

KI-Cashflows auf dem Prüfstand: Lehren aus der internationalen Finanzkrise

Autor



Robert M. Almeida
Portfoliomanager und
Global Investment Strategist

Im Überblick

- KI-Unternehmen brauchen regelmäßige Cashflows für den Schuldendienst – so wie Hausbesitzer vor der internationalen Finanzkrise.
- Infrastrukturanbieter leihen sich Geld in der Hoffnung auf künftige Umsätze, die bei Kapitalmangel oder Nachfrageverschiebungen vielleicht ausbleiben.
- Aktive Manager können das nutzen, um Gewinner zu erkennen und Verlierer zu meiden.

Parallelen zu 2008?

Oft wurde KI mit dem Technologie-, Medien- und Telekommunikationsboom in der zweiten Hälfte der 1990er verglichen. Natürlich gibt es Parallelen. Damals wie heute fließt enorm viel Kapital in eine neue und mächtige Technologie. Damals wie heute fragt man sich, wer am Ende daran verdient. Aber es gibt auch Unterschiede.

Vergleiche der KI-Euphorie mit dem amerikanischen Immobilienboom vor der Finanzkrise 2008 sind dagegen eher selten. Aber sie lohnen sich. Ich will damit nicht sagen, dass KI so etwas Ähnliches ist wie eine Immobilie oder dass gar eine Bankenkrise droht. Die Analogie gilt nur einem Teilaspekt. Wie so oft in unseren Analysen geht es dabei um den Cashflow.

2006 schien der US-Immobilien Sektor gesund. Die Preise stiegen und stiegen, und es fehlte nicht an Krediten. Aber die Preise stiegen langsamer. Viele finanzschwächere Hauskäufer waren aber auf kontinuierliche Wertsteigerungen angewiesen. Nur dann konnten sie ihre Kredite refinanzieren, wenn sie neu verhandelt werden mussten. Da der Hauspreisanstieg nachließ und die Preise schließlich sogar fielen, wurde das zum Problem. Der Schuldendienst stieg, die Zahlungsausfälle ebenfalls. Es kam zu Notverkäufen – und zur Bankenkrise.

Kreditnehmer und Zahler

Vieles ist heute anders als damals, aber eines nicht: die Abhängigkeit von künftigen Zahlungen und kontinuierlichem Zugang zu Kapital. Man sollte sich einmal vor Augen führen, wie zumindest ein Teil der KI-Finanzierungen funktioniert.

Nehmen wir an, ein innovativer Modellentwickler oder ein großer KI-Nutzer sagt zu, einem Hyperscaler oder einer Neocloud Rechenleistung für Milliarden von Dollar abzukaufen. Anleger werten das als künftige Erträge und Gewinne. Der Cloud-Anbieter kauft unter anderem Chips, Speicherkapazität, Kühlsysteme und Grundstücke, schließt langfristige Energielieferverträge ab und stellt neue Mitarbeiter ein. Wegen des zunehmenden Kapitalbedarfs und der knappheitsbedingten Kosteninflation besichern die Cloud-Anbieter ihre Kredite faktisch mit den Aktiva und Kaufabsichten ihrer Kunden.



Genau hier liegt ein wichtiger Unterschied zu damals. Bei Immobilien nimmt der Hausbesitzer den Kredit auf und zahlt ihn auch zurück. Bei KI ist das anders. Der Infrastrukturanbieter ist der Kreditnehmer. Der KI-Entwickler, der das Modell erstellt, ist ebenso wie andere Kunden ein Subskribent. Er bestellt Produkte oder Dienstleistungen vor, die später hergestellt werden. Aber er zahlt schon jetzt, um die Produktion zu ermöglichen.

Dieses Arrangement funktioniert – aber nur so lange, wie ausreichend günstiges Kapital zur Verfügung steht, die Kundennachfrage weiter wächst und die Verträge erfüllt werden. Zusagen sind aber noch kein Geld. Ihr Wert hängt von der Kreditwürdigkeit des Kunden und den Vertragsbedingungen ab – und davon, ob ein anderer einspringen kann, wenn der Kunde zahlungsunfähig wird.

Wenn die Finanzbedingungen noch straffer werden, steht weniger Private Capital zur Verfügung. Wenn die Zahlungen enttäuschen oder sich die Kunden für kostengünstigere Modelle entscheiden, sind die versprochenen Cashflows am Ende vielleicht weniger wert, als die Anleger glauben. Das KI-Unternehmen schuldet seinen Kreditgebern, Vermietern, Zulieferern und Stromversorgern aber auch dann noch Geld, wenn die Umsätze nachlassen, mit denen die Zahlungen finanziert werden sollen.

Die größten Hyperscaler haben gut gefüllte Kassen. Es dürfte daher kaum ein Solvenzproblem entstehen. Das ist ein wesentlicher Unterschied zu 2008. Heute ist das Risiko ein anderes: Die Frage ist, ob man mit dem nächsten investierten Dollar ausreichend verdient. Das ist die wichtigste Kennzahl in diesem Zyklus.

Fazit

Nichts von alledem stellt KI infrage. Menschen nutzen immer mehr Künstliche Intelligenz, und die Produktivität dürfte steigen. Aber wir haben schon oft geschrieben, dass den Investoren nicht die Produktivitätsgewinne gehören, sondern die Cashflows.

Die Benchmarks decken die gesamte KI-Wertschöpfungskette ab – von Modellentwicklern über Cloud-Anbieter, Datenzentren, Anbieter knapper Chips und Speicherkapazität bis zu Investitionsgüterherstellern. Dazu zählen aber auch mögliche Verlierer. Wie schon 2008 unterscheiden die Benchmarks nicht zwischen sicheren und unsicheren Forderungen, zwischen anderweitig nutzbarer und obsoletter Kapazität, zwischen Unternehmen, deren Erträge über den Kapitalkosten liegen und jenen, die von der künftigen Kreditverfügbarkeit abhängen.

Bei aktiven Managern ist das anders. Sie können eine zu starke Abhängigkeit von einzelnen Kunden, vertragliche Vereinbarungen, Verschuldungsgrad, Fälligkeitenstruktur, Preismacht, Kapitaldisziplin und vieles andere berücksichtigen. Wenn Kreditgeber wählerischer werden und KI allein keine Lizenz zum Geldverdienen mehr ist, werden die Finanzkennzahlen stärker streuen – und damit auch die Kurse.

KI könnte die wichtigste Technologie unserer Zeit werden. Aber das heißt nicht, dass jedes Unternehmen des Sektors hohe Kapitalrenditen erzielt. Markt und Benchmark orientieren sich an Versprechen, aktive Manager an den harten Fakten. ▲



Die oben genannten Informationen sowie die Nennung einzelner Unternehmen und/oder Wertpapiere sollten nicht als Anlageberatung, Kauf- oder Verkaufsempfehlung oder als Hinweis darauf verstanden werden, dass für irgendein MFS-Produkt eine Transaktion geplant ist.

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, so dass 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 übermittelt 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.