Prognose der SNB sehr niedrig, mit 0,4% und 0,8% in den Jahren 2025 und 2026 liegen sie dennoch innerhalb des SNB-Zielbands von 0-2%. Bei zusätzlichem Aufwertungsdruck durch die geo- wie auch handelspolitischen Unsicherheiten sowie möglichen weiteren Zinssenkungen durch die EZB gehen wir davon aus, dass die SNB im laufenden Jahr wieder verstärkt von Devisenkäufen Gebrauch machen wird, nachdem sie im Jahr 2024 in dieser Hinsicht zurückhaltend war. Unterstützung für den Euro bringt die wachsende Renditedifferenz zum Euro aufgrund der angekündigten Ausgabenpaketen der EU und Deutschlands, die zu höheren Anleiherenditen geführt haben.

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. Vom Handelskonflikt mit den USA blieb die Schweiz bisher weitgehend verschont, die Unwägbarkeiten bei der Amtszeit Trumps sprechen aber auch tendenziell für weiteren Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken, auch wenn die Auswirkungen der Handelspolitik auf die Inflation und auf die EZB- und Fed-Politik unsicher sind. Wir halten in der kurzen Frist eine Aufwertung des Franken für möglich, mittelfristig halten wir aber an einer Seitwärtsentwicklung des CHF fest.

USD/EUR



Der Dollar Index, der den US-Dollar gegenüber einem handelsgewichteten Korb an Währungen misst, ist seit seinem Zweijahreshoch Mitte Jänner bis Mitte März um 7% gesunken. Zunächst hatten die Märkte bei potenziellen Zolleinführungen mit einem stärkeren Dollar gerechnet, die Rezessionsängste haben in den letzten Wochen angesichts der erratischen Politik aber überwogen. Das dürfte den US-Präsidenten aber wenig stören, immerhin macht auch ein Diskussionspapier eines seiner wirtschaftlichen Berater Stephen Miran die Runde, das als „Mar a Lago Abkommen“ bezeichnet wird und dezidiert auf einen schwachen Dollar abzielt.

Durch die Androhung höherer Zölle oder die Aufhebung von Sicherheitsgarantieren sollen die US-Handelspartner dem Papier zufolge dazu gezwungen werden, zur Schwächung des Dollars beizutragen und langfristige Finanzmittel zu niedrigen Kosten zur Verfügung zu stellen (etwa durch die Umschuldung auf unverzinsten Anleihen mit sehr langer Laufzeit). Die Dominanz des Dollars hätte die Wettbewerbsfähigkeit reduziert, zu Handelsdefiziten geführt und die amerikanische Industrie ausgehöhlt. Die tatsächliche Umsetzung eines solchen Plans wurde von der Regierung aber bisher nicht angekündigt und Umschuldungswünsche beinhalten ein hohes Risiko für einen abrupten Renditanstieg. Unter anderem deshalb bestehen an einem Erfolg solcher Maßnahmen unter Experten erhebliche Zweifel.

USD-Ausblick

Die Zinsdifferenz zwischen den USA und der Eurozone ist weiterhin positiv und könnte sich zumindest am kurzen Ende auch noch ausweiten, zumal die Zentralbank nicht plant, sich dem Druck des US-Präsidenten, die Zinsen rasch zu senken, zu beugen. 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 trotz der jüngsten Abwärtsrevisionen deutlich optimistischer. Für das laufende Jahr geht die Fed nunmehr von einer Kerninflationrate von 2,8% und einem BIP-Zuwachs von 1,7% aus. Auch die Prognoseinstitute IWF und OECD gehen von einer dynamischeren Entwicklung in den USA aus, wenngleich wichtige Faktoren wie das deutsche Ausgabenpaket noch nicht vollständig berücksichtigt wurden. Hinzu kommen Wettbewerbsvorteile aus der Energieautarkie sowie die trotz Diversifizierungsbemühungen in einigen Ländern nach wie vor bedeutende Rolle als Reservewährung und sicherer Hafen. Insofern profitiert der US-Dollar wie auch der Schweizer Franken von den vielen geopolitischen Unsicherheiten.

Höhere US-Zölle könnten in der Theorie eine Dollar-Aufwertung bewirken, da inländische Güter relativ zu ausländischen Waren für US-Konsumenten dadurch attraktiver werden und der Dollar vermehrt nachgefragt wird. In den letzten Wochen haben die Sorgen um die US-Wirtschaft im Fall eines großflächigen Handelskriegs zwar dominiert, viel dürfte aber schon eingepreist sein. Allerdings haben die Daten wie zuletzt auch die Arbeitslosenzahlen diese Sorgen nicht bestätigt und vielmehr auf eine weiterhin stabile Wirtschaftslage hingedeutet. Zudem hat auch die Fed signalisiert, es mit weiteren Zinssenkungen nicht eilig zu haben.

Mittelfristig könnten sich die kursstützenden Faktoren und die nicht zuletzt durch das Budgetdefizit bestehenden, für den US-Dollar belastenden Faktoren in etwa die Waage halten, aber auch kurzfristig macht die sich andauernd ändernde Nachrichtenlage eine Prognose schwierig. Da hohe Unsicherheiten aber nicht für eine Dollar-Schwäche sprechen, gehen wir bis auf Weiteres von einer Seitwärtsentwicklung des EURUSD-Wechselkurses aus. In einer von Reuters durchgeführten Umfrage von Anfang März sehen die befragten Ökonomen den Wechselkurs im August bei 1,04 USD/EUR.

Aktienmärkte

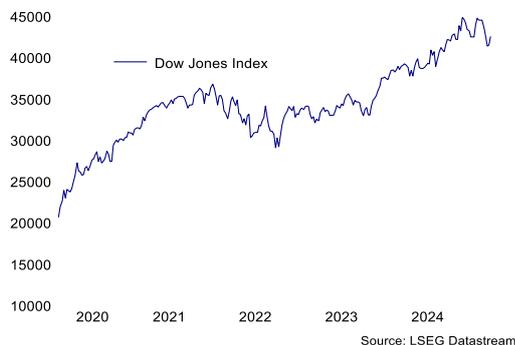
Veränderung der Aktienindizes

24.03.2025		18.12.2024	seit 18.12.24	% YTD	% 1J	% 5J	Währung	24.03.2025		18.12.2024	seit 18.12.24	% YTD	% 1J	% 5J	Währung
Europa (N/WS)								Nordamerika							
	Schlusskurs	Schlusskurs						Schlusskurs	Schlusskurs						
AEX (Amsterdam)	915,67	892,66	2,58%	4,8	5,0	93,7	EUR	DJ Ind (New York)	42583,32	42326,87	0,61%	0,1	8,3	100,9	USD
ASE (Athen)	1726,52	1455,67	18,61%	17,5	21,1	212,5	EUR	NASDAQ Comp. (NY)	18188,59	19392,69	-6,21%	-5,4	11,5	147,3	USD
ATX (Wien)	4297,55	3602,14	19,31%	16,6	22,1	111,6	EUR	S&P 500 (New York)	5767,57	5872,16	-1,78%	-1,9	10,6	133,1	USD
CAC 40 (Paris)	8022,33	7384,62	8,64%	9,9	-0,5	82,9	EUR	TSX (Toronto)	25304,11	24557	3,04%	2,7	15,7	93,2	CAD
DAX (Frankfurt)	22852,66	20242,57	12,89%	16,1	26,6	134,0	EUR	Meibol (Mexico C.)	52674,84	49968,44	5,42%	6,7	-6,6	48,7	MXN
MDAX (Frankfurt)	28755,62	25847,51	11,25%	13,1	8,5	39,3	EUR	Südamerika							
EURO STOXX 50	5415,79	4957,28	9,25%	11,8	8,5	95,5	EUR	Ibovespa (Sao Paulo)	131321,4	120771,88	8,74%	10,5	4,7	77,3	BRL
FTSE 100 (London)	8638,01	8199,11	5,35%	6,0	9,4	52,3	GBP	IPSA (Santiago)	7632,657	6731,49	13,39%	13,2	17,0	143,2	CLP
FTSE MIB (Mailand)	38972,81	34400,99	13,29%	15,2	13,7	128,4	EUR	Sonst. Regionen							
IBEX 35 (Madrid)	13323,3	11617,9	14,68%	16,3	23,1	94,2	EUR	ASX 200 (Sydney)	7936,885	8309,37	-4,48%	-2,7	1,7	58,9	AUD
ISEQ (Dublin)	10720,23	9728,61	10,19%	10,0	9,4	116,0	EUR	Hang Seng (Hong K.)	3527,25	2959,18	19,20%	15,5	39,3	6,6	HKD
OBX (Oslo)	1457,09	1316,92	10,64%	9,8	18,6	131,2	NOK	Hang Seng China (HK)	8850,69	7180,79	23,26%	18,2	49,7	-9,6	HKD
SMI (Zürich)	13000,24	11638,91	11,70%	12,2	11,8	44,8	CHF	BIST 100 (Istanbul)	9299,36	9915,76	-6,22%	-1,2	7,6	990,9	TRY
EU-Wachstum								KOSPI (Seoul)	2632,07	2484,43	5,94%	9,0	-4,4	53,4	KRW
TecDAX (Frankfurt)	3769,49	3500,83	7,67%	11,3	11,8	53,6	EUR	Nikkei 225 (Tokio)	37608,49	39081,71	-3,77%	-5,3	-6,5	93,3	JPY
techMARK 100 (Lon.)	6549,71	6473,51	1,18%	1,8	-5,1	45,0	GBP	Shanghai Comp. (SH)	3370,028	3382,208	-0,36%	0,5	11,4	21,2	CNY
Zentr.-Osteuropa								BSE Sensex (Mumbai)	77984,38	80182,2	-2,74%	-0,2	7,1	173,4	INR
BUX (Budapest)	90914,74	79243,31	14,73%	15,5	40,8	180,3	HUF	Straits Times (Singap.)	3936,33	3779,62	4,15%	4,4	23,7	57,8	SGD
PX (Prag)	2119,33	1754,2	20,81%	20,2	42,1	162,0	CZK	Tadawul (Riad)	11778,08	11961,05	-1,53%	-2,7	-7,5	88,5	SAR
WIG 20 (Warschau)	2767,76	2226,58	24,31%	27,7	19,5	94,2	PLN	TAIEX (Taipei)	22106,64	23168,67	-4,58%	-3,3	10,3	130,9	TWD
								Top 40 (Johannesb.)	81617,41	77018,68	5,97%	9,2	22,8	108,4	ZAR

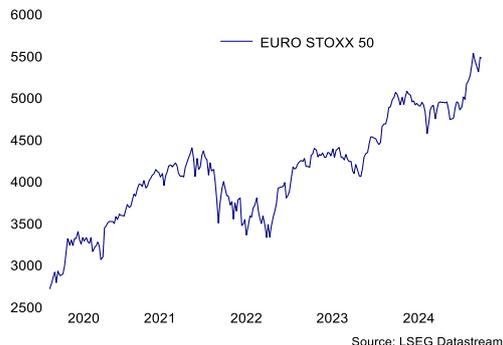
Quelle: Bloomberg

Im ersten Quartal dieses Jahres haben die europäischen Aktienmärkte einen Teil ihres Bewertungsrückstands gegenüber den USA aufgeholt. Während der S&P500 leicht rückläufig war, nahm der ATX von Jahresbeginn bis 24.3.2025 um rund 16% zu und der als Performance Index, d.h. inklusive Dividenden gerechnete ATX TR erreichte – ebenso wie der DAX – mehrere All-time Highs in Folge. Einer der wesentlichen Gründe ist die unterschiedliche Phase der beiden Währungsblöcke im Konjunkturzyklus. Während sich das US-BIP-Wachstum nach langem Aufschwung abflacht, befindet sich die Eurowirtschaft nahe der Talsohle, deren Überwindung in der Regel mit überdurchschnittlichem Wachstum einhergeht. Vom beherrschenden Thema der diversen von der neuen US-Administration angekündigten bzw. bereits eingeführten Zölle waren nicht nur die Wirtschaftsaussichten der Handelspartner sondern auch das Geschäfts- und Konsumklima in den USA betroffen. So erhöht der neue 25% Zoll auf Stahl- und Aluminiumimporte auch für viele US-Produzenten die Material- und Vorleistungskosten. Zölle auf Konsumgüter schlagen sich mehr oder minder direkt in der Konsumentenpreisinflationsprognosen für die USA angehoben wurden und die geldpolitische Lockerung ins Stocken geraten ist. Gegenmaßnahmen durch die Handelspartner könnten vor allem den Dienstleistungssektor betreffen, wo die USA außenwirtschaftliche Überschüsse erzielen, während sie im Warenverkehr ein Handelsbilanzdefizit aufweisen. Der Abbau staatlicher Dienste und Einrichtungen wird zudem auch Nachfrageeffekte haben.

Dow Jones Index



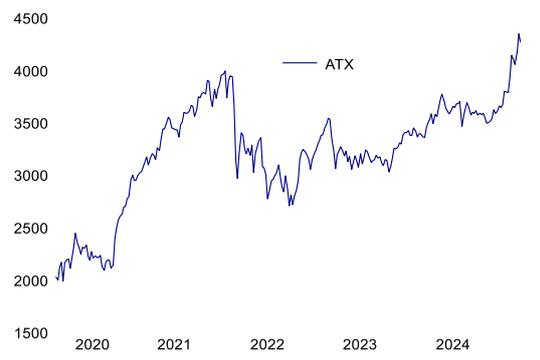
EuroSTOXX50



Dass die Tech-Werte überdurchschnittlich nachgelassen haben und der NASAQ-Index am 24. März um gut 6% unter dem Vorjahresresultimo schloss, hing neben den genannten Faktoren auch stark mit neuer Konkurrenz zusammen. So schockierte das chinesische Unternehmen Deep Seek die Mitbewerber mit der Vorstellung einer künstlichen Intelligenz, die mit weit weniger Rechenleistung (und damit Strom- und Materialkosten) auskommen soll als die bisherigen Marktführer, was die Aktienkurse von Unternehmen wie Nvidia, die 2024 stark vom AI-Boom profitiert hatten, entsprechend drückte. Zu Aktien mit starker Kurskorrektur zählte im ersten Quartal auch Tesla, das neben neuer, ebenfalls vor allem in China entstehender Konkurrenz auch mit dem Image seines Hauptaktionärs kämpfte, dessen politische Aktivität umstritten ist.

DAX


Source: LSEG Datastream

ATX


Source: LSEG Datastream

Der DAX erzielte im ersten Quartal ein All-time-High nach dem anderen, kämpfte am 26.3. wieder mit der Marke von 23.000 Punkten. Stark performten im ersten Quartal unter anderem jene Unternehmen, die von den angekündigten und mit der Grundgesetzänderung im März dann auch tatsächlich ermöglichten zusätzlichen Investitionen von 400 Mrd EUR in Verteidigung und 500 Mrd EUR in Infrastruktur und Klimaschutz profitieren sollten, darunter vor allem die Aktie von Rheinmetall, deren Kurs sich gegenüber dem Jahreswechsel verdoppelte. Der ATX verzeichnete einen noch größeren Zuwachs. Auch hier wirkten sich die zu erwartenden Investitionen aus und verbesserten bei Zulieferern wie etwa der Voestalpine die Geschäftsaussichten. Die stark gewichteten Bankaktien, die fast 40% des Index ausmachen, entwickelten sich, ebenso wie der mit gut 13% nach der Erste Group zweitgrößte Indextitel OMV und die beiden Versicherungsaktien.

Bei der vierteljährlichen Überprüfung der Indexzusammensetzung durch das ATX-Komitee kam es zu keinen nennenswerten Änderungen. Zu einer Namensänderung kam es bei der Immofinanz, die aufgrund ihres Hauptaktionärs nun als CPI Europe im ATX aufscheint.

ATX- und ausgewählte ATX Prime-Aktien und ihre Bewertung¹

Name	Schlusskurs 24.03.2025	Kurs 18.12.2024	% seit 18.12.24	% 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	68,54	59,02	16%	12,9	68,0	249,5	19,1	4,0	1,4	9,5	9,0			2,5	2,4	30.04.2025
OMV AG	45,8	36,6	25%	25,1	8,1	81,8	13,5	10,8	1,0	8,2	8,0	3,9	4,1	0,5	0,5	30.04.2025
VERBUND AG	66,15	68,3	-3%	-5,6	-5,0	101,6	7,9	6,3	2,3	14,3	18,1	8,6	10,3	3,1	3,3	14.05.2025
BAWAG GROUP AG	102,5	80,15	28%	23,8	73,3	270,3	13,9	5,0	2,0	9,5	8,3			3,6	3,4	29.04.2025
ANDRITZ AG	58,85	49	20%	19,4	2,7	114,1	7,5	4,3	2,8	11,2	10,0	6,0	5,5	0,7	0,7	30.04.2025
VOESTALPINE AG	24,8	18,13	37%	34,0	-4,7	30,6	5,4	2,9	0,6	16,5	10,4	4,9	4,2	0,3	0,3	04.06.2025
WIENERBERGER AG	33,9	26,02	30%	24,9	-0,7	129,7	6,6	2,7	1,3	11,5	9,6	6,5	5,8	0,8	0,7	20.05.2025
RAIFFEISEN BANK INTER	25,96	19,87	31%	31,6	44,4	83,0	6,0	4,8	0,5	4,5	4,9			1,0	1,1	06.05.2025
EVN AG	21,65	21,05	3%	-1,8	-12,6	76,2	2,1	4,2	0,6	8,9	9,0	6,5	6,2	1,2	1,2	26.05.2025
CA IMMOBILIEN ANLAGE	22,38	23	-3%	-3,9	-30,3	-10,6	1,7	3,6	0,8			23,5	22,8	11,1	10,1	26.03.2025
MAYR-MELNHOF KARTOI	82,5	68,5	20%	4,5	-26,4	-26,4	1,5	1,8	0,8	9,5	7,3	6,4	5,4	0,4	0,4	29.04.2025
OESTERREICHISCHE POS	31,55	28,4	11%	8,5	-1,3	4,5	1,9	5,7	2,9	15,2	14,8	6,0	5,9	0,7	0,7	08.05.2025
VIENNA INSURANCE GR	40,5	30,4	33%	34,1	43,1	148,2	2,8	3,4	1,2	7,3	6,8			0,4	0,4	27.05.2025
UNIQA INSURANCE GRO	9,89	7,75	28%	26,7	24,8	38,2	2,2	5,7	1,1	8,6	7,9	7,3	7,0	0,7	0,7	23.05.2025
TELEKOM AUSTRIA AG	8,74	7,79	12%	9,4	12,5	65,5	2,0	4,1	1,2	9,1	8,5	3,8	3,7	1,0	1,0	16.04.2025
CPI EUROPE AG	16,48	15,08	9%	10,5	-29,7	11,8	1,2		0,6	15,5	8,2	16,6	15,9	2,9	2,8	28.03.2025
DO & CO AG	180,8	180	0%	-2,7	23,2	413,8	2,4		5,1	19,6	17,4	8,4	7,5	0,8	0,8	12.06.2025
AUSTRIA TECHNOLOGIE	14	10,68	31%	16,0	-20,3	10,7	0,7		0,8			8,6	5,3	0,3	0,2	15.05.2025
LENZING AG	32,35	27,7	17%	6,8	2,4	-31,9	1,1		1,5			8,5	7,3	0,4	0,4	08.05.2025
SCHOELLER-BLECKMANN	35,8	29,1	23%	24,0	-17,7	29,6	0,7	5,4	1,2	10,5	8,9	5,8	5,2	1,0	1,0	22.05.2025
STRABAG SE-BR	66,7	40,35	65%	71,6	82,3	255,0		3,2	1,9	10,5	12,2	4,6	4,8	0,4	0,4	28.04.2025
AGRANA BETEILIGUNGS	11,1	10,9	2%	5,7	-17,8	-29,5		8,1	0,6	14,5	9,0	6,4	5,4	0,2	0,2	09.05.2025
FLUGHAFEN WIEN AG	53,6	53,2	1%	0,4	5,7	141,1		2,4	2,7	20,0	20,4	10,0	9,9	4,0	3,9	15.05.2025
PORR AG	27,65	17,64	57%	55,0	95,6	80,3		2,7	1,3	11,5	9,9	3,5	3,2	0,2	0,2	27.03.2025
SEMPERIT AG HOLDING	15,06	12,02	25%	26,4	32,9	53,4		3,3	0,7	14,5	9,3	5,0	4,2	0,4	0,4	14.05.2025
PALFINGER AG	30,3	19,36	57%	52,4	31,0	82,9		3,5	1,5	11,7	8,9	6,9	5,9	0,5	0,4	25.04.2025
FACC AG	7,78	6,15	27%	29,5	32,4	-7,0			1,6	42,2	14,6	8,8	7,1	0,4	0,4	26.03.2025
RHI MAGNESITA NV	39,6	38	4%	2,6	-2,7	83,9		4,6		7,7	7,1	5,6	5,3	0,5	0,5	30.07.2025
PIERER MOBILITY AG	19	11,25	69%	-2,3	-58,2	-26,5		2,6	0,9				11,9	0,3	0,3	26.03.2025

Quelle: Bloomberg

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

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

Die **Agrana Beteiligungs AG** hat am 25. März vorläufige Zahlen zum am 28.2.2025 beendeten Geschäftsjahr 2024/25 veröffentlicht. Dabei liegt das vorläufige operative Ergebnis mit 76,5 Mio EUR leicht oberhalb des letzten Avisos von 55 bis 75 Mio EUR (2023/24: 176,7 Mio EUR). Im EBIT machen sich negative Sondereinflüsse aus Wertminderungen der Zuckerwerke in Leopoldsdorf und Tschechien, deren Produktion eingestellt wurde, sowie weitere Reorganisationsmaßnahmen im Zusammenhang mit der überarbeiteten Konzernstrategie bemerkbar.

Die **Andritz Gruppe** berichtete für das Geschäftsjahr 2024 über einen moderaten Umsatz- und EBITA-Rückgang gegenüber das Rekordjahr 2023, die Margen des operativen Gewinns konnten entsprechend stabil gehalten werden. Dank eines guten vierten Quartals insbesondere für die Division Hydropower konnten die Rückgänge bei den Auftragseingängen auch für das Gesamtjahr auf nur rund 3% limitiert werden. Für das Gesamtjahr 2025 geht die Gruppe von einer zunehmenden Projektaktivität aus und prognostiziert eine stabile bis leicht rückläufige Umsatzentwicklung, verweist aber auf die Möglichkeit kapazitive Anpassungen bei einer schwächer als erwarteten Wirtschaftsentwicklung. Mitte März wurde angekündigt, dass die Andritz-Tochter Schuler künftig Andritz Schuler heißen wird. Bei dem Pressenhersteller für die Automobilindustrie kam es im vergangenen Herbst zum Abbau von etwas unter 500 Stellen.

AT&S verzeichnete in den ersten drei Quartalen 2024/25 einen Umsatzrückgang von 0,7% auf 1,197 Mrd EUR, das EBIT fiel auf -1,4 Mio EUR und der Periodenverlust weitete sich auf -95,3 Mio EUR aus. Die Jahresprognose mit einem Umsatz zwischen 1,6 und 1,7 Mrd EUR und einer bereinigten EBITDA-Marge von 25–29% wurde bestätigt. Investitionen in Kulim und Leoben sowie der Verkauf des Werks in Ansan sollen die Profitabilität stärken. Das Leobener High-tech-Unternehmen stellte Ende Februar mit Michael Mertin seinen ab Mai amtierenden neuen CEO vor, nachdem der langjährige Vorstandsvorsitzende Andreas Gerstenmayer sein Mandat im Oktober zurückgelegt hatte und seither vorerst von Peter Schneider ersetzt worden war. Auch die Spitze des Aufsichtsrats wurde neu besetzt.

Die **CA Immo AG** hat am 3. März ihr jüngstes Aktienrückkaufprogramm abgeschlossen und damit bei den selbst gehaltenen Aktien die Höchstgrenze von 10% des Grundkapitals erreicht.

Der Aktienkurs der **Lenzing AG** legte nach einem schwachen Start im Börsenjahr 2025 Mitte März kräftig zu, nachdem der Faserhersteller seine Zahlen für das Geschäftsjahr 2024 veröffentlichte. Trotz der weiterhin bestehenden Herausforderungen insbesondere auf der Kostenseite konnte das EBIT von -476 Mio EUR auf 88,5 Mio EUR gesteigert werden und auch der freie Cashflow drehte ins Plus. Für das laufende Jahr ist das Unternehmen optimistisch und stellt ein höheres EBITDA als 2024 in Aussicht.

Mayr-Melnhof berichtete von einem in den ersten neun Monaten 2024 um 17,8% über dem Vorjahreswert liegenden Produktionsvolumen im Bereich Karton und Papier (Board & Paper), wobei aufgrund niedriger Durchschnittspreise und erhöhter Faserstoffkosten der Ergebnisbeitrag sank. Die Division Packaging verzeichnete unter dem Vergleichszeitraum 2023 liegend Umsatzerlöse mit Jahresraten von -6,2% sowie -7,5% und ebenfalls rückläufige Ergebnisbeiträge. Um sich stärker auf die Kernbereiche Karton und Konsumgüterverpackung konzentrieren zu können, dass das Unternehmen Ende 2024 seine Anteile an der auf Zigarettenpapier spezialisierten Tann-Gruppe verkauft. Der Unternehmenswert wurde mit 360 Mio EUR angesetzt.

Die **OMV AG** hat am 3. März bekanntgegeben, dass die lange besprochene Fusion ihrer 75%-Tochter Borealis mit der ADNOC-Tochter Bourouge zu einem Joint Venture nun beschlossen ist. Die neue Gesellschaft, die als Bourouge Group International an der Börse in Abu Dhabi und später auch an der Wiener Börse notieren wird, soll von Mubadala Investment die kanadische Nova Chemicals übernehmen, für die ein Kaufpreis von 9,38 EUR vereinbart wurde. Der Kapitalzuschuss der OMV an die neue Bourouge Group wird mit einem Gegenwert von 1,61 Mrd EUR am 1.1.2025 beziffert. Die Durchführung der Transaktion wird für 2026 erwartet. Im Jahr 2024 wurde im Konzern ein ähnlicher Periodenüberschuss erzielt wie im Jahr zuvor, der den Aktionären der Muttergesellschaft zuzurechnende Gewinn ist jedoch um 6% gefallen. Dementsprechend sieht der Dividendenvorschlag eine zwar um 10 Cent auf 3,05 EUR/Aktien gesteigerte reguläre Ausschüttung vor, fällt mit 1,70 EUR je Aktie bei der Sonderdividende aber um 40 Cent geringer aus als im Vorjahr.

Die **Österreichische Post AG** präsentierte am 7. März ein starkes Jahresergebnis 2024 mit einem Umsatzplus von 13,9 % auf 3,12 Mrd EUR und einem um 9 % gestiegenen Betriebsergebnis.

Der teilstaatliche Energieversorger **Verbund** musste im Geschäftsjahr 2024 einen Ergebniseinbruch hinnehmen: Der Gewinn sank um 17,2% auf 1,875 Mrd EUR, das EBITDA verringerte sich um 22,5% auf 3,48 Mrd EUR. Hauptursache waren gesunkene Großhandelspreise für Strom, insbesondere am Spot- und Terminmarkt. Der durchschnittlich erzielte Absatzpreis für Wasserkraftstrom fiel um 49,1 EUR auf 118,0 EUR/MWh. Der Umsatz sank um 21,1% auf 8,22 Mrd EUR. Trotz des Rückgangs schlägt der Konzern eine Dividende von 2,80 EUR je Aktie vor. Bis 2027 will Verbund rund 5,9 Mrd EUR investieren – schwerpunktmäßig in den Ausbau der Kraftwerke und der Netzinfrastruktur. Relevant für die Aktionäre ist auch, dass die Übergewinnsteuer in Österreich rückwirkend ab 2024 um fünf Jahre verlängert wurde.

Die **Vienna Insurance Group** steigerte im Geschäftsjahr 2024 ihre verrechneten Prämieinnahmen um 10% auf 15,2 Mrd EUR, das Ergebnis vor Steuern wuchs um 14,1% auf 881,8 Mio EUR. Besonders stark entwickelten sich die Märkte in Polen, Rumänien und im Baltikum. In Österreich ging das Ergebnis vor Steuern dagegen um 12,9% zurück. Die Combined Ratio verschlechterte sich leicht auf 93,4%, belastet durch wetterbedingte Schäden, vor allem durch Sturm Boris. Der Gewinn je Aktie stieg auf 4,98 EUR, die Dividende soll auf 1,55 EUR je Aktie angehoben werden. Für 2025 erwartet die VIG ein Ergebnis vor Steuern zwischen 950 Mio und 1 Mrd EUR.

Der Aktienkurs der **Lenzing AG** legte nach einem schwachen Start im Börsenjahr 2025 Mitte März kräftig zu, nachdem der Faserhersteller seine Zahlen für das Geschäftsjahr 2024 veröffentlichte. Trotz der weiterhin bestehenden Herausforderungen insbesondere auf der Kostenseite konnte das EBIT von -476 Mio EUR auf 88,5 Mio EUR gesteigert werden und auch der freie Cashflow drehte ins Plus. Für das laufende Jahr ist das Unternehmen optimistisch und stellt ein höheres EBITDA als 2024 in Aussicht.

Die **Voestalpine AG** hat in den ersten drei Quartalen ihres bis 31.3.2025 laufenden Geschäftsjahrs 2024/25 einen leicht unter dem Vorjahr liegenden Umsatz von 11,7 Mrd EUR erreicht, wobei das EBITDA aufgrund negativer Einmaleffekte mit 978 Mio EUR um rund ein Drittel unter dem Vergleichswert 2023/24 lag. Die in den ersten drei Quartalen 2023/24 erreichten 1,3 Mrd EUR erwartet das Unternehmen nun für das Gesamtjahr 2024/25. Gut entwickelten sich die Bereiche Bahninfrastruktur, Lagersysteme und Luftfahrt, auch die Nachfrage aus der Energiewirtschaft blieb gut. Schwach blieben die Abnehmer aus den Sektoren Bau, Maschinenbau, Konsumgüter und Automobil, worauf die Voestalpine mit einer Reduktion ihrer Standorte in Deutschland sowie dem Verkauf von Buderus Edelstahl reagiert hat, der im Jänner abgeschlossen wurde.

Die **Wienerberger AG** hat bei der Vorlage ihrer Geschäftszahlen zum Jahr 2024 angekündigt, eine gegenüber dem Vorjahr um 5,6% gesteigerte Dividende von 0,95 EUR je Aktie ausschütten zu wollen. Im für den Bausektor schwierigen Umfeld 2024 hat das Unternehmen seinen Umsatz auf 4,51 Mrd EUR erhöht was einen Anstieg von 7% gegenüber dem Vorjahr entspricht. Das Nettoergebnis sank jedoch infolge gestiegener Zinskosten, Sonderabschreibungen und höherer Steuerquote deutlich um 65% auf 80 Mio EUR. Besonders in Westeuropa konnte Wienerberger dank gezielter Akquisitionen wie Terreal Marktanteile gewinnen, während sich das US-Geschäft trotz politischer Unsicherheiten stabil zeigte. Die Integration neuer Unternehmen und der Fokus auf nachhaltige Baustoffe und Infrastruktur stärken die strategische Ausrichtung auf margenstarke Segmente.

DAX-Unternehmen und ihre Bewertung¹

Name	Schlusskurs 24.03.2025	Kurs 18.12.2024	seit 18.12.20 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	60,58	51,22	18%	18,4	260,1	181,2		4,9	77,3	25,0	14,8	9,3	1,3	1,1	08.05.2025
SYMRISE AG	90	102,45	-12%	-12,1	-19,4	12,8	1,2	3,4	27,3	22,4	14,6	13,3	2,5	2,4	27.03.2025
PORSCHE AUTOMOBIL HLDG-PRF	37,49	35,87	5%	3,7	-22,6	-4,8	6,8	0,2	2,9	2,8		6,5			26.03.2025
MTU AERO ENGINES AG	341,5	323,1	6%	6,7	48,2	155,0	0,6	5,4	21,4	19,3	12,4	11,3	2,1	1,9	06.05.2025
RHEINMETALL AG	1319,5	613,2	115%	114,7	160,2	2002,5	0,4	17,9	44,0	30,5	24,0	17,1	4,6	3,5	08.05.2025
DAIMLER TRUCK HOLDING AG	38,23	37,67	1%	3,8	-18,4	28,5	5,0	1,3	8,3	7,0	3,5	3,0	0,5	0,5	14.05.2025
SIEMENS HEALTHINEERS AG	51,62	53,32	-3%	1,4	-6,0	50,0	1,8	3,0	21,7	18,7	14,4	13,0	2,5	2,3	07.05.2025
ZALANDO SE	31,57	33,8	-7%	-2,1	26,2	-11,1		3,1	25,9	20,8	8,5	7,5	0,7	0,7	06.05.2025
QIAGEN N.V.	36,89	44,475	-17%	-14,6	-10,4	-5,9	3,4	2,4	17,7	16,1	11,3	10,5	4,2	4,0	29.04.2025
SARTORIUS AG-VORZUG	233,1	220,3	6%	7,7	-37,4	11,1	0,3	6,3	45,6	35,7	19,4	16,7	4,2	3,8	16.04.2025
BRENTNAG SE	63,24	57,72	10%	8,4	-19,5	91,7	3,3	2,0	12,7	11,6	7,5	7,1	0,5	0,5	14.05.2025
AIRBUS SE	167,02	158,88	5%	11,6	1,3	186,8	1,6		26,7	21,6	12,2	10,5	1,8	1,6	30.04.2025
ALLIANZ SE-REG	351,8	297,6	18%	20,4	29,4	126,9	3,9	2,3	12,7	11,7	9,5	9,0	0,8	0,8	15.05.2025
COVESTRO AG	58,22	56,72	3%	4,1	15,4	100,6		1,7	82,1	25,1	11,1	8,6	0,7	0,7	06.05.2025
RWE AG	32,58	28,26	15%	13,0	4,5	38,5	3,1	0,7	15,1	13,5	7,2	6,4	1,0	1,0	15.05.2025
BAYER AG-REG	22,41	19,222	17%	22,0	-12,2	-54,4	0,5	0,7	5,2	4,9	5,9	5,7	0,5	0,5	13.05.2025
BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	79,44	78	2%	2,5	-23,8	73,1	7,4	0,6	6,9	6,2	2,1	1,9	0,3	0,3	07.05.2025
COMMERZBANK AG	23,29	15,59	49%	49,6	87,0	534,3	1,5	1,0	10,7	8,2			2,4	2,2	09.05.2025
DEUTSCHE BANK AG-REGISTERED	22,86	16,912	35%	40,4	65,1	263,0	1,9	0,7	8,3	7,4			1,4	1,4	29.04.2025
BASF SE	50,02	43,39	15%	18,4	-5,0	17,3	6,8	1,3	14,9	12,3	8,0	7,1	0,7	0,6	02.05.2025
HENKEL AG & CO KGAA VOR-PREF	73,16	83,46	-12%	-14,1	-1,3	1,5	2,5	1,4	13,0	12,2	7,9	7,5	1,4	1,3	08.05.2025
SIEMENS AG-REG	225,35	194,72	16%	21,4	31,5	230,8	2,3	3,1	19,3	19,3	15,3	13,5	2,3	2,1	15.05.2025
VOLKSWAGEN AG-PREF	101,4	87,64	16%	15,0	-14,2	-10,9	8,9	0,3	4,2	3,7	0,7	0,6	0,2	0,2	30.04.2025
E.ON SE	13,1	11,175	17%	17,9	5,4	49,6	4,0	1,9	11,8	12,2	7,5	7,5	0,4	0,4	14.05.2025
BEIERSDORF AG	121,9	122,9	-1%	-4,3	-10,9	24,1	0,8	3,1	24,9	22,7	13,5	12,6	2,8	2,7	06.08.2025
HEIDELBERG MATERIALS AG	176,9	123,5	43%	51,1	80,0	398,2	1,7	1,7	13,9	12,4	8,2	7,7	1,4	1,4	31.07.2025
MUENCHENER RUECKVER AG-REG	574,6	507,4	13%	20,2	34,1	214,1	2,6	2,4	12,6	11,7	9,2	8,8	1,2	1,2	13.05.2025
FRESENIUS SE & CO KGAA	39,31	34,19	15%	19,1	62,8	18,9		1,2	12,0	10,8	8,9	8,3	1,0	0,9	07.05.2025
SAP SE	255,35	240,3	6%	9,5	43,2	161,4	0,8	6,6	40,9	34,1	27,1	23,2	8,3	7,4	22.04.2025
MERCK KGAA	130,4	140,9	-7%	-6,5	-18,0	40,5	1,7	1,9	14,1	13,1	10,3	9,6	2,6	2,5	15.05.2025
ADIDAS AG	222,1	241,2	-8%	-5,3	9,9	6,3	0,3	7,3	29,5	19,9	13,3	10,4	1,5	1,4	29.04.2025
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	33,3	29,5	13%	15,6	51,5	178,6	2,3	2,5	16,0	14,0	7,2	6,9	1,4	1,3	15.05.2025
DHL GROUP	41,06	33,71	22%	22,0	4,0	74,6	4,5	2,1	13,0	11,9	6,3	5,9	0,6	0,6	30.04.2025
MERCEDES-BENZ GROUP AG	58,65	53,94	9%	10,1	-19,6	137,1	9,0	0,6	7,0	6,4	1,2	1,2	0,4	0,4	30.04.2025
INFINEON TECHNOLOGIES AG	34,35	33,695	2%	10,3	12,1	147,5	1,0	2,7	22,3	15,8	11,2	8,8	3,0	2,7	08.05.2025
DEUTSCHE BOERSE AG	263,1	224,4	17%	19,8	43,2	121,7	1,4	4,5	23,6	21,9	15,9	15,0	8,2	7,8	28.04.2025
VONOVIA SE	24,48	29,68	-18%	-17,5	-10,2	-41,6	3,7	0,8	12,2	11,4	24,5	22,5	4,4	4,3	07.05.2025
DR ING HC F PORSCHE AG	51,7	59,04	-12%	-12,1	-44,1	-37,7	4,5	2,0	15,0	12,4	5,8	5,3	1,2	1,1	29.04.2025
HANNOVER RUECK SE	273,5	247,1	11%	14,2	11,4	101,6	2,6	2,8	13,3	12,4	11,1	10,6	1,2	1,1	13.05.2025
CONTINENTAL AG	70,5	65,46	8%	9,9	7,3	19,0	3,1	1,0	8,5	6,9	3,8	3,4	0,4	0,3	06.05.2025

Quelle: Bloomberg

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

Im Vergleich zu DAX und ATX fiel die Performances des STOXX Europe 600 in den ersten drei Monaten des Jahres unterdurchschnittlich aus. Die bevorzugten Branchen waren aber dieselben. Die Banktitel entwickelten sich am besten, gefolgt von Versicherungen, Öl&Gas sowie der Bauwirtschaft, die allmählich aus der Talsohle findet und sowohl von den Infrastrukturinvestitionen als auch von der Stabilisierung der Wohnimmobilienmärkte profitieren sollte.

Veränderung der EuroSTOXX Branchenindizes

	24.03.2025	18.12.2024	% seit 18.12.24	% YTD	% 1J	% 5J		24.03.2025	18.12.2024	% seit 18.12.24	% YTD	% 1J	% 5J
Stoxx Europe 600	548,93	514,43	6,71	8,9	8,4	8,4	Immobilien	121,92	126,29	-3,46	-2,7	-4,2	-4,2
Automobile	562,37	552,79	1,73	2,6	-21,8	-21,8	Finanzdienstleistungen	881,27	835,81	5,44	8,0	17,4	17,4
Banken	267,77	212,38	26,08	28,1	45,3	45,3	Gesundheit/Pharma	1125,22	1133,92	-0,77	3,0	-0,3	-0,3
Bau	785,14	708,45	10,83	13,0	11,5	11,5	Grundstoffe	532,15	526,65	1,04	3,5	-1,6	-1,6
Chemie	1263,48	1194,55	5,77	6,3	-6,4	-6,4	Industrie	983,42	899,22	9,36	12,5	15,7	15,7
Reise&Freizeit (zykl. Konsum)	248,64	276,2	-9,98	-7,1	-4,7	-4,7	Medien	455,82	480,45	-5,13	-1,9	2,9	2,9
Defensiver Konsum	1043,81	1040,43	0,32	0,9	-1,8	-1,8	Technologie	838,02	836,91	0,13	4,0	-2,1	-2,1
Einzelhandel	421,45	447,43	-5,81	-5,0	-1,5	-1,5	Telekom	255,03	230,52	10,63	12,0	29,4	29,4
Öl&Gas	366,47	329,41	11,25	10,6	1,1	1,1	Versicherungen	473,18	411,36	15,03	16,9	25,6	25,6
Ernährung	672,17	633,42	6,12	5,6	-5,5	-5,5	Versorger	404,84	379,17	6,77	6,4	10,3	10,3

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				
25.03.2025	aktuell	12M Konsens	12M % Konsens	Div. Yield %	KGV 2025e	KGV 2026e	KGV 2027e	
AUSTRIAN TRADED INDEX	4270,4	4556,4	▲ 6,7	5,0	9,9	9,1	8,6	
DAX INDEX	23109,8	25021,0	▲ 8,3	2,4	15,8	14,0	12,6	
Euro Stoxx 50 Pr	5475,1	6019,3	▲ 9,9	2,9	15,3	14,0	13,0	
FTSE 100 INDEX	8663,8	9976,1	▲ 15,1	3,6	12,4	11,5	10,9	
DOW JONES INDUS. AVG	42584,6	48846,5	▲ 14,7	1,7	20,4	18,0	16,0	
S&P 500 INDEX	5769,0	6838,8	▲ 18,5	1,3	21,4	19,0	17,2	
NIKKEI 225	37780,5	45308,7	▲ 19,9	1,8	19,3	17,6	15,7	
HANG SENG INDEX	23344,3	28014,6	▲ 20,0	3,7	10,4	9,6	8,7	

Quelle: Bloomberg

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

Die Abstände bei den Bewertungen haben sich gegenüber Ende 2024 verkleinert. Das niedrigste durchschnittliche Kurs/Gewinn-Verhältnis findet sich im oben abgebildeten Vergleich aber weiterhin an der Wiener Börse sowie dem chinesischen Aktienmarkt, während die US-Indizes die höchsten Werte aufweisen.

Ausblick Aktienmärkte

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 einstelligen KGVs enthaltenen Risikoprämien sind generell angebracht, in der Dimension aber vermutlich übertrieben. Die noch andauernden 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. Hinzu kommen nun die zu erwartenden öffentlichen Investitionen, insbesondere in Deutschland.

Während all dies auf anhaltende Kursgewinne hindeutet, sind die Risiken größer geworden, insbesondere in Bezug auf die Handelspolitik. Die Unternehmen müssen sich auf weitere Einfuhrzölle der USA einstellen, die beispielsweise angekündigt haben, ab April reziproke Zölle gegenüber der EU anwenden zu wollen, was vor allem die Automobilindustrie betrifft. Hier war der US-Importzoll bisher 2,5%, der europäische jedoch 10%. Unternehmen, die in der Lage sind, solche Anhebungen sowie deren indirekte Effekte auf Vorleistungs- und Materialkosten auf ihre Kunden weiter zu wälzen, sind in diesem Umfeld im Vorteil. Dazu zählen vor allem Spezialanbieter und Marktführer, die – beim Blick auf US-Unternehmen – auch den entsprechenden Gegenmaßnahmen der Handelspartner gewachsen sind. Insofern haben Tech-Werte wie Microsoft oder Amazon nach den Bewertungsabschlägen jetzt durchaus ebenfalls wieder Potenzial.

Ebenso die Dividentitel, 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, wobei die Themen Energie, Verteidigung, Infrastruktur und damit auch Bau und Digitalisierung interessant sind.

Die Risiken sind hoch, werden bis jetzt am Aktienmarkt aber adäquat bezahlt. Vor allem in Europa besteht noch erhebliches Aufwärtspotenzial, das sich allerdings wohl nur dann entfalten können wird, wenn auch die US-Wirtschaft stabil bleibt. 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.

Rohstoffe

25.03.2025	25. Mär	19. Dez	% seit 19.12.	% YTD	CHG % 2024		25. Mär	19. Dez	% seit 19.12.	% YTD	CHG % 2024
Energie						Agarrohst. (Futures)					
Öl (Brent Future, USD/Fass)	73,5	73,3	0,2%	-1,5	-3,1	Baumwolle (USc/lb)	65,7	72,7	-9,6%	-4,0	-15,6
Öl (WTI Future, USD/Fass)	69,6	70,6	-1,4%	-3,0	0,1	Kaffee (Arabica, USc/lb)	395,4	229,4	72,4%	23,7	69,8
Erdgas (Future, USD/MMBtu)	4,0	3,4	14,9%	8,8	44,5	Kakao (USD/t)	8.007	7.797	2,7%	-31,4	178,2
Kohle (ARA Future, USD/t)	97,6	111,4	-12,4%	-14,3	-3,1	Mais (USc/bu)	461,3	418,5	10,2%	0,6	-2,7
Edelmetalle (Spot)						Orangensaftkonzentrat (USc/lb)	271,9	423,8	-35,8%	-45,3	55,4
Gold (USD/Unze)	3.017	2.622	15,1%	15,0	27,2	Sojabohnen (USc/bu)	1.002	1.167	-14,1%	0,4	-22,8
Silber (USD/Unze)	33,4	29,6	12,7%	15,5	21,5	Weizen (USc/bu)	546,0	544,8	0,2%	-1,0	-12,2
Platin (USD/Unze)	982	931	5,4%	8,2	-8,5	Zucker (USc/lb)	19,3	19,5	-0,6%	0,4	-6,4
Palladium (USD/Unze)	962,0	924,5	4,1%	5,4	-17,1	Massengüter					
Industriemetalle						Eisenerz (CH 62 FE Index, USD/t)	102,3	107,3	-4,6%	-2,4	-24,0
S&P GSCI Industr. Metals Sp.	471,3	443,3	6,3%	7,6	3,6	Frachtraten					
CO₂ Emissionszertifikat EU	68,9	64,1	7,5%	-3,7	-8,3	Baltic Dry Index (Punkte)	1.652,0	1.964,0	-15,9%	65,7	-52,4

Quelle: Bloomberg

Die Rohstoffmärkte waren im ersten Quartal 2025 mit der Verarbeitung derselben Faktoren beschäftigt wie die Finanzmärkte: mit den Zolldrohungen/-einführungen und verschiedenen geopolitischen Ereignissen, allen voran in der Ukraine. Unter dem Strich waren die Märkte von Preissteigerungen geprägt, der Commodity Total Return Index von Bloomberg kletterte zwischenzeitlich auf ein Zweieinhalbjahreshoch und blieb von den Verlusten an den Aktienmärkten in der ersten März-Hälfte weitgehend unberührt.

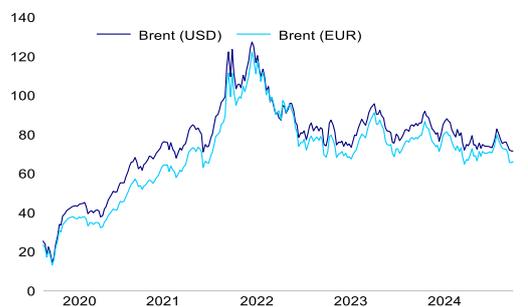
Preisanstiege gab es schon im Vorfeld der Zolleinführung bei Stahl- und Aluminiumimporten in die USA, allerdings mit deutlichen regionalen Unterschieden. Beispielsweise kam es zu kräftigen Anstiegen für **Aluminium** in den USA, während an den europäischen Märkten sinkende Preise beobachtet wurden, wohl aufgrund möglicher Umleitungseffekte aus zum Beispiel Kanada. Die US-Importe von Aluminium kletterten dabei auf das höchste Niveau seit Mitte 2022. Auch bei **Kupfer** kam es aufgrund der Zolllänge zu Vorzieheffekten und einer deutlichen Prämie für das Metall an der New Yorker gegenüber der Londoner Rohstoffbörse. Aber auch in Europa profitieren die Metallmärkte von den geplanten Verteidigungsausgaben der EU. US-Getreide, das als Reaktion auf die US-Zölle von angekündigten Gegenmaßnahmen von China und Kanada betroffen war, verbilligte sich hingegen in den USA. Auch die Hoffnung auf einen Erfolg in den Friedensverhandlungen zwischen der Ukraine spielte angesichts der Bedeutung der Ukraine als Getreideproduzent eine Rolle. Nicht nur Getreide, sondern auch große Vermögen an Lithium und Seltene Erden werden in der Ukraine vermutet, letztere haben auch in den Verhandlungen des US-Präsidenten mit der Ukraine über weitere Militärhilfen viel mediale Aufmerksamkeit erfahren.

Zum ersten Mal kletterte der **Goldpreis** über die 3.000 USD/Unze-Marke, seit Jahresbeginn hat sich das Edelmetall um 14% verteuert. Die von der Zollpolitik und den Konflikten im Nahen Osten und in der Ukraine befeuerte Volatilität an den Finanzmärkten kommt dem Gold genauso zugute wie die andauernden Zentralbankkäufe, die auf Diversifizierungsbemühungen (weg vom US-Dollar) zurückgeführt werden. Kurzfristig dürfte auch der schwächere Dollar stützend gewirkt haben.

Negative Effekte aufgrund der Zolleinführungen, positive Effekte infolge der konjunkturstützenden Maßnahmen in China und die verschiedenen Signale von Seiten der Geopolitik mit zuletzt begonnenen US-Luftangriffen auf die Huthi-Miliz im Jemen führten im ersten Quartal zu Schwankungen an den **Ölmärkten**. Im ersten Quartal bewegte sich der Futures-Preis der Ölsorte Brent in einer Bandbreite zwischen rund 70-75 USD/Barrel. Für das Jahr 2025 erwartet die Internationale Energieagentur eine Steigerung des Ölangebots auch außerhalb der OPEC+, doch auch diese wird ihre bestehenden Produktionskürzungen ab April voraussichtlich schrittweise zurücknehmen. Darauf drängt nicht zuletzt Donald Trump, der auch im eigenen Land eine „Drill, Baby, Drill“-Politik verfolgt. Mit einer erhöhten Ölproduktion zielt Trump wohl auf einen geringeren Inflationsdruck ab, ob sich die Produktionsanstiege bei den geringeren Preisen aber auch verwirklichen lassen, ist auch bei einer Lockerung der Regularien unklar, zumal die Zollerhebungen die Produktionskosten und den Break-Even-Preis weiter erhöhen dürften. Die fiskalische Break-Even-Preis in Saudi-Arabien dürfte zudem noch höher sein und auch Russland ist von den Einnahmen für die Finanzierung des Kriegs in der Ukraine abhängig. Neue US-Sanktionen gegen iranisches Öl, von denen unter anderen erstmals auch eine unabhängige chinesische Raffinerie betroffen war, gaben dem Ölpreis in der zweiten Märzhälfte dann etwas Rückenwind. Ähnlich führte auch die Ankündigung, bei Käufern von Öl aus Venezuela zusätzliche 25% Zölle zu verhängen, zu Preisanstiegen. Der wichtigste Käufer des Öls ist China. Die Zölle gegenüber Venezuela laufen Gefahr, im Gegenzug die globale Nachfrage für russisches Öl anzuheben. Die europäischen Gas-

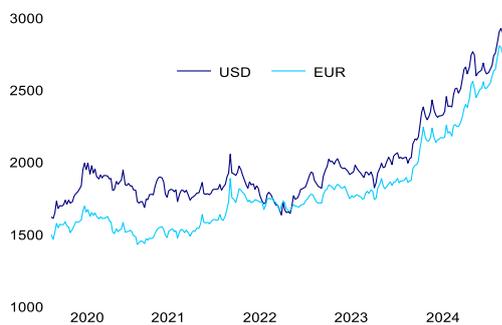
Futures-Preise veränderten sich gegenüber Mitte Dezember kaum, zwischenzeitlich stiegen sie aber deutlich an und erreichten Mitte Februar ein Zweijahreshoch.

Ölpreis (Brent) in den letzten fünf Jahren



Source: LSEG Datastream

Goldpreis in den letzten fünf Jahren



Source: LSEG Datastream

Ausblick

Vor dem Hintergrund geringerer Erwartungen für die Ölnachfrage und eines höheren Angebots hat Goldman Sachs im März seine Prognose für die Ölpreise zurückgenommen. Demnach soll der Preis für die Ölsorte Brent im Dezember 2025 bei 71 USD/b, im Jahr 2026 durchschnittlich bei 68 USD/b liegen. Die internationale Energieagentur geht in ihrem März-Ausblick von einem Überangebot am globalen Ölmarkt in Höhe von 600 kb/Tag aus, verweist aber auf die großen Unsicherheiten für die Marktaussichten. Sollten die OPEC+Staaten ihre Produktionskürzungen zurücknehmen und die Überproduktion einzelner Mitglieder nicht einschränken, könnten zusätzliche 400 kb/Tag hinzukommen, womit der Überhang insgesamt rund 1% des globalen Angebots betragen würde. Nicht-OPEC+Staaten würden in diesem Szenario 1,5 mb/d zusätzliche Mengen vermarkten, wobei die USA die größte Quelle für das Angebotswachstum sein dürften. Für die globale Ölnachfrage stellt die Agentur einen Anstieg von rund 1 mb/Tag (2024 830 kb/d) in Aussicht, der vor allem von asiatischen Ländern, allen voran von China, getragen werden soll.

Die US- und Gegenzölle werden die Handelsströme auch für Öl deutlich prägen, Kanada und Mexiko haben 2024 etwa 70% der US-Rohölimporte für sich verantwortet. Entscheidend sind die Handelsbarrieren aber nicht nur für die direkten Handelsströme, sondern auch für die wirtschaftliche Lage und damit Ölnachfrage insgesamt, die sich bei einer Ausdehnung des Konflikts weiter eintrüben dürfte. Hinzu kommen geopolitische Konflikte, bei denen mit Russland und dem Nahen Osten auch wichtige Ölproduzenten involviert sind und damit auch angebotsseitig zu Einschränkungen führen könnten. 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. Abseits der Geopolitik könnten sich angebotsseitig durch die Klimakrise Wetterereignisse wie Hurricanes künftig häufen und Produktionsausfälle zur Folge haben.

Die EZB hat mit ihren Makroprojektionen im März auch die auf Futures basierenden technischen Annahmen zu den Energiepreisen veröffentlicht. Die Gaspreise wie auch die Strompreise würden zwar 2025 wieder etwas höher sein, in den Jahren 2026 bis 2027 aber auf ähnliche Niveaus wie 2024 zurückfallen.

	March 2025				Revisions vs December 2024			
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
Commodities:								
Oil price (USD/barrel)	82.0	74.7	70.3	68.7	0.2	4.0	0.2	-0.7
Natural gas prices (EUR/MWh)	34.4	50.2	40.4	31.7	0.2	17.2	15.5	8.2
Wholesale electricity prices (EUR/MWh)	77.7	100.6	86.2	75.9	1.4	11.8	8.4	3.1

Auch nach den Preiszuwächsen bleibt das Marktumfeld für den Goldpreis günstig. Die Aussicht auf weitere, wenn auch weniger rasche Zinssenkungen, und insbesondere die anhaltend hohen geo- und wirtschaftspolitischen Unsicherheiten bleiben die Haupttreiber. Die anhaltenden Diversifizierungsbemühungen der Zentralbanken stützen zusätzlich. Ein schwächerer globaler wirtschaftlicher Ausblick dämpft auf der anderen Seite auch Teile der Goldnachfrage und könnte weitere Goldpreisanstiege begrenzen.

Autoren:

Aktienmärkte, Zinsen
Währungen, Rohstoffe
Volkswirtschaft

Uta Pock
Doris Schranz
Andreas Tone, Alexander Lewis

Impressum

Medieninhaber und Herausgeber:
VOLKSBANK WIEN – Research
Dietrichgasse 25, A-1030 Wien
Österreich

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

Research Publikationen

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

Disclaimer

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 ertragserhöhend 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.