

White Paper Risikomanagement 2023:

Investieren im Großmachtwettbewerb: Ein geopolitischer Kompass für aktives Chancen- und Risikomanagement

Sandra Ebner, Michael Herzum, Anna Velikova, Tamara Trinh,
Vincenzo Alfano



Die Great Transformation ist in vollem Gange. Staaten greifen aus sicherheitsstrategischen Gründen zunehmend in Standortentscheidungen und damit in Lieferketten von Unternehmen ein. Welche Länder und Regionen profitieren? Welche verlieren? Und welche Konsequenzen ergeben sich daraus für die Anlageentscheidungen und das Risikomanagement von Investoren?

Die Autorinnen und Autoren des White Papers Risikomanagement 2023



Sandra Ebner
Senior Economist
bei Union Investment



Michael Herzum
Head Macro & Strategy
bei Union Investment



Anna Velikova
Junior-Analystin
bei Union Investment



Tamara Trinh
Senior Fixed Income-
und FX-Strategin bei
Union Investment



Vincenzo Alfano
Stratege bei Union Investment

Redaktion



Christopher Krämer
Spezialist Finanz-
kommunikation bei
Union Investment



Janis Blaum
Senior Spezialist Finanz-
kommunikation bei
Union Investment

Für weitere Informationen und Rückfragen
zu dieser Publikation schreiben Sie uns gerne
unter institutional@union-investment.de



zum Inhaltsverzeichnis

Inhalt

1	Einleitung	05
2	Der Großmachtwettbewerb schafft mehr Fragmentierung	07
2.1	Die Folgen der Globalisierung: Effizienz und Abhängigkeit	08
2.2	Die Taiwan-Frage: Auswirkungen eines möglichen Konflikts	09
2.3	Sorgen um die nationale Sicherheit: Konsequenzen der geostrategischen Konstellation	09
2.4	Die Strategien der Akteure im Großmachtwettbewerb	10
2.5	Wie sich das „De-Risking“ bereits bemerkbar macht	13
2.6	Relevanz und Handlungsoptionen für Investoren	13
3	Chancen- und Risikomanagement im Großmachtwettbewerb: das Beispiel Elektroauto	15
3.1	Die Umfrage: Welche Sektoren sind in welcher Weise betroffen?	16
3.2	Die Analyse: Wie wirken staatliche Eingriffe? Wer könnte profitieren – und wer nicht?	17
3.3	Ergebnisse für die Praxis	23
4	Auf einen Blick: Zwischenfazit zu Kapitel 2 und 3	27
5	Unternehmensanleihen in der Great Transformation: Risikomanagement und Selektion wichtiger denn je	30
5.1	Problemkandidaten erkennen	32
5.2	Volkswirtschaftliche Auswirkungen	32
5.3	Auswirkungen auf die Sub-Assetklasse High-Yield-Unternehmensanleihen	33
6	Fazit	35

1 Einleitung

1 Einleitung

Staaten greifen aus sicherheitsstrategischen Gründen viel stärker in Standortentscheidungen und damit in Lieferketten von Unternehmen ein als noch vor einigen Jahren. Die Great Transformation ist in vollem Gange.

Das hat Folgen für Anlageentscheidungen und das Risikomanagement. Investoren müssen zwei verschiedene Wirkungskanäle auf dem Radarschirm haben: Zum einen sind Unternehmen direkt betroffen, vor allem international agierende Firmen. Handelsbeziehungen, Lieferketten und Direktinvestitionen ändern sich tiefgreifend. Zum anderen werden Unternehmen indirekt von der Great Transformation erfasst, weil sich das mittelfristige Makroregime an den Kapitalmärkten ändert. Unter anderem erwarten wir einen stärkeren Inflationsdruck und höhere (Real-)Zinsen.

Im diesjährigen White Paper vertiefen wir jeweils einen Teilaspekt des direkten und des indirekten Wirkungskanals. Zunächst analysieren

wir den Wirkungskanal des Großmachtwettbewerbs zwischen den USA und China. Den indirekten Wirkungskanal untersuchen wir mit Fokus auf die Erwartung stärkeren Wachstums, höherer Realzinsen und deren Auswirkungen auf die Fremdkapitalfinanzierung von Unternehmen.

Nachfolgend finden Sie die wesentlichen Punkte des White Papers als Zusammenfassung. Union Investment stellt das eigentliche White Paper („Langfassung“) unter www.die-risikomanager.de zur Verfügung.



2 Der Großmachtwettbewerb schafft mehr Fragmentierung

2 Der Großmachtwettbewerb schafft mehr Fragmentierung

Die Coronapandemie und der russische Angriff auf die Ukraine haben indirekt den Übergang in einen neuen Großmachtwettbewerb vollendet, indem sie die Blockbildung in der Welt

beschleunigt haben. China stellt den Anspruch auf eine globale Führungsrolle und fordert die USA heraus.

2.1 Die Folgen der Globalisierung: Effizienz und Abhängigkeit

Der Großmachtwettbewerb hat die Ära der Globalisierung abgelöst. Diese war geprägt durch die zunehmende Integration zahlreicher aufstrebender Volkswirtschaften in das globale Handels- und Finanzsystem. Bei der Frage nach der Wahl von Investitionsstandorten oder eines geeigneten Zulieferers dominierten Effizienzüberlegungen der Konzerne. China mit seinem riesigen Reservoir von Arbeitskräften und einem niedrigen Lohnniveau profitierte davon besonders. Allerdings entstanden so auch enorme Abhängigkeiten. Dies spielte jedoch eine untergeordnete Rolle. Die Überzeugung war stark verbreitet, dass gegenseitige wirtschaftliche Abhängigkeiten militärische Konflikte vor dem Hintergrund der damit verbundenen hohen wirtschaftlichen Kosten deutlich unwahrscheinlicher machen würden.

Erste Zweifel daran kamen bereits in den Jahren nach der globalen Finanzkrise auf. China gab sich nicht mehr mit dem Status als „Werkbank der Welt“ zufrieden. Bereits 2015 veröffentlichte Peking den Plan „Made in China 2025“. Darin identifizierte das Land zehn Schlüsseltechnologien, zu denen etwa Elektroautos, Luft- und Raumfahrt sowie Energiesysteme zählen. Der Plan zielt auf eine technologische Führerschaft in diesen Feldern ab. Ergänzt wurde dieser 2021 durch die Strategie der „nationalen Verjüngung“. Deren explizites Ziel ist es, China bis zum Jahr 2049 zu einer globalen Supermacht zu machen und seine historische Rolle als führende Zivilisation wiederherzustellen. Peking fordert damit die USA heraus.



2.2 Die Taiwan-Frage: Auswirkungen eines möglichen Konflikts

Angesichts der engen wirtschaftlichen Verflechtungen zwischen beiden Nationen war die Erwartung lange Zeit, dass dieser Wettbewerb vor allem auf wirtschaftlichem und technologischem Terrain ausgetragen würde. Der russische Einmarsch in die Ukraine im Februar 2022 hat jedoch gezeigt, dass trotz enger wirtschaftlicher Beziehungen eine militärische Eskalation möglich ist.

China und die USA könnten sich in einem Konflikt um Taiwan gegenüberstehen. Peking betrachtet die Insel als Teil von China und sieht eine Wiedervereinigung als wichtigen Schritt auf dem Weg zur Verwirklichung seiner größeren geopolitischen Ziele an. Dafür rüstet China auf. Laut US-Geheimdienstinformationen¹ ist die klare Vorgabe an die Volksbefreiungsarmee (People's Liberation Army), bis 2027 für eine Invasion Taiwans bereit zu sein. Bisher gibt es aber keine Hinweise, dass die Entscheidung für eine Invasion bereits getroffen wurde. Bei einer solchen Eskalation könnten die USA kaum passiv bleiben. Dies gilt auch in einem weniger extremen Szenario, beispielsweise einer Blockade der Insel.

Ein Konflikt um Taiwan hätte verheerende Folgen für die Weltwirtschaft: Schifffahrtswege würden versperrt, der Handel zwischen China und dem Westen würde wahrscheinlich durch wechselseitige Sanktionen ausgesetzt. Taiwan könnte zudem keine Halbleiter mehr liefern. Der Ausfall des global bedeutendsten Produzenten von Mikrochips würde die Produktion vieler Güter sehr hart treffen und teilweise lahmlegen.

Schätzungen zufolge würde der direkte Effekt des reinen Ausfalls taiwanischer Exporte pro Jahr etwa zwei Prozent des globalen BIP betragen – vermutlich wäre dies aber das absolute Minimum, weil ein solcher Ausfall weitere Effekte wie etwa massive Finanz- und Wirtschaftssanktionen gegen China nach sich ziehen würde. Gerade Hochleistungschips könnten nicht einfach nach relativ kurzer Zeit woanders produziert werden, weil es sich um technologisch sehr hoch entwickelte Produkte handelt – die Wohlstandsverluste wären also zunächst von Dauer.

2.3 Sorgen um die nationale Sicherheit: Konsequenzen der geostrategischen Konstellation

Die Zäsur durch den russischen Einmarsch in die Ukraine im Februar 2022 hat deutlich vor Augen geführt, dass Abhängigkeiten Kriege nicht verhindern, sondern im Konfliktfall die Handlungsfähigkeit dramatisch einschränken können. Dies und die Möglichkeit einer Eskalation in der Taiwan-Frage erklärt, weshalb die USA und China zu der Überzeugung gekommen sind, dass sie strategische Abhängigkeiten bereits vor

dem Konfliktfall reduzieren müssen. Deshalb greifen beide Nationen intensiver als zuvor in das Wirtschaftsgeschehen ein. Das Motiv: im Vorfeld vom Kontrahenten nicht erpressbar sein und im Fall des Konfliktausbruchs möglichst die volle Handlungsfähigkeit behalten.

Diese „Unabhängigkeitsbestrebungen“ zeigen sich auch in zahlreichen anderen, vornehmlich

¹ Siehe Interview mit CIA-Direktor William Burns aus dem Februar 2023 (siehe: <https://ui-link.de/williamburns>).



westlichen Demokratien. Länder, die stärker der Einflussphäre Chinas zuzurechnen sind (wie etwa die Türkei, Südafrika und Saudi-Arabien), verfolgen hingegen eher eine Strategie der „Blockfreiheit“, um im Wettbewerb der Großmächte nicht zwischen die Fronten zu geraten beziehungsweise auch, um ein mögliches Buhlen der beiden Großmächte zum eigenen Vorteil zu nutzen.²

Strategische Abhängigkeiten gelten nun in vielen Fällen als Bedrohung für die nationale Sicherheit. Diese Abhängigkeiten erhöhen die Verwundbarkeit im Krisenfall. Sie können als

Druckmittel eingesetzt werden, sie können im Fall von Zugangsbeschränkungen den technologischen Fortschritt ausbremsen und sie können auch als Einfallstor für Spionage- und Sabotageaktivitäten genutzt werden.

Dadurch sind die Lieferketten in den Fokus der Politik geraten. Denn die Kontrolle über strategisch wichtige Lieferketten ist essenziell für die wirtschaftliche, technologische und militärische Leistungsfähigkeit eines Staates. Die Marschrichtung ist ein „De-Risking“, eine Reduktion von Risiken in strategisch wichtigen Bereichen.

2.4 Die Strategien der Akteure im Großmachtwettbewerb

Bei den Strategien von China und den USA geht es um zwei Dimensionen: Erstens wollen sie durch staatliche Eingriffe ihre Wettbewerbssituation verbessern, die eigene Technologieführerschaft sichern und ihre Leistungsfähigkeit steigern. Das Ziel ist, „schneller zu laufen“. Zweitens versuchen die Akteure, den Kontrahenten zu schwächen, ihm sozusagen „ein Bein zu stellen“.

Das Kalkül der peripheren Länder unterscheidet sich zum Teil deutlich von jenem der Großmächte. Sie sind den Einflussphären der Hauptakteure zuzurechnen und versuchen, den direkten Wettbewerb mit diesen zu vermeiden.

Für die peripheren Spieler der US-Einflussphäre geht es darum, die eigenen Abhängigkeiten vom gegnerischen Lager zu reduzieren. Unterschiede gibt es allerdings bei ihrer Motivation. Im Indopazifik steht der Aspekt der nationalen Sicherheit im Vordergrund. Wegen der geografischen

Nähe sind diese Länder von Chinas Ambitionen direkter betroffen. Weitere Faktoren sind historische Spannungen und territoriale Streitigkeiten. Dies gilt vor allem für Japan und Südkorea, aber auch für Australien, die Philippinen und Indien. Die Bemühungen sind in diesen Ländern stärker ausgeprägt als in entfernteren Regionen. Beispielsweise geht es der Europäischen Union (EU) im Verhältnis zu China derzeit vor allem um wirtschaftliche Sicherheit. Europa hat auch historisch eine andere geopolitische Beziehung zu China. In Summe führt dies dazu, dass die EU zwar ebenfalls die Resilienz ihrer Lieferketten erhöhen will. Sie geht dabei aber allgemeiner und weniger gezielt gegen China vor.

Die staatlichen Instrumente

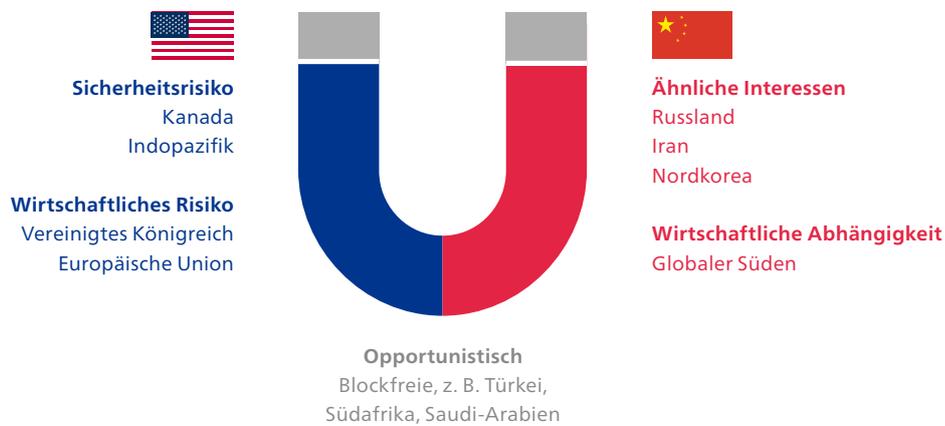
Bei der Strategie „schneller laufen“ versucht der Staat, mit Investitionen, Kaufanreizen und über

² Die Tatsache, dass sich Saudi-Arabien unlängst den (China-dominierten) BRICS-Staaten angeschlossen hat, steht der These der „Blockfreiheit“ nicht entgegen. Es ist vielmehr ein Versuch, aus dem Konflikt zwischen China und den USA Kapital zu schlagen. Dasselbe gilt für das BRICS-Mitglied Indien, das eigentlich sogar stärker dem US-Block zuzuordnen ist.



Abbildung 1

Unterschiede in der Risikowahrnehmung sind ausschlaggebend für Ausmaß der Unabhängigkeitsbestrebungen



das öffentliche Auftragswesen die Ansiedlung von Lieferketten im eigenen Land (oder in der Einflussosphäre) anzuregen.

Bei der Strategie „dem Gegner ein Bein stellen“ zielt der Staat auf Technologien, die im Konfliktfall gegen ihn verwendet werden können, etwa Halbleiter, künstliche Intelligenz und Quantencomputing. Ging es etwa den USA in der Vergangenheit darum, der Konkurrenz technisch voraus zu sein, soll nun der Abstand zum Gegner so groß wie möglich werden. Passende Instrumente dafür sind Export- sowie Investitionskontrollen im In- und Ausland.

Kern der chinesischen Überlegungen auf der „Schneller laufen“-Seite ist die Dual-Circulation-Strategie. Das Ziel besteht darin, die Abhängigkeit von anderen Ländern zu reduzieren und zugleich zu versuchen, die Abhängigkeit anderer Länder von China zu erhöhen. Auf der „Dem Gegner ein Bein stellen“-Seite agiert China bisher sehr vorsichtig. Grund dafür ist noch immer die Abhängigkeit vom Ausland in Schlüsseltechnologien. China setzt die Instru-

mente in der Regel reaktiv ein. Sie sind so gestaltet, dass der Schaden für die eigenen Interessen möglichst gering ausfällt.

Auf welche Industriebereiche der Staat besonders zielt

Es lassen sich drei Arten von Industrien unterscheiden.

1. Industrien, die sowohl für den zivilen als auch für den militärischen Bereich besonders relevant sind

Dazu gehören Halbleiter, künstliche Intelligenz, Quantencomputing und kritische Mineralien.³

Das Ziel der USA ist, den technischen Fortschritt Chinas einzuschränken. In Bereichen, in denen auf der anderen Seite eine hohe Abhängigkeit von China besteht (zum Beispiel bei kritischen Mineralien), geht es darum, den Zugang über alternative Quellen zu sichern. Es handelt sich um einen Mix der Strategien „schneller laufen“ und

³ Kritische Mineralien unterliegen einem Versorgungsrisiko. Außerdem besteht das Risiko massiver Schädigungen der Wirtschaft, wenn Störungen bei der Versorgung mit diesen Stoffen auftreten.

„dem Gegner ein Bein stellen“. In diesem Bereich wird die Fragmentierung einem „Decoupling“ der beiden Wirtschaftssphären am nächsten kommen.

2. Strategisch wichtige Sektoren, die für die künftige wirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit entscheidend sein werden

Dazu gehören Biotech und Pharma, fortschrittliche Fertigungstechnologien und grüne Technologien.

In diesen Sektoren versuchen die Akteure, ihre Wettbewerbsfähigkeit durch Industriepolitik zu stärken. Außerdem streben sie

danach, möglichst die Lieferketten im Land, in der Region oder in ihrer Einfluss-sphäre anzusiedeln.

3. Strategisch wenig relevante Bereiche, in denen der Staat die Marktkräfte kaum beeinflusst

Beispiele sind Bekleidung, einfache Technologien und unkritische Rohstoffe. Hier wird der Staat auch künftig nicht intensiv eingreifen. Dennoch kann es zu Veränderungen kommen, weil Unternehmen nach mehr Resilienz streben.

Abbildung 2 Instrumentarium von „schneller laufen“ bis zu „dem Gegner ein Bein stellen“

	 USA	 China	 EU	 Japan	 Südkorea
 Schneller laufen					
Industriepolitik Wachstum und Wettbewerbsfähigkeit bestimmter Industriezweige fördern	●	●	●	●	●
Beschaffungswesen Öffentliche Aufträge zur Förderung heimischer Industrie nutzen	●	●	●	●	●
Resilienz von Lieferketten Grenzüberschreitende Zusammenarbeit, um Resilienz zu sichern	●	●	●	●	●
Investitionskontrollen Inland Kontrolle ausländischer Investitionen in sicherheitsrelevanten Bereichen	●	●	●	●	●
Investitionskontrollen Ausland Kontrolle von Direktinvestitionen in kritischen Technologien	●	●	*	●	●
Exportkontrollen Beschränkung von Exporten mit Relevanz für die nationale Sicherheit	●	●	●	●	●
 Bein stellen					
Sanktionen Wirtschaftliche Maßnahmen, um nationale Interessen durchzusetzen	●	●	●	●	●

* Instrument wird nicht eingesetzt. Quelle: Union Investment.

● stark ● moderat ● schwach

2.5 Wie sich das „De-Risking“ bereits bemerkbar macht

Es wird zu einer teilweisen Entkopplung bei strategisch wichtigen Lieferketten kommen. Die Frage ist, wie stark und wie schnell. Offenbar hat ein „De-Risking“ bereits begonnen, wie ein Blick auf den Welthandel zeigt: Die Importanteile in die USA aus Mexiko und den asiatischen Ländern (ohne China) steigen, während der chinesische Anteil abnimmt. Rückgänge sind etwa im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologien festzustellen, während sich die Abhängigkeiten in den anderen Bereichen bisher kaum verändert haben. In Europa steigt der Anteil chinesischer Importe hingegen weiter.

Bei den Direktinvestitionen zeigt sich die Fragmentierung bereits etwas stärker. Beim Bestand ist China die Nummer zwei hinter den USA. Die absoluten Zuflüsse an ausländischen Direktinvestitionen steigen weiterhin. Allerdings ist der Trend in Relation zum Bruttoinlandsprodukt rückläufig. Im direkten Vergleich zu den USA hat sich diese Metrik in jüngster Vergangenheit zuungunsten Chinas entwickelt. In den USA zeigt sich aktuell ein deutlicher

Anstieg der Investitionstätigkeit, was in großen Teilen auch auf die industriepolitischen Programme wie den „Inflation Reduction Act“ (433 Milliarden US-Dollar) und den „Chips and Science Act“ (280 Milliarden US-Dollar) zurückzuführen ist.

Die Fragmentierung ist außerdem bereits bei den Aktienmarkt-Korrelationen festzustellen. Der Gleichlauf des chinesischen mit dem US-amerikanischen Aktienmarkt ist bis zur Finanzkrise kontinuierlich gestiegen. Seit dem Ausbruch der Coronapandemie hat dieser Gleichlauf deutlich nachgelassen. Dies gilt nicht nur im Vergleich mit den USA, sondern auch mit Indizes von entwickelten Märkten (ohne USA) sowie Schwellenländern. Offenbar entkoppelt sich der chinesische Aktienmarkt vom Rest der Welt. Ein vergleichbarer Rückgang der Korrelation etwa zwischen den USA und Schwellenländern ohne China ist bisher nicht zu beobachten.

Erste Effekte des „De-Riskings“ sind bereits sichtbar. In der Breite werden sie in den nächsten Jahren deutlich zunehmen.

2.6 Relevanz und Handlungsoptionen für Investoren

Das Risiko für einen militärischen Konflikt zwischen den USA und China ist definitiv gegeben. Dass er ausbricht, ist aber nicht sicher und für die nahe Zukunft auch nicht wahrscheinlich. Deshalb ist es auch nicht ratsam, sofort und in Gänze auf Investments mit China-Bezug zu verzichten. Weder die USA noch China planen eine komplette Entkopplung – was angesichts der umfangreichen wechselseitigen Abhängigkeiten auch vollkommen unrealistisch wäre. Bei der zunehmenden Fragmentierung geht es vor allem um

strategische Bereiche. China bleibt zudem ein attraktiver Wachstumsmarkt.

Sicher ist: Die Restrukturierung der Lieferketten ist unumgänglich. Ursache dafür werden staatliche Eingriffe sein, da der Staat im Zweifel die nationalen Sicherheitsinteressen über die Unternehmensinteressen stellen wird. Die Konsequenzen der staatlichen Einflussnahme können weitreichend sein. Im Fokus sind derzeit zwar vor allem Lieferketten, die im Zusammenhang mit technologisch hochwertigen



Gütern stehen. Aber im aktuellen Umfeld der Digitalisierung, Automatisierung und der wachsenden Bedeutung von künstlicher Intelligenz gilt: Every company is a technology company. Diese Veränderungen werden sich auf die Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen und Staaten auswirken.

Investoren sollten sich der Abhängigkeiten und Risiken bewusst sein. Nötig ist eine frühzeitige Analyse, wie diese Entwicklungen auf das Geschäft von Unternehmen und die Versorgung mit Rohstoffen beziehungsweise Vorprodukten wirken. Wichtig ist einerseits das Management von Risiken, andererseits entstehen für manche Unternehmen durch die Veränderungen auch durchaus neue Chancen. Das Ziel sollte sein, einen Blick dafür zu bekommen, wie sich die Abhängigkeiten über die Zeit hinweg entwickeln – und beurteilen zu können, wie die Veränderungen auf die Wettbewerbsfähigkeit

von Unternehmen und Staaten wirken werden. Deshalb sollte das bestehende Analyseset erweitert werden, um die möglichen Effekte von zunehmenden staatlichen Eingriffen und geopolitischen Risiken auf die zukünftige Leistungsfähigkeit von Unternehmen, aber auch Ländern, vorausschauend miteinzubeziehen.

Der Großmachtwettbewerb wird nicht in Monaten entschieden, sondern wird Jahrzehnte dauern. Wir befinden uns noch immer in der Anfangsphase, und das gilt auch für die staatlichen Eingriffe. Ihre Art und Intensität werden in den kommenden Jahren einer großen Dynamik unterliegen. Die Richtung ist aber klar: Die staatliche Einflussnahme und die Restriktionen für Unternehmen werden zunehmen. Auch die Abhängigkeiten werden sich in den kommenden Jahren dynamisch verändern. Dies muss im Blick behalten werden, und im Zweifelsfall gilt es, frühzeitig zu reagieren.



3 Chancen- und Risikomanagement im Großmachtwettbewerb: das Beispiel Elektroauto

3 Chancen- und Risikomanagement im Großmachtwettbewerb: das Beispiel Elektroauto

Wie ist die Geopolitik in die Investmentanalyse zu integrieren? Dies erläutern wir anhand des Beispiels Elektroauto (Electric Vehicle, EV).

EVs vereinen fast alle Kernbereiche des Technologiewettbewerbs. Damit sind sie ein nationales Sicherheitsrisiko auf Rädern. Denn viele der

verwendeten Technologien können sowohl in kommerziellen als auch in militärischen Produkten zum Einsatz kommen.

3.1 Die Umfrage: Welche Sektoren sind in welcher Weise betroffen?

Zunächst haben wir eine Liste mit Unternehmen erstellt, die Teil der Wertschöpfungskette von EVs sind. Insgesamt haben wir 162 Unternehmen identifiziert.

Im Anschluss haben wir eine Umfrage durchgeführt:

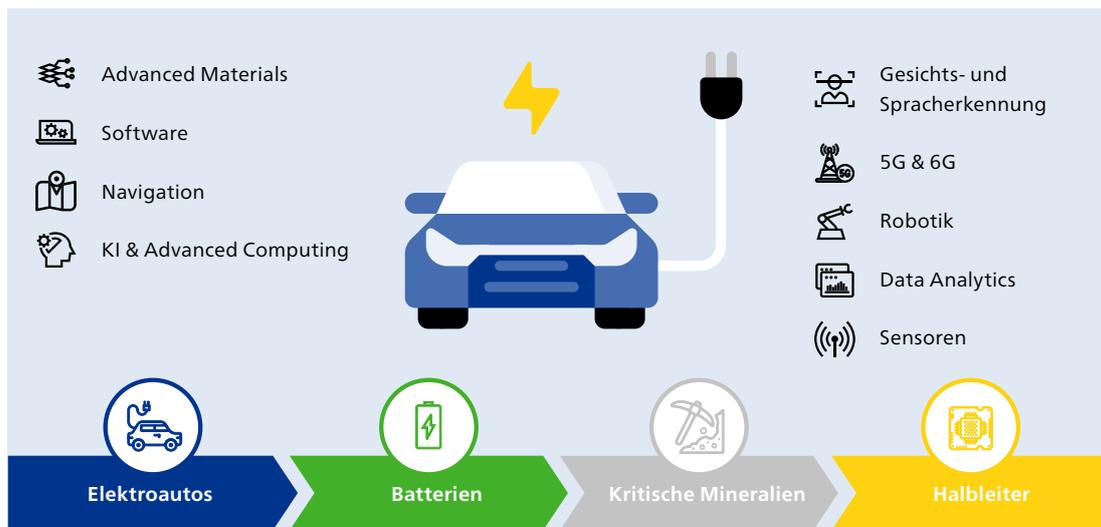
- Welche Arten von strategischen Abhängigkeiten gibt es?
- Welche Auswirkungen hatte der Großmachtwettbewerb bisher auf die Unternehmensentwicklung?

- Wie reagieren Unternehmen auf das veränderte geopolitische Umfeld?
- Welche Auswirkungen und Wechselwirkungen sind von staatlichen Eingriffen zu erwarten?

Befragt haben wir Analysten von Investmentbanken. Diese Perspektive haben wir mit unserem Inhouse-Know-how kombiniert. Auf die Ergebnisse und die Implikationen für die Autobauer sowie die wichtigsten Komponenten – Batterien, kritische Mineralien und Halbleiter – möchten wir nun etwas genauer eingehen.



Abbildung 3 Elektroautos – geballte Zukunftstechnologie, aber auch ein Sicherheitsrisiko auf Rädern



Quelle: Union Investment.

3.2 Die Analyse: Wie wirken staatliche Eingriffe? Wer könnte profitieren – und wer nicht?

Elektroautos

Wettbewerbsposition

EVs sind wichtig für vor- und nachgelagerte Innovationen. Für beide Seiten ist es essenziell, diese Zukunftstechnologie zu beherrschen und Wertschöpfungsketten im eigenen Land zu haben. China gehört heute zu den Technologieführern. Bei EVs mussten alle Wettbewerber bei null anfangen. Peking war einer der ersten, die diese Technologie förderten. Auf dem heimischen Markt gibt es heute für chinesische Hersteller, abgesehen von Tesla, keine ernst zu nehmende Konkurrenz.⁴ Zwar ist der EV-Anteil an den gesamten Autoverkäufen mit 19,5 Prozent noch recht gering, aber er steigt rapide – und China ist der größte Automarkt der Welt. Die USA sind trotz Tesla ein Nachzügler. Mit 6,1 Prozent ist

der Anteil sogar noch niedriger als in Europa (12,7 Prozent), aber die Dynamik nimmt auch dort deutlich zu.

Wie sehen die Pläne der Rivalen China und USA aus?

In China sind EVs bereits seit 2006 Teil offizieller Programme. Das Land soll zu einem global führenden Hersteller werden. Die Instrumente: Subventionen für den EV-Kauf, massiver Ausbau der Ladeinfrastruktur, strengere Emissionsstandards und die Förderung der heimischen Produktion.

In den USA sind EVs mit dem Comeback der Industriepolitik wieder in den Fokus gerückt. Die Instrumente: Subventionen für den Kauf von in den USA oder befreundeten Staaten produzierten EVs, Schaffung von Ladeinfra-

⁴ Mehr zum Thema findet sich in unserer Veröffentlichung „E-Autos aus China auf der Überholspur“ aus dem Juli 2023 (siehe: <https://ui-link.de/eautos>).

struktur, Regulierung sowie die Förderung von Forschung und Entwicklung.

Welche Auswirkungen haben diese Eingriffe auf die Unternehmen?

Bei ihren Strategien steht für die USA der Standort im Vordergrund, bei China sind es die heimischen Unternehmen und das Ziel, auch global Marktanteile hinzuzugewinnen.

In beiden Fällen wirken die Maßnahmen positiv für die eigenen Unternehmen auf dem Heimatmarkt, aber potenziell negativ auf dem Markt des Konkurrenten. Für chinesische Hersteller dürfte der Zugang zum US-Markt versperrt bleiben, aufgrund der dortigen speziell gestalteten Förderung für den EV-Neukauf. In den USA zu produzieren wäre möglich, dürfte aber politisch auf Widerstand treffen. Deshalb könnten die chinesischen Hersteller Europa verstärkt ins Visier nehmen.

US-Unternehmen profitieren von den Förderungen auf dem Heimatmarkt, in China sind sie aber chancenlos im Wettbewerb mit den heimischen Produzenten. Die Ausnahme: Tesla. Der Technologieführer ist bisher noch weitgehend geschützt, weil Peking auf Technologie-

transfer hofft. Aber Tesla kann nicht darauf vertrauen, dass die Vorzugsbehandlung Bestand haben wird.

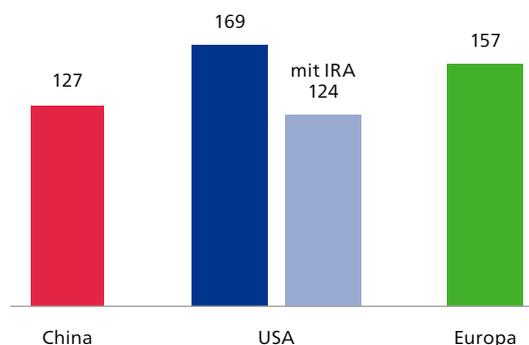
China und die USA sind die zwei größten Automärkte der Welt. Eingriffe auf diesen Märkten haben Auswirkungen auf Unternehmen aus anderen Ländern. Der Effekt variiert je nach Stärke der jeweiligen Abhängigkeit.

Japan und Südkorea orientieren sich deutlich stärker in Richtung USA als die Europäer, vor allem für koreanische Autobauer ist der chinesische Markt nicht mehr relevant. Sie sollten mit am stärksten von den industriepolitischen Maßnahmen der USA profitieren. Japanische Produzenten agieren ähnlich, allerdings fehlt ihnen bislang die Kompetenz im EV-Bereich. Insofern werden sie von den industriepolitischen Maßnahmen auf beiden Seiten bisher negativ getroffen.

Deutsche Autobauer sind sehr stark vom chinesischen Markt abhängig. Sie produzieren häufig vor Ort und setzen in China vor allem margenstarke Modelle ab. Der Ergebnisanteil ist entsprechend hoch. Die Lösung der deutschen Hersteller: In vielen Fällen wird das China-Geschäft

Abbildung 4 **Batterieproduktion in den USA wird durch IRA attraktiv**

Durchschnittlicher Batteriepreis nach Region
US-Dollar per kWh



Quellen: BNEF, Union Investment. Stand: Dezember 2022.

autark aufgesetzt. Das schützt vor staatlichen Eingriffen, ermöglicht aber die vollständige Abspaltung. Jedoch verlagern deutsche Unternehmen zunehmend auch Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten nach China. Das ist riskant, weil der Wirtschaftsstandort Deutschland leidet.

Wer gewinnt, wer verliert?

Der Wirtschaftsstandort Nordamerika wird attraktiver. Von der schnelleren Verbreitung von EVs dürften auch südkoreanische Produzenten profitieren. Die Risiken für Deutschlands Autobauer steigen. Neben der Gefahr der Verdrängung in China könnte auch die Konkurrenz auf dem heimischen Markt größer werden.

Französische Produzenten sind weniger abhängig, weshalb Paris eher gewillt ist, den europäischen Marktzugang für chinesische Unternehmen zu beschränken. Sollten chinesische

Autobauer dennoch stärker in der EU investieren, dürften vor allem osteuropäische EU-Staaten wie zum Beispiel Ungarn profitieren.

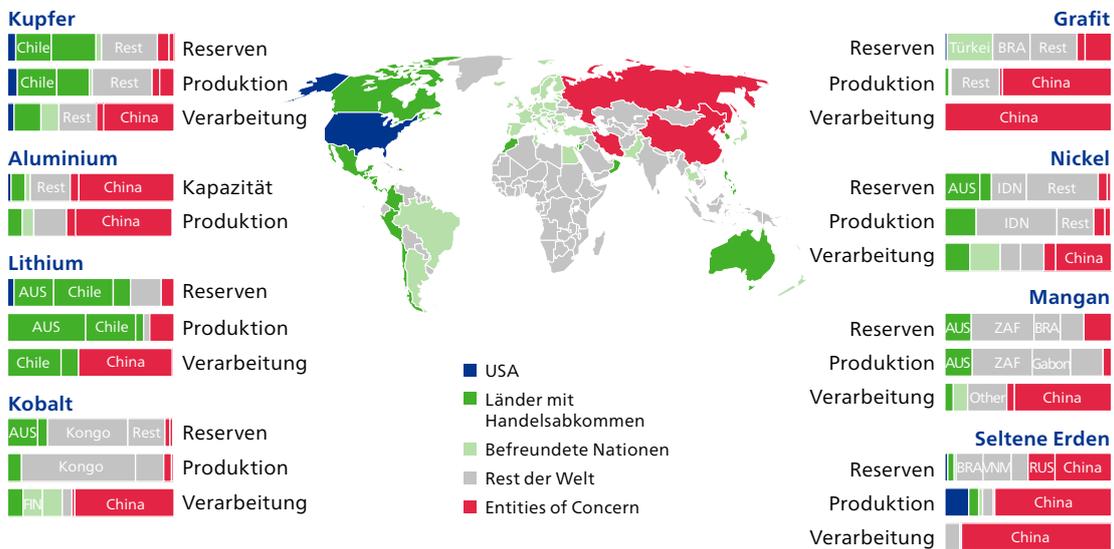
Batterien

Die wachsende EV-Verbreitung bedeutet auch eine stärkere Batterienachfrage. Die Batterie ist die wichtigste Einzelkomponente. Innovationen in diesem Bereich machen EVs deutlich wettbewerbsfähiger.

Wettbewerbsituation

Es besteht aktuell eine sehr hohe Lieferketten- und Technologieabhängigkeit von China. Der Markt für Lithium-Ionen-Batterien sowie die dazugehörige Lieferkette (kritische Mineralien, Kathoden und Anoden) werden zu rund 77 Prozent von chinesischen Anbietern dominiert. Der Rest teilt sich auf koreanische und japanische Unternehmen auf.

Abbildung 5 **Das Rennen um den sicheren Zugang zu kritischen Mineralien hat begonnen**



Quellen: IEA, USGS, Union Investment. Stand: 31. Juli 2023.

Wie sehen die Pläne der Rivalen China und USA aus?

Batterien sind Teil der Strategie „Made in China 2025“. Peking setzt finanzielle Anreize, fördert Forschung und Entwicklung und schafft Zugang zu Rohstoffen.

Die USA setzen über den „Inflation Reduction Act“ (IRA) verstärkt auf die Ansiedlung von Batteriefabriken im eigenen Land. Hierzu werden umfangreiche Steuererleichterungen gewährt, die an die Bedingung geknüpft sind, dass die Montage der Batterien bis spätestens 2029 zu hundert Prozent in Nordamerika stattfindet. Die Förderung senkt die Produktionskosten in den USA deutlich und sorgt gleichzeitig für ein „De-Risking“ der Lieferketten.

Welche Auswirkungen haben diese Eingriffe auf die Unternehmen?

Da Größe bei der Batterieherstellung ein wichtiger Faktor ist, dürfte die Dominanz von China, aber auch von Südkorea und Japan noch länger andauern. Die USA werden vor allem für südkoreanische und japanische Unternehmen zu einem attraktiven Produktionsstandort. Chinesische Hersteller bekommen hingegen politischen Gegenwind.

Zwar bemüht sich auch die EU um die Ansiedlung von Batteriefabriken. Allerdings sind die Standortbedingungen weniger attraktiv als in den USA. Für chinesische Unternehmen wird Europa hingegen als Absatzmarkt attraktiver. Sie werden versuchen, den Markt vor allem über Exporte zu bedienen und zugleich Direktinvestitionen tätigen. Das Investitionsklima ist für sie vergleichsweise gut und ihr Engagement von der EU erwünscht.

Wer gewinnt, wer verliert?

Die USA, Mexiko und Kanada profitieren von Direktinvestitionen. Koreanische und japanische Unternehmen werden Marktanteile gewinnen, chinesische Hersteller verlieren.

Bei Investitionen in der EU dürfte Osteuropa führend sein.

Kritische Mineralien

Kritische Mineralien sind entscheidend für den grünen Wandel, die Digitalisierung und militärische Zwecke. Die Nachfrage etwa nach Lithium, Kupfer und Nickel dürfte sich vervielfachen. Gleichzeitig sind Vorkommen und Abbau auf wenige Länder konzentriert. Hohe einseitige Abhängigkeiten könnten die Versorgungssicherheit und künftiges Wachstum gefährden. Und: Bei Vorkommen, Verarbeitung und Veredelung vieler kritischer Mineralien hat China eine dominante Rolle.

Wettbewerbssituation

Beim Wettbewerb geht es um die Sicherung des Zugangs zu zukünftigen und die Verringerung der Abhängigkeit bei bestehenden Ressourcen. Viele dieser Rohstoffe sind grundsätzlich ausreichend vorhanden. Entscheidend ist, die Erschließung und einen sicheren Zugang zu diesen Vorkommen zu etablieren. Hier treten die USA zunehmend in Konkurrenz mit China. Andererseits hat sich China bei einigen wichtigen Rohstoffen eine dominante Marktposition erarbeitet.

Wie sehen die Pläne der Rivalen China und USA aus?

Chinas Dominanz ist das Ergebnis eines klaren Plans. Der Abbau und die Verarbeitung wurden gefördert, durch Subventionen wurden die Preise künstlich niedrig gehalten. China hat sich zudem den Zugang zu Reserven im Ausland gesichert.

Im Großmachtwettbewerb stellen die Abhängigkeiten eine potenzielle Gefahr für die Sicherheit des Westens dar. Kurzfristig gibt es kaum alternative Bezugsquellen, die Erschließung neuer Vorkommen ist kosten- und zeitintensiv. Insofern sind Exportbeschränkungen Chinas stärkstes Mittel für



Vergeltungsaktionen gegen vermeintliche „Ungerechtigkeiten“ des Westens.

Peking setzt das Instrument sehr vorsichtig ein, um Schaden für das eigene Land zu minimieren. Nutzt China Exportbeschränkungen in diesem Bereich zu stark, verliert das Land den Status als zuverlässiger Lieferant und Investitionsstandort. Das könnte dazu führen, dass sich die EU noch stärker in Richtung der USA orientiert.

Denn der Krieg in der Ukraine hat gezeigt, dass Rohstoffabhängigkeiten zwar kurzfristig sehr schmerzhaft sein können. Doch ist der Handlungsdruck hoch genug, kann ein alternatives Angebot deutlich schneller als gedacht mobilisiert werden.

Für die USA stehen neben den für militärische Zwecke besonders wichtigen seltenen Erden auch Lithium, Nickel, Kobalt und Grafit im Fokus. Die Produktion im eigenen Land wird gefördert und die Zulassung neuer Projekte beschleunigt. Zudem knüpft der IRA einen Teil der Subventionen für EVs an die Herkunft der dafür notwendigen kritischen Mineralien.

Ab 2025 ausgeschlossen sind Rohstoffe und Komponenten aus China, Russland, Iran sowie Nordkorea. In diesem Bereich setzen die USA auf „Friendshoring“. Mit neuen „Minihandelsabkommen“ versucht das Land, die Anzahl potenzieller Lieferanten zu erhöhen.

Welche Auswirkungen haben diese Eingriffe auf die Leistungsfähigkeit der betroffenen Länder?

Ähnliche Bemühungen gibt es auch in der EU, wo im März 2023 der „Critical Raw Materials Act“ mit ambitionierten Zielen vorgelegt wurde. Die Mittel aber sind inadäquat. Da die EU-Mitgliedstaaten mehrheitlich die Abhängigkeit

von China eher als wirtschaftliche denn als Frage der nationalen Sicherheit sehen, fehlt der Handlungsdruck.

Länder mit entsprechenden Ressourcen und einem Handelsabkommen mit den USA dürften zu den Gewinnern zählen. Ihre Rohstoffe sind gefragt, zudem sind sie in der Regel entwickelt genug, um ein attraktiver Investitionsstandort für nachgelagerte und höherwertige Stufen der Wertschöpfungskette zu sein. Um diese Länder wird gebuhlt, denn für China sind sie ein Ansatzpunkt, um indirekt am US-Markt zu partizipieren.

Allerdings wird der technologische Fortschritt im nächsten Jahrzehnt sehr dynamisch ausfallen. Ein heute unentbehrlicher Rohstoff wird in zehn Jahren vielleicht nicht mehr benötigt. Vor allem jene Länder sind attraktiv, die bezüglich der Rohstoffvorkommen diversifiziert sind.

Wer gewinnt, wer verliert?

Australien, Chile, Peru, Kanada und Marokko erfüllen alle Kriterien. Die steigende Bedeutung von Recycling könnte längerfristig für Europa zu einer Alternative werden.

Halbleiter

Halbleiter sind ein integraler Bestandteil von Smartphones, Computern und Autos. Der Bedarf wird weiter exponentiell steigen. Auch für militärische Zwecke sind sie von enormer Bedeutung. Die Halbleiterindustrie ist der zentrale Schauplatz des Großmachtwettbewerbs.

Wettbewerbsumfeld

Hohe Investitionskosten, extrem spezialisierte technologische Prozesse und ein vergleichsweise zyklischer Markt haben dazu geführt, dass nur sehr wenige Unternehmen global

⁵ Die Leistungsfähigkeit der Chips hängt von ihrer in Nanometern (nm) angegebenen Strukturgröße ab. Je kleiner die Strukturgröße, desto mehr Schaltkreise können auf einer gegebenen Fläche untergebracht werden. Die Verkleinerung der Strukturgröße ist somit der Hebel für eine (langfristige) Reduzierung der Produktionskosten sowie die Erhöhung von Leistungsfähigkeit und Geschwindigkeit.



konkurrenzfähig sind. Je näher sich ein Unternehmen an der neuesten Chipgeneration bewegt, desto teurer und schwieriger sind die Chips zu entwickeln und zu produzieren.⁵

Die Chipproduktion – speziell im Bereich der Hochleistungschips – ist ohne Zweifel die Achillesferse der USA. Denn sie findet überwiegend in Taiwan statt. Allerdings dominieren die USA weite Teile der Wertschöpfungskette, insbesondere in den Bereichen Ausrüstung, Design und Designsoftware. Deshalb sind die USA auch in der Lage, den Technologiestrom nach China mehr oder weniger komplett zu kontrollieren.

China ist wiederum der global wichtigste Absatzmarkt für Chips. Knapp 35 Prozent der globalen Produktion werden dort verbaut, etwa ein Viertel der weltweiten Produktion fließt in lokal nachgefragte Endprodukte. Dennoch ist es China bisher nicht gelungen, sein massives Ungleichgewicht zwischen Produktion und Verbrauch abzubauen. Nur knapp 15 Prozent der globalen Halbleiterproduktion findet in China statt. Bei Hochleistungschips ist China von Importen abhängig.⁶

Wie sehen die Pläne der Rivalen China und USA aus?

Die Strategie der USA zielt darauf ab, die Abhängigkeit von Taiwan zurückzuführen. Zudem soll Chinas Fortschritt bei militärisch nutzbaren Technologien gebremst werden.

Dabei setzen die USA auf Strategien von „schneller laufen“ bis zu „dem Gegner ein Bein stellen“. Finanzielle Anreize werden gesetzt, um Chipfabriken vermehrt in den USA anzusiedeln. Gleichzeitig fließen öffentliche Gelder in

die Forschung und Entwicklung. Des Weiteren wird die Zusammenarbeit mit den wichtigsten Chipnationen gefördert.

Teilweise sind die finanziellen Anreize für Chipinvestitionen daran geknüpft, dass Unternehmen in den nächsten zehn Jahren keine Kapazitäten für Hochleistungschips in China aufbauen. Daneben setzen die USA sehr stark auf Investitionskontrollen. Chinesische Investitionen in kritischen Sektoren sind damit de facto nicht mehr möglich. Jüngst wurden auch erste Kontrollen für Investitionen von US-Unternehmen in China eingeführt. Diese sind aktuell noch recht harmlos, dürften aber strikter werden.

Kernstück der US-Strategie sind umfangreiche Exportkontrollen. Sie schneiden China nicht nur den Zugang zu Hochleistungschips, sondern auch zu den für deren Herstellung notwendigen Maschinen ab. Komplettiert wurden diese Kontrollen durch das Mitwirken der Niederlande und Japans – Unternehmen aus diesen Ländern stehen an neuralgischen Punkten der Halbleiterlieferkette.

Der Aufbau eigener Produktionskapazitäten ist bereits seit den 1970er Jahren in jedem Fünfjahresplan Chinas aufgeführt. Spätestens seit den ersten Zugangsbeschränkungen für den chinesischen Technologiekonzern ZTE ist die technologische Unabhängigkeit bei Halbleitern das Ziel. Erfolgreich waren diese Bemühungen bisher nicht, weshalb nun ein Strategiewechsel vollzogen wurde. Der Fokus liegt jetzt auf dem Aufbau einer heimischen Wertschöpfungskette bei Chips der älteren Generation, die in der Autoindustrie und im industriellen Bereich stark nachgefragt werden.

⁶ Zwar hat Huawei im September ein Smartphone mit 7-nm-Chip vorgestellt. Allerdings kann der chinesische Fertiger SMIC diese Chips nur auf der Basis älterer Verfahren und zu extrem hohen Kosten herstellen, sodass eine konkurrenzfähige Massenproduktion unwahrscheinlich ist. Zudem sorgen die bereits vorhandenen Exportkontrollen dafür, dass China weder Maschinen importieren kann, die neuere Verfahren beherrschen, noch Ersatz für ältere Maschinen erhalten wird. Die (extrem ineffizient produzierten) 7-nm-Chips sind für China also das erreichbare Maximum.

Welche Auswirkungen ergeben sich daraus auf die Standortentscheidungen der betroffenen Unternehmen?

Im Halbleiterbereich ist eine zumindest in Teilen vollständige Entkopplung der beiden Einflussphären am wahrscheinlichsten. Auf der Unternehmensseite wird dies zu deutlichen Veränderungen der Standortwahl führen. Auch in der EU, in Japan, Südkorea und Indien gibt es staatliche Investitionsanreize für die Halbleiterindustrie.

Die Interessen des taiwanischen Branchenprimus TSMC liegen darin, verstärkt dort ausländische Produktionskapazitäten aufzubauen, wo die Investitionsbedingungen aufgrund von Förderprogrammen besonders attraktiv sind – und wo es politischen Druck gibt, etwa von den USA. Trotzdem wird das Unternehmen darauf setzen, die Abhängigkeit der restlichen Welt von in Taiwan produzierten Hochleistungschips hochzuhalten. Denn diese wird in Taiwan als Abschreckung gegenüber China gesehen und soll die Unterstützung des Westens garantieren. Westliche Staaten dürften versuchen, ihre Anbieter weiter zu diversifizieren. Hier könnte Samsung in den Fokus rücken.

Obwohl der Schwerpunkt des Großmachtwettbewerbs auf dem High-End-Bereich liegt, dürften die Verschiebungen in anderen Berei-

chen deutlich stärker ausfallen. Vorzieheffekte und Übergangsregelungen sorgen dafür, dass die Exportkontrollen noch bei Weitem nicht ihre volle Wirkung entfaltet haben. Bei Speicherchips etwa dürften Südkorea, Vietnam und Indien als Produktionsstandorte profitieren. Bei analogen Chips erscheint es realistisch, dass China in den nächsten zehn Jahren eine lokale Wertschöpfungskette aufbaut. Gegenmaßnahmen dürften dann erfolgen, von den USA oder auch von anderen westlichen Ländern, um China den Marktzugang zu versagen.

Wer gewinnt, wer verliert?

Die USA sollten in den nächsten Jahren von umfangreichen Investitionen im Halbleiterbereich profitieren. Südkorea dürfte einer der eindeutigsten Profiteure des „De-Riskings“ sein, daneben auch Indien und Vietnam.

China ist ein Verlierer. Der fehlende Zugang zu Hochleistungschips ist nicht zu kompensieren und schränkt den technologischen Fortschritt dauerhaft ein. Der Strategiewechsel in Richtung analoger Chips kann durchaus erfolgreich sein. Allerdings dürfte es schwierig werden, im aktuellen Umfeld global Fuß zu fassen. Gelingt es China aber zumindest, ausländische Anbieter aus dem heimischen Markt zu verdrängen, wären insbesondere europäische Unternehmen betroffen.

3.3 Ergebnisse für die Praxis

Unsere Strategie, um auf diese Entwicklung zu reagieren, ist eine Kombination aus Offensive – im Sinne von Chancen aktiv nutzen – und Defensive – Risiken monitoren und managen. In den vorangegangenen Abschnitten haben wir herausgearbeitet, wie die Abhängigkeiten in den

strategisch wichtigen Sektoren gelagert sind. Auf Länderebene ergibt sich dadurch ein klares Bild der potenziellen Gewinner und Verlierer.

Die Abhängigkeiten westlicher Unternehmen von China und Taiwan sind hoch, aber sie werden sich



in den nächsten Jahren dynamisch verändern. Diese Entwicklung werden wir mit einem von uns entwickelten GPC-Risiko-Score⁷ nachvollziehen.

Defensive: Wie behalten wir die Risiken im Blick?

Für den GPC-Risiko-Score haben wir die Untersuchung (neben den 162 Unternehmen aus dem EV-Kosmos) auf sämtliche Unternehmen des MSCI ACWI-Index ausgeweitet. Insgesamt wurden 1.827 Unternehmen einbezogen. Konkret ging es hier um die China-Abhängigkeit und das potenzielle Exposure gegenüber einer Eskalation des Großmachtwettbewerbs.

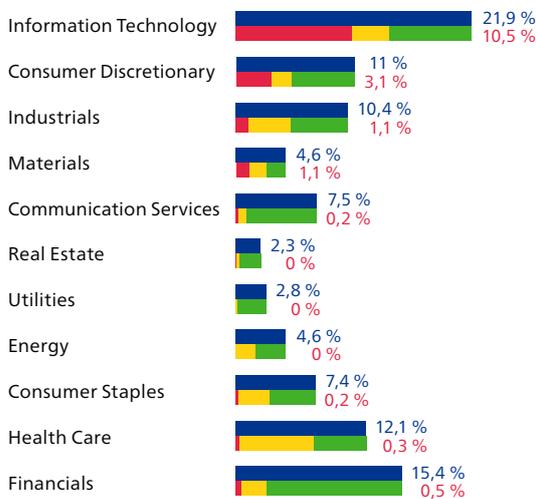
Die größten Risiken finden sich in den Sektoren IT, zyklische Konsumgüter, Industrie und Roh- und Grundstoffe. Der Gesundheitssektor sticht noch mit einem vergleichsweise hohen Anteil an mittlerem Risiko heraus. Auch dieser Sektor wird perspektivisch stärker in den Fokus der Regierungen rücken.

Auf Länderebene fällt der vergleichsweise große Anteil deutscher Unternehmen mit einem hohen Risiko auf. Mit 23 Prozent aller deutschen Unternehmen ist dieser Anteil fast doppelt so hoch wie in Frankreich.

Derzeit besteht kein akutes Risiko eines militärischen Konflikts. Daher steht das Nutzen von

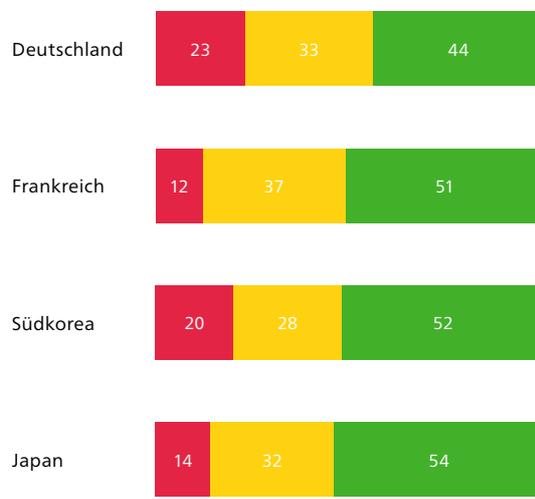
Abbildung 6 **Risiken des Großmachtwettbewerbs im IT-Bereich und bei zyklischen Konsumgütern besonders hoch**

Sektoren: GPC-Risiko-Score Gewicht in Prozentpunkten



Länder mit hohem Risiko

GPC-Risiko-Score, Anteile in Prozent

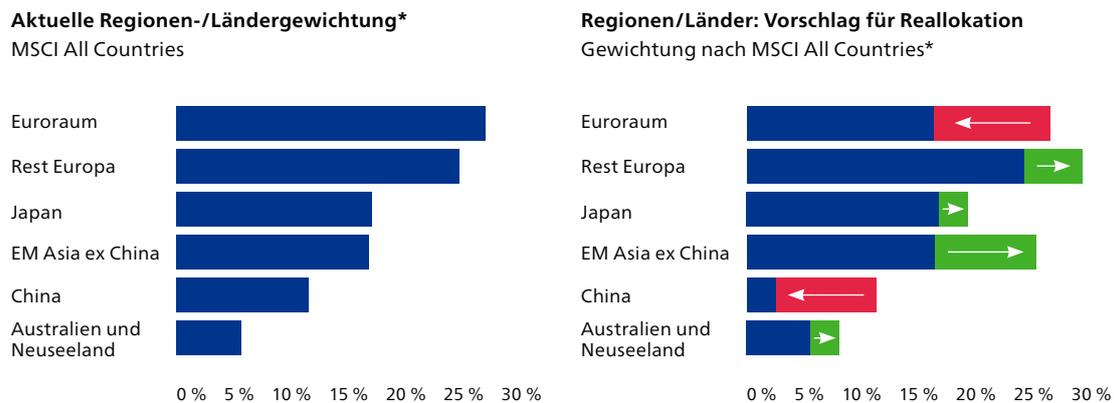


Quellen: Bloomberg, MSCI, Union Investment.

■ Indexgewicht ■ hoch ■ mittel ■ gering

⁷ GPC steht für Great Power Competition, also Großmachtwettbewerb.

Abbildung 7 Allokationsvorschlag für die Ära der Great Transformation



* Dargestellt sind lediglich jene Regionen, in denen wir Veränderungen vornehmen würden. Ihr Anteil wurde entsprechend skaliert, damit die Summe 100 Prozent ergibt. Nordamerika und EM LatAm blieben demnach unverändert. Quellen: MSCI, Bloomberg, Union Investment.

relativen Chancen im Vordergrund. Für den Konfliktfall sind jedoch Vorbereitungen notwendig. Der Großmachtwettbewerb wird die Wirtschaft in den kommenden Jahrzehnten in Teilen fundamental verändern. Daran müssen sich auch Investmententscheidungen ausrichten.

Offensive: Wer sind die Gewinner und Verlierer?

Im direkten Vergleich gewinnen die USA deutlich an Attraktivität. Die Investitionsankündigungen ausländischer Unternehmen sind in den vergangenen beiden Jahren deutlich gestiegen, besonders stark in den Anlageinvestitionen in den für den Großmachtwettbewerb besonders relevanten Bereichen. Im Gegensatz dazu wird China als Investitionsstandort für ausländische Unternehmen riskanter und damit unattraktiver.

Wenn es darum geht, „dem Gegner ein Bein zu stellen“, verfügen beide Seiten über entsprechende Mittel. Die wichtigste strategische Abhängigkeit der USA von China besteht bei kritischen Mineralien. Sollte China seine Rohstoffexporte zu Vergeltungszwecken einsetzen,

könnte dies erheblichen Schaden anrichten. Allerdings würde dieser nur einmalig wirken und von begrenzter Dauer sein.

Im Gegensatz dazu ist die Abhängigkeit Chinas bei Hochleistungschips unüberwindbar, der technologische Fortschritt ist dadurch in wichtigen Bereichen nachhaltig eingeschränkt. Im Ergebnis sehen wir die USA als Gewinner und China als Verlierer der neuen geopolitischen Konstellation. Zu den natürlichen Gewinnern gehört damit auch das direkte Umfeld der USA – Kanada und Mexiko.

Bei den Ländern im indopazifischen Raum und in Europa zeigen sich deutliche Unterschiede. Diese sind vor allem der verschiedenartigen Risikowahrnehmung geschuldet. Dies zeigt sich im direkten Vergleich zweier wichtiger Exportnationen besonders deutlich: Südkorea und Deutschland. Beide Länder weisen überdurchschnittlich hohe Abhängigkeiten von China auf. Allerdings hat Südkorea bereits frühzeitig begonnen, diese Abhängigkeiten zurückzuführen. Mittlerweile orientiert sich das Land klar in Richtung der USA. Bei großen deutschen Unternehmen ist hingegen ein starkes Beharren auf dem Status quo festzustellen.

Der indopazifische Raum scheint gut gewappnet, um sich in diesem neuen Umfeld zu behaupten. Die Region ist im Bereich der Zukunftstechnologien deutlich besser aufgestellt als Europa. Die direkte Nachbarschaft Chinas profitiert zunehmend von der sogenannten „China plus One-Strategie“ vieler Unternehmen. Diese zielt darauf, einer einseitigen Abhängigkeit von China durch den Aufbau einer weiteren Produktionsbasis in der Region entgegenzuwirken. Zudem ist die gesamte Region für die USA von überragender strategischer Bedeutung. Entsprechend stark sind die Bemühungen, die Region wirtschaftlich und sicherheitspolitisch stärker an sich zu binden.

Der indopazifische Raum wird auch in Zukunft zu den dynamischsten Wachstumsregionen der Welt gehören. Eine geringere Attraktivität Chinas als Investitionsstandort und das verstärkte Interesse der USA an der Region sollten für zahlreiche Länder von Vorteil sein. Das gilt für Südkorea, Japan und auch für Indien. Australien, Vietnam und die Philippinen sind ebenfalls Gewinner.

Europa und insbesondere Deutschland werden sich im neuen Umfeld schwertun. Während sich Europa noch sortiert, schaffen die USA bereits Fakten. Dies könnte dazu führen, dass sich die USA früher die „besseren“ Verbündeten mit entsprechendem Zugang und Einfluss sichern. Hinzu kommt, dass sich auch im Handel zwi-

schen Europa und China das Kräfteverhältnis verschiebt. Chinesische Unternehmen sind in vielen Bereichen konkurrenzfähig oder sogar Marktführer.

Für die Schwellenländer als Ganzes dürfte das neue Umfeld herausfordernder werden. Rohstoffvorkommen stellen kein langfristig erfolgreiches Geschäftsmodell mehr sicher. Weiter entwickelte, stabilere Länder mit relevanten Rohstoffvorkommen dürften im Vorteil sein, wie Chile, Indonesien und Marokko.

Wie würden sich diese Entwicklungen perspektivisch auf ein globales Aktienportfolio auswirken? Wir würden den China-Anteil deutlich senken und die Allokation in asiatischen Schwellenländern sowie Japan, Australien und Neuseeland erhöhen. Die USA werden zwar als Investitionsstandort attraktiver. Eine explizite Meinung in Bezug auf die Wirkung auf US-Unternehmen lässt sich aus unserer Analyse allerdings nicht ableiten. Deshalb bleibt der US-Anteil in der Allokation unverändert. Gleiches gilt für die Schwellenländer Lateinamerikas.

Der Euroraum hingegen tut sich im Vergleich zur indopazifischen Region deutlich schwerer wegen des relativen Technologierückstands. Wir empfehlen eine geringere Gewichtung und würden einen Teil davon in europäischen Ländern außerhalb des Euroraums investieren.

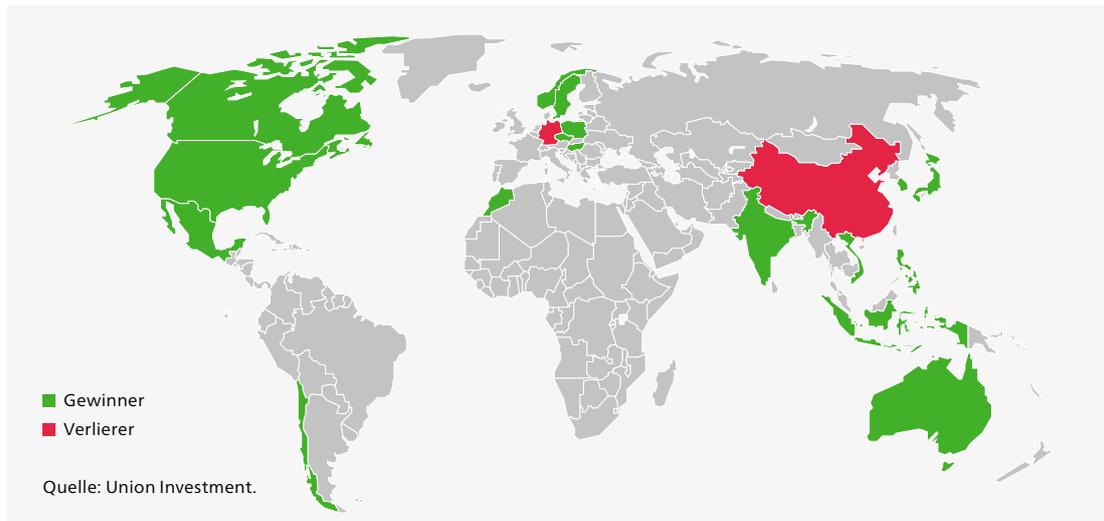


4 Auf einen Blick: Zwischenfazit zu Kapitel 2 und 3

4 Die bisherigen Ergebnisse auf einen Blick

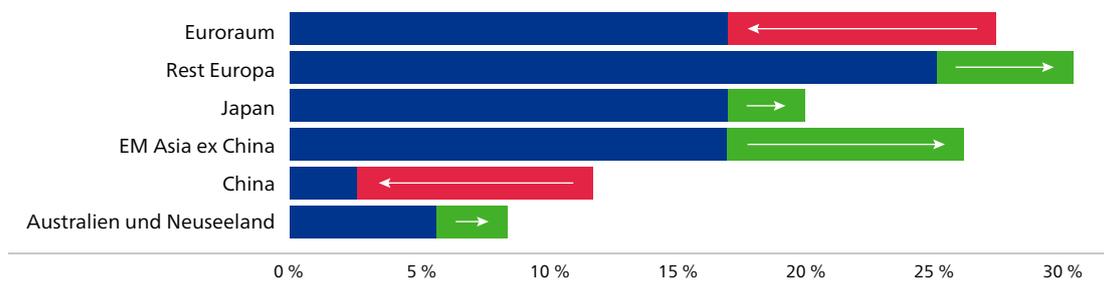
	E-Autos	Batterien	Kritische Mineralien	Halbleiter
Warum ist der Bereich strategisch relevant?	<ul style="list-style-type: none"> • Zentrales Element der grünen Transformation • Multiplikator für nachgelagerte Investitionen und Innovationen 	<ul style="list-style-type: none"> • Batterieinnovationen senken den Preis für E-Autos • Speichertechnologien sind essenziell für die grüne Transformation 	<ul style="list-style-type: none"> • Ohne kritische Mineralien kein grüner Wandel und keine Digitalisierung 	<ul style="list-style-type: none"> • Halbleiter sind integraler Bestandteil moderner Technologien • Halbleiter sind auch für die militärische Wettbewerbsfähigkeit von enormer Bedeutung
Wettbewerbs-situation	<ul style="list-style-type: none"> • Chinesische Hersteller gehören durch erfolgreiches „Leapfrogging“ zu den Technologieführern • USA verfügen mit Tesla über den Branchenprimus, doch heimischer EV-Absatz hinkt bisher hinterher 	<ul style="list-style-type: none"> • Chinesische Hersteller dominieren den Markt für Lithium-Ionen-Batterien • Koreanische und japanische Unternehmen teilen sich den Rest 	<ul style="list-style-type: none"> • China hat sich über Jahrzehnte beim Abbau, aber vor allem bei der Verarbeitung von zahlreichen kritischen Rohstoffen eine dominante Marktposition erarbeitet 	<ul style="list-style-type: none"> • Die Technologieabhängigkeit im Halbleiterbereich ist Chinas Achillesferse • Die USA kontrollieren weite Teile der Wertschöpfungskette
Wie sieht die Strategie der Rivalen aus?	<ul style="list-style-type: none"> • China will zu einem global führenden Hersteller von E-Autos werden • In den USA stehen E-Autos im Zentrum der wiedererentdeckten Industriepolitik 	<ul style="list-style-type: none"> • China will durch Partnerschaften den Zugang zu Technologien und Märkten sichern • USA setzen mit dem Inflation Reduction Act verstärkt auf die Ansiedlung von Batteriefabriken 	<ul style="list-style-type: none"> • China verfügt über Faustpfand, das bei zu frühem Einsatz schnell wertlos wird • USA wollen Abhängigkeiten von China verringern und Zugang zu zukünftigen Ressourcen sichern 	<ul style="list-style-type: none"> • China versucht, eine heimische Wertschöpfungskette für ältere Chipgenerationen aufzubauen • Die USA wollen nicht nur schneller laufen, sondern auch dem Gegner ein Bein stellen
Wer gewinnt, wer verliert?	<ul style="list-style-type: none"> • Nordamerika wird als Wirtschaftsstandort attraktiver • Die Risiken für deutsche Autobauer und den Wirtschaftsstandort Deutschland steigen 	<ul style="list-style-type: none"> • Koreanische und japanische Unternehmen können Marktanteile ausweiten • China wird versuchen, Überkapazitäten in Europa an den Mann zu bringen 	<ul style="list-style-type: none"> • Rohstoffreiche Länder, die politisch stabil sind und im besten Fall über ein Freihandelsabkommen mit den USA verfügen, sollten profitieren 	<ul style="list-style-type: none"> • USA profitieren von Investitionen, koreanische Unternehmen sind Alternative zu taiwanischen • China forciert Aufbau heimischer Chipindustrie und verdrängt ausländische Anbieter

Gewinner und Verlierer des Großmachtwettbewerbs



Regionen und Länder: Vorschlag für Reallokation

Gewichtung nach MSCI All Countries*



* Dargestellt sind lediglich jene Regionen, in denen wir Veränderungen vornehmen würden. Ihr Anteil wurde entsprechend skaliert, damit die Summe 100 Prozent ergibt. Nordamerika und EM LatAm blieben demnach unverändert. Quellen: MSCI, Bloomberg, Union Investment.

**5 Unternehmensanleihen in
der Great Transformation:
Risikomanagement und
Selektion wichtiger denn je**

5 Unternehmensanleihen in der Great Transformation: Risikomanagement und Selektion wichtiger denn je

Unternehmensanleihen sind auch in der Great Transformation ein wichtiger Baustein von Multi-Asset-Portfolios. Die Attraktivität der Anlageklasse ist durch die wieder höheren Anleiherenditen deutlich gestiegen.

Die Bedeutung der Selektion wird vor dem Hintergrund höherer Zinsen beziehungsweise Kapitalkosten allerdings zunehmen. Denn es gibt an den Rändern Entwicklungen, die genau beobachtet werden müssen. Eine davon betrifft die sogenannten Zombie-Unternehmen, die über einen längeren Zeitraum unrentabel wirtschaften und bislang dennoch nicht den Markt verlassen haben.

Ein Grund: die bis 2022 ultralockere Geldpolitik der Notenbanken. Hinzu kamen insbesondere

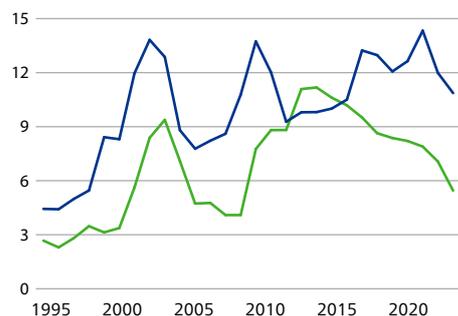
zu Krisenzeiten staatliche Maßnahmen wie Kreditgarantien und -moratorien, direkte Hilfen und Lockerungen des Insolvenzrechts.

Die Notenbanken haben die Zinsen nun in einem fast beispiellosen Tempo erhöht. Gleichzeitig haben sie den Ankauf von Anleihen deutlich reduziert. Was bedeutet dieser fundamentale Wandel für die betroffenen Unternehmen?

Abbildung 8 **Zombie-Anteil zwar im Zeitablauf gestiegen, aber Gesamtanteil weiterhin gering**

USA und Euroraum

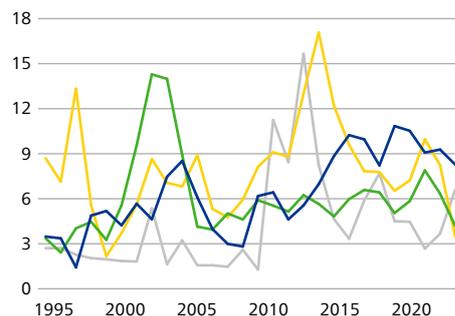
Anteil in Prozent



— USA — Euroraum

Euro-4

Anteil in Prozent



— Frankreich — Deutschland
— Italien — Spanien

Quellen: Worldscope, Union Investment. Stand: 31. Dezember 2022.

5.1 Problemkandidaten erkennen

Um Zombie-Unternehmen anhand von Finanzkennzahlen zu identifizieren, nutzen wir die Parameter Zinsdeckungsgrad, Wachstumspotenzial und Persistenz.⁸

Der Anteil dieser Unternehmen ist im Zeitablauf tendenziell gestiegen, war aber spätestens seit der Coronakrise wieder rückläufig. Die Analyse zeigt zudem, dass der Zombie-Anteil bei kleinen Unternehmen vergleichsweise höher ist als bei größeren, insbesondere im Euroraum.

Gerade für diese Firmen werden die rasant steigenden Zinsen zum Problem: Für einige Unternehmen werden die steigenden Kapitalkosten schlicht nicht darstellbar sein, zumal sie angesichts der grünen Transformation sowie der Umstrukturierung der Lieferketten zusätzlich umfangreich investieren müssen. Bleibt dies aus, geraten sie noch weiter ins Hintertreffen. Die Insolvenzen und damit auch die Ausfallraten entsprechender Anleihen werden steigen.

5.2 Volkswirtschaftliche Auswirkungen

Die Auswirkungen werden spürbar sein, die Gefahr einer systemischen Belastung der Volkswirtschaften sehen wir aber nicht. Der Anteil der Zombie-Unternehmen an der Gesamtwirtschaft ist weiterhin gering. Zudem sind eher kleine Unternehmen von dem Phänomen betroffen.

Wir gehen vielmehr davon aus, dass die Insolvenzen Impulse für die Wirtschaft liefern könnten. Denn Zombies sind eine Belastung für die volkswirtschaftliche Aktivität. Insofern sehen wir den aktuellen und erwarteten Prozess als

notwendige Bereinigung hin zu mehr Produktivität und Wachstum.

Ganz grundsätzlich spricht auch eine höhere Dynamik bei den Markteintritten und -austritten für einen intensiveren Wettbewerb, der eher eine Zunahme der Produktivität erwarten lässt. Bereits seit der Pandemie sehen wir ein deutliches und vor allem anhaltendes Anspringen der Neugründungen. Kommen nun auch vermehrt Insolvenzen von schwachen Unternehmen hinzu, lässt dies insgesamt eine Belebung des Wachstums erwarten.

⁸ Dieser theoretische Rahmen geht auf eine Arbeit der BIS zurück: Banerjee, R., Hofmann, B.: Corporate zombies: Anatomy and life cycle, BIS Working Papers No 882, September 2020 (revised 2022) (siehe: <https://ui-link.de/corporatezombies>).



5.3 Auswirkungen auf die Sub-Assetklasse High-Yield-Unternehmensanleihen

In diesem Bereich dürfte sich mit dem Anstieg der Renditen und damit der Refinanzierungskosten vermehrt die Spreu vom Weizen trennen.

Seit Jahresbeginn 2022 sind die Renditen der maßgeblichen Indizes deutlich auf ein Niveau von sieben bis acht Prozent gestiegen. Damit haben auch die theoretischen Refinanzierungskosten für Emittenten zugenommen. Geschätzte zusätzliche Refinanzierungskosten haben sich für High-Yield-Anleihen in Euro („EUR-HY-Markt“) bei einem Niveau von circa 300 Basispunkten, für High-Yield-Anleihen in US-Dollar („USD-HY-Markt“) bei etwa 200 Basispunkten eingependelt.

Entscheidend für die Emittenten ist auch die Länge des Zeitraums, in dem diese auf einem hohen Niveau bleiben. In den vergangenen 15 Jahren gab es zwar weitere Phasen mit deutlich gestiegenen Kosten, diese hielten aber nur rund ein Jahr an. Der zeitliche Puffer vieler Emittenten könnte etwa zum Jahres-

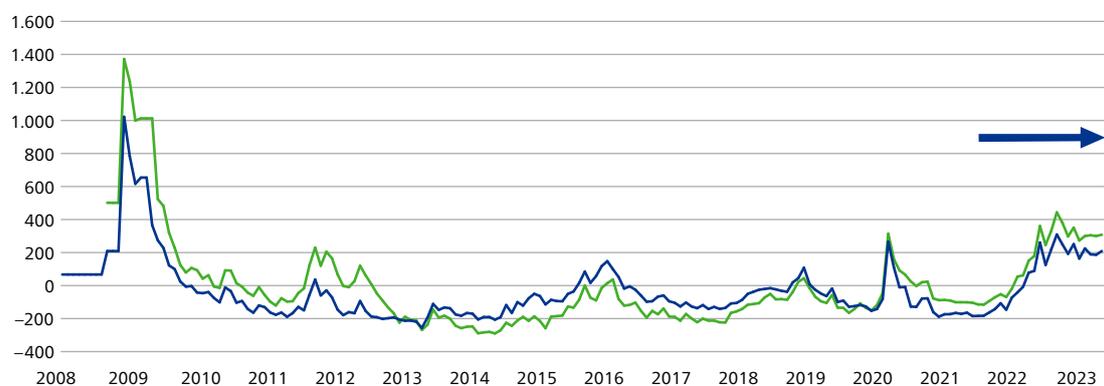
wechsel 2023/2024 ausgereizt sein. Die seit Anfang 2022 sinkende Marktgröße im HY-Bereich deutet darauf hin, dass nicht alle fälligen Anleihen refinanziert worden sind. Emittenten dürften versucht haben, den Kapitalbedarf etwa über Bankkredite zu decken, um auf ein besseres Zinsumfeld zu warten. Doch auch diese Alternativen stoßen bei einem strukturell höheren Zinsniveau an ihre Grenzen. Die Wahrscheinlichkeit für Zahlungsausfälle nimmt zu.

Im Verlauf der kräftigen Zinsschritte ist der Anteil „notleidender“ Anleihen in die Höhe geschneilt. Im USD-HY-Markt lag dieser im Herbst 2022 bei über 20 Prozent, bei HY-Anleihen in Euro waren es deutlich über zehn Prozent.

Weiteren Druck signalisiert das Fälligkeitsprofil der ausstehenden EUR-HY-Anleihen. Nachdem die Neuemissionstätigkeit im Jahr 2023 bislang verhalten ausgefallen ist, stehen im ersten Halbjahr 2024 viele Fälligkeiten an. Sollte das

Abbildung 9 Strukturell höhere Refinanzierungskosten in der Great Transformation

Differenz zwischen Rendite und Kupon, in Basispunkten



Quellen: Refinitiv, ICE BofA, Moody's. Stand: Juni 2023.

— USD-HY-Markt — EUR-HY-Markt

Zinsniveau weiter hoch bleiben, dürfte der Markt anfangen, eine gewisse Differenzierung einzupreisen: Auf der einen Seite Unternehmen mit Geschäftsmodellen, die deutlich höhere Kupons unterstützen können, auf der anderen jene Geschäftsmodelle, die es nur knapp geschafft haben, die vergangenen, „auf Kante genähten“ niedrigen Kupons zu bedienen.

Mithilfe des Zinsdeckungsgrads identifizieren wir mögliche Problemkandidaten. Mit Blick auf die vergangenen zwei Jahre wiesen für den EUR- und USD-Markt weniger als fünf Prozent der Emittenten einen Zinsdeckungsgrad unterhalb von 1 auf. Werden nur die vergangenen zwei Quartale berücksichtigt, steigt dieser Anteil allerdings deutlich auf 9,3 Prozent (EUR-HY) beziehungsweise 12,1 Prozent (USD-HY).

Historisch beträgt der Anteil der Emittenten mit einem Zinsdeckungsgrad unterhalb von 2 knapp 7,5 Prozent für den EUR-Markt und weniger als sechs Prozent für den USD-Markt. Auf kürzere Sicht beträgt der Anteil allerdings knapp 20 Prozent für beide Märkte.

Der Titelselektion kommt im erwarteten Umfeld demnach eine noch höhere Bedeutung zu. Bei der Anlageklasse Unternehmensanleihen überwiegen die Chancen weiterhin die Risiken. Opportunitäten ergeben sich insbesondere bei Anleihen mit Investment-Grade-Rating (IG). Im High-Yield-Segment wird Selektion von der Kür zur Pflicht – und diese erfüllt nur vorausschauendes, aktives Management. Denn ein enges Risikomonitoring ist unerlässlich, um aufkommende Schwierigkeiten frühzeitig zu erkennen.



6 Fazit

6 Fazit

Mit diesem White Paper haben wir zwei Ziele verfolgt: Wir wollten ein konkretes Szenario entwickeln, wie der Großmachtwettbewerb zwischen den USA und China das globale Wirtschaftsgefüge verändert. Darauf aufbauend ging es um die Frage, welche grundsätzlichen Implikationen sich daraus für den Kapitalmarkt ergeben.

Investoren müssen ihr Analysespektrum um das Agieren der Staaten erweitern – auch bezogen auf Industriepolitik, Exportbeschränkungen und Investitionskontrollen. Ihr Erfolg hängt daran, dass sie solche Entwicklungen frühzeitig antizipieren.

Die Ergebnisse dieses White Papers destillieren grundsätzliche Änderungen bei Rahmenbedingungen, Chancen und Risiken in einer Matrix, die Länder, Regionen sowie Kerninvestitionsfelder abbildet. Es lassen sich klare

Profiteure und Verlierer identifizieren. Einer davon ist China, dessen mittelfristige wirtschaftliche Entwicklung und damit die Attraktivität für Investoren wir skeptisch bis negativ sehen.

Ebenfalls mit einer gewissen Skepsis blicken wir auf die mittelfristige wirtschaftliche Entwicklung Deutschlands. Andererseits hat ein herausforderndes Umfeld auch immer etwas Stimulierendes: Der Wettbewerb zwingt alle Beteiligten, sich fitter zu machen.



The background is a dark blue field filled with a grid of small white dots. Overlaid on this are several thick, glowing lines: a blue curve in the upper left, and two parallel green lines curving across the lower half. Scattered throughout are white binary digits (0s and 1s) of varying sizes, some appearing to float or be part of the grid.

Die Geopolitik dominiert wieder die Wirtschaft. Investoren müssen in ihrem Analyse-spektrum dem Agieren der Staaten mehr Aufmerksamkeit widmen. Mit Fortschreiten des Großmachtwettbewerbs können Analyseansätze wie der hier vorgestellte „Great Power Competition“-Risiko-Score als fester Bestandteil des Risikocontrollings für Aktien und Unternehmensanleihen genutzt werden.

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument ist ausschließlich für professionelle Kunden vorgesehen. Alle Informationen in diesem Dokument stammen aus eigenen oder öffentlich zugänglichen Quellen, die für zuverlässig gehalten werden. Für deren Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit steht der Verfasser nicht ein. Eigene Darstellungen und Erläuterungen beruhen auf der jeweiligen Einschätzung des Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung, auch im Hinblick auf die gegenwärtige Rechts- und Steuerlage, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Die Inhalte dieser Kundeninformation stellen keine Handlungsempfehlung dar, sie ersetzen weder die individuelle Anlageberatung durch die Bank noch die individuelle qualifizierte

Steuerberatung. Dieses Dokument wurde von Union Investment Institutional GmbH mit Sorgfalt erstellt, dennoch übernimmt Union Investment keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit. Union Investment übernimmt keine Haftung für etwaige Schäden oder Verluste, die direkt oder indirekt aus der Verteilung oder der Verwendung dieses Dokuments oder seiner Inhalte entstehen. Alle Index- bzw. Produktbezeichnungen anderer Unternehmen als Union Investment können urheber- und markenrechtlich geschützte Produkte und Marken dieser Unternehmen sein.

Stand aller Informationen, Darstellungen und Erläuterungen: 16. Oktober 2023, soweit nicht anders angegeben.



Wir arbeiten für Ihr Investment

Herausgeber:

Union Investment Institutional GmbH
Weißfrauenstraße 7
60311 Frankfurt am Main
Deutschland

Tel.: 069 2567-7652
Fax: 069 2567-1616

institutional@union-investment.de

www.institutional.union-investment.de
www.union-investment.com

Stand: Oktober 2023

