

Der neue Kapitalzyklus stärkt die Sonderstellung der USA

Autor



Robert M. Almeida, Jr.
Portfoliomanager und
Global Investment Strategist

Im Überblick

- Konjunkturprognosen sind schwierig. Es hilft aber, wenn man den Kapitalzyklus versteht.
- In den USA hat vor allem wegen der KI-Investitionen ein neuer Kapitalzyklus begonnen.
- Demnächst dürften andere Unternehmen zu den Gewinnern zählen – und zu den Verlierern.

Etwa die Hälfte der Aktienmarktprognosen ist falsch. Sie sind aber immer noch besser als Konjunkturprognosen. Für 2024 hatten die Volkswirte den USA eine Rezession und einen Rückgang der Inflation auf 2% vorhergesagt. Und nach dem jüngsten US-Arbeitsmarktbericht wurden im Dezember so viele neue Stellen geschaffen, dass die Konsensprognosen um mehr als 3 Standardabweichungen übertroffen wurden.

Was macht Konjunkturprognosen so kompliziert?

Wer Konjunkturprognosen als schwierig bezeichnet, untertreibt. Sie sind eine enorme Herausforderung und äußerst komplex. Wegen der vielen Einflussfaktoren ist das BIP kein statisches Maß wie das Vermögen, der Unternehmenswert oder die Marktkapitalisierung. Das BIP erfasst die dynamischen Kapitalströme einer Volkswirtschaft. Dazu werden alle Ausgaben genau erfasst, ihre Höhe ebenso wie Ort und Initiator. Das BIP fasst vieles zusammen, das sich oft gegenläufig entwickelt.

Konjunkturmodelle beruhen also auf vielen aggregierten Zahlen, sodass Trend- und Richtungswechsel manchmal nicht leicht zu erkennen sind. Scheinbar unbedeutende oder unwichtige Daten werden oft kaum beachtet oder gleich ganz übersehen. Oft merkt man erst Jahre später, welche Daten schon lange vorher eine Trendwende bei den Kapitalflüssen angezeigt haben.

Da kann es helfen, wenn man seine gesamtwirtschaftlichen Prognosen um eine Bottom-up-Sicht ergänzt.

Wie der Kapitalzyklus den Konjunkturzyklus erklären kann

Kapitalmärkte sollen Sparer, die mehr als den Geldmarktzins verdienen wollen, mit Unternehmern zusammenbringen, die zwar Ideen haben, aber kein Geld. Um an Kapital zu kommen, verzichten sie auf einen Teil der potenziellen Gewinne. Da Nutzenerwartungen und Projektrisiken die Kapitalallokation bestimmen, zeigt sie, wo man mit Wachstum rechnet und wo mit einem Minus.



Nehmen wir als Beispiel den aktuellen, sehr langen, aber recht schwachen Konjunkturzyklus seit der Finanzkrise 2008. Haushalte und Banken haben ihre Finanzen in Ordnung gebracht, aber die jahrelange Sparsamkeit und der Schuldenabbau dämpften das Wachstum. Produktionsverlagerungen ins Ausland, um Kosten zu sparen, machten es nicht besser. Als die Deflationsrisiken zunahmen, wollten die Notenbanken den Kapitalzyklus durch künstlich niedrige Zinsen wieder in Gang bringen. Es entstand dann auch ein neuer Zyklus, aber er war anders als vielfach erhofft. Statt wirklich in physische Aktiva zu investieren, wurde viel Kapital über Dividenden und Rückkäufe an die Aktionäre zurückgegeben. Das Ergebnis war einer der längsten Konjunkturzyklen seit Jahrzehnten. Viele Aktienanleger wurden reich.

Wo aber fließt das Kapital heute hin? Erklärt die Antwort, warum die USA noch immer eine Sonderstellung einnehmen? Und vor allem: Hilft sie uns bei Prognosen?

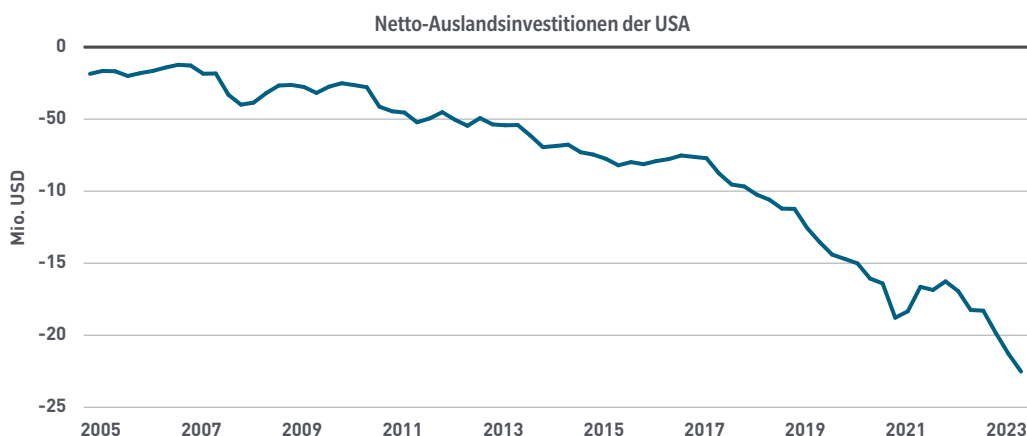
Der aktuelle Kapitalzyklus – und warum er wichtig ist

Viele in den USA genutzte Güter, auch sicherheitsrelevante, werden im Ausland produziert. US-Unternehmen mussten daher kein physisches Kapital aufbauen. China hat es für sie getan, und die Aktionäre hat es gefreut.

Doch in den letzten Jahren bewirkte die Kombination aus Corona, wachsenden internationalen Spannungen und der Aussicht auf höhere Zölle eine Veränderung. Ein effizientes, kostengünstiges Wirtschaftssystem wird durch eines ersetzt, in dem die Lieferketten kürzer sind und Güter näher am Heimatmarkt produziert werden. Viele Jahre lang sind die amerikanischen Unternehmensinvestitionen im Verhältnis zu den Umsätzen gefallen, aber das kehrt sich jetzt um. Ein neuer Kapitalzyklus hat begonnen. Doch Repatriierung ist noch nicht die ganze Erklärung.

Da Künstliche Intelligenz vor allem in den USA entwickelt wird, saugt das Land die weltweite Investitionskapazität auf. Abbildung 1 zeigt die Netto-Auslandsinvestitionen der USA (also die Differenz zwischen den Auslandsinvestitionen von Amerikanern und den ausländischen Investitionen in den USA). Mit jetzt -22 Billionen US-Dollar haben sie sich seit der Zeit im Vorfeld kurz vor der internationalen Finanzkrise mehr als vervierfacht.

Abbildung 1: Ausländische Investoren mögen die USA



Quellen: Bloomberg, Internationaler Währungsfonds (IWF). Quartalsdaten vom 31. Dezember 2005 bis zum 30. Juni 2024 (aktuellste verfügbare Daten).



Der Kapitalbedarf von KI-Investitionen ist enorm, ebenso wie die Nachfrage nach Kühlung und Strom. Weltweit gibt es über 8.000 Datenzentren, und die allermeisten davon in den USA. Man kann sie sich als KI-Fabriken vorstellen, die mit vielen Daten und noch mehr Strom versuchen, menschliches Denken zu imitieren.

Die Dominanz bei KI und die damit einhergehenden Investitionen sind einer der Gründe für die Sonderstellung der USA. Vielleicht war der letzte US-Arbeitsmarktbericht gar nicht so überraschend, wie er zunächst schien.

Der Kapitalzyklus der 2010er sorgte für fallende Kosten. Er erzeugte zwar nur sehr wenig Wachstum, führte aber zu massiven Gewinnen der Aktionäre und ließ ihr Vermögen kräftig steigen. Aber das war früher. Jetzt ist es anders: Der neue Zyklus treibt Arbeits- und Kapitalkosten in die Höhe und sorgt dabei für Wachstum, eine Sonderstellung der USA und höhere Zinsen. Abzuwarten bleibt, was das für die Gewinne bedeutet – und damit für die Aktienkurse.

Künftige Gewinne und Aktienerträge

Die amerikanischen Unternehmensgewinne sind noch immer hoch; die Unternehmen können die hohen Preise aus der Coronazeit nach wie vor durchsetzen. Außerdem sind Investoren begeistert von der Aussicht auf niedrigere Unternehmenssteuern und ein anhaltend hohes US-Wirtschaftswachstum. Sie rechnen daher mit noch höheren Gewinnen.

Auszuschließen ist das nicht, aber die Wende des Kapitalzyklus könnte auch ganz andere Folgen haben. Die jüngsten Investitionen ermöglichen schon jetzt die Entwicklung neuer Produkte in den unterschiedlichsten Branchen. Ein höheres Angebot, vor allem von besseren oder billigeren Produkten als bisher, schadet der Preismacht alteingesessener Firmen und zwingt sie zu mehr Investitionen. Niedrigere Preise und höhere Kosten sind für Unternehmen nicht einfach. Das zeigt sich schon jetzt in den Kursen der meisten Aktien.

Nehmen wir Konsumgüter als Beispiel: Weil Verbraucher Konsumgüter nicht wirklich evaluieren konnten, verließen sie sich auf bekannte Marken. Entsprechend hoch waren Marktanteile und Gewinne der Markenartikler. KI hat das verändert. Mit einer gängigen Suchmaschine landet man bei Produkten von Firmen mit hohen Werbebudgets. Große Sprachmodelle (LLMs) hingegen lassen sich nicht vom Marketing blenden und finden Waren, die wirklich zum Interessenten passen. Sie werden ein wichtiges Arbeitsinstrument für Verbraucher. Die Modelle lesen unter anderem die Äußerungen von Branchenexperten und prüfen alle Produktrezensionen von Kunden. KI gibt Verbrauchern mehr Macht. Für viele Branchen ist das eine Herausforderung, die viel verändern wird. Vielleicht werden dann aber die zurzeit hohen Anlegererwartungen enttäuscht.

Fazit

Der Kapitalzyklus hat sich sehr verändert. Statt für Dividenden und Aktienrückkäufe geben viele Unternehmen ihr Geld jetzt für echte Investitionen aus. Das kann das Wachstum stärken und die Inflation anheizen, und wir werden auch ganz andere Gewinner und Verlierer sehen als bisher.

Am erfolgreichsten dürften Aktien von Unternehmen sein, die nur wenige Konkurrenten haben und ihre Gewinnmargen sichern können. Firmen, die von Wettbewerbern zu Veränderungen gezwungen werden, dürften hingegen hinten liegen. Wie Generäle, die die Schlachten von früher erneut schlagen, orientieren sich Benchmarks an der Vergangenheit. Wir rechnen daher mit überdurchschnittlichen Erfolgen aktiver Manager, die die Bedeutung des Kapitalzyklus kennen und nach vorn sehen. ▲

Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors/der Autoren und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung zum Kauf von Wertpapieren, Aufforderung oder als Anlageberatung verstanden werden. Prognosen sind keine Garantien. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

GLOBALER DISCLAIMER

Sofern nicht anders angegeben, sind Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsnamen Marken von MFS® und den Tochtergesellschaften von MFS und können in manchen Ländern eingetragen sein.

Herausgegeben von: **USA:** MFS Investment Management; **Lateinamerika:** MFS International Ltd.

Bitte beachten Sie, dass dieses Dokument in Europa und der Pazifikregion nur für die Weitergabe an professionelle Investoren und institutionelle Kunden bestimmt ist. In Kanada ist das Dokument nur für die Weitergabe an institutionelle Kunden bestimmt. In Katar ist dieses Dokument ausschließlich erfahrenen Anlegern und vermögenden Privatpersonen vorbehalten.

Hinweise für Anleger in Kanada: Herausgegeben von MFS Investment Management Canada Limited. In Kanada wurde diese Publikation weder von der Finanzmarktaufsicht noch von einer ähnlichen Regulierungsbehörde überprüft. **Hinweise für Anleger in Großbritannien und der Schweiz:** Herausgegeben in Großbritannien und der Schweiz von MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Private Limited Company) mit Sitz in England und Wales, Zulassungsnummer 03062718. Das Investmentgeschäft von MIL UK steht unter der Aufsicht der britischen Financial Conduct Authority. MIL UK, ein indirektes Tochterunternehmen von MFS®, hat seinen Sitz in der One Carter Lane, London, EC4V 5ER. **Hinweise für Anleger in Europa (ohne Großbritannien und Schweiz):** Herausgegeben in Europa von MFS Investment Management (Lux) S.à.r.l. (MFS Lux), einem in Luxemburg für das Management von Luxemburger Fonds zugelassenen Unternehmen, das institutionellen Investoren Investmentprodukte und -leistungen anbietet. Der Unternehmenssitz ist in der Rue Albert Borschette 4, L-1246 Luxemburg, Tel. +352 282 612 800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Andere dürfen sich nicht darauf verlassen. Auch darf das Dokument nicht an Personen weitergegeben werden, wenn eine solche Weitergabe gegen die geltenden Vorschriften verstoßen würde. **Singapur:** MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M). **Australien/Neuseeland:** MFS International Australia Pty Ltd. (MFS Australia) ist ein in Australien unter der Nummer 485343 eingetragener Finanzdienstleister. MFS Australia steht unter der Aufsicht der Australian Securities and Investments Commission. **Hongkong:** MFS International (Hong Kong) Limited (MIL HK) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die der Aufsicht der Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) untersteht und von ihr zugelassen wurde. MIL HK darf Wertpapiere handeln, regulierte Assetmanagementgeschäfte abschließen und bestimmte Investmentdienstleistungen „professionellen Investoren“ gemäß Securities and Futures Ordinance (SFO) anbieten. **Für professionelle Investoren in China:** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, ist eine registrierte chinesische Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Finanzmanagementberatung anbieten darf. **Japan:** MFS Investment Management K.K. ist zugelassen als Financial Instruments Business Operator, zugelassen als Kanto Local Finance Bureau (FIBO, Nr. 312), Mitglied der Investment Trust Association, Japan, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association. Da die von den Investoren zu tragenden Gebühren von verschiedenen Umständen abhängen – Produkte, Dienstleistungen, Anlagezeiträume und Marktumfeld –, können weder deren Gesamthöhe noch die Berechnungsmethoden im Voraus offengelegt werden. Alle Finanzinstrumente gehen mit Risiken einher, unter anderem dem Risiko von Marktschwankungen, sodass Investoren ihr investiertes Kapital verlieren können. Investoren sollten vor einer Anlage den Verkaufsprospekt und/oder die in Art. 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act genannten Dokumente sorgfältig lesen. **Für Anleger in Saudi-Arabien, Kuwait, Oman und den Vereinigten Arabischen Emiraten (ohne DIFC und ADGM). In Katar ausschließlich für erfahrene Anleger und vermögende Privatpersonen. In Bahrain nur für erfahrene Institutionen:** Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind ausschließlich für professionelle Anleger bestimmt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen kein Angebot, keine Einladung oder keinen Vorschlag zur Abgabe eines Angebots, keine Empfehlung zur Beantragung oder eine Meinung oder Beratung zu einem Finanzprodukt, einer Finanzdienstleistung und/oder einer Finanzstrategie dar und sollten auch nicht als solches ausgelegt werden. Obgleich wir davon ausgehen, dass diese Informationen korrekt sind, übernimmt MFS keine Garantie oder Gewährleistung dafür, dass sie frei von Fehlern, Irrtümern oder Auslassungen sind, oder für auf dieser Grundlage erfolgte Handlungen. Die Informationen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. MFS übernimmt keine Haftung für direkte oder indirekte Verluste oder Folgeschäden, die aus der Verwendung dieses Dokuments oder dem Vertrauen darauf entstehen. Dieses Dokument darf (ganz oder in Teilen) ohne die ausdrückliche Zustimmung von MFS international (U.K.) Ltd (MIL UK) nicht vervielfältigt, weiterverbreitet und verwendet werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen nur zur Information. Es ist nicht für die Öffentlichkeit bestimmt und sollte nicht öffentlich verteilt oder verwendet werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können Aussagen enthalten, die nicht vergangenheitsbezogen, sondern zukunftsgerichtet sind. Hierzu zählen unter anderem Projektionen, Prognosen und Schätzungen des laufenden Ertrags. Diese zukunftsgerichteten Aussagen basieren auf bestimmten Annahmen, von denen einige in anderen einschlägigen Dokumenten oder Materialien beschrieben sind. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen zugelassenen Finanzberater konsultieren. Bitte beachten Sie, dass alle vom Herausgeber (MIL UK) gesendeten Materialien elektronisch aus dem Ausland gesendet wurden. **Südafrika:** Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen sind nicht als öffentliches Wertpapierangebot in Südafrika gedacht, stellen kein solches Angebot dar und sollten daher auch nicht als solches ausgelegt werden. Dieses Dokument ist nicht für die allgemeine öffentliche Verbreitung in Südafrika bestimmt. Dieses Dokument wurde nicht von der Financial Sector Conduct Authority genehmigt. Weder MFS International (U.K.) Limited noch die einzelnen Fonds sind in Südafrika für den öffentlichen Vertrieb zugelassen.