

Kapitalintensität im Wandel – und gute Gründe für nicht amerikanische Aktien

Autor



Robert M. Almeida
Portfolio Manager und
Global Investment Strategist

Im Überblick

- Die zunehmende Kapitalintensität in den Industrieländern markiert einen Strukturwandel.
- Die Intensitätslücke zwischen Emerging Markets und Industrieländern könnte sich schließen.
- Wenn die Anlageerträge fallen und stärker streuen, werden kapitaleffiziente Unternehmen attraktiver – ein Argument für aktives Management.

Am Aktienmarkt verwechselt man oft Ursache und Wirkung. Kursgewinne werden dann mit Wirtschaftswachstum oder einer marktfreundlichen Politik erklärt. Dabei kam es schon immer auf die Kapitalrenditen der Unternehmen an – und nicht auf das BIP.

In den letzten Jahrzehnten lagen Industrieländeraktien, vor allem US-Titel, vor Emerging-Market-Papieren – nicht, weil die Wirtschaft in den Industrieländern schneller wuchs, sondern weil die Unternehmen hier mit weniger Kapital auskamen. Die Bilanzsummen stiegen langsamer als die Gewinne. Software ersetzte Hardware, geistiges Eigentum ersetzte Fabriken, und viele Vorprodukte wurden im Ausland bezogen. Man musste also nicht mehr so viel investieren.

US-Unternehmen waren dabei führend. Ihre Kapitalrenditen stiegen kräftig und nachhaltig. Die Bewertungen folgten.

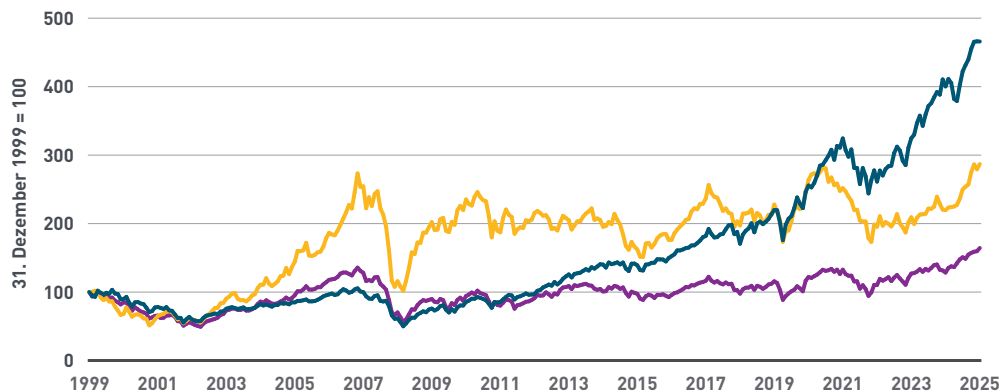
Ganz anders sah es in den Emerging Markets aus. Das Wachstum war zwar beeindruckend hoch, aber viele Unternehmen arbeiteten sehr kapitalintensiv. Infrastruktur, Wohnimmobilien, Fabriken und vieles andere erfordern hohe Investitionen, die sich nur langsam amortisieren. Das förderte zwar das Wirtschaftswachstum, doch blieben die Kapitalrenditen deutlich hinter denen der Industrieländer zurück. Wer statt in den Industrieländern in den Emerging Markets investierte, musste lernen, dass Wirtschaftswachstum allein nicht für Kursgewinne sorgt.



Und das ist wichtig. Wie Abbildung 1 zeigt, hängt die Kursentwicklung eher von der Kapitaleffizienz ab.

Abbildung 1: Kapitaleffiziente Märkte lagen vorn

■ S&P 500 ■ MSCI EM ■ MSCI EAFE



Quelle: FactSet. Monatsdaten vom 31. Dezember 1999 bis zum 31. Dezember 2025. Kursindizes in US-Dollar. Man kann nicht direkt in einen Index investieren. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

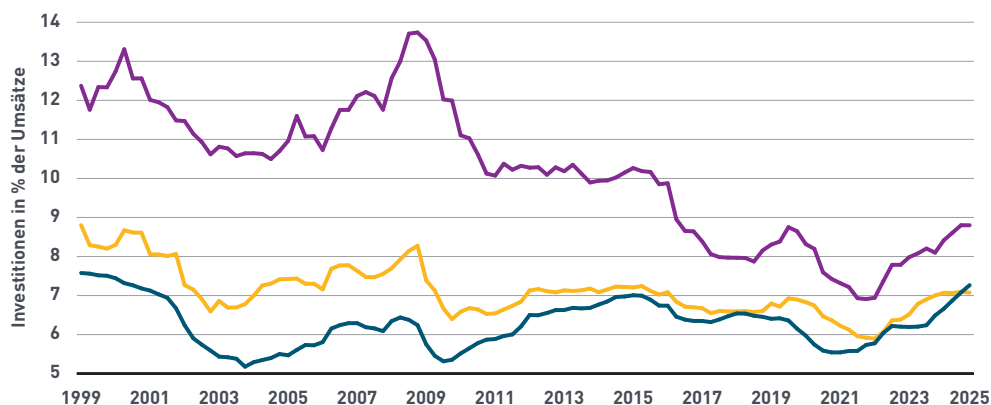
In den letzten 30 Jahren hatten die Industrieländermärkte hier strukturelle Vorteile. Aber das könnte sich jetzt geändert haben.

Kapitalintensität im Wandel

In den letzten Jahren ist die Kapitalintensität in den USA langsam gestiegen. Jahrzehntlang nahm der Kapitaleinsatz amerikanischer Unternehmen ab, aber jetzt investieren sie wieder sehr viel in ihr Wachstum. Die KI-Infrastruktur – Datenzentren, Halbleiterfabriken, Kraftwerke und Reservekapazitäten – erfordert hohe Investitionen zu Beginn und regelmäßige Investitionen während der Nutzung.

Abbildung 2: Allmählich steigende Kapitalintensität in den Industrieländern

■ USA ■ Industrieländer ohne USA ■ Emerging Markets



Quelle: Refinitiv Datastream. Quartalsdaten vom 31. Dezember 1999 bis zum 30. September 2025 (aktuellste verfügbare Daten).



Solche Investitionen mögen strategisch notwendig und wirtschaftlich sinnvoll sein, aber eine steigende Kapitalintensität schadete fast immer dem Anlageertrag. Wenn Kapital in attraktive Projekte fließt, nimmt der Wettbewerb zu. Es muss mehr abgeschrieben werden, und der Grenzertrag der Investitionen geht zurück – selbst wenn man mit den vorhandenen Aktiva noch eine Zeit lang viel verdient.

Vor allem aber findet dieser Wandel in einer Zeit statt, in der Rentabilität und Bewertungen hoch sind wie nie. Hohe Erträge und Kapital im Überfluss verleiten zu Überinvestitionen. Die Folgen zeigen sich erst langsam, aber dann umso stärker.

Alles schon mal da gewesen

In den späten 1990ern und frühen 2000ern galt Telekommunikation als transformative Technologie. Glasfasernetze versprachen exponentielle Zuwächse beim Datenverkehr und revolutionäre Geschäftsmodelle. Im Großen und Ganzen kam es auch so. Für Anleger endete es trotzdem im Desaster – nicht wegen der Technologie selbst, sondern weil mehr Kapital benötigt wurde und enorme Überkapazitäten entstanden. Der Kapitalzyklus kann ein Überangebot verursachen und damit die Erträge schwächen.

Der heutige KI-getriebene Investmentzyklus ist im Detail anders, aber im Grundsatz ähnlich. Wenn ein Thema so spannend ist, dass es riesige Mengen Kapital anlockt, sind enttäuschende Erträge wahrscheinlicher als überraschend gute. Das jedenfalls lehrt uns die Geschichte.

Ganz anders in den Emerging Markets

Wie bereits gezeigt, war die Kapitalintensität der Emerging Markets lange höher als die der Industrieländer. Viele Emerging-Market-Unternehmen müssen daher jetzt mit Kapitalmangel, hohen Finanzierungskosten und mangelnder Kapitaleffizienz leben. In manchen Industrieländern ist die Kapitalintensität dagegen gestiegen. Entscheidend ist aber, dass sich die Kapitalintensität der Emerging Markets und die der Industrieländer strukturell annähern.

Das ist deshalb so wichtig, weil es auf die Grenzrendite des eingesetzten Kapitals ankommt. Wenn die bisher mit wenig Kapitaleinsatz arbeitenden Industrieländerunternehmen für ihr Wachstum jetzt mehr Kapital benötigen und die Kapitalintensität der Emerging-Market-Unternehmen nicht weiter steigt, könnten sich die Kapitalrenditen annähern – und das vor allem durch niedrigere Grenzrenditen in den Industrieländern.

Wichtig ist aber auch, was in den Kursen schon berücksichtigt ist. Die Bewertungsdifferenz zwischen amerikanischen Aktien und Papieren aus anderen Ländern zeigt unserer Ansicht nach, dass Anlegern eine steigende Kapitalintensität in den USA wenig Sorgen macht.

Ich rate zwar nicht dazu, aus US-Aktien auszusteigen, und ich sage auch nicht, dass Emerging-Market-Unternehmen plötzlich mit weniger Kapital auskommen. Ich glaube aber, dass die derzeitigen Veränderungen der Kapitalintensität weitergehen. Und das hat wiederum Auswirkungen darauf, welche Risikoprämien Anleger zu zahlen bereit sind.

Das ist aus unserer Sicht der Grund dafür, dass nicht amerikanische Aktien US-Titel 2025 hinter sich ließen. Dabei könnte es bleiben, solange die Kurse die Veränderungen der Kapitalintensität noch nicht vollständig abbilden.



Was aktives Management leisten kann

Wenn die Kapitalintensität stieg, gingen die Anlageerträge meist zurück und streuten stärker. Wenn Kapital billig ist und die Unternehmen wenig kapitalintensiv arbeiten, stehen viele Unternehmen scheinbar gut da. Wenn dann aber die Kapitalkosten steigen und Wachstum höhere Investitionen erfordert, wird es plötzlich wichtig, ob das Kapital wirklich effizient eingesetzt wird.

Benchmarks unterscheiden nicht zwischen effizienter und ineffizienter Kapitalnutzung. Überrepräsentiert sind große Unternehmen – und nicht etwa besonders disziplinierte. Aktive Investoren können hingegen beurteilen, wohin das Kapital fließt. Sie können Ertrags-erwartungen formulieren und die Wettbewerbsintensität analysieren.

Wenn die Kapitalrenditen nicht mehr nur eine Richtung kennen, muss man sich unserer Ansicht nach intensiver mit der Kapitalallokation der Unternehmen befassen. In nächster Zeit wird man mit Aktien nicht mehr deshalb verdienen, weil die Bewertungen generell steigen, sondern weil man selektiv ist.

Fazit

Die Kapitalintensität steigt, und die Kapitalrenditen werden darauf reagieren. Irgendwann werden die Märkte das abbilden. Wenn man sich nicht allein von gängigen Narrativen leiten lässt, sondern analysiert, wie Werte geschaffen werden, kann das eine Chance sein. Manche Unternehmen müssen auf die neuen Rahmenbedingungen reagieren, und andere können weitermachen wie bisher. Wir glauben, dass nicht amerikanische Unternehmen und vor allem Emerging-Market-Firmen hier im Vorteil sind. ▲

Standard & Poor's® und S&P® sind eingetragene Handelsmarken von Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P); Dow Jones ist eine eingetragene Handelsmarke von Dow Jones Trademark Holdings LLC (Dow Jones). S&P Dow Jones Indices LLC hat ihre Nutzung genehmigt, und MFS darf sie zu bestimmten Zwecken nutzen. Der S&P 500® ist ein Produkt von S&P Dow Jones Indices LLC. Das Unternehmen hat MFS die Nutzung des Index genehmigt. Die Produkte von MFS werden von S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P oder ihren Tochterunternehmen nicht gefördert, angeboten, vertrieben oder beworben. Weder S&P Dow Jones Indices LLC noch Dow Jones, S&P oder ihre Tochterunternehmen treffen eine Aussage darüber, ob diese Produkte empfehlenswert sind.

Quelle der Indexdaten: MSCI. MSCI gibt keinerlei Garantien oder Gewährleistungen und übernimmt keinerlei Verantwortung für die hierin enthaltenen MSCI-Daten. Die MSCI-Daten dürfen weder weitergegeben noch als Grundlage für andere Indizes, Wertpapiere oder Finanzprodukte genutzt werden. Dieses Dokument wurde von MSCI weder erstellt noch genehmigt oder geprüft. Man kann nicht direkt in einen Index investieren.

Alle Anlagen gehen mit gewissen Risiken einher, einschließlich des Risikos eines möglichen Kapitalverlusts.

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. 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 Angaben 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.