

GLOBAL CREDIT



The Algebris Bullet: Der Mythos des Exzeptionalismus

**“Die Entdeckung Amerikas war eine wundervolle Sache; noch wundervoller wäre es gewesen, hätte man Amerika nie entdeckt.”
- Mark Twain**



März. 2025

Davide Serra
Founder & CEO

Sebastiano Pirro
CIO & Financial Credit
Portfolio Manager

Gabriele Foà
Global Credit Portfolio Manager

Silvia Merler
Head of ESG & Policy Research

Lennart Lengeling
Macro Analyst

www.algebris.com

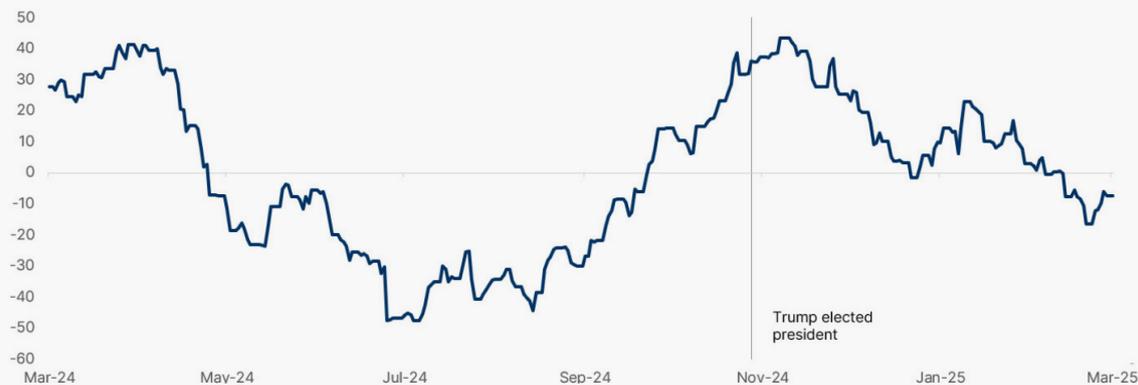


Der überwältigende Wahlsieg der Republikaner in den USA liess den amerikanischen Traum neu aufleben. Präsident Trump würde eine disruptive Kraft sein – jedoch eine, die Amerika zugutekäme. Eine expansive Fiskalpolitik und Zölle würden die Binnennachfrage ankurbeln, während angebotsseitige Wirtschaftspolitik die Finanzierung sichern und die Kapazitäten erweitern würde. Die US-Wirtschaft würde zweifellos profitieren, auch um den Preis vorübergehend höherer Inflation und Zinsen. Die restliche Welt hingegen würde die Kosten tragen – in Form einer schwächeren Währung und der Rückverlagerung der Produktion in die USA. Amerika würde wieder aussergewöhnlich sein.

Die ersten beiden Monate der neuen Regierung erzählen jedoch eine andere Geschichte. Die US-Wirtschaftspolitik scheint sich stärker darauf zu ausrichten, die Wählerbasis zu beschwichtigen, anstatt Wachstum zu generieren. Die grassierende Unbeständigkeit führt zu Unsicherheit, was wiederum das Wachstum bremst. Zudem sind die Zwischenwahlen noch weit entfernt, und der politische Spielraum ist begrenzt. Die Hürde für wirtschaftsfördernde Massnahmen ist daher höher, als die Märkte es derzeit einschätzen. Wir vermuten, dass eine Wachstumsverlangsamung bevorsteht, für die Risikowerte noch nicht eingepreist sind.

Die US-Wirtschaftsdaten verschlechtern sich spürbar. Die Zahl der Arbeitslosenansprüche steigt, wodurch die Beschäftigung ausserhalb der Landwirtschaft auf den niedrigsten Stand seit sechs Monaten sinkt und die Arbeitslosenquote über 4 % klettert. Wirtschaftliche Überraschungen sind seit November kontinuierlich rückläufig (siehe Grafik 1).

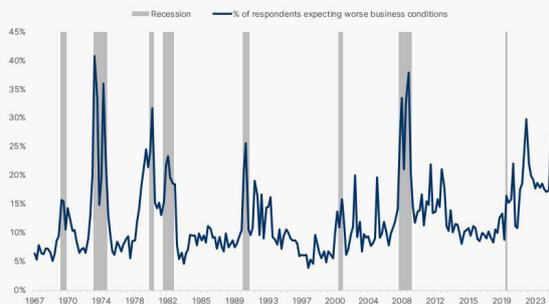
Grafik 1: US-Wirtschaftsüberraschungen – aussergewöhnlich niedrig



Quelle: Citi Bank, Bloomberg Finance LP, Algebris Investments. Stand 07.03.2025
Hinweis: Citi US Economic Surprise Index.

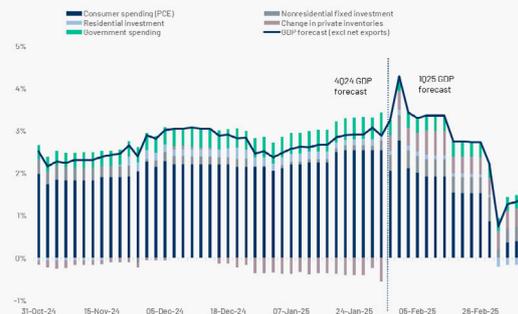
Das Verbrauchervertrauen – der zentrale Treiber der Expansion von 2023-24 – hat sich 2025 verschlechtert (Grafik 2), insbesondere aufgrund negativer Wahrnehmungen zur Geschäftslage und zum Arbeitsmarkt. Echtzeit-Indikatoren für das US-BIP fallen rapide (Grafik 3), beeinflusst sowohl durch steigende Importe als auch durch eine schwächere Konsumnachfrage.

Grafik 2: US-Verbraucher – zunehmender Pessimismus



Quelle: Conference Board. Stand 07.03.2025.
Hinweis: Verbrauchervertrauen – Pessimistische Erwartungen für die nächsten 6 Monate: Geschäftsklima

Grafik 3: Echtzeit-Rückgang des US-BIP – Handel, aber nicht nur



Quelle: Atlanta Fed. Stand 07.03.2025.
Hinweis: Teilkomponenten-Beiträge zur GDPNow-Prognose für das 4. Quartal 2024 und das 1. Quartal 2025

Wir vermuten, dass die USA derzeit einen tiefen Unsicherheitsschock durchleben. Studien zeigen, dass politische Unsicherheit ähnlich schädlich für Konjunkturzyklen sein kann wie ein exogener Schock. Wenn Unsicherheit hoch ist, stellen Unternehmen Investitionen und Neueinstellungen plötzlich und vorübergehend ein. Produktion und Beschäftigung tendieren dann dazu, schnell zu sinken. Die politische Unsicherheit in den USA befindet sich auf dem zweithöchsten Stand der letzten vierzig Jahre (Grafik 4).

Grafik 4: Unsicherheit bedeutet Rezession



Quelle: Baker, Scott R.; Bloom, Nick; Davis, Stephen J., Stand: 07.03.2025.
Hinweis: US Economic Policy Uncertainty Index

Jede vergleichbare Spitze in der Vergangenheit wurde von einer wirtschaftlichen Abschwächung begleitet. Unternehmensumfragen aus Januar und Februar zeigen deutliche Rückgänge bei neuen Aufträgen und Beschäftigung.

Die ersten politischen Massnahmen sind ebenfalls nicht ermutigend. Die Regierung setzt vorrangig wirtschaftsunfreundliche Massnahmen um, darunter Stellenstreichungen im öffentlichen Sektor und Handelsrestriktionen (Tabelle 1). Der US-Zollsatz stieg dieses Jahr auf 4 % und könnte unter voller Umsetzung auf 10–15 % ansteigen. Jüngste Forschungen des IWF schätzen, dass die durch Zölle verursachte Wachstumsbelastung für die US-Wirtschaft bei 0,8 % über ein Jahr liegt. Die Wachstumsimpulse sollen grösstenteils durch Steuersenkungen erfolgen – diese müssen jedoch erst durch den Kongress gehen und ihre Zusicherung ist noch unklar.

Tabelle 1: Trumps Politik – Erst Kontraktion, Expansion bleibt abzuwarten

Kategorie	Massnahmen	Status	Wachstumswirkung
Zölle	China	+20%	In Kraft. Durchschnittszölle gegenüber China auf 34 % erhöht.
	Mexiko	25%	In Kraft. Ausnahme für USMCA-konformen Handel (~50 % des Handels historisch) bis März 2025.
	Kanada (ex Energie)	25%	In Kraft. Ausnahme für USMCA-konformen Handel (38 % des Handels historisch) bis März 2025.
	Energiesektor in Kanada	10%	In Kraft.
	Stahl & Aluminium	25%	Wird am 12. März 2025 in Kraft treten.
	Auto Tariffs	~25%	Wird am 2. April 2025 angekündigt.
	Medikamente & Halbleiter	>25%	Zeitpunkt ungewiss.
DOGE	Gegenseitige Zölle	Wird am 2. April 2025 nach Abschluss der Handelsüberprüfung angekündigt.	Kontraktiv oder Wachstumsdämpfend
	Ziel von 2 Billionen US-Dollar Einsparungen	Laufend. Unterliegt rechtlichen und politischen Einschränkungen (Trump überlässt die endgültige Entscheidungsgewalt seinen Kabinettsmitgliedern). Behauptet, Einsparungen von 105 Milliarden US-Dollar erzielt zu haben. Die Bundesregierung hat im Februar 2025* rund 62.000 Stellen abgebaut.	
Fiskal	Dauerhafte Verlängerung der Steuerkürzungen von 2017 (Kosten: 4,5 Billionen US-Dollar)	Zeitpunkt ungewiss. Geplante Verlängerung durch ein Versöhnungsgesetz, das eine einfache Mehrheit erfordert.	Expansiv oder Wachstumsfördernd
	Keine Steuern auf Trinkgelder, Überstundenvergütung und Sozialversicherungsleistungen	Zeitpunkt ungewiss.	
Einwanderung	Abschiebung illegaler Migranten, Verstärkung der US-Mexiko-Grenze, Stopp der Bearbeitung von Anträgen undokumentierter Migranten	Laufend. ICE (die für Abschiebungen zuständige Behörde) arbeitet weiterhin mit Mitteln aus dem Haushalt 2024 und kann daher ihre Kapazitäten noch nicht ausweiten. Erweiterung der Internierungskapazitäten auf Militärstützpunkten nahe der mexikanischen Grenze.	Kontraktiv oder Wachstumsdämpfend
	Verhandlungen über ein Friedensabkommen in	Laufende Aufrufe zu Verhandlungen mit der Ukraine und Russland. Aussetzung der militärischen Unterstützung für die Ukraine.	
Geopolitik	Waffenstillstand zwischen Israel und Hamas	Laufende Verhandlungen über Phase 2 des Waffenstillstandsabkommens. Derzeit unter einer 50-tägigen Verlängerung von Phase 1.	Neutral

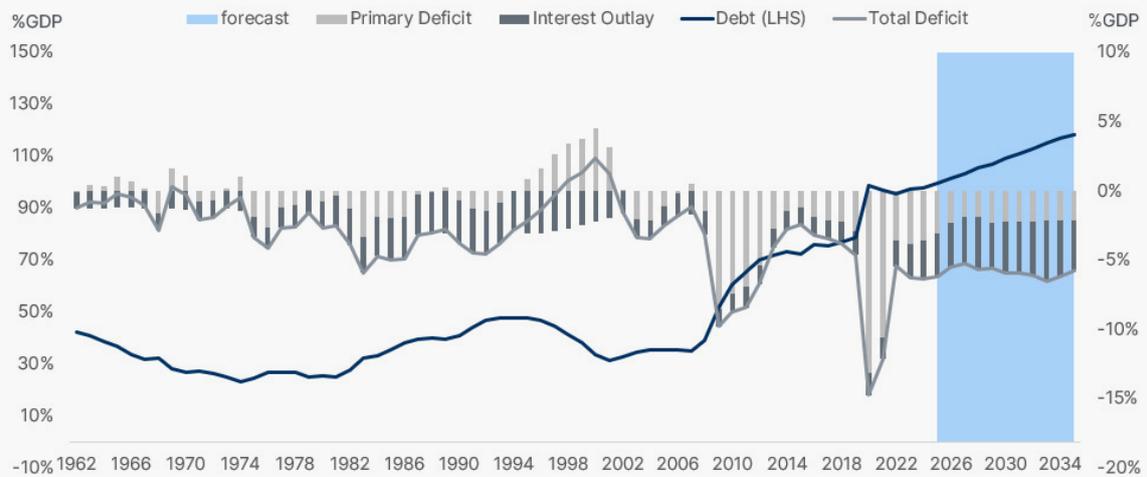
Quellen: Veda Partners, Oxford Economics, Signum, The Guardian, Bloomberg LP. Stand: 08.03.2025

*Hinweis: Der Stellenabbau in der Bundesregierung kann nicht direkt mit den DOGE-Initiativen in Verbindung gebracht werden.

Die Kosten eines US-Konjunkturabschwungs wären hoch, da der politische Handlungsspielraum zur Reaktion begrenzt ist. Die US-Verschuldung ist hoch und wird sich bei einer Wachstumsabschwächung weiter erhöhen (Grafik 5). Die Zinskosten liegen knapp unter 3 % des BIP, was den Spielraum für primäre Staatsausgaben einschränkt. Die Inflation in den USA liegt weiterhin über dem Zielwert und hat sich Ende 2023 nicht weiter verlangsamt (Grafik 6). Eine durch den Handel ausgelöste Abschwächung ist nicht zwingend deflationär, wodurch sich die Fed in einer schwierigen Lage befindet. Finanzminister Bessent betonte, dass die Erfolgskennzahl der Regierung eher der Preis zehnjähriger US-Staatsanleihen als die Aktienkurse sei – eine Botschaft, die Präsident Trump bekräftigt hat. Diese Rhetorik deutet darauf hin, dass keine Eile für wirtschaftsstützende Massnahmen besteht.

Der amerikanische Exzeptionalismus verblasst in den Daten, ist aber in den Märkten noch präsent. Der S&P 500 wird mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 23 gehandelt – 15 % über dem Zehnjahresdurchschnitt. Der reale Wechselkurs des US-Dollars liegt auf einem Vierzigjahreshoch, obwohl das US-Wachstum in den letzten zwanzig Jahren langsamer war als das der meisten asiatischen Länder. Beide Trends kehren sich nun rasch um (Grafik 7 und 8), aber die über Jahre hinweg starke US-Asset-Nachfrage könnte für eine weitere Korrektur sorgen.

Grafik 5: US-Schulden – in vollem Gange



Quelle: CBO, Algebris Investments. Stand: 17.01.2025. Hinweis: Alle Kennzahlen in % des BIP.

Grafik 6: US-Inflation – Der Kampf ist noch nicht vorbei



Quelle: Bloomberg Finance LP, Algebris Investments. Stand: 07.03.2025.

Hinweis: Gesamtinflation (Headline): US CPI Urban Consumers YoY NSA (CPI YOY Index). Kerninflation (Core): US CPI Urban Consumers ohne Lebensmittel & Energie YoY NSA (CPI XYOY Index). Supercore: US Bloomberg BLS CPI Core Services ohne Wohnkosten (Supercore) YoY (CSXHSPCY Index). US 10-Jahres-Breakeven-Inflation: USGGBE10 Index. Berechnung: Durch Subtraktion der Realrendite der inflationsgebundenen Laufzeitenkurve von der Rendite der nominalen Treasury-Laufzeit.

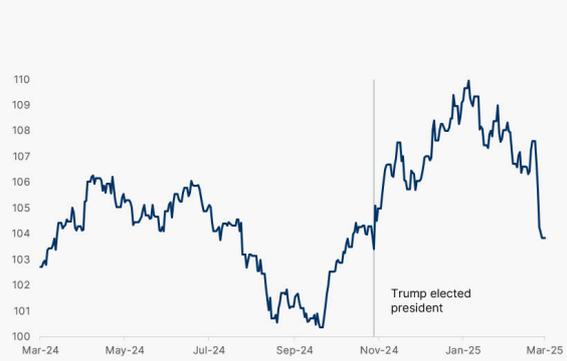
Risikowerte haben sich gut entwickelt, doch in den USA stehen grosse makroökonomische Anpassungen an. Dies könnte zu einer schnellen Neubewertung der Gewinner der letzten zwei Jahre führen. Wir sehen insbesondere US-Aktien und den US-Dollar als gefährdet. Europäische Vermögenswerte sind weitgehend unterbewertet, obwohl die Begeisterung über den neuen fiskalpolitischen Rahmen die Bewertungen stützt. Der Kreditmarkt bleibt insgesamt angespannt, doch es gibt attraktive Sektoren, insbesondere in Europa, wo die Divergenz hoch ist. Wir sehen mehr Wert in US- als in europäischen Zinslandschaft. Die Bewertung von Anleihen aus Schwellenländern ist eng, aber auf lokalen Märkten ergeben sich Chancen.

Grafik 7: US-Aktien – Der Champion-Status wird herausgefordert



Quelle: Bloomberg Finance LP, Algebris Investments.
Stand: 07.03.2025.
Hinweis: Gesamtrenditen in lokaler Währung
für S&P 500 und DAX.

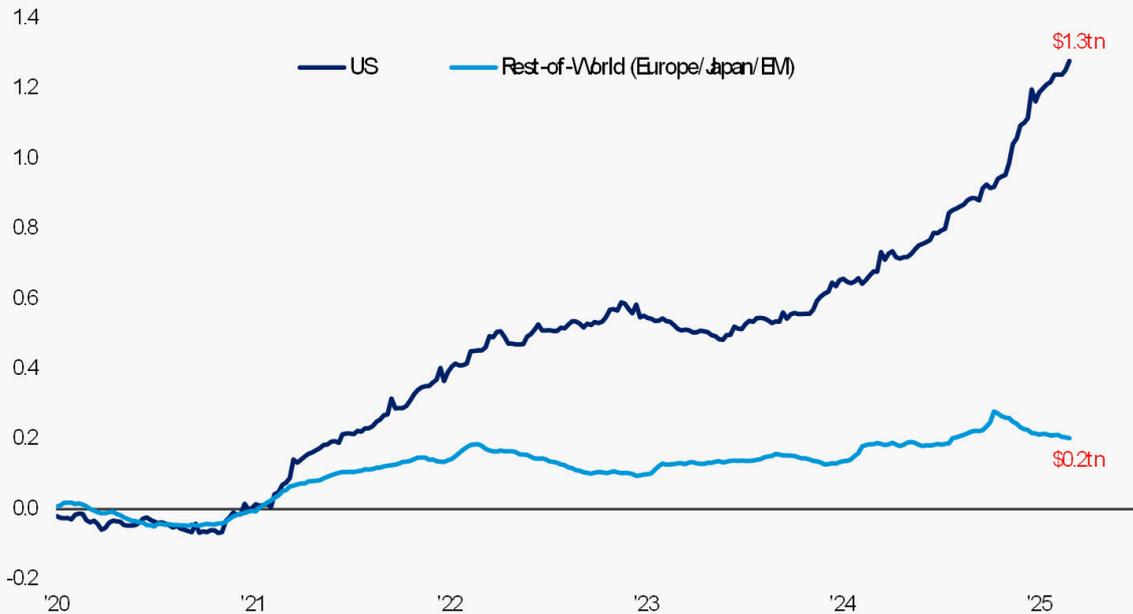
Grafik 8: US-Exzeptionalismus bricht schnell ein



Quelle: Bloomberg Finance LP, Algebris Investments.
Stand: 07.03.2025.
Hinweis: US Dollar Index (DXY).

In den letzten drei Jahren haben sich die Märkte mit der Idee höherer Inflation und Zinsen arrangiert, aber Konjunkturabschwachungen wurden dabei ausser Acht gelassen. Für 2025 sehen wir die Voraussetzungen für eine solche Abschwächung, während Investoren grostenteils unvorbereitet sind. Die Volatilität nimmt zu – und aktive Anlagestrategien werden sich voraussichtlich als besonders vorteilhaft erweisen.

Grafik 9: Grosse Positionierung in den USA lässt Raum für Korrekturen



Quelle: BofA Global Investment Strategy, EPFR, Algebris Investments. Stand: 10.03.2025.
Anmerkung: kumulierte Zuflüsse in Aktienfonds.

AUTOREN

Davide Serra
Founder & CEO

Sebastiano Pirro
CIO & Financial Credit
Portfolio Manager

Gabriele Foà
Global Credit Portfolio Manager

Silvia Merler
Head of ESG & Policy Research

Lennart Lengeling
Macro Analyst

HINWEISE

Wenn Sie weitere Informationen über Algebris und die Produkte wünschen oder in unsere Verteilerlisten aufgenommen werden möchten, wenden Sie sich bitte an Client Relations unter: client.relations@algebris.com.

Besuchen Sie [Algebris Insights](#) für frühere Artikel.

QUELLE

Die Quelle für alle Grafiken (Charts) ist unter oder neben der Grafik angegeben.

Die Quelle der Bilder ist Adobe Stock, sofern nicht anders angegeben

DISCLAIMER

Wichtige Informationen zu diesem Dokument finden Sie unter www.algebris.com/disclaimer.

© 2025 Algebris Investments. Algebris Investments ist der Handelsname der Algebris-Gruppe.