

# Die W&P Current Perspectives: Die importierte Illusion einer Rezession

Die Zahlen zum US-Wirtschaftswachstum, die in dieser Woche veröffentlicht werden, dürften ausserordentlich schwach ausfallen. Die Zahlen sind jedoch mit Vorsicht zu geniessen. Was auf den ersten Blick wie ein Konjunkturreinbruch aussieht, ist bei genauerem Hinsehen primär das Ergebnis statistischer Effekte bei der Berechnung des Bruttoinlandsprodukts. // Johannes von Mandach & Klaus W. Wellershoff

Die erste Schätzung zum Wachstum der US-Wirtschaft im ersten Quartal 2025, die in dieser Woche veröffentlicht wird, dürfte deutlich schwächer ausfallen als in den vergangenen Quartalen. Sogar ein negativer Wert, also ein Rückgang der statistisch gemessenen Wirtschaftsleistung, ist möglich. Gerade vor dem Hintergrund der politischen Verwerfungen um US-Präsident Trump ist die Versuchung gross, darin den Beginn einer Rezession zu sehen.

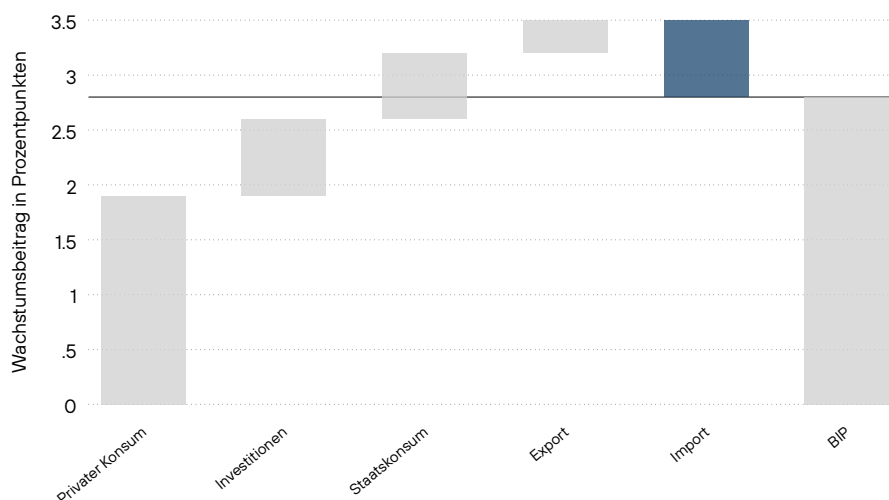
Dabei ist unbestritten, dass sich die wirtschaftliche Dynamik im ersten Quartal verlangsamt hat. Vor allem die Konsumenten hielten sich zu Jahresbeginn zurück. Ihre Ausgaben stiegen im Vergleich zum Vorquartal nur geringfügig, wie die schwachen

Detailhandelszahlen im Januar und Februar zeigen. Im März setzte jedoch eine leichte Gegenbewegung zum verhaltenen Jahresbeginn ein. Zudem berichten die Unternehmen weiterhin von einer soliden Geschäftslage und auch der Arbeitsmarkt zeigt sich robust. Die Erwartung eines schwachen BIP-Wachstums ist daher weniger Ausdruck eines Konjunkturreinbruchs, sondern vor allem das Ergebnis statistischer Effekte, insbesondere der Art und Weise, wie die Importe in die Berechnung einfließen.

### Was das BIP misst - und was nicht

Ausgangspunkt für die Berechnung des Wachstums ist die Veränderung des Bruttoinlandspro-

**Grafik 1: Zusammensetzung des US-BIP-Wachstums im Jahr 2024**



Die Grafik zeigt die Wachstumsbeiträge der vier Hauptkomponenten der BIP-Berechnung im Jahr 2024. Es wird deutlich, dass die Importe mit einem negativen Vorzeichen in die Berechnung eingehen. Dieser Effekt wird sich im ersten Quartal 2025 aufgrund der vorgezogenen Importe im Zusammenhang mit den angekündigten Handelsbeschränkungen deutlich verstärken und das ausgewiesene Wachstum entsprechend dämpfen bzw. sogar möglicherweise in den negativen Bereich drücken.

Quelle: Bureau of Economic Analysis (BEA), Wellershoff & Partners

dukts (BIP), das die gesamte Wirtschaftsleistung eines Landes in einem bestimmten Zeitraum misst. Es umfasst den Wert aller im Inland produzierten Waren und Dienstleistungen. Betrachtet man das BIP aus der Verwendungsperspektive, so setzt es sich im Wesentlichen aus vier Komponenten zusammen: dem privaten Konsum, den Investitionen, den Staatsausgaben und dem so genannten Aussenbeitrag, also der Differenz zwischen Exporten und Importen. Wichtig dabei: Die Importe gehen mit einem negativen Vorzeichen in die Berechnung ein, da sie eben importiert und damit nicht im Inland produziert werden.

In der Regel funktioniert dieses Verfahren gut. Kauft beispielsweise ein US-Konsument ein in China hergestelltes iPhone, so wird dieser Kauf auf der einen Seite als Konsumausgabe verbucht. Da das Gerät aber im Ausland hergestellt wurde, erscheint es gleichzeitig in den Importzahlen und wird damit wieder herausgerechnet. So fließt letztlich nur die im Inland erbrachte Leistung in das BIP ein.

#### Wenn Importe das Wachstum kleinrechnen

In der aktuellen Situation kann dieses Prinzip jedoch zu Verzerrungen führen. Viele US-Unternehmen haben im ersten Quartal ungewöhnlich hohe Mengen an Vorleistungsgütern importiert. Hintergrund sind die von der US-Regierung angekündigten und teilwei-

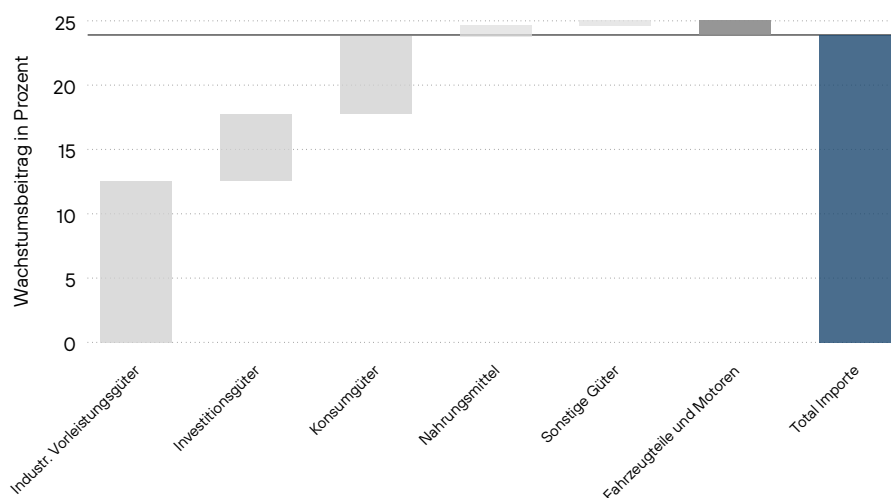
se bereits umgesetzten Zölle, denen die Unternehmen durch vorgezogene Bestellungen zuvorkommen wollen.

Diese importierten Güter erscheinen in der BIP-Berechnung zunächst nur auf der Importseite und damit als negativer Beitrag. Theoretisch liesse sich dieser Effekt ausgleichen, wenn die gelagerten Güter statistisch als Teil der Unternehmensinvestitionen erfasst würden. In der Praxis ist dies jedoch schwierig, da sich kaum feststellen lässt, ob ein importiertes Gut nur zwischengelagert oder direkt weiterverwendet und beispielsweise im Produktionsprozess eingesetzt wird. Ohne eine solche statistische Zuordnung ergibt sich ein negativer Beitrag, dem kein positiver Beitrag gegenübersteht. Dies hat zur Folge, dass das tatsächliche Wirtschaftswachstum in den offiziellen Zahlen unterschätzt wird.

#### Lageraufbau statt Nachfrageschwäche

Ein Blick auf die bereits veröffentlichten Aussenhandelszahlen der ersten beiden Monate des Jahres 2025 zeigt die Grössenordnung: Die Importe lagen im Januar und Februar mit rund 660 Milliarden US-Dollar um rund 24 Prozent höher als im Vorjahreszeitraum. Unsere Analyse legt nahe, dass rund drei Viertel dieses Anstiegs auf Vorleistungsgüter entfallen und somit Güter sind, die nicht sofort weiterverarbeitet oder verkauft werden. Gewichtet man diesen Effekt mit

**Grafik 2: Wachstumsbeiträge der US-Warenimporte (Jan. und Feb. 2025) gegenüber Vorjahresperiode**



Die Grafik zeigt, wie die einzelnen Güterkategorien zum Importwachstum beigetragen haben. Die Summe aller Kategorien ergibt ein Gesamtwachstum der Importe im Januar und Februar 2025 von rund 24 % gegenüber der Vorjahresperiode. Nach unserer Analyse sind rund drei Viertel des Wachstums darauf zurückzuführen, dass die Unternehmen aufgrund der US-Handelsrestriktionen vorsorglich ihre Lager gefüllt haben. Ein besonders hoher Anteil an zollinduziertem Lageraufbau ist vor allem bei industriellen Vorleistungsgütern zu erwarten.

Quelle: Bureau of Economic Analysis (BEA), Wellershoff & Partners

---

der Gesamtgrösse der US-Wirtschaft, ergibt sich ein potenziell negativer Wachstumsbeitrag für das erste Quartal 2025 von rund 1,3 Prozentpunkten.

Damit besteht die Gefahr, dass das tatsächliche Wirtschaftswachstum im ersten Quartal massiv unterschätzt wird. Im Extremfall könnte nach dem obigen Zahlenbeispiel die US-Wirtschaft im ersten Quartal im langfristigen Trend von 0,5 Prozent gewachsen sein, der ausgewiesene Wert aber bei -0,8 Prozent liegen.

Die kommenden BIP-Zahlen sind daher mit Vorsicht zu interpretieren. Die hohen Importzahlen sind weniger ein Zeichen konjunktureller Schwäche als vielmehr Ausdruck eines vorgezogenen Lageraufbaus

aufgrund der erratischen Zollpolitik des US-Präsidenten. Auch im zweiten Quartal ist mit statistischen Verzerrungen, etwa durch Lagerabbau, zu rechnen, die das Wachstum rechnerisch überzeichnen könnten. Erst mit den Zahlen für das dritte Quartal, die im Oktober veröffentlicht werden, dürfte die Statistik wieder besser der Realität entsprechen.

Bis dahin ist eine differenzierte Betrachtung notwendig. Statt sich auf das aggregierte BIP-Wachstum zu fixieren, lohnt sich ein Blick auf Indikatoren, die die Entwicklung der Endnachfrage aufzeigen und damit jene Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen, die tatsächlich bei den Endnutzern, seien es Konsumenten, Unternehmen oder der Staat, ankommt. //

---

## Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde durch Wellershoff & Partners Ltd. zusammengestellt und veröffentlicht. Sie dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung, zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen können zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Der Termin- und Optionenhandel ist mit Risiken behaftet. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Wir können nicht auf Ihre persönlichen Anlageziele, finanzielle Situation und Bedürfnisse im Rahmen dieser Publikation eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor einer Investition in eines der in dieser Publikation erwähnten Produkte Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Dieses Dokument darf ohne vorherige Einwilligung von Wellershoff & Partners Ltd. weder reproduziert noch vervielfältigt werden. Wellershoff & Partners Ltd. untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation an Dritte. Wellershoff & Partners Ltd. ist nicht haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieser Publikation resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden.

## Impressum

Herausgegeben von // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich  
Autoren // Johannes von Mandach, Klaus W. Wellershoff  
Konzeption // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich  
Gestaltung // Feinmass Kommunikationsdesign, Luzern

Die W&P Current Perspectives erscheinen in deutscher Sprache.  
Redaktionsschluss: 25. April 2025