

Technischer Fortschritt und Finanzzyklen: KI ist nicht anders

Autor



Robert M. Almeida
Portfoliomanager und
Global Investment Strategist

- Viele neue Technologien verändern die Gesellschaft. Dabei verlagert sich ihr wirtschaftlicher Nutzen von den Produzenten zu den Verbrauchern. Unterdurchschnittliche Gewinnmargen sind die Folge.
- Die Ausbreitung transformativer Technologien folgt einem immer gleichen Muster. Der Wettbewerb verringert die Gewinnmargen.
- Anleger könnten Mehrertrag erzielen, wenn sie Branchen mit geringer Produktdifferenzierung meiden und stattdessen in Unternehmen mit nur schwer zu kopierenden Stärken investieren.

Jeder Finanzzyklus ist anders, und doch gibt es ein gemeinsames Muster. Der wirtschaftliche Nutzen bahnbrechender, die Wirtschaft verändernder Schlüsseltechnologien verlagert sich von Produzenten zu Verbrauchern, wenn sie zum Standard werden. Wer das weiß, kann Finanzzyklen und Marktübertreibungen besser verstehen – und damit auch die derzeit boomenden KI-Investitionen.

Das Paradoxon der Schlüsseltechnologien

Gerade war ich auf Geschäftsreise im Nahen Osten. Der 14-stündige Rückflug schien mir lang, aber vor 100 Jahren wäre ich 14 Wochen unterwegs gewesen. Die Luftfahrt hat die Welt kleiner werden lassen. Lieferzeiten haben sich verkürzt, der Welthandel ist gewachsen, die Menschen sind vernetzter, und die Weltwirtschaft ist stärker integriert. Wohl nur wenige würden bestreiten, dass eine Schlüsseltechnologie wie die Luftfahrt einen großen gesellschaftlichen Nutzen hat. Aber unabhängig davon, wo im Konjunkturzyklus wir gerade stehen, sind die Gewinnmargen der Fluglinien unterdurchschnittlich.

Nicht anders ist es bei anderen Schlüsseltechnologien. Auch das Auto bringt Menschen und Güter schneller von einem Ort zum anderen, und auch die Automobilindustrie muss sich mit mageren Margen begnügen. Weitere Beispiele sind Radio und Fernsehen und natürlich der Computer, der in den späten 1980ern Einzug in die Büros hielt. Die Produktivität stieg zwar deutlich, aber die Kapitalrenditen von Computerherstellern liegen unter dem Marktdurchschnitt (zumindest dann, wenn sie keine mobilen Endgeräte produzieren).

Das führt zu einem berechenbaren Zyklus, der sich in mehrere Phasen zerlegen lässt:

1. Eine neue, stark nachgefragte Technologie steht nur begrenzt zur Verfügung, sodass die Gewinnerwartungen steigen.
2. Die Aussicht auf hohe Erträge lockt Unternehmer und Kapital an. Dadurch steigen Angebot und Aktienkurse.
3. Wenn die Technologie immer häufiger eingesetzt wird, ruft das neue Anbieter auf den Plan. Schließlich ist das Angebot höher als die Nachfrage. Die Margen gehen zurück.
4. Die hohen Aktienkurse brechen ein, die Branche konsolidiert sich.
5. Je abhängiger Wirtschaft und Märkte vom Investitionsboom waren, desto stärker brechen Konjunktur und Märkte ein.



Das Paradoxon entsteht nicht dadurch, dass die neue Technologie scheitert. Im Gegenteil, sie wird sogar immer besser. Computer sind heute leistungsfähiger und schneller, Fernsehgeräte sind leichter und haben eine höhere Bildqualität, Autos brauchen weniger Treibstoff und halten länger, Flugzeiten werden kürzer, etc., etc. Das ist der Kern des Paradoxons: Je mehr sich die neue Technologie verbreitet, desto weniger verdienen ihre Produzenten und deren Aktionäre.

Diese Entwicklung führt oft zu Exzessen und Korrekturen, in der Wirtschaft und an den Märkten. Viele Unternehmer und Investoren erkennen nicht die Macht des Kapitalismus und der Marktwirtschaft. Anleger sind voller Ehrfurcht für den wissenschaftlichen Fortschritt – und übersehen, dass sich der wirtschaftliche Nutzen von den Produzenten auf die Gesellschaft verlagert. Die Funktionsweise von Wirtschaft und Märkten kennenzulernen, kann schmerzhaft sein.

Was bedeutet das für KI und den aktuellen Finanzzyklus?

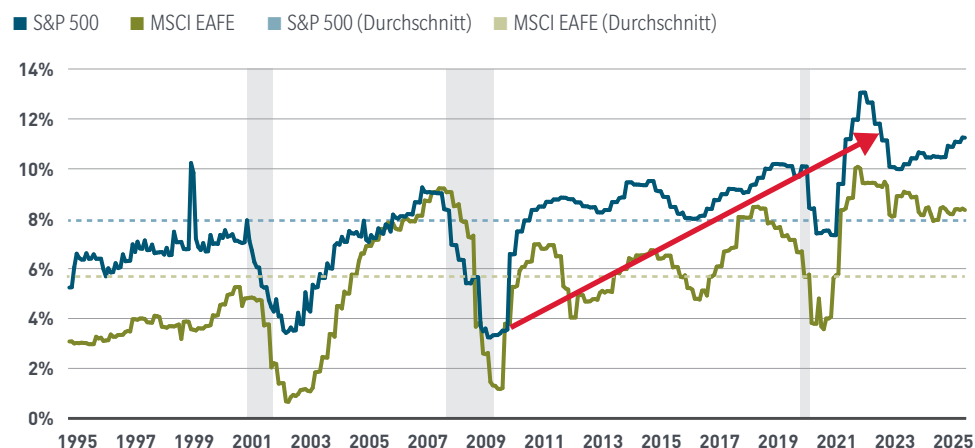
Algorithmen prognostizieren die Zukunft auf Basis der Vergangenheit – und nehmen mit ihren Prognosen wiederum Einfluss auf die Zukunft. Das macht KI zu einem sehr wirkungsvollen Prognosetool mit einer Rechenkraft, die die des menschlichen Gehirns um Längen hinter sich lässt. KI ist ein beeindruckendes Ergebnis menschlicher Ingenieurskunst, das jeden Tag besser wird.

Wie bei anderen historischen Schlüsseltechnologien ist das aber eine zweischneidige Angelegenheit. Wenn wirklich so hohe Gewinnmargen zu erwarten sind, wie der KI-Hype impliziert, sollte auch mit einem wachsenden Angebot und damit einer Wiederholung der alten Muster zu rechnen sein. Wie war es noch gleich, als zu Jahresbeginn DeepSeek an den Markt kam?

Außerdem werden die meisten KI-Modelle mit Daten trainiert, die andere ebenfalls nutzen. Die sehr kapitalintensiven KI-Modelle könnten sich daher nicht nur neuen Wettbewerbern stellen müssen. Es wird auch immer schwerer und teurer, es mit den bereits eingeführten Modellen aufzunehmen, wenn alle dieselbe Datenbasis nutzen – das Internet. Wenn im Grunde alle das Gleiche anbieten, halten sich Preismacht und Gewinnpotenzial in Grenzen.

Die folgende Abbildung zeigt die Gewinnmargen des S&P 500 und des MSCI EAFE. Man sieht deutlich den Beginn der Übertreibungen in den 2010ern, nach einer langen Phase künstlich niedriger Zinsen, niedriger Kosten und eines schrumpfenden Kapitalstocks aufgrund der Globalisierung. Wenn KI, wie andere Schlüsseltechnologien zuvor, irgendwann unter stärkeren Wettbewerbsdruck gerät und zu einem Standardprodukt wird, dürften die Investitionen nachlassen, mit Auswirkungen auf die gesamte Wirtschaft. Dann könnten die vom Hype überdeckten Risiken offen zutage treten.

Abbildung 1: Globalisierung und fallende Kosten: Auswirkungen auf die Gewinnmargen seit den 2010ern



Quelle: Bloomberg. Monatsdaten vom 31. Januar 1995 bis zum 30. September 2025. Rezessionen in den USA sind grau unterlegt. Man kann nicht direkt in einen Index investieren. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.



Fazit

Ähnlich wie bei anderen Technologien glaube ich nicht, dass man Informatiker oder Programmierer sein muss, um das wirtschaftliche Potenzial von KI beurteilen zu können. Investoren müssen lediglich das Nachfragepotenzial mit dem durch Investitionen entstehenden Angebot vergleichen. Davon hängen Gewinnmargen und Aktienperformance am Ende ab.

Bei der langfristigen Asset-Allokation sollte man unserer Ansicht nach Unternehmen meiden, denen eine geringe Produktdifferenzierung droht, egal, ob das mit KI zu tun hat oder nicht. Interessanter scheinen Unternehmen, deren Stärken nicht leicht zu kopieren sind. Dazu zählen KI-Ermöglicher wie ausgewählte Hyperscaler. Chancen sehen wir auch bei vertikal integrierten Softwarefirmen mit speziellem Know-how. Manche horizontal integrierte Softwarehäuser, die Anwendungen für verschiedenste Branchen programmieren – Buchhaltungs- oder Customer-Relationship-Software etwa –, könnten hingegen Marktanteile verlieren, wenn immer mehr Unternehmen KI nutzen.

Den Trend zur Standardisierung und fallende Gewinnmargen erleben wir aber nicht nur in der Technologie. KI macht die Verbraucher mündiger. Dadurch wird es schwieriger, mit mittelmäßigen Produkten und Dienstleistungen Geld zu verdienen, deren einziger Wettbewerbsvorteil die mit hohem Werbeaufwand geschaffene Marke ist. Ihre Anbieter dürften es angesichts des zunehmenden Wettbewerbs künftig schwerer haben. Am Ende sind sie gezwungen, deutlich weniger Geld für Werbung auszugeben, um lange überfällige Innovationen zu finanzieren. Vielen Unternehmen wird es schwerfallen, ihre hohen Margen zu verteidigen.

Wer überdurchschnittliche Anlageerträge will, muss wählerisch sein. Viel ist im Fluss, mit zahlreichem Auf und Ab. Genau deshalb trauen wir aktiven Managern Mehrertrag gegenüber passiven Ansätzen zu. ▲

Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors/der Autoren und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung oder Angebot zum Kauf eines Wertpapiers 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.

Hinweis 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. +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.