

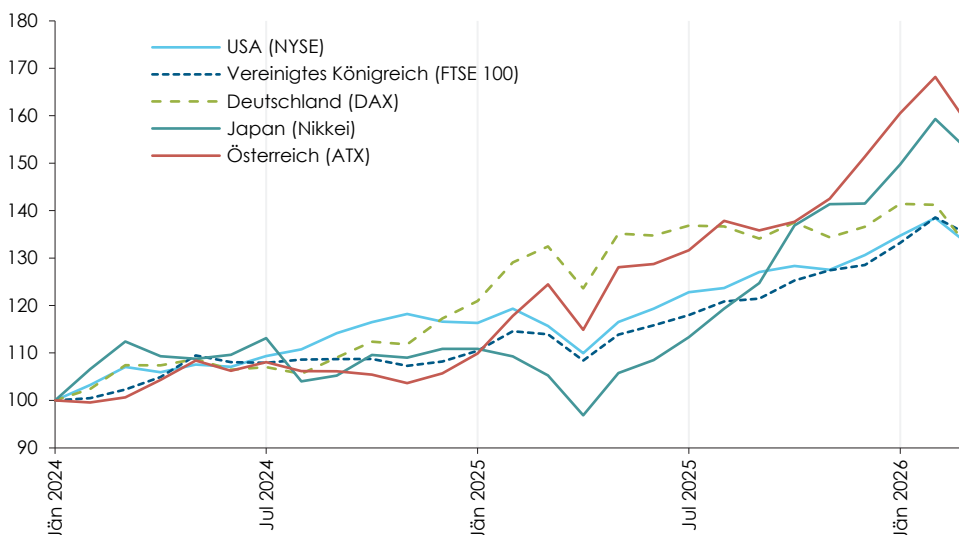
# Ende des Zinssenkungszyklus, zaghafte Kreditwachstum und Hausse an den Börsen

Atanas Pekanov

- Ab Juni 2025 sah die Europäische Zentralbank die Geldpolitik in einer "guten Position". Die Inflationsrate im Euro-Raum stabilisierte sich im Jahresverlauf 2025 nahe am Zielwert von 2%.
- Der Zinsabstand österreichischer Staatsanleihen zu deutschen Bundesanleihen verringerte sich 2025 deutlich und lag zum Jahresende bei etwa 0,3 Prozentpunkten, dem Niveau vor Ausbruch des Ukraine-Krieges.
- Das Kreditvolumen wuchs in Österreich merklich langsamer als im Euro-Raum insgesamt.
- Für den österreichischen Bankensektor war 2025 ein weiteres erfolgreiches Jahr.
- Der ATX erwies sich 2025 als einer der wachstumsstärksten Aktienindizes Europas. Die Marktkapitalisierung der Wiener Börse erreichte hohe 35% des nominellen BIP.
- Der Euro wertete gegenüber dem Dollar deutlich auf.

## Internationale Börsenindizes

Jänner 2024 = 100



**"Der ATX war 2025 einer der Spitzenreiter unter den europäischen Aktienindizes."**

Der ATX legte 2025 mit +43,3% weit kräftiger zu als der DAX, der Nikkei, der FTSE und der NYSE. Damit zählte er zu den wachstumsstärksten Aktienindizes in Europa (Q: Deutsche Bundesbank, OECD, Wiener Börse).

# Ende des Zinssenkungszyklus, zaghaftes Kreditwachstum und Hausse an den Börsen

Atanas Pekanov

## Ende des Zinssenkungszyklus, zaghaftes Kreditwachstum und Hausse an den Börsen

Die Europäische Zentralbank erreichte 2025 das Ende ihres Zinssenkungszyklus, nachdem sich die Inflationsrate im Euro-Raum nahe am 2%-Ziel stabilisiert hatte. Der Zinsabstand österreichischer Staatsanleihen zu deutschen Bundesanleihen verringerte sich deutlich und erreichte mit rund 0,3 Prozentpunkten wieder das Niveau vor Ausbruch des Ukraine-Krieges. Das Kreditvolumen wuchs in Österreich langsamer als im Euro-Raum. Zuzuschreiben war dies vor allem der schwachen Kreditnachfrage der privaten Haushalte, insbesondere nach Wohnbaukrediten. Die Kreditqualität blieb trotz der Konjunkturschwäche hoch. Wenngleich die Bonitätsbewertungen für Österreich gesenkt wurden und die Zinsausgaben stiegen, lässt die laufende fiskalische Konsolidierung gewisse Verbesserungen erwarten. Der Aktienmarkt entwickelte sich in Österreich erheblich günstiger als im Euro-Raum insgesamt.

**JEL-Codes:** E52, G21, G32, G52 • **Keywords:** Geldpolitik, Kreditwesen, Unternehmensfinanzierung, Sparen der privaten Haushalte

**Begutachtung:** Thomas Url • **Wissenschaftliche Assistenz:** Nathalie Fischer ([nathalie.fischer@wifo.ac.at](mailto:nathalie.fischer@wifo.ac.at)) • Abgeschlossen am 23. 4. 2026

**Kontakt:** Atanas Pekanov ([atanas.pekanov@wifo.ac.at](mailto:atanas.pekanov@wifo.ac.at))

## Conclusion of the Monetary Easing Cycle, Subdued Credit Growth, and Bullish Equity Markets

In 2025, the European Central Bank concluded its cycle of interest rate reductions as inflation in the euro area stabilised near the 2 percent target. The yield spread between Austrian government bonds and German bonds narrowed significantly, returning to the pre-Ukraine war level of approximately 0.3 percentage points. Credit volume in Austria expanded at a slower pace than the euro area average, a development primarily driven by weak demand from private households, particularly regarding residential mortgages. Despite the prevailing economic slowdown, asset quality remained robust. While Austria's credit ratings were adjusted downward and interest expenditures increased, the ongoing fiscal consolidation measures indicate an improving outlook. Furthermore, the Austrian equity market outperformed the broader euro area significantly.

## 1. Zinspause der Europäischen Zentralbank seit Mitte 2025

Im 1. Halbjahr 2025 senkte die Europäische Zentralbank (EZB) die Leitzinssätze in vier aufeinanderfolgenden Schritten um jeweils 25 Basispunkte. Der Einlagenzinssatz verringerte sich dadurch von 3% zu Jahresbeginn auf 2% im Juni 2025. Ab diesem Zeitpunkt sah die EZB die Geldpolitik in "einer guten Position" und nährte somit die Erwartung, dass der Hauptrefinanzierungssatz bis Ende 2025 auf dem Niveau von 2,15% verharren würde. Ab der Jahresmitte folgten tatsächlich keine weiteren Zinsschritte. Das Transmission Protection Instrument (TPI) wurde bislang noch nicht aktiviert, spielt aber weiterhin eine wichtige präventive Rolle. Es hat dazu beigetragen, eine Ausweitung der Zinsabstände zwischen den Euro-Ländern zu verhindern und den geldpolitischen Übertragungsmechanismus sicherzustellen – trotz

der Kritik, es mindere in den am höchsten verschuldeten Euro-Ländern die Anreize zur fiskalischen Konsolidierung.

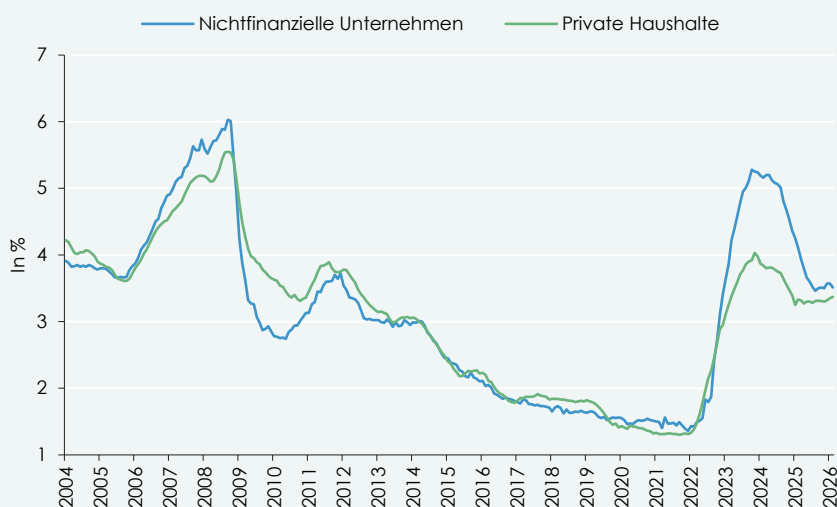
Die Lockerung der Geldpolitik ließ neben den Sekundärmarktrenditen auf Staatsanleihen auch die Kreditzinssätze für nichtfinanzielle Unternehmen, die ihre letzten Höhepunkte 2023 und 2024 erreicht hatten, weiter sinken (Abbildung 1). Anfang 2025 lagen sie bei 4,25%, im Februar 2026 nur mehr bei 3,51%. Damit waren sie um 170 Basispunkte niedriger als Anfang 2024 (5,2%). Die Zinssätze für Kredite an private Haushalte veränderten sich im Jahresverlauf 2025 kaum. Zu Jahresbeginn lagen sie bei 3,25%, im Dezember 2025 bei 3,32% und im Februar 2026 bei 3,37%.

## Übersicht 1: Änderungen der Zinssätze des Eurosystems und der OeNB

	Einlagefazilität	Spitzenrefinanzierungsfazilität	Hauptrefinanzierungsgeschäft In %	Basiszinssatz	Referenzzinssatz
18. Dezember 2024	3,00	3,40	3,15	2,53	3,65
5. Februar 2025	2,75	3,15	2,90	2,53	3,65
12. März 2025	2,50	2,90	2,65	2,03	3,15
23. April 2025	2,25	2,65	2,40	2,03	3,15
11. Juni 2025	2,00	2,40	2,15	1,53	2,65

Q: EZB, OeNB.

Abbildung 1: Kreditzinssätze für das Neugeschäft im Euro-Raum



Q: EZB. Private Haushalte: Zinssatz für Wohnbalkredite.

Im Euro-Raum wurden die Geldmarktzinssätze von den Entscheidungen der EZB getrieben. Der Zinssatz für die Einlagefazilität sank, wie erwähnt, von 3,0% im Jänner auf 2,0% im Dezember 2025, der Euribor-Dreimonatszinssatz von 2,7% auf 2,05%. Die Differenz zwischen den beiden Zinssätzen schwankte 2025 zwischen 0,3 und 0,05 Prozentpunkten zu Jahresende.

Im Verlauf des Jahres 2025 erreichte die Inflationsrate im Euro-Raum, gemessen am harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), allmählich wieder den Zielwert von 2%. Zu Jahresbeginn hatte sie noch 2,5% betragen und war somit etwas höher als erwünscht. Im Dezember 2025 sank sie auf 1,9%. Auch die Kerninflation ging im Lauf des Jahres zurück (Euro-Raum: Jänner 2,7%, Dezember 2,3%), blieb aber weiter über der 2%-Marke. Das Risiko einer erneuten Beschleunigung des Preisauftriebes bestand zwar aufgrund von Zöllen, Dienstleistungsinflation, steigenden Lebensmittelpreisen und fiskalischen Impulsen, realisierte sich aber nicht.

In Österreich blieb die Inflationsrate gemäß HVPI auch 2025 deutlich über dem Durch-

schnitt des Euro-Raumes. Im Jänner betrug sie 3,4%, im Dezember 3,8%. Erst im Jänner 2026 wurde das Inflationsziel von 2% auch in Österreich erreicht.

Die Lockerung der Geldpolitik spiegelte sich in der langsameren Reduktion der konsolidierten Bilanz der EZB und der nationalen Zentralbanken. Die Bilanzsumme der EZB lag im Dezember 2025 lediglich um 1,4% unter dem Vorjahresniveau (nach -7,5% im Jahr 2024). Die konsolidierte Bilanzsumme des Eurosystems belief sich Ende 2025 auf 6.321 Mrd. €, nach 6.412 Mrd. € 2024 und 6.935 Mrd. € im Dezember 2023. Die Wertpapierbestände aus dem Asset Purchase Programme verringerten sich um 351 Mrd. € auf 2.322 Mrd. €. Abreifende Papiere aus dem PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) wurden ab Jänner 2025 nicht mehr reinvestiert, wodurch sich das PEPP-Portfolio 2025 um 186 Mrd. € auf 1.423 Mrd. € verkleinerte. Dieser Rückgang wurde durch die Zunahme des Euro-Gegenwertes der Goldbestände des Eurosystems auf 1.274 Mrd. € (2024: 872 Mrd. €) – eine Folge des Goldpreisanstieges – teilweise

**Die Inflationsrate im Euro-Raum stabilisierte sich 2025 nahe am Zielwert von 2%.**

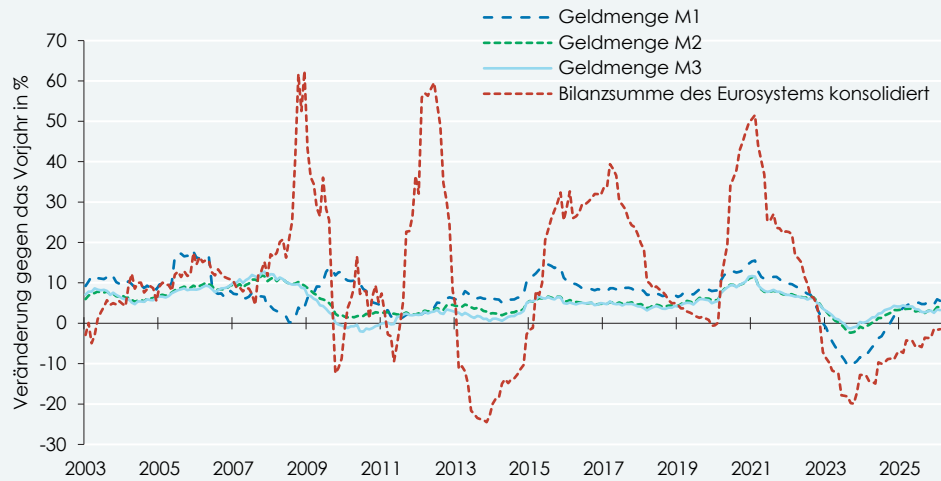
**Die Bilanz des Eurosystems wurde 2025 weiter reduziert, aber langsamer als im Vorjahr.**

**Die Geldmenge weitete sich 2025 aus, gemessen am BIP blieb sie aber stabil.**

ausgeglichen<sup>1)</sup>). Getrieben durch die lockere Geldpolitik war das Geldmengenwachstum im Euro-Raum 2025 positiv. Die Geldmenge

M1 wuchs um 4,6% gegenüber dem Vorjahr, das M3-Aggregat um 2,5%.

Abbildung 2: **Geldmengenwachstum im Euro-Raum**



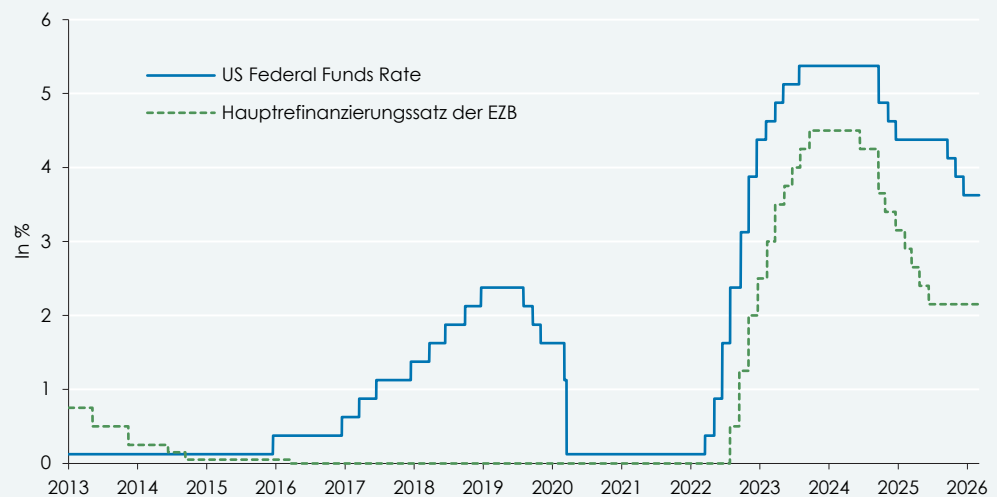
Q: EZB, Geldmengen saisonbereinigt.

**Die Federal Reserve trieb die Zinssenkungen langsamer voran als erwartet.**

Die Geldpolitik wurde 2025 auch in den USA weiter gelockert und die Leitzinssätze dreimal um jeweils 25 Basispunkte gesenkt (Abbildung 3). Die Federal Reserve trieb jedoch die Zinssenkung langsamer voran als ursprünglich erwartet, da sie auf die erhöhte Inflation Rücksicht nahm. Die EZB erreichte somit Ende 2025 deutlich niedrigere Zinssätze als die Federal Reserve. In den USA war die Diskussion um die Geldpolitik durch einen

Konflikt zwischen der Trump-Administration und dem Vorsitzenden der Zentralbank Jerome Powell gekennzeichnet. Mit dem Auslaufen des Mandats von Powell im Mai 2026 ernannte Präsident Trump Kevin Warsch zum neuen Vorsitzenden des Federal Reserve Board. Die künftige Geldpolitik der USA könnte daher sehr locker ausfallen – mit einschlägigen Konsequenzen für den Euro-Dollar-Kurs.

Abbildung 3: **Leitzinssätze im Euro-Raum und in den USA**



Q: EZB, Federal Reserve Board (Mittelwert der Bandbreite).

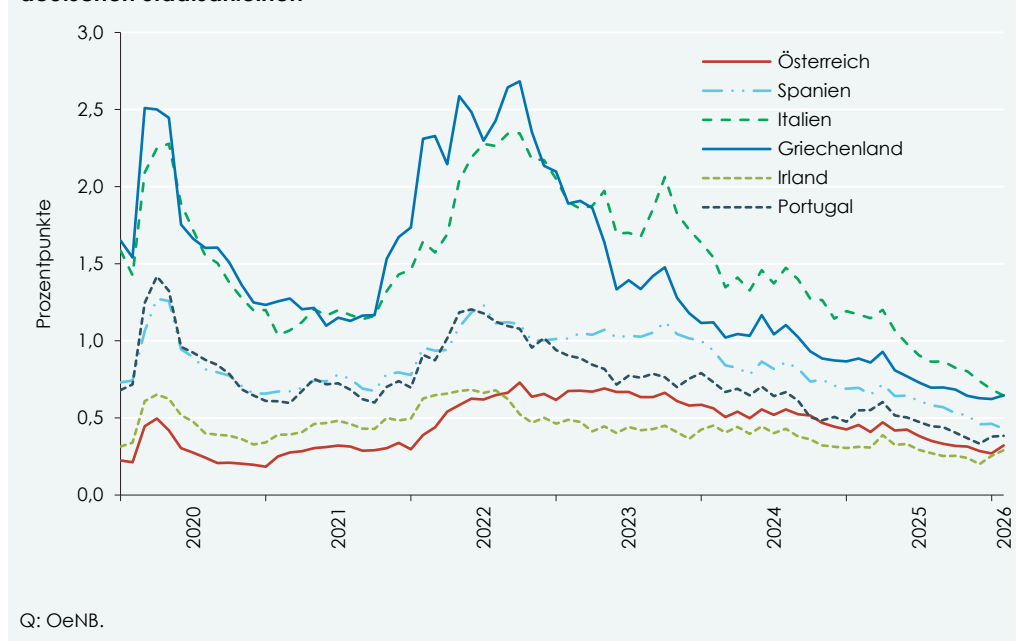
<sup>1)</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2026/html/ecb.pr260226~15d8e4febc.de.html>.

Die Renditen auf Staatsanleihen der Euro-Länder hielten sich 2025 relativ stabil. Die Rendite auf festverzinsliche österreichische Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren betrug im Jänner 2,91%, erreichte im März mit 3,15% den Höhepunkt, und lag Ende 2025 mit 3,10% auf einem geringfügig höheren Niveau als zu Jahresbeginn. Die Rendite auf deutsche Bundesanleihen stieg aufgrund des erwarteten kräftigen Fiskalimpulses in Deutschland und der damit verbundenen höheren Defizite etwas deutlicher von 2,48% im Jänner 2025 auf 2,81% im Dezember. Der Zinsabstand österreichischer

Staatsanleihen zu deutschen Bundesanleihen verringerte sich somit und erreichte gegen Jahresende mit etwa 0,3 Prozentpunkten wieder das Niveau vor Ausbruch des Ukraine-Krieges. 2024 hatte der Abstand zwischen 0,4 und 0,6 Prozentpunkte geschwankt. Im Falle Italiens waren die Renditen zu Jahresende niedriger als zu Jahresbeginn (Jänner 2025: 3,68%, Dezember 2025: 3,55%). Aufgrund der ungünstigen Haushaltslage in Frankreich waren die Renditen auf französische Staatsanleihen in einigen Monaten fast so hoch wie auf italienische (Jänner 3,32%, Dezember 3,56%).

**Der Zinsabstand österreichischer Staatsanleihen zu deutschen Bundesanleihen verringerte sich 2025 deutlich auf etwa 0,3 Prozentpunkte.**

Abbildung 4: Zinsabstand 10-jähriger Staatsanleihen ausgewählter Euro-Länder zu deutschen Staatsanleihen



Das Budgetdefizit des österreichischen Gesamtstaates sank 2025 aufgrund der Sparmaßnahmen der Bundesregierung von 4,6% auf 4,2% des BIP. Trotz des ex post verbesserten Budgetsaldos stufen Ratingagenturen Österreichs Kreditwürdigkeit angesichts der anhaltenden Defizite der letzten Jahre sowie der schwachen Konjunktur herab. Im Jänner 2025 senkte Fitch den Ausblick von AA+ "stabil" auf "negativ". Im Juni 2025 folgte aufgrund des erwarteten Budgetdefizites und des drohenden EU-Defizitverfahrens die Herabstufung auf "AA" mit stabilem Ausblick. Im August 2025 senkte auch Moody's den Ausblick für Österreich von "stabil" auf "negativ", bestätigte jedoch das Rating "Aa1". Standard & Poors hingegen beließ Österreichs Rating bei "AA+" mit stabilem Ausblick. Trotz dieser Serie von Herabstufungen waren die Renditen auf österreichische Staatsanleihen, wie erwähnt, relativ stabil und der Renditeaufschlag gegenüber deutschen Bundesanleihen schrumpfte.

Österreichs Staatsschuld stieg nur moderat von 79,9% des BIP Ende 2024 auf 81,5% Ende 2025 (laut Herbstprognose des Fiskalrates 2025). Der Anstieg wurde vor allem durch das Sparpaket der Bundesregierung verlangsamt, das 2025 erste Auswirkungen zeigte. In den kommenden drei Jahren sollen die Sparmaßnahmen den weiteren Anstieg der Schuldenquote dämpfen und die Einstellung des Defizitverfahrens ermöglichen.

Der Zinsdienst nimmt seit 2022 jedes Jahr zu und lag 2025 erstmals über 1% der Wirtschaftsleistung. Für 2026 wird ein Niveau von 1,3% des BIP erwartet. Die durchschnittliche Restlaufzeit der Staatsschuld belief sich Ende 2023 auf 11,5 Jahre (Österreichische Bundesfinanzierungsagentur – OeBFA, 2025). Die Verschuldung der Republik Österreich war mit einer durchschnittlichen Verzinsung von 2,48% ausgestattet, wobei die Effektivverzinsung im gesamten Schuldenbestand weiter auf 2,02% anstieg (2022: 1,79%; OeBFA, 2024).

**Ratingagenturen stufen Österreichs Kreditwürdigkeit wegen der anhaltenden Defizite und der schwachen Konjunktur der letzten Jahre herab.**

## 2. Wachsendes Interesse der privaten Haushalte an festverzinslichen Wertpapieren und börsennotierten Aktien

Die Sparquote der privaten Haushalte (einschließlich betrieblicher Versorgungsansprüche) reduzierte sich 2025 auf 9,9% (2024: 11,7%). Damit lag sie nach Jahren des Angstsparens und erhöhter Unsicherheit wieder näher an den langfristig gemessenen Werten. Die finanziellen Aktiva der privaten Haushalte lagen 2025 mit 950 Mrd. € um 5,1% über dem Vorjahresniveau.

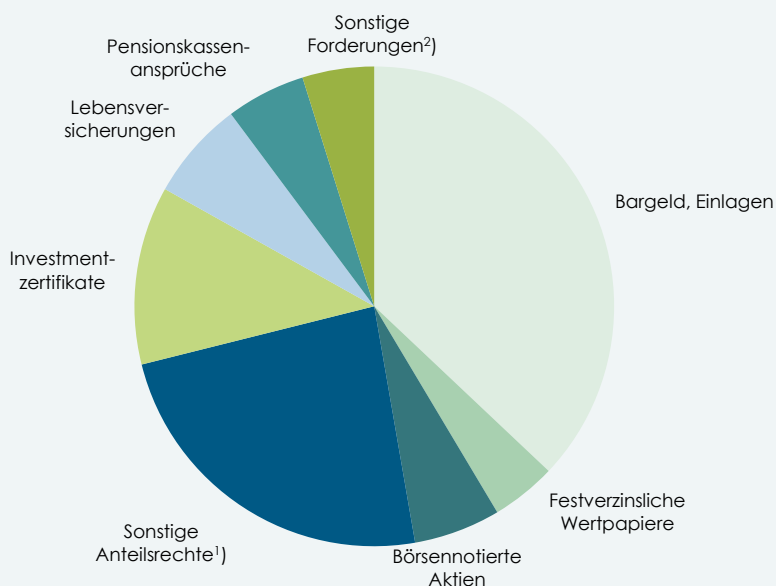
Die Struktur ihres Finanzvermögens veränderte sich nur begrenzt gegenüber dem Vorjahr. Aufgrund der Reduktion der Einlagenzinssätze schrumpfte der Anteil des Geldvermögens in Bargeld und Einlagen leicht von rund 38% auf 37% (352 Mrd. €; Abbildung 6). Festverzinsliche Wertpapiere (4,4%, 2024: 3,9%), börsennotierte Aktien (5,8%, 2024: 5%) und Investmentzertifikate (12%, 2024: 11,3%) gewannen dagegen innerhalb des Portfolios an Gewicht. Dies steht im Einklang mit den hohen Kursgewinnen an den österreichischen und europäischen Börsen sowie mit der aktuellen Priorität der EU-Wirtschaftspolitik, die europäischen Kapitalmärkte zu stärken und die privaten Haushalte vermehrt daran zu beteiligen. Wenn-

gleich in absoluten Zahlen alle Veranlagungsformen außer Lebensversicherungen Zuwächse verzeichneten, waren diese bei festverzinslichen Wertpapieren (+17,9%) und börsenorientierten Aktien (+22,2%) aufgrund von Preiseffekten besonders hoch.

Die Neuveranlagung des Geldvermögens der privaten Haushalte (Transaktionen) war 2025 durch das Hochzinsumfeld geprägt. Ein Großteil der Neuveranlagung floss in festverzinsliche Wertpapiere – mit 5,7 Mrd. € aber weniger als 2023 und 2024. Von größerer Bedeutung waren Neuveranlagungen in Investmentzertifikate; Lebensversicherungen verzeichneten wie in den Vorjahren Abflüsse aus dem Bestand.

Die Einlagenzinssätze für kurzfristig gebundene Neueinlagen privater Haushalte reduzierten sich aufgrund der Lockerung der Geldpolitik im 1. Halbjahr 2025 weiter. Für Einlagen mit Laufzeiten von bis zu 1 Jahr sanken die Zinsen von 2,24% im Jänner auf 1,54% im August und September und stiegen gegen Ende 2025 wieder geringfügig auf 1,58%.

Abbildung 5: **Struktur des Finanzvermögens der privaten Haushalte** 2025



Q: OeNB. Das Geldvermögen der privaten Haushalte belief sich 2025 insgesamt auf 950 Mrd. €. – <sup>1)</sup> Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte. – <sup>2)</sup> Kredite, Nicht-Lebensversicherungsansprüche, Ansprüche auf andere Leistungen als Altersversicherungsleistungen, sonstige Forderungen einschließlich Finanzderivate.

## 3. Schwaches Kreditwachstum getrieben von privaten Haushalten

Das Kreditwachstum (ohne Interbankkredite) blieb in Österreich während des gesamten Jahres 2025 niedriger als im Durchschnitt des

Euro-Raumes. Gegenüber dem Vorjahr lag es in fast allen Monaten unter 2%, im Euro-Raum insgesamt dagegen durchgängig

darüber oder sogar bei 3%. Im Jahresdurchschnitt betrug das Kreditwachstum in Österreich 1,65%, im Euro-Raum 2,71%. Zuzuschreiben war der Rückstand Österreichs vor allem der schwachen Kreditnachfrage der privaten Haushalte, die im 1. Halbjahr kaum gewachsen und im I. Quartal sogar geschrumpft war (Jänner 2025 -0,7%, Februar -0,6%, März -0,1%). Darin spiegelte sich das geringe Verbrauchervertrauen, bedingt nicht zuletzt durch die Konjunkturschwäche der letzten Jahre. Die Kreditnachfrage der nichtfinanziellen Unternehmen war dagegen in Österreich ähnlich hoch wie im Euro-Raum.

Besonders verhalten verlief die Nachfrage nach Wohnbaukrediten. Von Jänner bis Juni 2025 war sie rückläufig (Jänner -1,2% gegenüber dem Vorjahr, Juni -0,2%), im Gegensatz zum Euro-Raum insgesamt. Die Lockerung der makroprudenziellen Vorgaben im Bereich der Wohnbaukredite (KIM-Verordnung<sup>2)</sup> zeigte erst Ende 2025 Wirkung, als die Zuwächse auf über 1% stiegen (November +1,1%, Dezember +1,2%). Dies könnte jedoch auch aus den besseren Konjunkturaussichten und der Lockerung der Geldpolitik gefolgt sein.

Das aushaftende Volumen für Wohnbaukredite belief sich in Österreich Ende 2025 auf rund 131,6 Mrd. €, während es für Konsumkredite 17,8 Mrd. € und für sonstige Kredite 37,9 Mrd. € betrug. Bei den letzteren Kreditarten entsprach die Dynamik in Österreich jener im Euro-Raum.

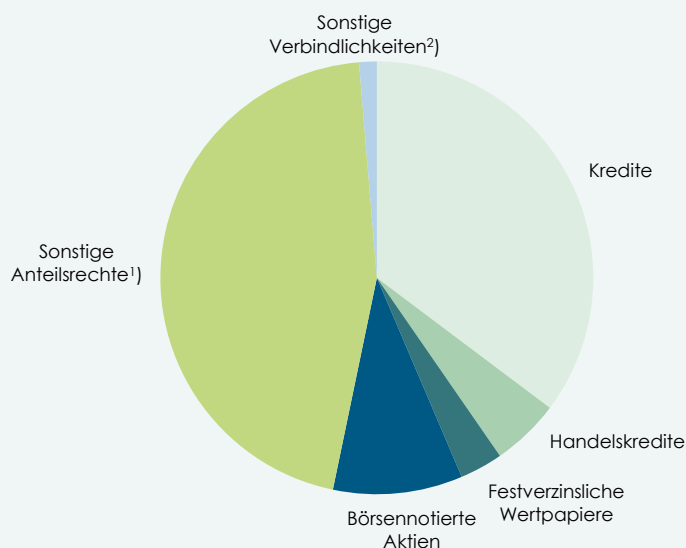
Die Gesamtverbindlichkeiten der nichtfinanziellen Unternehmen in Österreich summierten sich Ende 2025 auf rund 1.143 Mrd. € und lagen somit geringfügig über dem Vorjahresniveau (1.136 Mrd. €). Das Wachstum verlangsamte sich damit deutlich.

Die Struktur der Unternehmensfinanzierung blieb 2025 relativ unverändert. Bankenfinanzierung blieb eine wichtige Quelle für Finanzmittel, Kredite machten weiterhin rund ein Drittel der Finanzierung aus. Das an nichtfinanzielle Unternehmen ausbezahlte Kreditvolumen war 2025 leicht rückläufig (-1,1% auf rund 395 Mrd. €). Diese Entwicklung steht im Einklang mit der abnehmenden Kreditnachfrage infolge gedämpfter Investitionserwartungen und dem Abbau kurzfristiger Verbindlichkeiten. Auch Handelskredite verloren leicht an Gewicht (von 5,3% 2024 auf 5,0% Ende 2025). Die Anteile festverzinslicher Wertpapiere und sonstiger Verbindlichkeiten blieben weitgehend stabil (Abbildung 6).

**Das Kreditvolumen wuchs in Österreich deutlich langsamer als im Euro-Raum.**

**Im 1. Halbjahr 2025 war die Vergabe von Wohnbaukrediten durchgängig rückläufig.**

Abbildung 6: **Struktur der Finanzverbindlichkeiten der nichtfinanziellen Unternehmen 2025**



Q: OeNB. Die Verpflichtungen der nichtfinanziellen Unternehmen beliefen sich bis 2025 auf insgesamt 1.143 Mrd. €. – <sup>1)</sup> Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte. – <sup>2)</sup> Kapitalgedeckte Pensionsansprüche und sonstige Verbindlichkeiten einschließlich Finanzderivate.

<sup>2)</sup> Siehe Finanzmarktstabilitätsgremium 2023.

**Kredite dominierten 2025 wieder als wichtigste Finanzierungsquelle für nichtfinanzielle Unternehmen.**

Der Eigenkapitalanteil, gemessen an sonstigen Anteilsrechten und börsennotierten Aktien, erreichte 2025 54%, während der Fremdkapitalanteil auf 44% sank. Bedingt war der Anstieg des Eigenkapitals vorrangig durch den Bedeutungsgewinn börsennotierter Aktien innerhalb der Verbindlichkeiten (von 8,0% 2024 auf 9,5% 2025), seinerseits getrieben von den lebhaften Zuwächsen auf dem österreichischen Aktienmarkt.

Die Zinssätze für Neukredite an nichtfinanzielle Unternehmen gingen im Zuge des EZB-Senkungszyklus 2024/25 deutlich zurück. Nach dem Höhepunkt im Herbst 2023 (rund 5,5%) stabilisierten sie sich im Jahresverlauf 2025 bei etwa 3,5%. Im Jänner 2026 lagen die Zinssätze für Unternehmensneukredite bei rund 3,5%, jene für Wohnbaukredite an private Haushalte bei rund 3,4%.

**Die Zahl der Unternehmensinsolvenzen erreichte 2025 einen neuen Höchststand.**

Im Jahr 2025 meldeten in Österreich 6.810 Unternehmen Insolvenz an (+3,4% gegenüber dem Vorjahr), dies entsprach im Schnitt 19 Firmenpleiten pro Tag<sup>3</sup>). Die vorläufigen Passiva sanken dennoch um 55,2% auf 8,48 Mrd. €, da die Zahl der Großinsolvenzen mit Passiva von über 200 Mio. € deutlich abnahm. Die größte Pleite des Jahres 2025 betraf die SIGNA Prime Capital Invest GmbH mit Passiva von 870 Mio. €, eine weitere Nachwirkung der großen SIGNA-Insolvenzwellen 2023 und 2024. Die Zahl der von Insolvenzen betroffenen Mitarbeiter:innen verringerte sich gegenüber 2024 um 26% auf rund 21.900, während die Zahl der Gläubiger:innen auf 54.600 (+8,5%) stieg. Die zahlreichen Insolvenzfälle der letzten Jahre spiegeln die strukturellen Herausforderungen wider, denen die österreichischen Unternehmen

gegenüberstanden – zwei Drittel der Betriebe meldeten rückläufige oder stagnierende Umsätze und der Anteil der Unternehmen in den besten Ratingklassen sank. Für 2026 prognostiziert der Kreditschutzverband von 1870 ein ähnliches Insolvenzaufkommen wie 2025, sofern sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen nicht gravierend ändern (KSV1870, 2025).

Die Kreditumfrage der OeNB vom Oktober 2025 ergab nach einer dreijährigen Schwächephase wieder eine leicht steigende Kreditnachfrage der österreichischen Unternehmen. Hauptursachen für den Anstieg waren der Zinsrückgang, die Trendwende in der Investitionstätigkeit und der gestiegene Finanzierungsbedarf für Lagerhaltung und Betriebsmittel. Während die meisten Unternehmen von der allmählichen Konjunkturerholung profitierten, divergierten laut der Umfrage zwei Sektoren von der allgemeinen Entwicklung: so blieb die Kreditnachfrage von energieintensiven Industrieunternehmen und Kfz-Zulieferern schwach, zumal dort die strukturellen Schwächen und hohe Energiepreise weiterhin die Aussichten trübten. Angesichts der erhöhten Risiken haben die Banken seit 2025 ihre Kreditangebotspolitik verschärft. Dies erschwert Unternehmen, Kredite aufzunehmen. Betroffen sind insbesondere Immobilienunternehmen und hier wiederum stärker Gewerbeimmobilien- als Wohnimmobilienunternehmen<sup>4</sup>). Mit 1. Juli 2025 wurde der sektorale Systemrisikopuffer für Gewerbeimmobilienfinanzierungen auf 1% des aushaftenden Kreditvolumens festgesetzt<sup>5</sup>). Gemäß den Empfehlungen des Finanzmarktstabilitätsgremiums (FMSG) ist eine schrittweise Anhebung geplant.

#### 4. Weiteres erfolgreiches Jahr für den Bankensektor

Für den österreichischen Bankensektor war 2025 ein weiteres erfolgreiches Jahr. Das Periodenergebnis vor Steuern und Minderheitenanteilen stieg gegenüber dem Vorjahr um rund 12,8% auf 12,8 Mrd. €. Zuzuschreiben ist der Anstieg vor allem einer Verbesserung des Betriebsergebnisses (+8,9% auf 15,0 Mrd. €), die die höheren Verwaltungsaufwendungen (+4,3% auf 12,9 Mrd. €) mehr als kompensierte.

Das Zinsergebnis blieb mit 14,9 Mrd. € die wichtigste Ertragsquelle, ging gegenüber 2024 (15,5 Mrd. €) jedoch leicht zurück (-4,1%). Ursächlich dafür sind die vier Zinssenkungsschritte der EZB im 1. Halbjahr 2025, die die Zinsmargen im Neugeschäft drückten. Neben den Zinserträgen (-19,5%) sanken auch die Zinsaufwendungen deutlich (-26,9%), was die Nettobelastung dämpfte. Das Provisionsergebnis entwickelte sich

dagegen positiv und stieg um 4,3% auf 5,6 Mrd. €, womit es seinen Anteil an den Gesamterträgen weiter ausbaute. Die sonstigen betrieblichen Erträge legten ebenfalls zu (+13,4% auf 3,8 Mrd. €).

Die Risikovorsorgen für das Kreditrisiko (Wertminderungen und Rückstellungen) gingen 2025 leicht auf 2,4 Mrd. € zurück (2024: 2,8 Mrd. €), was trotz weiterhin erhöhter Unternehmensinsolvenzen auf eine insgesamt stabile Kreditqualität hindeutet. Die Verwaltungs- und sonstigen Aufwendungen stiegen trotz der Filialschließungen um 4,3%, die Personalaufwendungen mit +1,5% aber etwas schwächer. Das Periodenergebnis nach Steuern und Minderheitenanteilen erreichte 10,7 Mrd. € (2024: 9,7 Mrd. €), ein Zuwachs von rund 10,2%. Das Aufwand-Ertrag-

<sup>3</sup>) <https://www.ksv.at/insolvenzstatistik/unternehmensinsolvenz-2025>.

<sup>4</sup>) <https://www.oenb.at/Geldpolitik/Erhebungen/umfrage-ueber-das-kreditgeschaeff.html>.

<sup>5</sup>) <https://www.fmsg.at/publikationen/presseaussendungen/2024/42te-sitzung.html>.

Verhältnis (Cost-Income-Ratio) kletterte im 1. Halbjahr 2025 auf 55%.

Automatisierung und Digitalisierung von Finanzdienstleistungen schreiten voran und treiben vor allem über die virtuelle Verbuchung von Finanztransaktionen die Ausdehnung des Filialnetzes. Internet- und Mobile-Banking sowie Transaktionen in Selbstbedienungsfoyers treten zunehmend an die Stelle des persönlichen Kundenkontakts. Die seit Jahren beobachteten Filialschließungen wurden auch 2025 weiter fortgesetzt. Die Anpassung des Filialnetzes führte 2025 zur Schließung von 13 Haupt- und 94 Zweiganstalten. Die Konsolidierung war aber sehr fokussiert – die Schließungen der Hauptanstalten entfielen vor allem auf den Raiffeisen-sektor (8), jene der Zweiganstalten betrafen in ähnlichem Ausmaß Aktienbanken (30), die Sparkassen (11) und den Raiffeisensektor (47). Gegenüber 2008, dem ersten Jahr der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise, hat sich die Zahl der Hauptanstalten damit um 422 bzw. 49% verringert, jene der Zweigstellen um 1.194 bzw. 28%.

## 5. Internationale Börsen auch 2025 sehr wachstumsstark

Trotz der erhöhten geopolitischen Risiken erwiesen sich die Aktienmärkte 2025 erneut als sehr dynamisch. Für europäische Aktien war 2025 eines der besten Jahre seit 2021. Der Stoxx Europe 600 legte um 16,7% zu, wobei vor allem der Bankensektor eine hohe Jahresrendite auswies. Ermöglicht wurde dies durch niedrigere Zinsen, bessere Gewinnperspektiven und zusätzliche Fiskalimpulse für einige Sektoren wie Verteidigung und Infrastruktur. Die teilweise Umschichtung von Anlagen aus amerikanischen in europäische Aktien – eine Folge der steigenden Unsicherheit – begünstigte den europäischen Markt ebenfalls.

Österreich war 2025 zusammen mit Spanien und Italien einer der Spitzenreiter hinsichtlich der europäischen Aktienindizes – mit +43,3% verzeichnete der ATX ein sehr starkes Jahr und wuchs deutlich kräftiger als der deutsche DAX (+22,4%), der MSCI World Index (20,6%) und der Euro-Stoxx (17,6%)<sup>7)</sup>. Der ATX Total Return schnitt mit rund +49,9%<sup>8)</sup> noch besser ab.

Die Kreditqualität blieb trotz der schwachen Konjunktur der letzten Jahre gut. Im 1. Halbjahr 2025 war der Anteil notleidender Kredite (NPL-Rate, konsolidiert) mit 3% noch relativ niedrig, stieg jedoch gegenüber dem Vorjahr. Die Liquidität lag mit 176% deutlich über den Mindestanforderungen von 100% für den Liquiditätsdeckungsgrad.

Die von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) berechnete Lücke im Verhältnis zwischen Kreditvolumen und BIP<sup>6)</sup> zeigt bei negativen Werten eine Unterausnutzung von Kreditfinanzierungen. Ein positiver Wert deutet hingegen eine Überhitzung des Kreditmarktes an. In Österreich ist die Lücke seit 2022 negativ (I. Quartal 2022 –1,7%, IV. Quartal 2022 –7,8%). Wegen der fortgesetzten Straffung der Geldpolitik und den strengen regulatorischen Vorgaben vergrößerte sie sich 2024 noch weiter (IV. Quartal 2024 –14,2%) und blieb auch 2025 deutlich negativ (II. Quartal 2025 –14,3%). Dies signalisiert klar ein zusätzliches Potenzial zur Kreditvergabe in Österreich.

**Die Schließung von Bankfilialen schreitet voran – gegenüber 2008 hat sich die Zahl der Hauptanstalten um 422 bzw. 49%, jene der Zweigstellen um 1.194 bzw. 28% verringert.**

**Trotz der schwachen Konjunktur und Problemen im Bauwesen blieb die Kreditqualität gut.**

**Die von der BIZ errechnete negative Kreditlücke deutet auf eine Unterauslastung des heimischen Kreditmarktes hin.**

Die Marktkapitalisierung der Wiener Börse erhöhte sich merklich von 25,5% des nominalen BIP (2024) auf 35,0%. Die nominelle Kapitalisierung stieg vor allem aufgrund der hohen Wertzuwächse kräftig von 126,0 Mrd. € auf 179,7 Mrd. €. Der durchschnittliche Umsatz je Monat erhöhte sich schwächer von 5,34 Mrd. € auf 5,68 Mrd. €, die monatlichen Aktienumsätze variierten zwischen 4,49 Mrd. € und 7,87 Mrd. €. Die Anzahl der gelisteten Anleihen erreichte mit 38.692 einen neuen Höchststand. Auf ausländische Investor:innen entfiel mit 41% (58,2 Mrd. €) ein Großteil der österreichischen börsennotierten Aktien, gefolgt vom Finanzsektor (19%), inländischen nichtfinanziellen Unternehmen (17%) und dem Staat (15%). Die fünf wichtigsten institutionellen Investoren an der Wiener Börse waren 2025 The Vanguard Group (USA), Black Rock (USA), Erste Asset Management (Österreich), Norges Bank Investment Management (Norwegen) und Dimensional Fund Advisers (USA).

**2025 war der ATX einer der dynamischsten Aktienindizes Europas.**

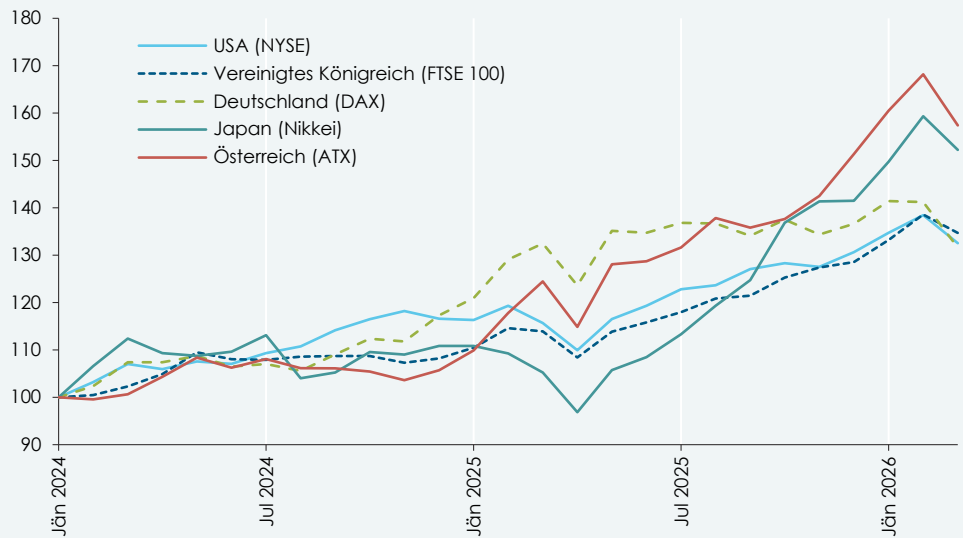
<sup>6)</sup> Die Lücke ergibt sich aus dem Unterschied zwischen dem aktuellen und dem über die Zeit mittels Hodrick-Prescott-Filtern geglätteten Kredit-BIP-Verhältnis.

<sup>7)</sup> <https://www.wienerbourse.at/en/news/vienna-stock-exchange-news/vienna-stock-exchange-2025/>.

<sup>8)</sup> <https://www.wienerbourse.at/en/news/vienna-stock-exchange-news/vienna-stock-exchange-2025/>.

Abbildung 7: **Internationale Börsenindizes**

Jänner 2024 = 100



Q: Deutsche Bundesbank, OECD, Wiener Börse.

## 6. Nominell- und real-effektive Aufwertung des Euro

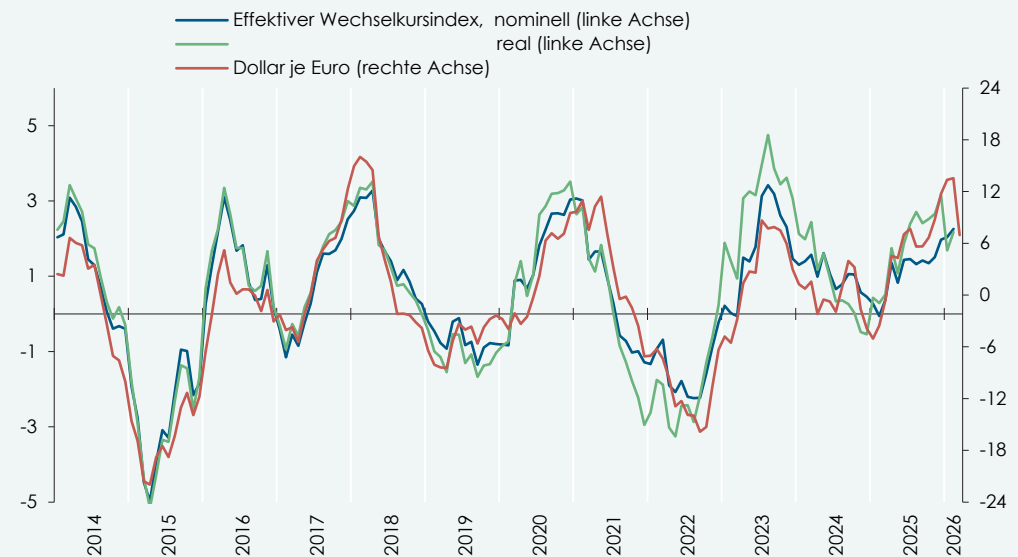
**Der Euro wertete 2025 nominell- und real-effektiv auf. Besonders deutlich war die Aufwertung gegenüber dem Dollar.**

Die Entwicklung des effektiven Wechselkursindex wird kurzfristig vom Dollarkurs dominiert, vor allem wegen seiner bedeutenden Schwankungen im Jahr 2025. Insgesamt ergab sich im Jahresdurchschnitt 2025 eine nominell-effektive Aufwertung des Euro um 1,1% im Vergleich zum Vorjahr (Abbildung 7),

die überwiegend durch den Wertverlust des Dollar gegenüber dem Euro geprägt war. Real war die Aufwertung mit 1,8% noch höher, womit sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Österreichs weiter verschlechterte.

Abbildung 8: **Effektiver Wechselkursindex und Dollar-Euro-Kurs**

Veränderung gegen das Vorjahr in %



Q: OeNB, WIFO.

## 7. Ausblick und mögliche Auswirkungen des Iran-Krieges auf Geldpolitik der EZB

Im Februar 2026 notierte die Inflationsrate im Euro-Raum bei 1,9% und hatte sich somit seit Ende 2025 nahe am mittelfristigen Zielwert der EZB von 2% stabilisiert. Die Märkte erwarteten Ende Februar 2026 weitere Leitzinssenkungen der EZB gegen Jahresende 2026. Der Ausbruch des Iran-Krieges hat jedoch für hohe Volatilität auf den Öl- und Gasmärkten gesorgt und somit das Risiko eines neuerlichen Anstiegs der Inflationsrate erhöht. Dies verschob auch die Markterwartungen: Die Wahrscheinlichkeit, dass der nächste EZB-Zinsschritt eine Senkung sein würde, verringerte sich bis Mitte März von vormals 50% auf unter 25%, die Wahrscheinlichkeit einer Zinserhöhung im Jahr 2026 stieg dagegen auf über 50%.

In den kommenden Sitzungen wird die EZB somit die Risiken abwägen müssen. Einerseits könnte ein anhaltender Angebotsschock zu der bekannten negativen Kombination aus niedrigerem Wachstum und höherer Inflation führen. Entscheidend für die Inflationseffekte werden die Dauer und Intensität des Energiepreisschocks sowie der Anteil sein, der davon auf die allgemeine Inflation übertragen wird. Im Euro-Raum deutet die historische Evidenz darauf hin, dass ein breites Durchschlagen höherer Energiepreise auf die Inflation eher die Ausnahme war (Lagarde, 2026). Wenn Schocks kurz und gering sind – wie es seit der Euro-Einführung meist der Fall war – bleibt ihr inflationärer Effekt weitgehend auf die Energiekomponente selbst beschränkt (Corsello & Tagliabracci, 2023). Diese Evidenz beruht allerdings auf den historischen durchschnittlichen Preisreaktionen und könnte daher für die aktuelle Entwicklung nicht repräsentativ sein. Wie mehrere rezente Studien zeigen, kann der Zusammenhang zwischen Energiepreisschocks und Inflation nichtlinear sein: während kleine Anstiege keine signifikante Reaktion der Preise auslösen, haben größere Schocks, wie z. B. nach dem Ukraine-Krieg, überproportional starke Preiseffekte (Bobeica et al., 2025; Llobart et al., 2024).

Hierfür spielen auch die Inflationserwartungen und vor allem die Frage, wie die Akute Inflation in der jüngeren Vergangenheit erlebt haben, eine zentrale Rolle. Malmendier und Nagel (2016) sowie Salle et al. (2023) zeigen, dass Inflationserwartungen dauerhafte Auswirkungen auf die Bildung der Inflations- und Preiserwartungen haben, wobei jüngeren prägnanten Episoden ein überproportionales Gewicht zukommt. Ausgehend von den Preisschocks der Jahre 2022/23 könnten die Preiserwartungen im Euro-Raum daher stärker auf den derzeitigen Energiepreisschock reagieren, als es der langfristige Rückblick erwarten lässt. In diesem Fall sollte die EZB schneller und entschlossener reagieren.

Andererseits ist der Preisschock aktuell deutlich schwächer als 2022. Der Rohölpreis erreichte im März 2022 mit rund 130 \$ je Barrel einen Höchststand, von dem das derzeitige Preisniveau weit entfernt ist. Kurz nach Ausbruch des Iran-Krieges überschritt der Ölpreis zwar kurz die Marke von 115 \$, sank dann aber wieder auf unter 100 \$. Die Gaspreise betragen 2022 ein Vielfaches – den 340 € je MWh im August 2022 stehen 40 € bis 60 € im März 2026 gegenüber. Zudem ist die Geld- und Fiskalpolitik weit weniger expansiv als damals. Schließlich muss auch bedacht werden, dass die EZB selbst keinen Einfluss auf die Energiepreisschocks hat. Wie Benigno (2026) argumentiert, müssen Zentralbanken in dieser Situation klar analysieren, wie die Angebotsschocks die makroökonomische Nachfrage beeinflussen, um auf dieser Basis die richtigen Zinsentscheidungen zu treffen.

Somit steht die EZB vor der Aufgabe, diese unterschiedlichen Faktoren zu bewerten. Die Folgen und vielleicht auch die Fehler der Energiekrise dürften die "Schmerzgrenze" für Zinserhöhungen gesenkt haben, und die EZB wird unter Druck stehen, dieses Mal rascher zu reagieren. Mit schnellen geldpolitischen Entscheidungen ist dennoch nicht zu rechnen.

## 8. Literaturhinweise

- Benigno, G. (2026, 15. März). A Compounding Oil Shock: Part II. The Fed Playbook: Reaction Function and Decision Grid. *The Central Banks' Watcher*. <https://gianlucaabeniano.substack.com/p/a-compounding-oil-shock-part-ii>.
- Bobeica, E., Holton, S., Huber, F., & Martínez Hernández, C. (2025). Beware of large shocks! A non-parametric structural inflation model. *ECB Working Papers*, (3052). <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scowps/ecb.wp3052-d9937e701b.en.pdf>.
- Corsello, F., & Tagliabracci, A. (2023). Assessing the pass-through of energy prices to inflation in the euro area. *Banca d'Italia Occasional Papers*, (745). <https://www.bancaditalia.it/publicazioni/ocp/2023-0745/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=1&dotcache=refresh&dotcache=refresh>.
- Kreditschutzverband von 1870 – KSV1870 (2026, 13. Jänner). *Unternehmensinsolvenz 2025. Unternehmensinsolvenzen steigen weiter: 19 Fälle pro Tag*. <https://www.ksv.at/insolvenzstatistik/unternehmensinsolvenz-2025>.
- Lagarde, C. (2026, 25. März). *Navigating energy shocks: Risks and policy responses*. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2026/html/ecb.sp260325-ac2916a211.en.html>.

- Llombart, P. B., Odendahl, F., & Rodríguez, S. P. (2024). Asymmetries in the transmission of energy price increases and decreases to underlying inflation in the euro area and Spain. *Banco de España Economic Bulletin*, (2024/Q1). <https://ideas.repec.org/a/bde/journl/y2024i01n06.html>.
- Malmendier, U., & Nagel, S. (2016). Learning from Inflation Experiences. *Quarterly Journal of Economics*, 131(1), 53-87.
- Salle, I., Gorodnichenko, Y., & Coibion, O. (2023). Lifetime Memories of Inflation: Evidence from Surveys and the Lab. *NBER Working Papers*, (31996).
- Österreichische Bundesfinanzierungsagentur – OeBFA (2024). Investoren Präsentation der Republik Österreich. <https://www.oebfa.at/presse/presseuebersicht/2024/investor-information-11-2024.html>.
- Österreichische Bundesfinanzierungsagentur – OeBFA (2025). Investoren Präsentation der Republik Österreich. <https://www.oebfa.at/presse/presseuebersicht/2025/investor-information-10-2025.html>.