

## Was der Kapitalzyklus 2024 bewirken könnte

### Autor



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

- Der Kapitalzyklus sorgt für Fortschritt, aber auch für Übertreibungen und Ineffizienzen.
- Die derzeitigen Risiken vieler Technologieunternehmen kann man umgehen. Aber die Investoren haben anderes im Kopf.
- Nicht alle Branchen sind so spannend wie Technologie und KI. Unternehmen aus Branchen mit Angebotsengpässen, hohen Markteintrittsschranken und wenig Wettbewerb können geduldigen Investoren aber hohen Mehrertrag bieten. Sie stellen ordentliche Gewinne in Aussicht, während glamourösere Unternehmen vielleicht enttäuschen.

Im Leben, und ganz sicher in der Wirtschaft und im Finanzsektor, können Emotionen rationale Entscheidungen erschweren. Das Verhalten der Anderen kann einen Herdentrieb auslösen, oft mit überraschenden Ergebnissen. Unternehmer und Investoren fühlen sich stets zu ertragsstarken Investments hingezogen und von ertragsschwachen abgestoßen. Die höhere Attraktivität der voraussichtlich ertragreicheren Anlagemöglichkeiten ist der Motor des Kapitalzyklus. Oft führt sie aber auch zu Übertreibungen, in der Wirtschaft wie an den Märkten.

Zwei Paradebeispiele sind der britische Eisenbahnboom in den 1840ern und der Internetboom in den 1990ern. Die Finanzierung der neuen Technologien erforderte enorm viel Kapital. Investmentbanken, gewissermaßen der Schmierstoff des Kapitalzyklus, brachten kapitalhungrige Kreditnehmer und ertragshungrige Sparer zusammen. Die Entwicklung nahm ihren Lauf.

Denn mit den Investitionen ist der Kapitalzyklus selten zu Ende. Investitionen führen zu weiteren Investitionen, weil immer mehr Kreditnehmer und Investoren die neuen Technologien entdecken und den Markt überschwemmen. Investmentbanker, angelockt durch kurzfristige Provisionen, vergessen die langfristigen Ertragsperspektiven ihrer Kunden und stellen auch Nachzüglern reichlich Liquidität zur Verfügung. Wenn aber Angebot und Nachfrage aus dem Gleichgewicht geraten, reagieren die Preise. Durch den Bau zu vieler Eisenbahnlinien und zu hohe Investitionen in Netzwerktechnik und Glasfaserkabel war das Angebot schließlich größer als die Nachfrage. Kurse und Erträge brachen ein. Da Wertpapierkurse letztlich von der Kapitalrendite abhängen, fielen Aktien und Anleihen rasch. Die Rezession begann.

Rezessionen korrigieren Übertreibungen an den Märkten. Unternehmen konsolidieren sich und das Angebot an Gütern und Dienstleistungen geht zurück. Aber auch hier kann der Kapitalzyklus übertreiben, sodass das Angebot am Ende nicht reicht und die Erträge kräftig steigen. Irgendwann finden Angebot und Nachfrage zum Gleichgewicht zurück. Dann entsprechen die Kapitalerträge wieder dem wirtschaftlichen Wert eines Gutes oder einer Dienstleistung.

Der Kapitalzyklus kann also für Fortschritt sorgen, aber auch für Übertreibungen und Ineffizienzen in der Wirtschaft und an den Märkten. Lassen Sie uns untersuchen, warum das gerade jetzt so wichtig ist.



## Was bringt 2024?

Nach dem Inflations- und Zinsschock von 2022 achteten Investoren 2023 vor allem auf Verbraucherpreise und Geldpolitik. Es könnte aber sein, dass sie sich mit den falschen Themen befassen haben.

Menschen neigen dazu, die jüngste Vergangenheit zu extrapolieren, vor allem bei so außergewöhnlichen Entwicklungen wie 2022. Ich will die Bedeutung von Inflation und Zinsen nicht kleinreden. Doch wenn man sich davon zu sehr ablenken lässt, übersieht man vielleicht die Risiken und Chancen des laufenden Kapitalzyklus.

Lassen Sie uns daher, bevor wir in die Zukunft sehen, einen Blick auf die Vergangenheit werfen. Nicht zuletzt wegen der seit Jahren künstlich niedrigen Zinsen hatten Technologieunternehmen, vor allem Softwarefirmen, Zugriff auf riesige Mengen an Kapital.

Für Laien wie mich ist ein Programmcode einfach nur Software: eine Liste von Befehlen, mit der man Geld verdienen kann. Und Künstliche Intelligenz ist eine Software, die vielleicht einen Quantensprung ermöglicht. Schon seit Jahren wird daran gearbeitet, doch erst Ende 2022 explodierte das Interesse und KI wurde Teil des Mainstreams. Seitdem wollen uns die meisten Technologiefirmen glauben machen, dass man vor allem an ihrer KI viel verdienen kann. Aber ist das angesichts des Kapitalzyklus wirklich wahrscheinlich?

Weil die hohen Ertragsversprechen der neuen Softwarefirmen für enorme Investitionen sorgten, kamen unzählige neue Programme an den Markt. Wohin das Geld fließt, sieht man an den Börsen sehr gut. Hier sind die Aktienkurse die Währung. Die enormen Kursgewinne einiger bekannter, hoch kapitalisierter Technologieaktien zeigen, dass hier das Kapital hinströmt. Die Geschichte der Kapitalzyklen lehrt uns aber, dass es diesmal kaum anders kommen wird als nach früheren Übertreibungen.

Ich will das enorme wirtschaftliche und finanzielle Potenzial der KI keineswegs herunterspielen. Ich wehre mich aber gegen die Vorstellung, dass man mit den etablierten Firmen enorme Kapitalerträge erwirtschaften kann und dass sie gegen neue Wettbewerber und Ideen immun sind. Doch genau das signalisieren die hohen Aktienkurse. Dabei könnten Investoren die derzeitigen Risiken vieler Technologieunternehmen durchaus umgehen. Aber sie haben anderes im Kopf.

## Wo sind die Chancen?

Chancen sehen wir in Branchen mit Angebotsengpässen, denen nur wenig Wettbewerb droht. Dann spricht wenig gegen attraktive, überdurchschnittliche Erträge, ermöglicht durch hohe Markteintrittsschranken und einer entsprechend geringen Konkurrenz durch neue Anbieter.

Interessant können beispielsweise Zulieferer großer Industrieunternehmen sein. Voraussetzung ist, dass ihre Produkte oder Dienstleistungen unverzichtbar, nur schwer kopierbar und nicht allzu teuer sind. Solche Firmen finden sich – nicht nur heute, sondern auch in früheren Kapitalzyklen – etwa unter Zulieferern für Life Sciences, die Wohnimmobilienbranche und den Automobilsektor.

- Weil die Entwicklung neuer Medikamente teuer und langwierig ist, schätzen Kunden aus dem Life-Science-Sektor Qualität und eine sehr präzise Produktion. Ein Wechsel zu einem anderen Zulieferer ist dann unwahrscheinlich. Entsprechend dauerhaft und stabil sind die Erträge, entsprechend hoch sind die Margen.
- Der Wohnimmobiliensektor ist zwar konjunktursensitiv, doch ist ein Haus oft der wertvollste Besitz einer Familie. Man muss ihn erhalten und regelmäßig in das Objekt investieren. Deshalb erwirtschaften viele Hersteller von Isolierungsmaterial, Farbe, Türen, Einbauschränken und Dächern überdurchschnittliche Erträge über den gesamten Konjunkturzyklus. Hinzu kommen ihre starken Marken und die engen Beziehungen zu Baufirmen und Baumärkten.
- Der Automarkt ist schon vor Jahrzehnten gereift und ebenfalls sehr konjunktursensitiv. Elektrofahrzeuge könnten die Gewinne der klassischen Hersteller bedrohen, erfordern aber auch hohe Investitionen in Fabriken. Automobilzulieferer, eine der attraktivsten Investitionsgüterbranchen, sind hingegen weniger wettbewerbsintensiv. Wer Autoelektrik, Glasfaserstecker und Sensoren herstellt, seit Jahren Innovationen an den Markt bringt und



langjährige Beziehungen zu den Automobilherstellern unterhält, kann sich über hohe Markteintrittsschranken und Erträge freuen.

- Eine weitere Chance sind Industriegase. Auch hier hält sich der Wettbewerb in Grenzen. Die Branche konsolidiert sich, die Preisdisziplin ist hoch, die Kunden sind vielfältig. Üblich sind langfristige Verträge mit Unternehmen des Vertrauens. Hinzu kommen strukturelle Entwicklungen wie die wachsende Nachfrage des Gesundheitssektors, die Energiewende und die Dekarbonisierung.
- Mehr als ein Jahrhundert seit dem Ende des Eisenbahnbooms und der anschließenden Konsolidierung besteht der Bahnsektor heute aus Unternehmen mit überdurchschnittlichen Erträgen. Weil die Bahn beim Rohstofftransport vermutlich unschlagbar ist, hatten Eisenbahnunternehmen viel Preismacht und können Preissteigerungen über der Inflationsrate durchsetzen. Ihre Endmärkte sind gut diversifiziert, sodass Absatzeinbrüche infolge überraschender Einzelentwicklungen unwahrscheinlich sind.

Und das ist längst nicht alles. Nicht alle Branchen sind so spannend wie Technologie oder KI, können aber gedulden Investoren hohen Mehrertrag bieten. Sie stellen hohe Gewinne in Aussicht, während glamourösere Unternehmen vielleicht enttäuschen.

### Fazit

Niemand hat eine Glaskugel. Fest steht aber, dass die Wertpapierkurse auf Dauer von den Kapitalerträgen abhängen. Die Geschichte lehrt uns, dass ertragsstarke Branchen Kapital, aber auch Wettbewerber anlocken, sodass die Erträge irgendwann wieder fallen. Der Kapitalzyklus geht immer weiter, und er sorgt immer wieder für neue Übertreibungen, aber auch für Chancen. Die Ineffizienzen des laufenden Zyklus wurden vielleicht dadurch verstärkt, dass Investoren fast nichts anders als Zinsen im Kopf hatten.

Unterdessen ist der Marktanteil passiver Anlagestrategien in den letzten 15 Jahren stark gestiegen, vor allem, weil viele aktive Manager kaum Mehrwert schufen. Ich glaube, dass der Erfolg passiver Strategien die Ausschläge des Kapitalzyklus verstärkt. Passive Portfolios orientieren sich an der Vergangenheit. Sie investieren da, wo schon viel investiert wurde – und nicht da, wo in Zukunft viel investiert werden wird. Geduldige, fundamental orientierte Investoren handeln anders: Sie ignorieren die Vergangenheit nicht, aber investieren in die Zukunft. Sie investieren da, wo Erträge entstehen werden, und nicht da, wo sie schon entstanden sind.

Ich bedanke mich für Ihr Interesse an *Strategie aktuell* und wünsche Ihnen ein gutes Neues Jahr! ▲

Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors/der Autoren und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung, Aufforderung oder als Anlageberatung verstanden werden. Prognosen sind keine Garantien.

Sofern nicht anders angegeben, sind die hierin enthaltenen Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsbezeichnungen Handelsmarken von MFS® und seinen Tochtergesellschaften. In manchen Ländern sind sie außerdem eingetragene Warenzeichen.

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.**

**Hinweise für Anleger in Kanada:** Herausgegeben in Kanada von MFS Investment Management Canada Limited. **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. +352282612800. 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.