



MACROECONOMIC *view*

16. OKTOBER 2025



Bruno Cavalier
Chefökonom - ODDO BHF

Weltwirtschaft – Zwischen Risiken und Widerstandsfähigkeit



KEY HIGHLIGHTS:

- Im April dieses Jahres befand sich die Welt auf dem Weg in eine Rezession und die Märkte auf dem Weg in einen Crash
- Sechs Monate später wurde das Schlimmste verhindert. Die Weltwirtschaft hat ihre Widerstandsfähigkeit unter Beweis gestellt.
- Dies ist auf die ausbleibende Eskalation der Zölle und den Boom der KI zurückzuführen.
- Allerdings bestehen Zweifel hinsichtlich der Bewertung der Märkte.
- Die Schuldenentwicklung in den USA und in Frankreich ist nicht nachhaltig.
- Auf makroökonomischer Ebene ist weiterhin Vorsicht geboten



Es ist noch etwas früh, um eine vollständige Bilanz des Jahres 2025 zu ziehen, aber wenn man die aktuellen wirtschaftlichen Bedingungen mit den Erwartungen von vor sechs Monaten vergleicht, muss man feststellen, dass das vermutlich Schlimmste vermieden wurde.

Was den Konjunkturzyklus betrifft, ist das Schlimmste eine Rezession. Was die Märkte betrifft, ist es ein Crash. Nach der Ankündigung der „gegenseitigen Zölle“ Anfang April waren diese Risiken durchaus vorhanden. Zu einem bestimmten Zeitpunkt erreichten die US-Aktienindizes die kritische Schwelle eines Rückgangs von 20 % vom Höchststand zum Tiefststand. Da dieser Schock zu einer Stagflation führen könnte, d. h. sowohl die Konjunktur belasten als auch Inflation verursachen könnte, wurden die Wirtschaftsprognosen entsprechend revidiert. In den Tagen und Wochen nach dem „Liberation Day“ senkte der Konsens seine Wachstumsprognosen für die USA für 2025 um 0,8 Prozentpunkte und hob seine Inflationserwartungen um 0,4 Prozentpunkte an. Der IWF senkte seine Prognosen für das weltweite Wachstum um 0,5 Prozentpunkte für 2025 und um 0,3 Prozentpunkte für 2026.

Wo stehen wir sechs Monate später? Auf den

Finanzmärkten gab es seither keinen Crash. Die Bewertungen sind oft auf einem historischen Höchststand, von bestimmten Börsenindizes bis hin zu Gold. Interessanterweise handelt es sich hierbei um zwei Vermögenswerte, die eigentlich auf diametral entgegengesetzte Risiken reagieren sollten. Doch lassen wir das beiseite. In der Realwirtschaft gab es keine Rezession. Das vorherrschende Thema ist die Widerstandsfähigkeit. In seinen Prognosen vom Oktober hat der IWF seine Prognose für das weltweite Wachstum für 2025 um 0,2 Prozentpunkte nach oben korrigiert, nachdem er bereits im Juli eine ähnliche Korrektur vorgenommen hatte. Insgesamt hat sich die Weltwirtschaft nicht wesentlich von ihrem normalen Trend abgewandt, der bei einem realen BIP-Wachstum von etwas über 3 % liegt.

Warum diese Widerstandsfähigkeit? Es gibt eine Kombination von Faktoren. Erstens ist der Zollschock zwar von beispiellosem Ausmaß, aber geringer als ursprünglich angekündigt. Nach einer Phase der Spannungen zwischen den Vereinigten Staaten und China haben die beiden Giganten ihr gegenseitiges Interesse an Kompromissen und taktischen Rückzügen erkannt (der berühmte TACO-Effekt). Dieser Waffenstillstand ist fragil, wie neue Spannungen in den letzten Tagen gezeigt haben, aber er hält nun



schon seit sechs Monaten an. Es gab keine Unterbrechungen in den globalen Lieferketten. Viele andere Länder haben Handelsabkommen mit der Trump-Regierung geschlossen, in denen sie eine Erhöhung der Zölle akzeptieren und im Gegenzug mehr Sichtbarkeit erhalten. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die USA ihre Zölle erhöht haben und der Rest der Welt darauf verzichtet hat, darauf zu reagieren. Diese ausbleibende Eskalation hat die Auswirkungen des Schocks gemildert und die Unsicherheit verringert.

Zweitens nutzten die Akteure des internationalen Handels die Zeitspanne zwischen der Ankündigung und der Einführung der Zölle, um Umgehungsmanöver durchzuführen. Die US-Importeure haben ihre Einkäufe ausländischer Waren vor der ersten Zollwelle (April) und dann vor der letzten Zollwelle (August) massiv erhöht. Solange diese Lagerbestände nicht aufgebraucht sind, sind die Auswirkungen auf die Einzelhandelspreise minimal. China hat einen Teil seiner Exporte umgeleitet, um die Schließung des US-Marktes auszugleichen. Das Ergebnis ist paradox: Im ersten Halbjahr 2025 war der Welthandel selten so dynamisch (abgesehen von den technischen Erholungen in den Jahren 2009 und 2020). Nach Angaben des auf diese Fragen spezialisierten CPB (Centraal Planbureau) stieg das Warenhandelsvolumen bis zum Sommer 2025 um etwa 6 % pro Jahr, was doppelt so viel ist wie das Wachstum des weltweiten BIP. Seit der Finanzkrise von 2008 wächst der Handel im Allgemeinen etwas langsamer als das BIP.

Drittens verdankt die US-Wirtschaft ihre Stärke zu einem großen Teil dem Investitionsboom im Zusammenhang mit der Revolution der künstlichen Intelligenz. Dabei besteht ein direkter Zusammenhang mit der Dynamik des Welthandels. Nach Angaben der WTO trug der Boom beim Handel mit Halbleitern, Servern und Telekommunikationsgeräten fast zur Hälfte zum Anstieg des Warenhandels im ersten Halbjahr 2025 bei. Auch wenn allgemein anerkannt ist, dass KI positive Auswirkungen auf die Produktivität haben wird – wenn auch in einem unbestimmten Zeithorizont –, weisen immer mehr Beobachter auch auf Ähnlichkeiten mit der Dotcom-Blase hin (Konzentration, Bewertungen). Auf eine kürzlich zu diesem Thema gestellte Frage hin stellte der Präsident der Fed vorsichtig fest, dass die Aktienkurse recht hoch seien. Zur Erinnerung: Zwischen der berühmten Bemerkung seines Vorgängers Alan Greenspan über „irrationale Überschwänglichkeit“ im Dezember 1996 und dem Platzen der Blase im März 2020 vergingen mehr als drei Jahre. Derzeit sorgt die Inflation der Vermögenspreise für einen Wohlstandseffekt, von dem bestimmte Verbrauchergruppen profitieren.

Die Widerstandsfähigkeit der Gesamtwirtschaft könnte jedoch beeinträchtigt werden, da viele der oben

genannten positiven Faktoren nur schwer zu extrapolieren sind. Angesichts des erreichten Niveaus ist eine Korrektur der Märkte möglich, die zu einer Verschärfung der finanziellen Bedingungen führen könnte. In den Vereinigten Staaten gab es kürzlich mehrere Insolvenzen, die schlechte Erinnerungen wachrufen (übermäßige Verschuldung, fragwürdige Bilanzierungspraktiken). Es gibt auch Anzeichen dafür, dass sich das Tempo der KI-bezogenen Ausgaben verlangsamt, insbesondere beim Bau von Rechenzentren.

Die jüngste Dynamik des Welthandels ist keineswegs struktureller Natur. Tatsächlich waren die tarifären und nichttarifären Handelshemmnisse seit Jahrzehnten noch nie so hoch. Dies wird den Handel in Zukunft weniger flüssig und kostspieliger machen. Die negativen Auswirkungen des Schocks werden lediglich zeitlich verschoben. In dieser Hinsicht steht Europa besonders unter Druck. Einerseits sind seine Produkte in den Vereinigten Staaten weniger wettbewerbsfähig. Andererseits steht es in Sektoren, in denen es früher eine starke Position hatte, im Wettbewerb mit China. Diese beiden Phänomene verstärken sich gegenseitig. Je mehr China seinen technologischen Vorsprung unter Beweis stellt, desto mehr schließen die Vereinigten Staaten ihren Markt für China, desto mehr drängt China auf den europäischen Markt. Die Zange zieht sich zu. Demgegenüber sind die Faktoren, die das europäische Wachstum stärken könnten, bislang hypothetisch: die effektive und rasche Umsetzung des deutschen Konjunkturprogramms, das Wiedererwachen der Verbraucher nach dem Ende des Inflationsschocks.

Auch die US-Wirtschaft ist nicht ohne Schwächen. Die Unterschiede zwischen den Sektoren oder Akteuren haben außergewöhnliche Ausmaße angenommen: Die KI boomt, das Baugewerbe befindet sich in einer tiefen Krise, die obersten 20 % geben ungebremst Geld aus, während die übrigen Verbraucher über den Rückgang der Beschäftigung besorgt sind und einen Inflationsschub befürchten. Vor diesem Hintergrund bleibt die Wirtschaftspolitik disruptiv, sei es in Bezug auf den Handel, die Unabhängigkeit der Zentralbank, die Migrationspolitik oder die internationalen Beziehungen. Insgesamt neigt sich die Risikobilanz nach unten. Hin- und hergerissen zwischen gegensätzlichen Anforderungen (zu hohe Inflation, schwächerer Arbeitsmarkt) hat die Fed im September ihre Zinsen gesenkt und hat allen Grund, diesen Kurs in den kommenden Monaten fortzusetzen.



Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Performance kann bei Anlagen mit Fremdwährungsbezug infolge von Währungskursschwankungen steigen oder fallen. Schwellenländer können mehr politischen, wirtschaftlichen oder strukturellen Herausforderungen ausgesetzt sein als entwickelte Länder, woraus ein höheres Risiko entstehen kann

Wichtige Hinweise

Dieses Dokument wurde von der ODDO BHF SE nur zu Informationszwecken erstellt. Darin enthaltene Äußerungen basieren auf den Markteinschätzungen und Meinungen der Autoren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung. Diese können sich abhängig von den jeweiligen Marktbedingungen ändern. Weder dieses Dokument noch eine in Verbindung damit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten dar. Etwaig dargestellte Einzelwerte dienen nur der Illustration. Einzelne Aussagen sind weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung durch hierfür qualifizierte Personen zu ersetzen. Bevor in eine Anlageklasse investiert wird, wird dringend empfohlen, sich eingehend über die Risiken zu erkundigen, denen diese Anlageklassen ausgesetzt sind, insbesondere über das Risiko von Kapitalverlusten.

ODDO BHF SE – Gallusanlage 8 • 60323 Frankfurt am Main • Postanschrift: 60302 Frankfurt am Main • www.oddo-bhf.com Vorstand: Philippe Oddo (Vorstandsvorsitzender) • Grégoire Charbit • Joachim Häger • Christophe Tadié • Benoit Claveranne • Alexander Ilgen. Vorsitzender des Aufsichtsrats: Werner Taiber • Sitz: Frankfurt am Main.

Registergericht und Handelsregister Nummer: Amtsgericht Frankfurt am Main HRB 73636 USt-IdNr. DE 814 165 346 • BIC/SWIFT BHFDB333 • www.oddo-bhf.com