

2/23

Q

**Knirschen im Gebälk**



**ARAMEA**  
ASSET MANAGEMENT

Aramea Quarterly Q2/23

Nur für institutionelle Investoren  
Bitte beachten Sie die Hinweise auf der letzten Seite



Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

es gibt Zeiten an den Finanzmärkten, da passiert wochen- oder gar monatelang vergleichsweise wenig – und dann gibt es Phasen, in denen innerhalb weniger Tage gefühlt ein ganzes Kapitalmarktjahr an einem vorbeizieht. Eine solch intensive Phase haben wir jüngst wieder einmal durchlebt – oder besser: durchleben müssen.

Durch den rasanten Zinsanstieg der letzten Monate beginnt zunehmend das Knirschen im Gebälk der Weltwirtschaft. Noch bis vor kurzem war die vorherrschende Markterwartung, dass es zuvorderst die erodierende Profitabilität der Unternehmen sowie die entsprechenden Folgewirkungen sein dürften, welche die globale Wirtschaft in die „Rezessionsknie“ zwingen werden. Mit der Pleite einer US-Bank, deren Name in Europa bis vor kurzem wohl nur wenige Finanzmarktteilnehmer kannten, wurde ein Dominoeffekt in Gang gesetzt, dessen Ende Stand heute nur schwerlich absehbar ist. Aber Fakt dürfte sein, dass aufgrund des gestiegenen Drucks im Bankensystem die Kreditvergabetätigkeit der Geldhäuser in den kommenden Monaten spürbar restriktiver ausfallen und so den konjunkturellen Abwärtsdruck verstärken dürfte.

Die Zentralbanken stehen entsprechend abermals vor einem Dilemma und die Gefahr eines Politikfehlers seitens der Geldpolitik ist aktuell ohne Frage erhöht. Dieses Mal stehen die „Dilemma-Experten“ vor der Herausforderung, Preis- und Finanzmarktstabilität gleichzeitig zu wahren. Einen Kompromiss bei der Inflationsbekämpfung einzugehen, können sich die Zentralbanken allerdings kaum leisten. EZB & Co. sind gezwungen, der nach wie vor viel zu hohen Inflation die Stirn zu bieten. Durch eine restriktivere Kreditvergabe der Geschäftsbanken bzw. die jüngste Verschärfung der Refinanzierungsbedingungen („Financial Conditions“) dürfte das Ende der Zinsanhebungszyklen nun dennoch etwas früher erreicht werden als noch vor Monatsfrist erwartet.

Aber machen wir uns nichts vor: Eine Einhegung eines Inflationsproblems mit derart epischem Ausmaß, wie wir es gerade vor uns haben, kann wohl nur schwerlich ohne ökonomische Bremsspurten in Form einer zumindest mittelschweren Rezession vonstatten gehen.

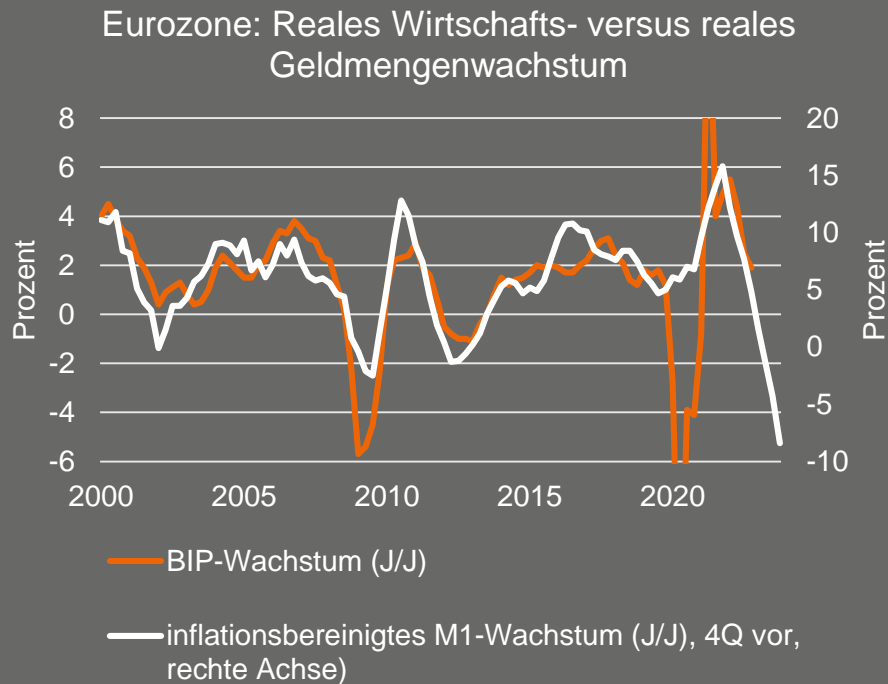
Den Finanzmärkten könnten noch einige wacklige Wochen bevorstehen. Sollten US-Notenbank und EZB jedoch tatsächlich im zweiten bzw. dritten Quartal ihre Anhebungszyklen beenden, sollten sich insbesondere die Rentenmärkte wachsender Beliebtheit erfreuen. Aber auch Technologieaktien könnten ihr Comeback geben.

Viel Spaß bei der Lektüre wünscht Ihnen Ihr

Felix Herrmann, CFA  
Chefvolkswirt Aramea Asset Management AG

Hamburg, den 03.04.2023

## Was ändert die Bankenkrise am Wachstumsausblick?



Quelle: Bloomberg

1. Kreditvergabe nimmt ab und läutet den Abschwung mit ein.
2. Eine systemische Bankenkrise ist nicht zu erwarten.
3. Die Inflation wird in den kommenden Monaten fallen. Steigende Löhne bzw. eine hohe Dienstleistungsinflation verhindern aber eine nachhaltige Rückkehr in Richtung 2%-Marke.

Gestiegener Konjunkturoptimismus prägte den Start in das Jahr 2023. Insbesondere die abrupte Wiedereröffnung der chinesischen Wirtschaft sorgte für Euphorie. Zum Beginn des zweiten Quartals ist die Beunruhigung zurück. Insbesondere die Sorge vor einem abermaligen großangelegten Bankenkollaps treibt Ökonomen und Anleger gleichermaßen um. Wir halten die Probleme der bislang betroffenen Banken für idiosynkratische Unfälle und nicht für den Beginn einer neuen systemischen Krise. Am Ende könnten die bevorstehende Rezession in den USA und der Eurozone jedoch nicht tief genug ausfallen, um die Inflation nachhaltig einzudämmen.

Die Refinanzierungsbedingungen in der Eurozone haben sich durch die restriktive Geldpolitik seit Anfang 2022 erheblich verschärft – die Geldmengen gehen zurück. Erfahrungsgemäß dauert es ein bis zwei Jahre, bis die Folgen einer strafferen Geldpolitik in der Realwirtschaft zu spüren sind – und tatsächlich ist bspw. der Kreditvergabefluss in der Eurozone seit kurzem negativ. Es besteht also durchaus Grund zur Annahme, dass einerseits die Kerninflation zumindest nicht weiter klettert. Andererseits dürfte sich die Aufhellung der konjunkturellen Stimmungsindikatoren wie etwa dem Ifo-Index, als Fehlsignal erweisen: Eine zumindest moderate Rezession im weiteren Jahresverlauf ist nicht nur in Deutschland, sondern auch in den USA wahrscheinlich. Dafür sprechen unter anderem auch die inversen Zinskurven.

Die jüngste Bankenkrise dürfte in diesem Zusammenhang nicht mehr als ein zusätzliches Rezessionssymptom sein. Steigende Zinsen bedeuten ganz grundsätzlich Stress für das Finanzsystem. Das ist weder neu, noch sollte dies überraschend kommen. Auch scheiternde Banken sind alles andere als ungewöhnlich. Ungewöhnlich war im Falle der SVB lediglich die Größe der Bank. Die jüngsten Ereignisse werden insofern ihren Teil zum konjunkturellen Abschwung beitragen, als dass sie abermals striktere Kreditvergaberichtlinien nach sich ziehen werden und das Kreditvolumen in der Folge noch weiter sinken dürfte, was wiederum

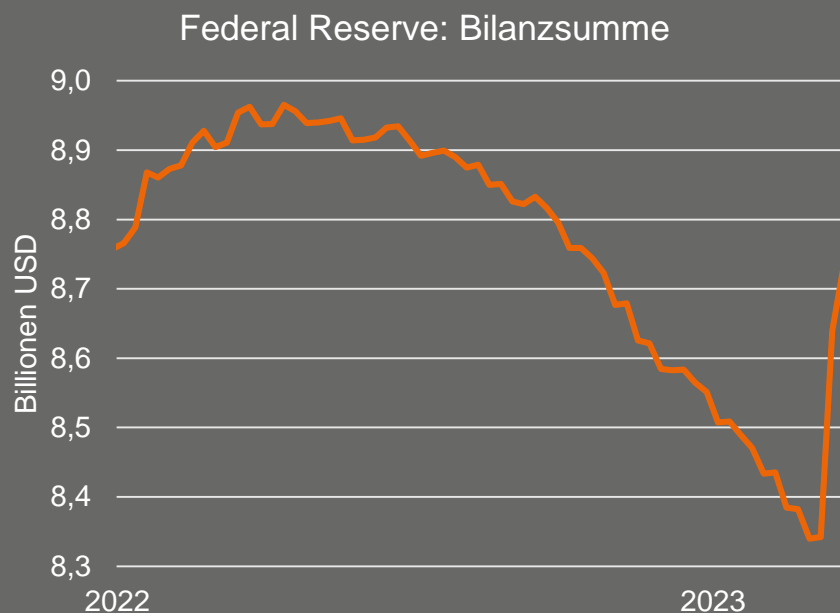
negative Effekte bspw. für den Immobiliensektor haben könnte.

Gegen eine handfeste Rezession spricht die robuste Verfassung der Arbeitsmärkte auf beiden Seiten des Atlantiks. Jedoch sind wir womöglich nur noch wenige Monate von negativen „Payrolls-Zahlen“ in den USA und auch schwächeren Arbeitsmarktzahlen in der Eurozone entfernt. Darauf deutet bspw. hin, dass in „Earnings Calls“ in den USA seit langem wieder mehr über Entlassung von denn über die Knappheit an Arbeitskräften gesprochen wurde.

Die Inflation dürfte in den kommenden Monaten fallen – jedoch deutlich erhöht bleiben. Das gilt sowohl für die USA und die Eurozone als auch für Kern- und Headlinerate in beiden Währungsräumen. Den Basiseffekten sei Dank. Für eine Entwarnung ist es aber nach wie vor zu früh, was in erster Linie an dem jeweils hohen binnenwirtschaftlichen Inflationsdruck liegt. Nachdem sich die Inflation in Europa lange Zeit vom Charakter her von der US-Inflation unterschieden hatte, da die Energiepreise einen weitaus höheren Einfluss hatten, werden nun sowohl US- als auch Euro-Inflation vor allem durch den Sektorservice getrieben.

Es ist weitestgehend unklar, wo die Einflugschneise für die Inflation mittelfristig zu verorten sein wird. Das schürt viel Unsicherheit. Fakt ist: Es bedarf wohl einer mittelschweren Rezession, damit sich die Inflation in Richtung 2% orientiert. Vermutlich wird es diese aber erstmal nicht geben.

## Trauen sich die Zentralbanken trotz wackeligem Bankensektor weitere Zinsanhebungen zu?



Quelle: Bloomberg

1. Die Turbulenzen im Bankensektor und das damit verbundene „Credit Tightening“ reduzieren die „Terminal Rates“ und entscheiden gleichzeitig über Pfad der Geldpolitik in den kommenden Monaten.
2. In der Eurozone dürften die Leitzinsen noch bis zum Sommer weiter steigen.
3. Die Rezession in der zweiten Jahreshälfte macht den Weg frei für eine erste Zinssenkung in den USA gegen Jahresende.

Wie schon des Öfteren in der jüngeren Vergangenheit gilt auch aktuell wieder: Niemand möchte mit Frau Lagarde oder Herrn Powell tauschen. Finanz- und Preisstabilität gleichermaßen zu gewährleisten, kann bei Zeiten durchaus der Quadratur des Kreises gleichen – auch wenn Notenbanker einem gelegentlich das Gegenteil weiß machen wollen. Fallende Inflationsraten aufgrund von Basiseffekten werden es EZB und Federal Reserve in den kommenden Monaten jedoch ermöglichen, den Zinsanhebungszyklus zu beenden. Der Fortgang der Turbulenzen im Finanzsektor wird darüber entscheiden, ob wir in diesem Jahr Zinssenkungen sehen.

Die vom Markt gepreisten „Terminal Rates“ – also jene Niveaus, die Anleger implizit als Zinsgipfel prognostizieren, haben jüngst eine wilde Achterbahnfahrt hingelegt. Mit dem aktuellen (Zwischen-)Ergebnis, dass in den USA der Zinsanhebungszyklus seitens der Anleger sogar schon als (fast) beendet angesehen wird. In der Eurozone stehen nach Lesart des Marktes noch einige Schritte bevor – allerdings sollte der Zinsgipfel auch hier bei uns nun schon im Sommer erreicht werden – und das auf einem erheblich niedrigerem Niveau als noch Anfang März gedacht.

Ohne die Verwerfungen im Bankensektor hätte die Situation heute sicher anders ausgesehen. Mit dem Anheben der Zinsen in restriktives Terrain, war früher oder später aber ohnehin mit zunehmendem Stress und auch ersten Pleiten bei Banken zu rechnen gewesen. Ganz offensichtlich hatte der Markt die zunehmenden Finanzmarktstabilitätsrisiken unzureichend eingeschätzt und zwischenzeitlich zu hohe „Terminal Rates“ eingepreist.

Aus heutiger Sicht spricht einiges dafür, dass die US-Notenbank tatsächlich spätestens im Mai ihren Zinsanhebungszyklus beenden wird. In der Eurozone dürfte die EZB die Zinsen noch bis in den Sommer hinein anheben. Begründung: Anders als in den USA hat die Euro-Kerninflation die Trendumkehr gen Süden bislang noch nicht einleiten können. Dies sollte jedoch sehr bald bevorstehen.

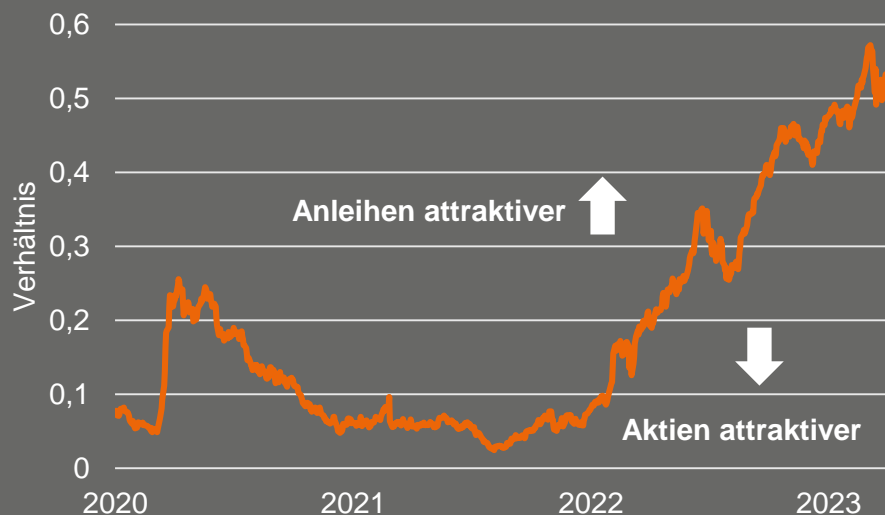
Viel entscheidender als das Niveau des Leitzinshochs ist mittlerweile ohnehin die Frage nach der Zeit, die vergehen wird, bis die Notenbanken in der Lage sein werden, die Zinsen wieder zu senken. Die „Guidance“ darüber, wie lange dieser Zeitraum sein könnte, dürfte Leitzinsänderungen als neues geldpolitisches Steuerungstool ablösen.

Sollte sich die jüngste Vertrauenskrise im Bankensektor wie vermutet als kontrollierbar erweisen, dürfte es zu einer abermaligen Anpassung der Leitzinspfade nach oben kommen. Eine erste Zinssenkung in den USA gegen Jahresende ist nun dennoch unser Basisszenario – und diese ist dann voraussichtlich der Beginn eines aggressiven Zinssenkungszyklusses. Die Vergangenheit lehrt nämlich, dass Zentralbanken im Rezessionsbekämpfungsmodus äußerst entschlossen die Zinsen senken. Die EZB dürfte dies jedoch erst in 2024 tun.

Derweil sollte sich auch ein Szenario, in dem die Inflation nach dem basiseffektbedingten Rückgang nicht weiter fällt in den „Wenn-Dann-Analysen“ der Anleger Berücksichtigung finden. Fed-Chef Powell selbst geht davon aus, dass der Inflationsspfad „bumpy“ sein wird. Das bedeutet so viel wie: nicht geradlinig in Richtung 2%-Marke. Nicht auszuschließen also, dass die Zentralbanken rein aus der Inflationperspektive betrachtet den Anhebungszyklus nochmal reanimieren müssten. Dazu sollte es aber nicht kommen, wenn in der zweiten Jahreshälfte die Wirtschaftsleistung tatsächlich zurückgeht.

## Investmentgrade über alles?

Eurozone: Verhältnis von BBB-Anleiherendite und Gewinnrendite am Aktienmarkt



Quelle: Aramea, Bloomberg

1. Rendite-Risiko-Profil des Rentenmarkts ist nach wie vor attraktiver als jenes des Aktienmarkts.
2. Die bevorstehende Rezession reduziert das Spreadeingungspotenzial spürbar.
3. Wir bevorzugen weiterhin Investment-Grade-Anleihen. Riskantere Segmente des Rentenmarktes bieten durch eine hohe Carry attraktive Risikopuffer bei Spreadausweitungen.

Die Schwankungsintensität an den globalen Rentenmärkten war im ersten Quartal des Jahres 2023 so hoch wie zuletzt zur Zeit der globalen Finanzkrise 2008/2009. Tagesänderungen der zehnjährigen Bundrendite von zehn Basispunkten und mehr waren insbesondere im März der Normalfall. Ursächlich war die enorm gestiegene Unsicherheit über den Pfad der Geldpolitik bis zum Sommer – aber auch darüber hinaus. Grundsätzlich bleibt das Umfeld insbesondere für Investment-Grade-Anleihen vorteilhaft. Dank der hohen laufenden Verzinsung sind mit Abstrichen auch High-Yield sowie vor allem Tier-2-Nachrangsanleihen aus unserer Sicht weiter interessant.

Performancetechnisch verlief der Jahresauftakt der Rentenmärkte ins Jahr 2023 furios. Nach einem der stärksten Jahresstarts aller Zeiten folgte jedoch bis Anfang März die Ernüchterung. Der breite Bloomberg Global Aggregate Index gab bis dahin alle Gewinne seit Ultimo 2022 wieder ab. Erst der Renditeverfall seit dem SVB-Fiasko hob die Performance wieder an.

Mit Blick nach vorne bleibt der Rentenmarkt insbesondere im Vergleich zum Aktienmarkt aus unserer Sicht der attraktivere Markt. Das liegt zuvorderst am nur noch geringen Renditeanstiegspotenzial der Bundes- sowie US-Staatsanleihen. Spätestens dann, wenn die Zentralbanken ihre Anhebungszyklen beenden, werden Anleger fast unweigerlich damit beginnen, (noch) aggressivere Zinssenkungen zu preisen. Ob diese bereits in diesem Jahr Realität werden, dürfte allerdings davon abhängen, wie stark die Zentralbanken gezwungen sein werden, das Thema Finanzmarktstabilität in den Mittelpunkt zu rücken.

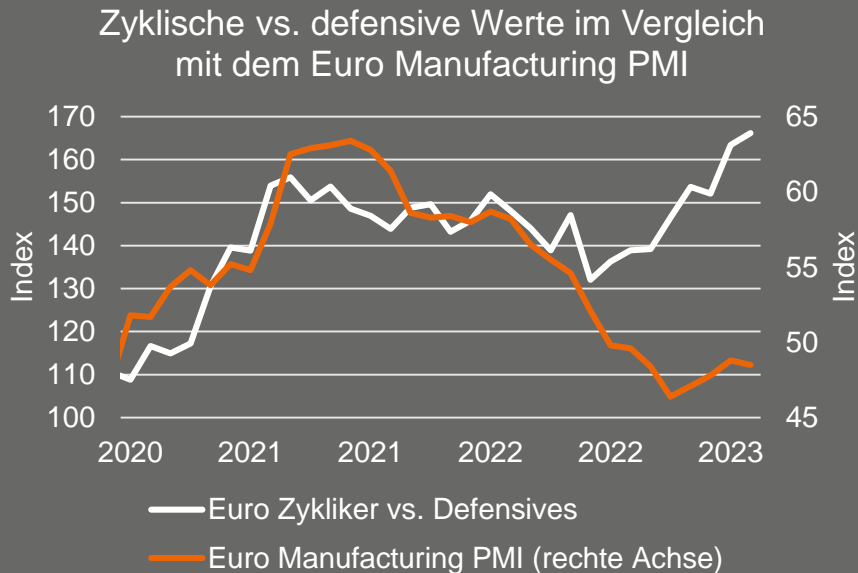
Mit der bevorstehenden Rezession ist das Spreadeingungspotenzial derweil zwar überschaubar. Allerdings handeln die Risikoaufschläge von Euro-Unternehmensanleihen nach den Banken-Tumulten bereits wieder auf durchaus luftigen Niveaus, sodass die gepreiste Rezessionswahrscheinlichkeit an den Rentenmärkten höher sein dürfte als jene an den europäischen Aktienmärkten, die etwa in Form des Euro Stoxx 50 nur noch knapp zwei Prozent

unter ihrem Allzeithoch handeln. Spread-Gegenwind dürfte es aber auch in riskanteren Bereichen des Rentenmarkts geben.

Überzeugend ist jedoch weiterhin vor allem die hohe laufende Rendite von Euro-Unternehmensanleihen. Bei Investment-Grade-Anleihen liegt die Rendite aktuell bei 4,0% – Hochzinsanleihen bieten gar knapp 7,5% – und das bei einer Sektorzusammensetzung, die wenig Banken und Immobilien enthält. Entsprechend sind die „Carry-Puffer“ gegen etwaige Spreadausweitungen durchaus beträchtlich. Insgesamt erachten wir das Rendite-Risiko-Profil bei Euro-Investment-grade-Anleihen auf Sicht von drei bis sechs Monaten weiterhin als am vorteilhaftesten.

Durch die historisch starke Invertierung der Zinskurven muteten kurze Laufzeiten auf den ersten Blick spannender an als lange. Allerdings votierten wir schon seit geraumer Zeit dafür, die Laufzeiten in den Portfolios zu erhöhen, um vor allem das Wiederanlage-risiko sukzessive zu reduzieren. Historisch betrachtet war die Performance kurzer Laufzeiten nach einem Beobachtungszeitpunkt zwar immer dann besser als jene längerer Laufzeiten, wenn die Kurve besonders flach bzw. invertiert gewesen ist. Versäumt man es als Rentenmarktanleger jedoch, rechtzeitig attraktive Renditen bei länger laufenden Anleihen ins Portfolio zu kaufen und somit diese Renditen „einzuloggen“, ist die Freude über die Outperformance kurzer Laufzeiten nur von kurzer Dauer, wenn die Zinsen alsbald wieder fallen.

## Was spricht angesichts der nahenden Rezession noch für Aktien?



Quelle: Bloomberg

1. Der Aktienmarkt preist maximal eine sehr moderate Rezession.
2. Geringe Risikoprämien machen Aktien per se weniger attraktiv.
3. Defensive Werte sind vergleichsweise günstig und daher zu bevorzugen. Erst zu Rezessionsbeginn sollten zyklische Werte wieder outperformen.

Die Rally an den globalen Aktienmärkten seit Oktober 2022 gesellt sich zu der Gruppe an Rallys, die eine Eigenschaft gemein haben: sie sind unbeliebt! Unbeliebt, weil sie kaum ein Anleger so richtig auf dem Zettel hatte und auch nicht entsprechend positioniert gewesen war. Durch den Kursanstieg sind die Risikoprämien am Aktienmarkt auf Zwergengröße geschrumpft. Somit lautet die Prognose vieler Häuser derzeit: Besser Hände weg von Aktien. Im Allgemeinen mag das richtig sein. Im Speziellen gibt es jedoch durchaus Chancen – etwa im Technologiebereich, der vom Ende der Zinsanhebungen profitieren sollte.

In einer Phase hoher und offenbar persistenter Inflation galt unter Investoren die Daumenregel: Vermeide Aktien mit einem eher hohen Durationsprofil, insbesondere Technologiewerte. Sektoren mit einem eher kurzen Durationsprofil wie Energiewerte waren hingegen gefragt. Seit Jahresbeginn 2023 hat sich dieses Bild komplett umgedreht. Seit Anfang Januar sind es vor allem Technologiewerte, die stark performen. Energiewerte sind hingegen eher am Ende der Rangliste zu finden. Parallel dazu war seit Jahresbeginn zunächst eine enorme Outperformance zyklischer gegenüber defensiver Werte zu konstatieren, die zumindest bis zur SVB-Pleite andauerte.

Der breite Aktienmarkt scheint sich somit offenbar auf eine nur leichte Rezession einzustellen, die ausreicht, um die Inflation in ihre Schranken zu weisen. Dies ist – wie bereits zuvor erwähnt – eine eher optimistische Sichtweise.

Viele Unternehmen konnten seit der Coronakrise durchaus von der gestiegenen Inflation profitieren. Insbesondere jene, die über überdurchschnittlich viel Preissetzungsmacht verfügen. Eine Studie, die jüngst innerhalb der EZB zirkulierte, zeigt sogar, dass ein signifikanter Anteil des Preisanstiegs auf eine Ausweitung der Unternehmensgewinnmargen zurückzuführen ist. In einem konjunkturellen Abschwung ist perspektivisch jedoch mit rückläufigen Margen und Gewinnen bei den Firmen zu rechnen und in einem Umfeld

stagnierender oder gar fallender Gewinne konnten Aktienmärkte in der Vergangenheit nur äußerst selten haussieren.

Für eine eher vorsichtige Positionierung bei Aktien spricht derzeit auch, dass Aktien den Volatilitätsanstieg seit Jahresbeginn anders als der Rentenmarkt nur in sehr abgeschwächter Form mitgemacht hat. Historisch betrachtet folgt die Aktienmarktvolatilität einer Straffung der Geldpolitik sowie einer Kurveninversion in aller Regel mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung.

Auch die enorm gefallen und niedrigen Risikoprämien, die vor allem in den USA aktuell zu verdienen sind, machen Aktieninvestments generell weniger spannend als noch in 2022. Die Prämie des MSCI USA liegt beispielsweise unterhalb von 2,0%. Ein solch geringer Wert war zuletzt vor der Finanzkrise zu beobachten gewesen.

Es gibt aber auch Chancen am Aktienmarkt. Im Verhältnis zur gegenwärtigen konjunkturellen Lage sind zyklische Aktien sowohl in den USA als auch in Europa im Verhältnis zu defensiven selbst nach der jüngsten Rally defensiver Werte immer noch zu teuer. Defensive Titel sind aus unserer Sicht somit relativ günstig und bis zum Beginn der Rezession zu bevorzugen.

Daneben halten wir Technologiewerte für attraktiv, da diese mehr als andere Sektoren profitieren dürften, wenn die Notenbanken ihre Leitzinsen nicht weiter anheben.

## Welche Entwicklungen erwarten wir für die unterschiedlichen Assetklassen?

Assetklasse	Aktuell	6M-Prognose
Euro Stoxx 50	4.300	4.400
S&P 500	4.100	4.200
10J DEU	2,30%	2,00%
10J USA	3,50%	2,80%
Gold	1.980\$	2.100\$
Öl (Brent)	85\$	95\$
EUR/USD	1,09	1,12

Stand: 31.03.2023

### Aktien USA

Die jüngste Erholung vom US-Aktienmarkt wurde nur von einigen wenigen Titeln getragen. Eine geringe Marktbreite ist allerdings per se kein Argument für eine fallende Aktienmarktperformance. Grundsätzlich könnten US-Aktien sogar aufgrund ihrer hohen Zinssensitivität vom baldigen Ende der Zinsanhebungen der Fed profitieren. Gegen eine nachhaltige Rally spricht aus unserer Sicht jedoch die Aussicht auf fallende Margen und Gewinne in den kommenden Monaten.

### Aktien Europa

In Europa wird es noch etwas länger dauern, bis die Zinsanhebungen der Zentralbank enden. Der Gegenwind für europäische Aktien sollte entsprechend stärker ausfallen als bei US-Titeln.

### 10-jährige deutsche Staatsanleihen

Das Hoch bei den zehnjährigen Bundrenditen von Anfang März könnte noch einmal in Reichweite gelangen, falls sich die Lage im Bankensektor wie erwartet weiter beruhigt. Spätestens ab Sommer erwarten wir dann aber auch in der Eurozone fallenden Renditen am langen Ende der Kurven bonitätsstarker Emittenten.

### 10-jährige US-Treasuries

Sollte die Fed im Mai den letzten Zinsschritt liefern und dann um den Jahreswechsel herum einen aggressiven Senkungszyklus initiieren, so ist bereits ab Sommer mit stark fallenden Treasury-Renditen am langen Ende zu rechnen.

### Gold

Der Goldpreis flirtet zum dritten Mal seit Mitte 2020 mit der Marke von 2000\$. Die Aussicht auf schwächere Risikomärkte sowie ein Ende des Realzinsanstiegs könnte für Gold bedeuten: Aller guten Dinge sind drei!

### Öl

Öl ist aktuell kein sonderlich knappes Gut. Dies dürfte sich jedoch in der zweiten Jahreshälfte ändern, wenn vor allem die Nachfrage aus China die weltweite Nachfrage auf ein neues Rekordhoch treiben dürfte – trotz Rezession in der westlichen Welt.

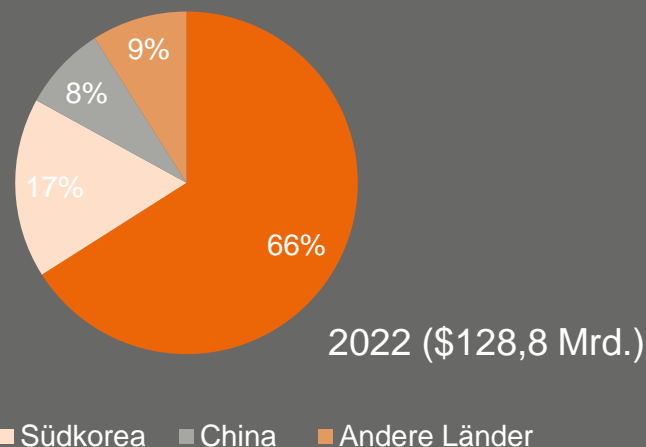
### EUR/USD

Kurzfristig spricht die Aussicht auf eine schrumpfende Differenz zwischen US- und Eurogeldmarktzinsen in den kommenden Monaten für einen festeren Euro.

## Wie abhängig sind die USA und Europa von der asiatischen Chipproduktion?

Name	Marktwert in Mrd. \$	Land
NVIDIA	667	USA
TSMC	480	Taiwan
Samsung	320	Südkorea
Broadcom	265	USA
ASML	264	Niederlande
Texas Instruments	162	USA
AMD	157	USA
Qualcomm	139	USA
Intel	121	USA
Applied Materials	101	USA

### Chipindustrie Umsatz weltweit (nur Produktion)



Die Lieferketten-Problematiken der letzten drei Jahre haben gezeigt wie abhängig die Welt von Chips aus Asien ist und wie anfällig diese Lieferkette für äußerliche Einwirkungen ist. Obwohl sich der Zustand der Chiplieferketten in 2023 weitestgehend normalisiert hat, will vor allem die US-Regierung sich von dieser Abhängigkeit lösen und mehr Chips wieder im eigenen Land produzieren. Die Dominanz Taiwans in der Chipproduktion wird dabei jedoch schwierig umzustößen sein. Trotz allem bleiben wichtige Schlüsseltechnologien weiterhin unter der Kontrolle der USA und Europa.

Der US Chip Act, der im August 2022 von Joe Biden unterzeichnet wurde, soll bis zu \$280 Mrd. zum Bau von neuen Fabriken auf US-amerikanischem Boden und Forschung und Entwicklung zur Verfügung stellen. Obwohl dies eine beachtliche Anstrengung ist, wird es kaum ausreichen, um die amerikanische Abhängigkeit von Asien nennenswert zu reduzieren.

Als die Chipindustrie in den 60er Jahren aufkam, wurden Chips ausnahmslos in den USA produziert. Mit zunehmender Größe der Industrie wurden weitreichende Teile der Produktion erst nach Japan, dann nach Südkorea und später nach Taiwan und China ausgelagert. Vor allem Kosten, aber auch die Nähe zu anderen Produktionsschritten in Asien waren der Grund dafür. Der Kostennachteil hat sich seitdem eher noch vergrößert, weshalb die Produktion in der westlichen Welt nicht wettbewerbsfähig mit der aus Asien ist. Subventionen, wie die EU und die USA es vorsehen, werden Wettbewerbsfähigkeiten zwar verbessern, aber nicht gänzlich ausgleichen können.

China ist dabei nur ein untergeordnetes Produktionsland, dem die Technologie fehlt hochmoderne Chips zu produzieren, jedoch mit Ambitionen dies zu können. Damit diese Ambitionen nicht erreicht werden können haben die USA, Japan und Niederlande kürzlich ein Sanktionspaket verabschiedet, was China den Zugang zu Maschinen abschneidet, welche Hochleistungschips

(AI und Quantencomputing) produzieren können.

Auf der anderen Seite hat sich Taiwan als der wichtigster Produktionsstandort für Chips auf der Welt durchgesetzt. Begünstigt hat diese Tatsache der Trend, dass Chipunternehmen die Entwicklung des Designs von Chips (also welche Aufgaben ein Chip übernehmen kann) und die letztendliche Produktion getrennt haben. Dabei ist das taiwanesisches TSMC der größte Profiteur, da es die Produktion der Chips für viele US-Unternehmen übernimmt. Das Wissen wie man hochmoderne Chips entwickelt bleibt dabei das große Unterscheidungsmerkmal von US-amerikanischen und europäischen Unternehmen.

Durch die Auslagerung der Chipproduktion nach Asien haben Europa und Amerika sich zwar abhängig von Lieferketten und Produktion gemacht jedoch werden alle wichtigen Schlüsseltechnologien, die zur Herstellung von Chips nötig sind (Lithographie, Deposition etc.) von westlichen Unternehmen kontrolliert. Damit kann der Westen zwar nicht aufhalten, dass Chips in Asien produziert werden, aber er kann entscheiden welchen Unternehmen er den Zugang zu der Technologie gewährt Chips zu produzieren und indirekt damit entscheiden wo neue Fabriken gebaut werden.



# Disclaimer

Diese Publikation wird Ihnen ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in diesem Dokument genannten Investmentfonds dar oder einen Investmentempfehlung.

Vor Durchführung einer Transaktion sollte das jeweilig Fondsprospekt gelesen werden.

Investoren sollten sich vor Durchführung einer Transaktion über rechtliche Bedingungen und steuerliche Konsequenzen der Transaktion informieren, um über Angemessenheit und Konsequenzen des Fondsinvestments urteilen zu können.

Die ARAMEA Asset Management AG gibt keine Garantie, weder explizit noch indirekt, und trägt weder Verantwortung noch Haftung für Exaktheit und Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen.

Auf eine Änderung des Inhalts dieses Dokuments muss die ARAMEA Asset Management AG nicht hinweisen.

Die ARAMEA Asset Management AG ist ferner nicht verpflichtet, die in diesem Dokument enthaltenen Informationen zu aktualisieren oder zu verändern. Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine Prognosen für die Zukunft. Bei der Berechnung der Wertentwicklung werden weder Vermittlerprovisionen noch die im Zusammenhang mit der Ausgabe und Rücknahme der Fondsanteile angefallenen Kosten berücksichtigt.