



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

MAKRO 09/01/2025

Der amerikanische Exzeptionalismus

von THOMAS MAYER

Zusammenfassung

Auf den Finanzmärkten ist der „amerikanische Exzeptionalismus“ heute in aller Munde. Denn wer an den Aktienmärkten auf den amerikanischen Exzeptionalismus gesetzt hat, konnte über die letzten eineinhalb Jahrzehnte eine höhere Rendite erzielen als anderswo, wer dagegen gewettet hat, hatte das Nachsehen. Allerdings neigen Aktienmärkte immer wieder zu „irrationalen Überschwang“. Die Furcht, dass eine Blase entstanden sein könnte, ist berechtigt und mit einem größeren Rücksetzer muss man rechnen. Doch gibt es Hinweise darauf, dass die exzeptionelle Entwicklung nicht völlig „irrational“ ist, sondern realwirtschaftliche Hintergründe hat.

Abstract

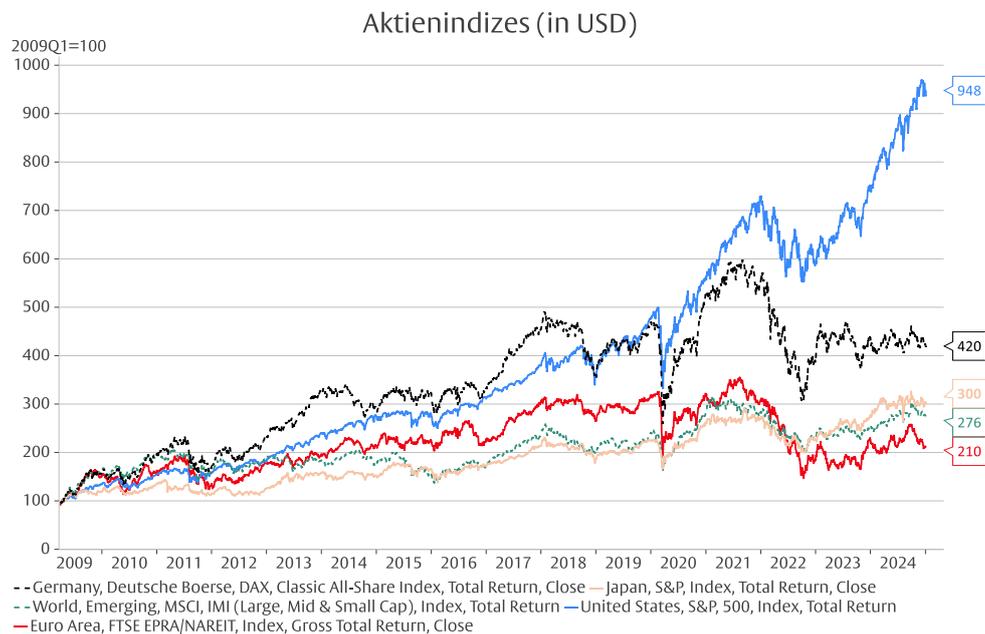
"American Exceptionalism" is on everyone's lips on the financial markets today. This is because those who have bet on American Exceptionalism on the stock markets have been able to achieve higher returns than elsewhere over the last decade and a half, while those who have bet against it have lost out. However, stock markets are always prone to "irrational exuberance". The fear that a bubble may have developed is justified and a major setback cannot be excluded. However, there are indications that the exceptional development is not completely "irrational" but has a real economic background.



Auf den Finanzmärkten ist der „amerikanische Exzeptionalismus“ heute in aller Munde. Doch die Sicht auf die Besonderheit der USA hat eine lange Geschichte. Als der französische Aristokrat Alexis de Tocqueville im Jahr 1831 die USA bereiste, fand er, dass „die Lage der Amerikaner ... ganz außergewöhnlich“ sei. Man könne davon ausgehen, „dass sich kein anderes demokratisches Volk jemals in einer ähnlichen Lage befinden wird“.¹ Seither wird de Tocqueville die Entdeckung des „amerikanischen Exzeptionalismus“ zugeschrieben.

Über die Jahrhunderte wurde der „Exzeptionalismus“ mal verteufelt, mal glorifiziert. Die Kapitalmärkte hat er definitiv stark geprägt. Trotz immer wiederkehrender Zweifel ist der US-Dollar die Weltreservewährung und amerikanische Staatsanleihen gelten weltweit als die sichere Anlage. In den USA lebt nur 4 % der Weltbevölkerung. Aber das Land hat einen Anteil von rund einem Viertel am globalen Bruttoinlandsprodukt und von einem Drittel an den weltweiten Unternehmensgewinnen. Der US-Aktienmarkt macht zwei Drittel der Kapitalisierung des MSCI Welt Indexes aus.² Wer an den Aktienmärkten auf den amerikanischen Exzeptionalismus gesetzt hat, konnte über die letzten eineinhalb Jahrzehnte eine höhere Rendite erzielen als anderswo, wer dagegen gewettet hat, hatte das Nachsehen (Grafik 1).

Grafik 1:



¹ Alexis de Tocqueville, Democracy in America, 1840.

² Louis-Vincent Gave, The Relentless March of American Exceptionalism, Gavekal Research, December 16, 2024).

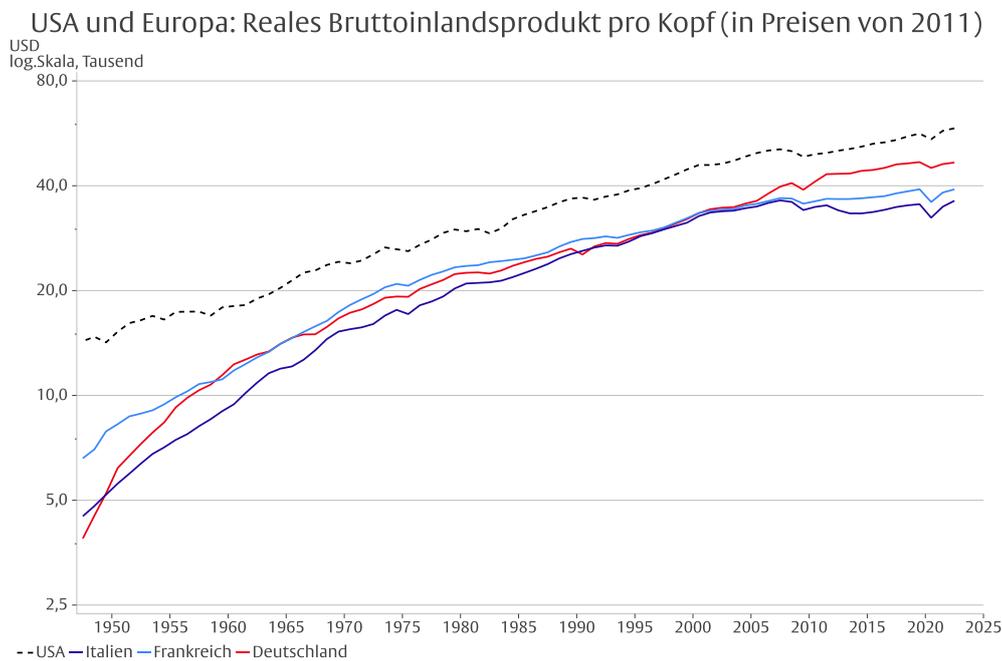


Bekanntlich neigen Aktienmärkte immer wieder zu „irrationalem Überschwang“, so dass im Verlauf von 2024 starke Zweifel an der exzeptionellen Entwicklung des amerikanischen Markts aufgekommen sind.³ Angesichts der Beliebtheit und daher hohen Bewertung amerikanischer Aktien ist das gut nachvollziehbar. Die Furcht, dass eine Blase entstanden sein könnte, ist berechtigt und mit einem größeren Rücksetzer muss man rechnen. Doch gibt es Hinweise darauf, dass die exzeptionelle Entwicklung nicht völlig „irrational“ ist, sondern realwirtschaftliche Hintergründe hat.

Gesamtwirtschaftliche Leistung

In der Financial Times vom 10. Dezember stimmte Martin Wolf, Chefkomentator für Wirtschaft, das bekannte Lied der in den Industrieländern sinkenden Wachstumsraten an. „Das ‚Wachstumswunder‘ nach 1945, insbesondere in Kontinental-europa und Japan, war eine einmalige Sache“, so Wolf.⁴ Als Kronzeuge für diese (auch von anderen geteilte) Einschätzung dient die in Grafik 2 gezeigte Entwicklung des auf einer logarithmischen Skala abgetragenen realen Bruttoinlandsprodukts (pro Kopf). Da die Wachstumsraten der ersten Differenz dieser Reihen entsprechen, zeigt die kontinuierlich fallende Steigung der Kurven die Abnahme des Wachstums.

Grafik 2:



³ Siehe z.B. „What do investors need to look out for in 2025“, Financial Times vom 14. Dezember 2024.

⁴ „Reckoning with an era of slow growth“, Financial Times vom 10. Dezember 2024.



Dass eine fallende positive Wachstumsrate abnehmende wirtschaftliche Dynamik anzeigen oder geringer werdende Verteilungsspielräume zur Folge haben soll, ist jedoch nicht zwingend. Steigt das reale Bruttoinlandsprodukt, müssen absolute Veränderungen immer größer werden, damit die Wachstumsrate konstant bleibt. Dies widerspricht jedoch dem Prinzip der mit steigender Produktion abnehmenden Grenzproduktivität und dem mit steigendem Wohlstand abnehmenden Grenznutzen. Auch kann bei einer langsam sinkenden Wachstumsrate die absolute Zunahme des BIP und damit der absolute Verteilungsspielraum größer werden.⁵

Aus diesem Grund erscheint es sinnvoller, die absoluten Veränderungen zu betrachten. Grafik 3 zeigt das reale Bruttoinlandsprodukt pro Kopf in den USA und der Europäischen Union (normal statt logarithmisch skaliert). Aus dieser Perspektive gesehen, kann man drei Merkmale der Entwicklung erkennen:

- Wäre das reale BIP pro Kopf in den USA seinem linearen Trend von 1947 bis 1995 weiter gefolgt, läge es heute 17 Prozent tiefer.⁶ Der Grund dafür ist, dass das BIP von 1947 bis 1995 im Trend jährlich um 1,4 Prozentpunkte seines Werts von 1995 stieg, danach aber stärker.
- Lässt man den Trend im Jahr 1985 beginnen, beträgt der Anstieg jährlich 1,8 Prozentpunkte. Bei einem Trend ab 2009 liegt der jährliche Anstieg bei 2,3 Prozentpunkten.
- Dagegen folgt das reale BIP pro Kopf der EU seit 1995 (frühere harmonisierte Zahlen liegen nicht vor) einem recht stabilen Trend mit einem jährlichen Anstieg von 1,5 Prozentpunkten seines Werts von 1995. Bis zur Großen Finanzkrise von 2007-2008 lag das BIP längere Zeit über seinem Trend, danach darunter.⁷

Man könnte daraus ableiten, dass die Entwicklung in den USA seit 1947 zwei neue Anstöße erfahren hat: zum einen durch die Angebotspolitik der Reagan-Administration in den frühen 1980er Jahren, die zu einem großen Teil die Grundlage für die Digitalisierung geschaffen hat, und zum zweiten durch den Ausbau der Internetwirtschaft, der insbesondere nach der Bereinigung durch die Große Finanzkrise an Fahrt aufgenommen hat.⁸

⁵ Beträgt zum Beispiel das reale BIP im Jahre null 100 und die Wachstumsrate 3 %, dann steigen die absoluten Veränderungen von +3 Punkten im Jahr 0 auf +3,2 Punkte im Jahr 10, auch wenn die Wachstumsrate pro Jahr um 0,05 Prozentpunkte fällt. Erst ab einem Rückgang der Wachstumsrate von mehr als 0,06 Prozentpunkte pro Jahr nehmen die absoluten jährlichen Veränderungen ab.

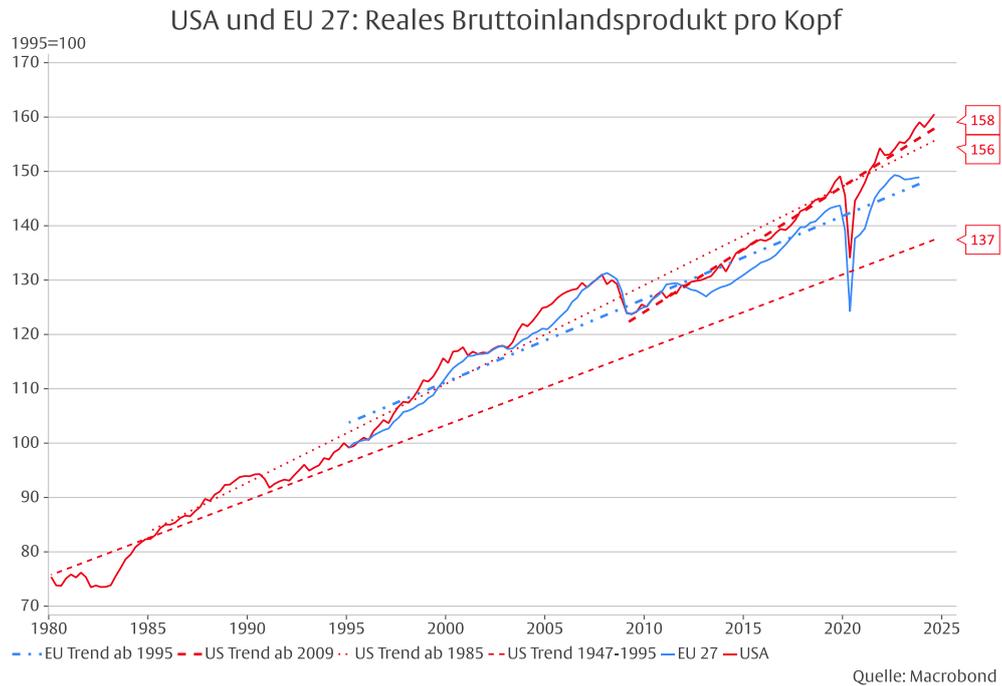
⁶ Ein linearer Trend gibt mit $R^2=0,98$ einen deutlich besseren Fit als ein exponentieller Trend ($R^2=0,73$).

⁷ Eine alternative Interpretation der Entwicklung wäre, dass das BIP in der EU von 1995 bis 2008 einen dem BIP in den USA ähnlichen Anstieg aufwies, die Große Finanzkrise dann aber einen Trendbruch bewirkte, nach dem der Anstieg im Gegensatz zu den USA sehr viel langsamer weiterging.

⁸ Durch die von Reagan vorangetriebene Deregulierung wurden viele Beschränkungen aufgehoben, die zuvor den Wettbewerb in der Telekommunikationsbranche behinderten. Dies ermöglichte neuen Unternehmen den Markteintritt und förderte Innovationen. Die Privatisierung staatlicher Unternehmen und die Liberalisierung des Marktes erlaubte eine schnellere Entwicklung und Verbreitung neuer Technologien, während Steuersenkungen und andere wirtschaftspolitische Maßnahmen Investitionen zur raschen Expansion und Modernisierung der Netzwerke beitrugen.



Grafik 3:



Produktivität

Seit der Gründung der Makroökonomik durch John Maynard Keynes in den 1930er Jahren neigen die Wirtschaftsprognostiker dazu, sich auf die Nachfrageseite des Bruttoinlandsprodukts zu konzentrieren. Eine Folge davon ist der Irrtum, der Staat könne mit seiner Fiskalpolitik und der Geldpolitik seiner Zentralbank für Wirtschaftswachstum sorgen. Tatsächlich kann die staatliche Fiskal- und Geldpolitik aber nur für Nachfrage sorgen. Folgt das heimische Angebot aus irgendwelchen Gründen nicht der von der Politik stimulierten Nachfrage, wird der Nachfrageüberschuss durch einen Anstieg der Nettoimporte befriedigt. Sinkende Exporte und steigende Importe schaffen ein Defizit in der Außenwirtschaftsbilanz. Das heimische reale Bruttoinlandsprodukt bleibt in diesem Fall unberührt.

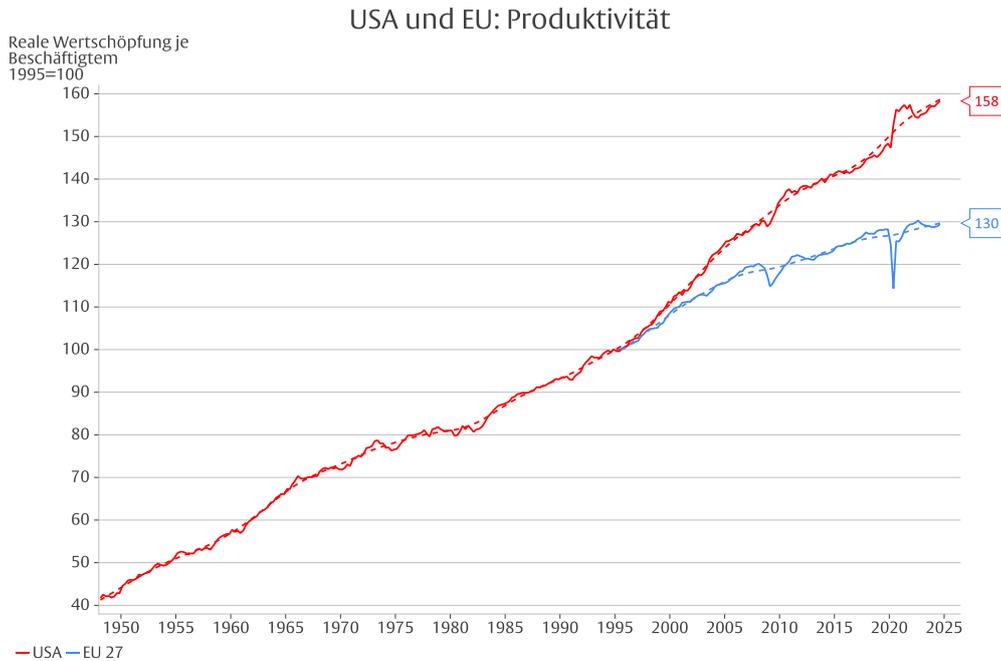
Wegen dieses Irrtums wird als Grund für die bessere Entwicklung der US-Wirtschaft als (zum Beispiel) der Wirtschaft Europas oft die expansivere Wirtschaftspolitik der US-Behörden genannt. Tatsächlich hat sich die Leistungsbilanz der US-Wirtschaft jedoch von -5,9 Prozent des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2006 auf -2,1 Prozent im Jahr 2019 verbessert und ist aufgrund der Verwerfungen in den Jahren der Coronapandemie auf schätzungsweise -3,7 im Jahr 2024 zurückgefallen. Der eigentliche Grund für das relativ starke Wachstum der US-Wirtschaft muss daher auf der Angebotsseite gesucht werden.

Das Wachstum der Arbeitsproduktivität – gemessen als Bruttowertschöpfung pro Beschäftigtem – war in der US-Wirtschaft vor allem in den letzten Jahren deutlich höher als in der Wirtschaft der Europäischen Union (Grafik 4). Von 1948 bis 1995



betrug der jährliche Anstieg im Trend durchschnittlich 1,3 Prozentpunkt des Werts von 1995. Im Zeitraum seit 1995 hat sich dieser Anstieg auf 2 Prozentpunkte erhöht. Dagegen betrug der Anstieg der Bruttowertschöpfung pro Beschäftigtem in der Europäischen Union seit 1995 nur einen Prozentpunkt. Folglich liegt die Arbeitsproduktivität in der US-Wirtschaft heute um 21,5 Prozent über der EU-Wirtschaft.

Grafik 4:



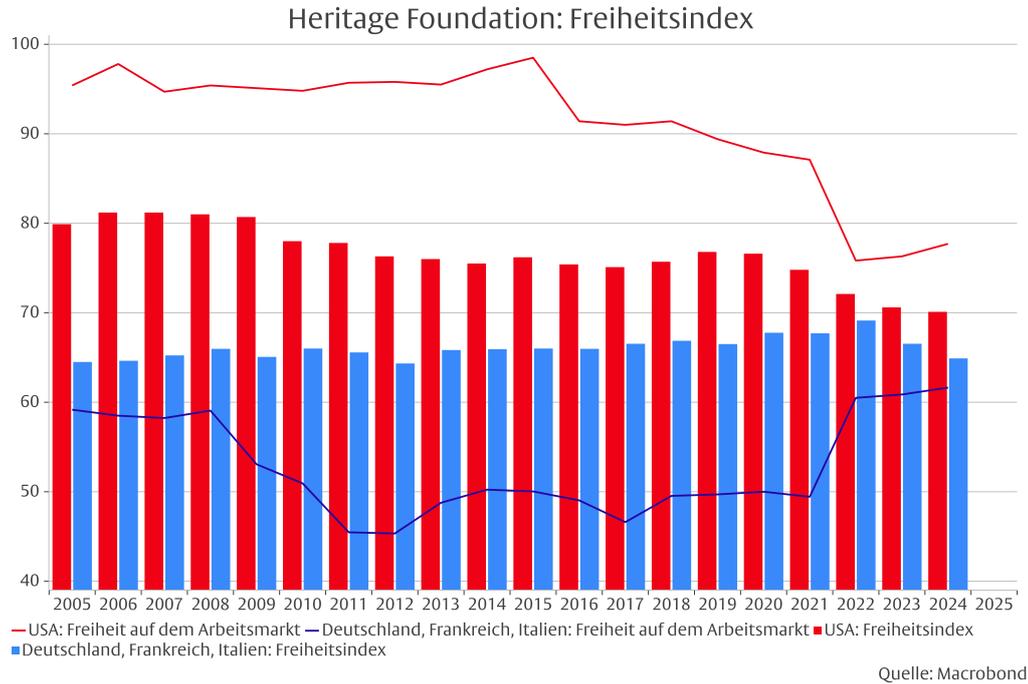
Ursachen

Der Vorsprung der USA bei der Produktivität pro Kopf hat zwei unmittelbare Gründe. Erstens liegt die Produktivität pro Stunde in den USA um gut 17 Prozent höher als in der EU. Zweitens beträgt die jahresdurchschnittliche Wochenarbeitszeit in den USA gut 4 Prozent mehr als in der EU. Der erste Umstand dürfte unmittelbar zu einem erheblichen Teil auf die technologische Führerschaft der USA im Bereich der Digitalisierung und mittelbar auf ein wirtschaftliches Umfeld zurückzuführen sein, das diese Führerschaft ermöglichte. Der zweite Umstand könnte seinen Grund in der geringeren gewerkschaftlichen und staatlichen Einflussnahme auf den Arbeitsmarkt in den USA haben.

Tatsächlich zeigt der Freiheitsindex der Heritage Foundation in den USA ein höheres Niveau sowohl allgemeiner Freiheit als auch der Freiheit auf den Arbeitsmärkten im Vergleich zum Durchschnitt der drei größten EU-Länder (Grafik 5). Allerdings hat sich der Abstand in den letzten Jahren verringert. In den USA sind die Indexwerte gefallen, während sie in den EU-Ländern insbesondere im Bereich des Arbeitsmarkts gestiegen sind. Ausschlaggebend dafür könnten strukturelle Veränderungen auf den Arbeitsmärkten Frankreichs und Italiens während der Pandemiejahre gewesen sein.



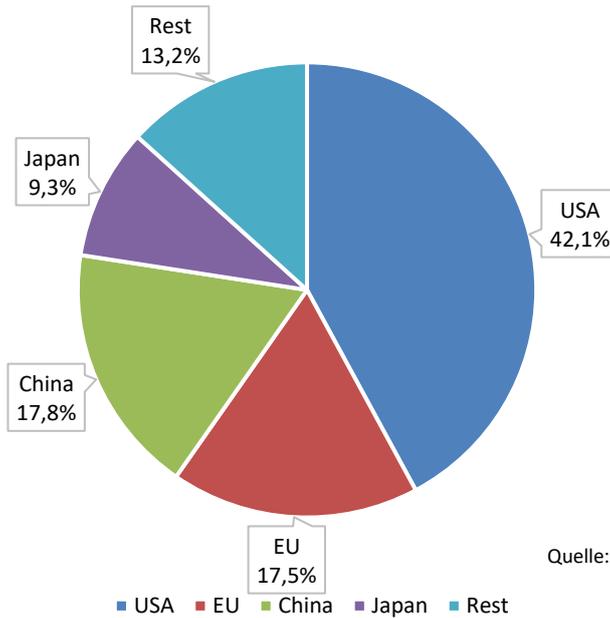
Grafik 5:



Dennoch bleiben die USA in der Forschung und Entwicklung neuer Technologien führend. Wie das R&D Investment Scoreboard der Europäischen Kommission zeigt, waren Unternehmen in den USA im Jahr 2023 für rund 42 Prozent der Ausgaben einer weltweiten Stichprobe von 2.500 Unternehmen verantwortlich (Grafik 6). Unternehmen in der EU liegen an dritter Stelle, knapp hinter China.

Grafik 6:

Globale R&D Investitionen 2023: 1,25 Billionen Euro





Aber es ist nicht nur die Summe der Ausgaben für Forschung und Entwicklung (F&E), welche die technische Führerschaft begründet, sondern auch deren Qualität. Eine kürzlich auf der Plattform EconPol Europe veröffentlichte Studie zeigt, dass der öffentliche Sektor der Europäischen Union mit 0,7 % vom Bruttoinlandsprodukt einen ungefähr gleichen Anteil an der Wirtschaftsleistung für F&E aufwendet, der private Sektor in der EU dagegen nur die Hälfte (1,2 % des BIP in der EU gegen 2,3 % in den USA).⁹ Hinzu kommt, dass sich die F&E Ausgaben in der EU auf den Bereich der „mittleren Technologie“ (zum Beispiel in der Autoindustrie) konzentrieren, während in den USA der Schwerpunkt auf der Spitzentechnologie liegt. So liegt der Anteil von US-Unternehmen an den weltweiten Ausgaben für Softwareentwicklung bei 75 %, während der Anteil von EU-Unternehmen mit 6 % noch hinter dem von chinesischen Unternehmen liegt.

Die Autoren der Studie kommen zu dem Schluss: „Escaping the middle technology trap would foster growth and increase the geopolitical weight of the EU. But to achieve this, governance must match ambitions. Simply put, the EU does not have the institutions it takes to meet the 21st century innovation challenge“ (S.4). Blickt man jedoch man auf die Treiber des amerikanischen Exzeptionalismus, liegt der Schluss näher, dass in der EU der nötige Unternehmergeist fehlt, um neue wissenschaftliche Erkenntnisse, an denen es auch in der EU nicht mangelt, in erfolgreiche kommerzielle Aktivitäten umzusetzen.

Die richtige „Governance“ dürfte dabei weniger in der Schaffung neuer Institutionen als in der Abschaffung der übermäßigen bürokratischen Gängelung von Unternehmen liegen. Mit der Datenschutz-Grundverordnung, dem EU-Lieferkettengesetz, der EU-Taxonomie-Verordnung für den Finanzsektor, dem „Green Deal“ oder der Richtlinie über die Sorgfaltspflichten der Unternehmen (CSDDD), um nur einige Verordnungen zu nennen, hat die Europäische Union ein Dickicht von Regulierungen geschaffen, das noch von nationalen Vorschriften verdichtet wird. Im Vergleich dazu erscheint die Regulierungsdichte in den USA eher bescheiden.

Trump: Fluch oder Segen?

US-Präsident Donald Trump hat eine gewisse Ähnlichkeit mit dem römischen Gott Janus. In der römischen Mythologie symbolisiert Janus die der Welt und den Menschen innewohnende Dualität: Schöpfung und Zerstörung, Leben und Tod, Licht und Dunkelheit, Anfang und Ende, usw. Alles hat eine gute und eine schlechte Seite. In seiner ersten Präsidentschaft hat Donald Trump die Steuern gesenkt, China als Gegenspieler identifiziert und Europa zu mehr Anstrengung zu seiner eigenen Verteidigung gezwungen. Er ist aber auch ein verurteilter Straftäter, notorischer Lügner und Gefahr für den Rechtsstaat. Mit welchem dieser beiden Gesichter er in die

⁹ C. Fuest, D. Gros, P.-L. Mengel, G. Presidente and J. Tirole: EU Innovation Policy – How to Escape the Middle Technology Trap. Econpol @ cesifo, Institute for European Policymaking @ Bocconi University, and Toulouse School of Economics, 2024.



Geschichte eingehen wird, ist offen. Auf dem Gebiet der Wirtschaftspolitik dürfte jedoch die für den Unternehmergeist positive Seite überwiegen.

Trumps Markenzeichen ist die Erhöhung von Handelszöllen. Doch unter dem Einfluss seiner techno-libertären Unterstützer könnte die Drohung mit Zöllen als Instrument zur Verfolgung außenpolitischer Ziele genutzt werden. Hat die Drohung Erfolg, könnten die Zölle geringer ausfallen oder ausbleiben. Dem von Trump versprochenen Abbau von Regulierungen und den Steuersenkungen stehen möglicherweise eine weiter wachsende Staatsverschuldung und die Degenerierung des Kapitalismus zum „Crony Capitalism“, der „Günstlingswirtschaft, gegenüber.

Doch könnte ein Rückbau des Wohlfahrtsstaats durch das von Elon Musk und Vivek Ramaswamy geführte „Department of Government Efficiency“ den Anstieg der Staatsverschuldung bremsen und aus dem „Crony Capitalism“ wie Ende des 19. Jahrhunderts ein zweites „Gilded Age“ entstehen. Damit bezeichnete Mark Twain die wirtschaftliche Blütezeit in den USA nach dem Bürgerkrieg von 1861 bis 1865. Während dieser Zeit wandelten sich die eher agrarisch und ländlich geprägten Vereinigten Staaten durch Industrialisierung und rasches Wachstum der Städte zu einer modernen Industriegesellschaft.¹⁰

Durch die von ihm ausgehende Disruption, für die die EU-Länder kaum gewappnet sind, könnte Trump den amerikanischen Exzeptionalismus in dem von technischen und geopolitischen Veränderungen geprägten neuen Zeitalter befestigen. Die Finanzmärkte scheinen die Chance dafür höher als das Risiko einzuschätzen, das mit der Präsidentschaft von Trump verbunden ist.¹¹

Dabei dürfte auch eine Rolle spielen, dass eine Wette gegen den amerikanischen Exzeptionalismus in der Vergangenheit nur Verluste brachte und daher als sehr riskant erscheint. Und wenn Trump nicht den von einigen erhofften Segen bringt, könnte der amerikanische Exzeptionalismus auch dadurch befestigt werden, dass es dem Rest der Welt deutlich schlechter geht als den USA.

Wisdom of the Crowd oder Zug der Lemminge?

Weil sie so überzeugend ist, ist die Wette der Finanzmarktakteure auf den amerikanischen Exzeptionalismus ein „Crowded Trade“. Man kann sie daher als „Wisdom of the Crowd“ oder als „Zug der Lemminge“ sehen. Eine resiliente Anlagestrategie kann sich der Wahrscheinlichkeit, dass die Wette „Wisdom of the Crowd“ reflektiert, nicht verschließen, muss aber sicherstellen, dass nicht alles verloren ist, falls die Lemminge in den Abgrund stürzen. Folglich müsste ein Portfolio im Grunde auf

¹⁰ Die Masse der Ökonomen nimmt an, dass durch enge Beziehungen zwischen Politik und Unternehmen der Wettbewerb unterdrückt, Steuergelder fehlgeleitet und Wirtschaftswachstum behindert werden. Doch dafür fehlt die empirische Evidenz (siehe „Cronyism is a problem. But not always an economic one“, The Economist, 5. Dezember 2024).

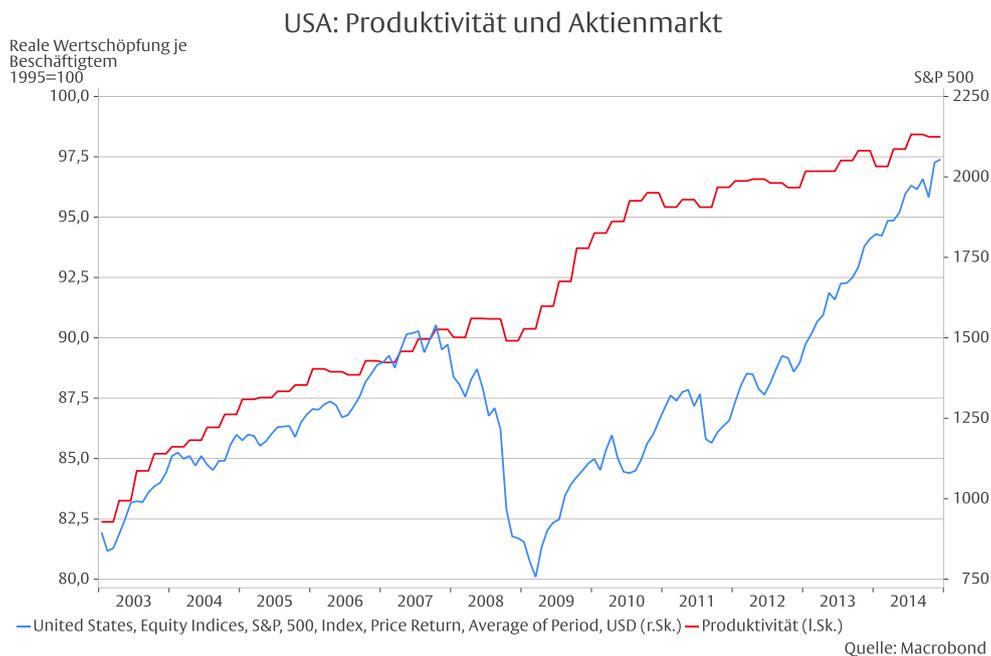
¹¹ Für eine Liste möglicher Risiken siehe Gave (op.cit.).



den „American Exceptionalism“ getrimmt sein, aber eine Reserve für den Fall des Absturzes der Lemminge haben.

Die Zeit um die Große Finanzkrise gibt dazu Hinweise (Grafik 7). Mit dem Boom des Immobilienmarktes und des Finanzsektor nahm der Anstieg der realen Wertschöpfung pro Beschäftigtem zunächst ab. Während des Krisenjahrs 2008 fiel die Wertschöpfung, da sich eine hohe Zahl von Immobilienprojekten als Fehlinvestitionen erwiesen. Doch nach der Bereinigung durch die Krise stieg die Wertschöpfung mehrere Jahre steiler an als zuvor.

Grafik 7



Der Aktienmarkt antizipierte den Einbruch schon 2007, verpasste aber für einige Zeit den erneuten Aufbruch. Auch heute dürfte früher oder später eine Bereinigung vorangegangener Aktienpreisanstiege kommen. Daraus dann auf das Ende des amerikanischen Exzeptionalismus und Verhältnisse wie nach dem Platzen der japanischen „Bubble Economy“ Anfang der 1990er Jahre zu schließen, wäre jedoch fasch. Wahrscheinlicher ist, dass der amerikanische Exzeptionalismus bestehen bleibt und der Finanzmarkt sich wieder erholen wird. Ein größerer Rücksetzer würde folglich eine neue Gelegenheit zum Einstieg in den Markt bieten, vorausgesetzt man hat eine entsprechende Barreserve.



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch SE dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch SE selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch SE. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch SE nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch SE

© 2025 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch SE, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *geschäftsführende Direktoren* Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Schafföner, Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk; *Vorsitzender des Verwaltungsrats* Kurt von Storch; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 120 796 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Prof. Dr. Thomas Mayer
Redaktionsschluss 07. Januar 2025