

# Neue Zürcher Zeitung

RICHTIG INVESTIEREN  
THE MARKET / VERLAGSBELEGTE

NZZ – GEGRÜNDET 1780

Freitag, 16. Juni 2023 · Nr. 137 · 244. Jg.

AZ 8021 Zürich · Fr. 5.30



DOMINIC NAHR / NZZ

## In Libyen sind die Milizen an der Macht

Vermummt, bewaffnet und mit schusssicherer Weste: Nicht nur in der libyschen Hauptstadt Tripolis (beide Bilder) halten Milizionäre Wache. Kampferechte Gruppierungen bestehend vor allem aus jungen Männern kontrollieren das ganze Land, denn nach jahrelangem Bürgerkrieg gibt es keinen funktionierenden Staat. Ihr Einfluss ist inzwischen riesig.

International, Seite 7

## Flüchtlingsdrama im Mittelmeer

Griechenland befürchtet Hunderte Tote

Nach dem Untergang eines Flüchtlingsbootes vor der griechischen Küste geht die Suchaktion weiter. Hundert Insassen retteten sich, Dutzende Leichen wurden geborgen.

VOLKER PABST, ISTANBUL

Nach dem vielleicht folgenschwersten Unglück, das sich je mit einem Flüchtlingsboot vor der griechischen Küste ereignet hat, ist das Schicksal von Hunderten von Personen weiterhin ungeklärt. Die Küstenwache und die Armee setzten am Donnerstag mit Schiffen und Helikoptern die Suche in den Gewässern südöstlich des Peloponnes fort. Hoffnung, noch Überlebende zu finden, bestehe aber kaum noch, erklärte der Sprecher der Küstenwache gegenüber der Zeitung «Kathimerini».

In der Nacht auf Mittwoch war ein völlig überbelegtes Boot, das von Tobruk in Libyen in Richtung Sizilien unterwegs war, 47 Seemeilen vor dem Städtchen Pilos auf dem Peloponnes gekentert. Bis am Mittwochabend wurden 104 Überlebende in die Hafenstadt Kalamata verbracht. 78 Leichen wurden geborgen. Seither wurde niemand mehr gefunden. An Bord des Fischkutters sollen sich laut einigen Angaben 400, laut anderen Informationen sogar 750 Personen befunden haben. Die Zahlen lassen sich nicht überprüfen, die dramatische Überbelegung wird auf Drohnenaufnahmen jedoch deutlich.

Bisher wurden ausschliesslich junge Männer geborgen. Es gibt aber Berichte, wonach unter Deck auch etwa hundert Kinder und Jugendliche mitgereist seien. Griechische Medien berichten, dass Angehörige verzweifelt die Behörden und das Spital in Kalamata kontaktierten, um ein Lebenszeichen zu erhalten. Die meisten Migranten sollen aus Syrien, Pakistan und Ägypten stammen.

### Dreitägige Staatstrauer

Die Tragödie, deren Ausmass vermutlich nie vollständig geklärt werden kann, hat in Griechenland für Entsetzen gesorgt. Noch am Mittwoch reisten Staatspräsidentin Katerina Sakellaropoulou und Vertreter der grossen Parteien ins Unglücksgebiet. Eine dreitägige Staatstrauer wurde ausgerufen und der Wahlkampf ausgesetzt. Das für Donnerstagabend angesetzte TV-Duell der Spitzenkandidaten wurde abgesagt. Die Griechinnen und Griechen wählen am 25. Juni ein neues Parlament. Nach dem Urnengang vom 21. Mai hatten sich die Parteien auf keine Regierungsmehrheit einigen können. Die Regierung des konservativen Ministerpräsidenten Kyriakos Mitsotakis, die bis zur jüngsten Wahl im Amt war und mit allergrösster Wahrscheinlichkeit in zehn Tagen erneut die Macht übernehmen dürfte, steht seit Jahren wegen ihres harten Grenzschutzes in der Kritik von Flüchtlingsorganisationen.

Obwohl Athen alle Vorwürfe dementiert, gibt es viele glaubwürdige Be-

richte über Pushbacks und andere gegen das internationale Recht verstossende Praktiken an der griechischen Land- und Seegrenze. Dabei wird zum Teil wesentlich das Leben der Migranten in Gefahr gebracht. Auch die EU hat Athen ermahnt, seine Verpflichtungen unter internationalem Recht einzuhalten. Die Katastrophe vom Mittwoch ist jedoch anders gelagert und steht nicht in diesem Zusammenhang.

Die europäische Grenzschutzagentur Frontex hatte den dramatisch überbelegten Kutter am Dienstagmorgen entdeckt. Italien informierte daraufhin die Regierung in Athen, weil sich das Schiff in relativer Nähe zur griechischen Küste befand. Darauf unternahm die Griechen mehrere Versuche, mit der Besatzung in Kontakt zu treten. Laut der griechischen Küstenwache hat die Mannschaft jedoch alle Hilfsangebote mit dem Verweis abgelehnt, nach Italien weiterreisen zu wollen. Einzig Wasser- und Lebensmittelpenden von einem in der Nähe kreuzenden Frachtschiff seien angenommen worden.

### Notruf nützte nichts

Weil sich das Flüchtlingsboot zwar in der griechischen Rettungszone befand, also jenem Gebiet, in dem Athen für die Bergung zuständig ist, nicht aber in griechischen Hoheitsgewässern, fehlte der Küstenwache die Rechtsgrundlage, um von sich aus aktiv zu werden. Erst gegen 1 Uhr 40 nachts habe das Schiff wegen eines Motorschadens einen Notruf abgesetzt. Kurz darauf brach an Bord Panik aus, und ein Grossteil der Migranten rannte auf eine Seite des Schiffes, wodurch dieses zum Kentern gebracht wurde. Weniger als eine halbe Stunde nach dem Notruf sank das Boot.

Die griechischen Behörden haben Ermittlungen eingeleitet. Laut «Kathimerini» wurden unter den Überlebenden in Kalamata sechs oder sieben Personen wegen Verdachts auf Menschenmüggel vorläufig festgesetzt. Der Migrationsminister der Interimsregierung, Daniel Esdras, erklärte, die Überlebenden würden nach der medizinischen Behandlung ins Erstaufnahmezentrum Malakasa nördlich von Athen gebracht, wo sie einen Asylantrag stellen könnten. Wer das nicht tue oder wer einen abschlägigen Bescheid erhalte, müsse in sein Herkunftsland zurückkehren.

Der griechische Migrationsexperte Panagiotis Nikas glaubt nicht, dass die Tragödie die griechische Migrationsdebatte verändern wird. Diese sei stark polarisiert und verlaufe auch jetzt entlang der bekannten Linien. Flüchtlingsorganisationen und Teile der linken Opposition bezeichneten das Unglück als Resultat der «Militarisierung des Grenzschutzes». Der Grenzzaun an der Landgrenze zur Türkei und das harte Vorgehen in der Ägäis drängten die Migranten auf immer gefährlichere Routen.

Für die Kräfte rechts der Mitte, die in dieser Frage die Mehrheit der Bevölkerung hinter sich haben, macht ein Boot mit Hunderten von Migranten deutlich, wie wichtig ein robuster Grenzschutz ist.

## Bei den Covid-Krediten droht Milliarden-Ausfall

dvp. · Während der Pandemie verteilte der Bund grosszügig Kredite und Härtefallhilfen an notleidende Unternehmen. Nun zeigt sich, dass die locker sitzenden Milliarden viele Profiteure und Betrüger auf den Plan riefen. Ende Mai summierte sich der Betrag von potenziell missbräuchlich verwendeten Covid-Krediten auf über 320 Millionen Franken. Insgesamt wurden bereits über 2000 Strafanzeigen eingereicht. Da sich viele potenzielle Betrugsfälle erst in Abklärung befinden, wird die Missbrauchssumme in den kommenden Jahren noch

deutlich ansteigen. Der Bund rechnet zudem damit, dass er für bis zu 11 Prozent der Kredite bürgen müssen, was einem Verlust von 1,7 Milliarden Franken entsprechen würde. Angesichts des hohen Ausfallrisikos müsste der Bund mit mehr Nachdruck auf die Amortisierung der Kredite pochen, sagt Brigitte Christ von der Eidgenössischen Finanzkontrolle. In den involvierten Bundesämtern sei eine Corona-Müdigkeit festzustellen. Trotzdem müsse der Bund genau hinschauen.

Schweiz, Seite 8, 9

ANZEIGE

### DIE BESTEN WEALTH-MANAGER

★★★★★

Welches sind die besten Banken und Vermögensverwalter?

Bestellen Sie jetzt die aktuelle Studie – transparent und 100% unabhängig.

[zwei-wealth.ch/studie](https://zwei-wealth.ch/studie)

ZWEI WEALTH



# Eine vernichtende Abrechnung mit Boris Johnson

Der Ethik-Ausschuss des britischen Unterhauses wirft dem Ex-Premier vor, das Parlament mehrfach und vorsätzlich belogen zu haben



Boris Johnson ist mit seinem Rücktritt einer Suspendierung als Abgeordneter zuvorgekommen.

CHARLES MCQUILLAN / GETTY

NIKLAUS NUSPLIGER, LONDON

Ende letzter Woche hatte Boris Johnson ebenso entnervt wie überraschend seinen Rücktritt als Unterhausabgeordneter angekündigt. In seinem gepfefferten Rücktrittsschreiben deckte er nicht nur seinen Nachfolger Rishi Sunak und seine Konservative Partei mit Vorwürfen ein. Zielscheibe seiner Wut war vor allem auch die parlamentarische Ethik-Kommission, die zu untersuchen hatte, ob Johnson als Premierminister in der Affäre um illegale Lockdown-Partys an der Downing Street Nummer 10 das Parlament in die Irre geführt hat. Im Stile Donald Trumps bezeichnete Johnson den überparteilichen Ausschuss als «Känguru-Gericht» und warf ihm vor, ihn mit einer «Hexenjagd» in undemokratischer Weise aus dem Amt drängen zu wollen.

Mit seinem Rücktritt nahm Johnson das Resultat des rund 100-seitigen Abschlussberichts bereits vorweg, den die Ethik-Kommission am Donnerstag nun vollständig veröffentlicht hat.

Darin gehen die vier konservativen und drei oppositionellen Abgeordneten mit Johnson tatsächlich hart ins Gericht und werfen ihm in ihrem vernichtenden Urteil vor, das Unterhaus gleich mehrfach bewusst belogen zu haben.

## Happige Sanktion

Als Ende 2021 die ersten Berichte über illegale Feiern an der Downing Street während der Corona-Pandemie an die Öffentlichkeit sickerten, erklärte Johnson vor dem Parlament, an seinem Amtssitz seien keine Gesetze und Empfehlungen zur Pandemie gebrochen worden. Im Nachhinein stellte sich dies als falsch heraus. Doch hatte Johnson bei seinem Auftritt vor dem Ausschuss im März beteuert, er sei in guten Treuen davon ausgegangen, dass alle Regeln eingehalten worden seien, zumal ihm dies von seinen Beratern versichert worden sei.

Hier setzt die Ethik-Kommission an. So hatte etwa Johnsons ehemaliger Büroleiter Martin Reynolds erklärt, er habe dem Premierminister von der Aus-

sage abgeraten, alle Regeln seien eingehalten worden. Dass Johnson vor dem Unterhaus dennoch die entsprechende Formulierung brauchte, sieht die Kommission als Beweis dafür an, dass er das Parlament ganz bewusst in die Irre geführt hat. Die Kommission erachtet es zudem als höchst unwahrscheinlich, dass Johnson geglaubt haben konnte, dass die Zusammenkünfte von den Ausnahmen für «essenzielle Arbeitstreffen» gedeckt waren. Zumindest, so argumentiert die Kommission, hätte Johnson zum Zeitpunkt seiner Aussagen vor dem Parlament und später vor dem Untersuchungsausschuss die Regelwidrigkeit zugestehen müssen, anstatt auf seinen Falschaussagen zu beharren.

Die vorsätzliche oder fahrlässige Irreführung des Unterhauses gilt im britischen Parlamentsbetrieb als gewichtiges Vergehen. Die Ethik-Kommission schreibt, sie hätte als Sanktion für Johnson eine Suspendierung als Unterhausabgeordneter von 90 Tagen beantragt, wenn er nicht bereits zurückgetreten wäre. Nun empfiehlt die Kommission,

dass Johnson die Zugangsberechtigung zum Parlament verliert, die ehemaligen Abgeordneten normalerweise zusteht.

Bei einer Suspendierung von mehr als 10 Tagen besteht die Möglichkeit, dass sich der betroffene Abgeordnete einer ausserordentlichen Neuwahl in seinem Wahlkreis stellen muss. Mit seinem Rücktritt wollte Johnson einer solchen Ersatzwahl zuvorkommen. Angesichts der schlechten Umfragewerte der Tories hätte ihm die Schmach einer Niederlage gedroht.

Dass Johnson ein unverkrampftes Verhältnis zur Wahrheit hat, ist seit Jahren bekannt. Dass er geglaubt haben will, die Zusammenkünfte seien regelkonform gewesen, während er der britischen Bevölkerung gleichzeitig ein drakonisches Corona-Regime auferlegt hatte, wirkt auch vor diesem Hintergrund unplausibel. Vielmehr scheint er mit seinen unzähligen Ausflüchten versucht zu haben, seine Haut zu retten.

Seine Unterstützer argumentieren, angesichts der Probleme des Lan-

sitz, zum sofortigen Rücktritt auf. Am Mittwoch waren Vorwürfe aufgetaucht, Jenkin habe im Dezember 2020 im Widerspruch zu den Corona-Regeln an einer Geburtstagsparty für seine Frau teilgenommen. Der Ethik-Ausschuss wiederum massregelt Johnson nicht nur wegen Irreführung des Unterhauses. Vielmehr werfen ihm die Abgeordneten vor, Johnson habe mit seinen verbalen Attacken gegen die Kommission die «demokratischen Prozesse des Unterhauses untergraben» und zur Hetz- und Einschüchterungskampagne gegen den Ethik-Ausschuss beigetragen.

Unterstützer von Johnson erklärten, der Bericht stilisiere Johnson zum politischen Märtyrer. Tatsächlich dürfte der charismatische Politiker versuchen, sich als Opfer des politischen Establishments zu inszenieren, das ihn als Rache für seine Rolle bei der Durchsetzung des Brexits politisch erledigen wolle. Am Freitag hatte Johnson erklärt, er verlasse das Parlament nur «vorläufig». Doch nach der Publikation des Berichts ist fraglicher denn je, ob ihm eine Rückkehr ins Parlament und ein politisches Comeback an der Spitze der Konservativen Partei gelingen kann.

Johnson dürfte versuchen, sich als Opfer des politischen Establishments zu inszenieren.

## Wie viele Unterstützer bleiben?

Auch der Streit zwischen Johnson und seinem Nachfolger und Rivalen Sunak birgt zusätzliches Eskalationspotenzial. Wie jeder abtretende Premierminister nutzte auch Johnson die Gelegenheit, neue Mitglieder für das House of Lords zu ernennen oder Personen für königliche Ehrungen zu nominieren. In der Regel werden diese «Resignation Honours Lists» von den Nachfolgern bestätigt. Doch hatten sich Sunak und Johnson in den letzten Tagen gegenseitig der Täuschung und der Lüge bezichtigt, weil drei loyale Unterhausabgeordnete, die Johnson ins House of Lords befördern wollte, aus formalen Gründen nicht berücksichtigt werden konnten.

Zu einem weiteren Höhepunkt im Polittheater dürfte es am Montag kommen, das das Unterhaus den Bericht des Ethik-Ausschusses debattiert und darüber abstimmt. Sunak will den konservativen Abgeordneten Stimmfreigabe erlauben. Johnsons Anhänger erhielten damit Gelegenheit, ihrer Entrüstung über den Ethik-Ausschuss freien Lauf zu lassen. Gleichzeitig wird sich zeigen, wie viel Unterstützung Johnson knapp ein Jahr nach seinem Auszug aus der Downing Street Nummer 10 im Unterhaus tatsächlich noch genießt.

des handele es sich bei den Falschaussagen um Lappalien und Johnson habe mit dem Rücktritt als Premierminister den Preis für seine Verfehlungen längst bezahlt. Zudem ist es naturgemäss nicht einfach, die Absichten hinter den Handlungen einer Person hieb- und stichfest zu beweisen. Dafür, dass sich die Kommission oft auf Hinweise und Interpretationen stützen muss, lehnt sie sich bei ihrer Abrechnung mit Johnson mitunter weit aus dem Fenster.

## Vergiftetes Verhältnis

Der Bericht droht das politische Klima in Grossbritannien weiter zu vergiften. Johnson sprach von «Unsinn» und «Lügen» und erklärte, die Vorsitzende der Kommission, die Labour-Abgeordnete Harriet Harman, sei befangen. Zudem forderte der ehemalige Premierminister den konservativen Abgeordneten Bernard Jenkin, der im Ethik-Ausschuss

# Die EU verhängt Sanktionen gegen Kosovo

Weil Pristina im Konflikt um Nordkosovo an seiner harten Linie festhält, setzt Brüssel jetzt die Daumenschrauben an

ANDREAS ERNST

Nach Washington hat nun auch die EU Sanktionen gegen die kosovarische Regierung ergriffen. Ministerpräsident Albin Kurti soll damit gezwungen werden, seine Spezialpolizei aus dem serbisch besiedelten Norden des Landes abzuziehen und Neuwahlen in den vier Gemeinden anzusetzen. Zusätzlich hat Brüssel alle hochrangigen Treffen mit kosovarischen Regierungsvertretern abgesagt und stellt die finanzielle Unterstützung für den Staat vorläufig ein. Als Nächstes droht dem Land die Aussetzung des Stabilisierungs- und Assoziierungsabkommens, das das Verhältnis der EU mit Kosovo regelt. Auch die erhoffte Visafreiheit für kosovarische Bürger könnte Brüssel nochmals hinausschieben.

Schon Anfang Monat hatten die USA die Unterstützung für die Anerkennung Kosovos in der internationalen Gemeinschaft storniert und gemeinsame Militärmanöver abgesagt. Die konzertierte Strafaktion gegen das Land, das mithilfe des Westens 2008 unabhängig wurde, ist präzedenzlos.

Brüssel und Washington ärgern sich darüber, dass Kurti bei dem Konflikt um den Norden Kosovos seine eigene Agenda verfolgt und westliche Vorschläge in den Wind schlägt. In dem Gebiet, das seit dem Krieg vor 24 Jahren nie wirklich in das kosovarische Staatswesen integrierte war, kommt es seit Monaten immer wieder zu Unruhen.

## Spiel mit dem Feuer

Ein Grund dafür ist Pristinas Weigerung, den vier Gemeinden eine Teilautonomie einzuräumen. Die jüngste Eskalation erfolgte, nachdem die kosovo-serbische Bevölkerungsmehrheit die Gemeindevahlen im Norden Ende Mai boykottiert hatte. Kurti installierte daraufhin mithilfe der Spezialpolizei Gemeindepräsidenten, die mit nur wenigen (kosovarischen) Stimmen gewählt worden waren. Es kam zu heftigen Krawallen, an denen auch von Serbien unterstützte Schlägertrupps mitwirkten.

Washington und Brüssel verlangen seither von Kurti, die demokratisch kaum legitimierte Gemeindepräsidenten zum Rücktritt zu bewegen und die

Spezialpolizei abzuziehen, die von der Bevölkerung gefürchtet und gehasst wird. Doch der Regierungschef lässt sich von seinen «westlichen Partnern» nicht hineinreden. Er hält mit bemerkenswerter Sturheit an seiner legalistischen Strategie fest, die die Integration des rebellischen Landesteils als eine rein rechtliche Angelegenheit betrachtet: Danach geht es bloss darum, dort den kosovarischen Gesetzen Geltung zu verschaffen. Der Rest soll sich dann von selber ergeben.

Kurti liess Brüssel wissen, dass er an Neuwahlen erst dann denke, wenn die Krawallmacher dingfest gemacht seien. Auch die Präsenz der Spezialpolizei könne erst danach reduziert werden. In einer riskanten Operation nahmen am Dienstag zivile Beamte aus Pristina einen der angeblichen Rädelführer im Norden fest.

Einen Tag später verhaftete die serbische Polizei drei kosovarische Grenzpolizisten. Belgrad behauptet, sie hätten sich auf serbischem Territorium aufgehalten und die «administrative Linie» überschritten, die nach serbischer Auffassung Kosovo von Zentralserbien trennt. Pristina bestreitet das vehement

und spricht von einer Entführung. Die serbischen Beamten seien in Verletzung des Waffenstillstandabkommens von Kumanovo (1999) in den Norden Kosovos infiltrierte, um die Grenzbeamten zu verschleppen. Pristina untersagt seither die Einfuhr von Waren aus Serbien und sperrt zeitweise die Grenze für Autos mit serbischen Kennzeichen.

Das sind gefährliche Entwicklungen. Denn nichts davon geschieht ohne grünes Licht aus Belgrad oder Pristina, obschon beide Regierungen eigentlich kein Interesse an einem offenen Ausbruch des Konflikts haben. Dennoch sind diese Provokationen ein Spiel mit dem Feuer, das leicht ausser Kontrolle geraten kann. Es wird begleitet von Medienkampagnen, die vor allem der serbische Präsident Aleksandar Vucic äusserst aggressiv führt.

## Es geht um die Glaubwürdigkeit

Die westlichen Krisenmanager wissen genau um die mit jedem Tag steigenden Risiken einer Eskalation. Mit ihren Massnahmen setzen sie deshalb Kurti unter enormen Druck. Neuwahlen im

Norden zu organisieren und einen Vorschlag für die Konstitution eines teilautonomen Gemeindeverbandes vorzulegen. Doch Kurti ist bekannt dafür, keiner Auseinandersetzung aus dem Weg zu gehen. Auf Dauer wird er den Forderungen aus Brüssel und Washington allerdings nicht standhalten können. Pristina ist längerfristig sowohl wirtschaftlich als auch diplomatisch auf die Hilfe des Westens angewiesen.

Erst im März hatte Brüssel mithilfe der Amerikaner ein Grundlagenabkommen zwischen Serbien und Kosovo durchgesetzt, das den Weg zu einer Normalisierung der Beziehungen vorgibt. Es hängt zurzeit in der Luft. Doch sein Scheitern kann sich der Westen nicht erlauben.

Das gilt vor allem für die EU, deren geopolitische Glaubwürdigkeit hier auf dem Spiel steht. Sie muss sich und anderen beweisen, dass sie in der Lage ist, den Streit um Nordkosovo zu lösen. Es geht wohlgerne um die Verwaltung eines Territoriums, das knapp so gross ist wie der Kanton Aargau. Und es liegt mitten im Westbalkan, den sie als ihre Einflussphäre beansprucht.

# Russische Generäle im Fadenkreuz

Der unbedachte Auftritt eines hohen Offiziers fordert grosse Opfer – Berichte deuten darauf hin, dass die Ukraine neue Waffen einsetzt

IVO MIJNSSEN, WIEN

Seit dem Beginn ihrer Offensive setzen die Ukrainer die Russen im Süden und Osten unter Druck. Die Geländegewinne sind bis jetzt jedoch auf die Befreiung einiger Dörfer und den verlustreichen Vormarsch auf einigen hundert Metern pro Tag begrenzt. Zudem führen die gegnerischen Truppen immer wieder Gegenangriffe aus: «Wir halten gleichzeitig die Verteidigungslinie und führen Offensivaktionen aus, aber an unterschiedlichen Frontabschnitten», erklärte am Mittwoch Hanna Maljar, die stellvertretende ukrainische Verteidigungsministerin.

Trotz aller zur Schau getragenen Gleichmut gegenüber den Attacken der Ukrainer ist es Moskau nicht entgangen, dass der Gegner bisher erst 3 von 12 neugebildeten Brigaden und einen kleinen Teil der frischen schweren Waffen aus dem Westen an der Front eingesetzt hat. Um die Moral der bedrängten Soldaten zu stützen, verbreitet der Kreml deshalb nicht nur übertriebene Erfolgsmeldungen. Er schickt auch die eigenen Generäle nahe an die Front.

## Himars gegen russische Division

Eine solch demonstrative Präsenz war bereits in früheren heiklen Kriegsphasen zu beobachten. Sie hat auch mit den stark hierarchischen Strukturen in den Streitkräften zu tun, die subalternen Offizieren wenig Spielraum für autonome Entscheidungen lassen. Doch die Strategie birgt Risiken: In den letzten Tagen berichteten kremlnahe Quellen über fatale ukrainische Angriffe im Zusammenhang mit Besuchen von Generälen.

Offiziell bestätigt sind diese Meldungen zwar nicht, doch vor allem eine sorgte am Mittwoch für einen Aufschrei unter russischen Analysten: Laut dem Telegram-Kanal Rybar geriet eine Division der 20. Gardearmee bei Kremlinna in der Region Luhansk unter heftigen Beschuss durch Raketenwerfer. Dabei habe es hohe Verluste gegeben. Ein



Ein ukrainischer Himars-Raketenwerfer beschiesst in der Region Donezk ein russisches Ziel.

SERHII MYKHALCHUK / GETTY

Blogger spricht von 100 Toten und 100 Verletzten. Andere Quellen beziffern diese mit einigen Dutzend.

Zur Weissglut treiben die Militärkorrespondenten jedoch die Umstände: Laut Rybar liess der Kommandant der Armee, Generalmajor Suchrab Achmedow, seine Truppen auf einem offenem Feld nahe der Front aufmarschieren und dann zwei Stunden auf seine Motivationsrede warten. «An seiner Stelle sprachen die Himars und die Artillerie des Feindes.» Der stets besonders extreme Autor unter dem Pseudonym Starsche Eddy fordert die Erschiessung Achmedows. Der Kanal Dwa Majora kriti-

siert Russlands «Gedankenlosigkeit und Schlampigkeit».

Nun sind russische Militärkorrespondenten notorisch unzuverlässige Quellen – allerdings vor allem, wenn es um Meldungen über die Ukrainer geht. Auch die Benennung von Sündenböcken stellt in den Machtspielen des Kremls ein Kampfmittel gegen Rivalen dar. Für den Wahrheitsgehalt der Geschichte spricht aber, dass Achmedow eine notorisch inkompetente Figur ist, die Soldaten der 155. Marine-Infanteriebrigade bereits im Herbst öffentlich beschuldigten, sie in sinnlosen Sturmangriffen hundertfach zu verheizen. Dennoch beförderte

ihn Putin im Februar. Für die russischen Kritiker des Verteidigungsministeriums stellt Achmedow damit die Verkörperung der «Parkett-Generäle» genannten Militärbürokraten ohne Fronterfahrung dar. Allerdings zeigen zwei weitere Fälle von jüngst mutmasslich getöteten oder verwundeten hohen Offizieren, dass die Besuche im Kriegsgebiet generell sehr gefährlich sind.

So meldete ein Vertreter der russischen Besatzungsbehörden im Gebiet Saporischja, Sergei Gorjatschew sei am Montag bei einem Raketenangriff getötet worden. Der Generalmajor kommandierte die 35. Armee. Der Militär-

sender Swesda berichtete zudem, der tschetschenische Kommandant Adam Delimchanow sei in der Stadt Primorsk verletzt worden. Propagandisten machen seither widersprüchliche Angaben zu seinem Schicksal. Das Verteidigungsministerium dementierte die Meldungen oder liess sie unkommentiert.

## Gefährliche Frontnähe

Primorsk liegt 100 Kilometer Luftlinie von der Front entfernt. Sollte die Meldung zutreffen, liegt die Vermutung nahe, dass die Ukrainer Raketen des Typs Storm Shadow einsetzen, die über eine deutlich höhere Reichweite verfügen als die Himars. Der Angriff würde in die Strategie Kiews passen, Militärbasen und Waffenlager weit hinter den feindlichen Linien zu beschliessen, um so die Logistik der Russen zu zerstören.

Videos und Bilder von Explosionen häufen sich jedenfalls stark. So vermeldeten westliche Analysten Explosionen im Eisenbahndepot der besetzten Stadt Melitopol, durch das Treibstofflieferungen für die Front verlaufen. Zudem gingen Fabriken im Rüstungsbereich in verschiedenen russischen und okkupierten Städten in Flammen auf. Kremlnahe Quellen berichten von Beschuss des Bahnhofs in Donezk, bei dem es auch zivile Opfer gegeben haben soll.

Ob die getroffenen Industriebetriebe zivil oder militärisch genutzt wurden, lässt sich in vielen Fällen nicht definitiv klären. Das russische Verteidigungsministerium seinerseits behauptet, die Angriffe der letzten Tage mit Marschflugkörpern gegen Fabrikareale in Kriwi Rih und Odessa hätten ebenfalls Einrichtungen der ukrainischen Streitkräfte getroffen. Klarer ist der Fall bei zwei Militärflugplätzen, die Russland in den vergangenen Wochen beschossen hat. Dabei wurden mehrere Jets beschädigt oder zerstört. Beide Seiten verfolgen jedenfalls das Ziel, die rückwärtige Logistik des Feindes zu treffen und so die Truppen an der Front zu schwächen.

# Afrikanische Friedensmission in Kiew und Moskau

Sechs Präsidenten besuchen Selenski und Putin, um Wege zum Frieden zu prüfen – Argwohn weckt, dass die Delegation von Südafrika angeführt wird

SAMUEL MISTELI, NAIROBI

Sieben hätten es sein sollen, nun sind es sechs, weil einer an Covid erkrankt ist: Eine Delegation afrikanischer Präsidenten reist an diesem Freitag zuerst nach Kiew, am Samstag dann nach Moskau, um sich mit Wolodimir Selenski und Wladimir Putin zu treffen. Es ist eine «Friedensmission», sie will Wege zum Frieden in der Ukraine ausloten.

Die Staatschefs kommen aus allen Ecken des Kontinents – mit dabei sind der südafrikanische Präsident Cyril Ramaphosa, der ägyptische Präsident Abdel Fattah el-Sisi, dazu die Präsidenten von Sambia, Senegal, Kongo-Brazzaville und den Komoren. Die Komoren haben derzeit den Vorsitz in der Afrikanischen Union inne. Ugandas Präsident Yoweri Museveni – ein Verbündeter des Westens in ostafrikanischen Sicherheitsfragen, aber mit gewissen Sympathien für Putin – sagte wegen einer Covid-Erkrankung ab.

Was die afrikanischen Präsidenten den Kriegsparteien vorschlagen wollen, ist nur in groben Umrissen bekannt. Als die südafrikanische Regierung die Reise Mitte Mai ankündigte, sprach sie davon, man wolle sich mit Selenski und Putin über die «Bedingungen für eine Waffenruhe und dauerhaften Frieden in der Region» austauschen. Die Aussenminister der beteiligten afrikanischen Staaten würden die Bedingungen für eine Roadmap zum Frieden erarbeiten. Ein Kreml-Sprecher sagte laut der russischen Nachrichtenagentur Tass am Mittwoch gegenüber Journalisten, Putin und Ramaphosa hätten sich mehrmals per Telefon

ausgetauscht, es sei dabei aber nicht um «spezifische Inhalte» gegangen. Er wisse nicht, inwieweit sich die sieben afrikanischen Regierungen auf konkrete Ideen hätten verständigen können.

## Schockwellen in Afrika

Es ist nicht zu erwarten, dass die afrikanische Friedensmission grosse Verhandlungserfolge erzielen wird – zumal sie zu einem Zeitpunkt heftiger Kämpfe erfolgt. Die ukrainische und die russische Position bezüglich Friedensverhandlungen sind klar – und unvereinbar: Die ukrainische Regierung will erst verhandeln, wenn die russischen Truppen aus ukrainischem Staatsgebiet abgezogen sind. Die russische Regierung will, dass die russische Souveränität über die 2014 annektierte Krim und mehrere ostukrainische Provinzen anerkannt wird.

Die afrikanische Initiative dürfte deshalb eher darauf zielen, auf die Interessen des Kontinents aufmerksam zu machen, als den Krieg zu beenden. Der Ukraine-Krieg hat in Afrika Schockwellen ausgelöst, weil viele Länder von Importen aus Russland und der Ukraine abhängig sind. Es geht dabei vor allem um Weizen und Dünger. Rund 30 Prozent der globalen Weizenexporte kommen üblicherweise aus der Schwarzmeerregion. In vielen afrikanischen Ländern verdoppelte sich nach der russischen Invasion der Düngerpreis – mit der Folge, dass viele Kleinbauern ohne Dünger anpflanzen und geringere Ernteerträge in Kauf nahmen.

Die meisten afrikanischen Regierungen glauben, im Ukraine-Konflikt nichts

gewinnen zu können – aber vor allem wirtschaftlich viel verlieren zu können. Viele sträubten sich deshalb, Partei für die Ukraine zu nehmen. Das zeigte sich am deutlichsten in mehreren Uno-Abstimmungen, in denen nur eine knappe Mehrheit der afrikanischen Staaten die russische Invasion verurteilte. Von den Staaten, die nun an der afrikanischen Friedensmission teilnehmen, verurteilten Sambia und Ägypten die Invasion in der letzten Abstimmung, Südafrika, Uganda und Kongo-Brazzaville enthielten sich. Senegal nahm nicht teil.

Der afrikanische Wunsch nach Neutralität hat dazu geführt, dass der Kontinent seit Kriegsbeginn zum Ziel geopolitischer Charmeoffensiven geworden ist. Die USA haben im Dezember in Washington eine grosse USA-Afrika-Konferenz durchgeführt und die Zahl hochrangiger Besuche auf dem Kontinent stark erhöht. Die Ukraine plant, in einer Reihe von afrikanischen Ländern neue Botschaften zu eröffnen. Russland wirbt unter anderem mit Düngelieferungen um afrikanische Sympathien; 34000 Tonnen trafen zum Beispiel Ende Mai per Schiff an der kenyanischen Küste ein.

Weder Moskau noch Kiew wollten deshalb die afrikanische Friedensmission kleinreden. Der Kreml kündigte ein «sehr wichtiges internationales Treffen» an, auch aus Kiew kamen freundliche Worte. Trotzdem steht die afrikanische Delegation unter Beobachtung – was daran liegt, dass sie von Südafrika angeführt wird. Die Regierungspartei des Landes, der African National Congress (ANC), hat historisch enge

Verbindungen nach Russland; sie stammen aus der Zeit, in der die Sowjetunion die damalige Befreiungsbewegung ANC im Kampf gegen die Apartheid unterstützte.

Inzwischen betont die südafrikanische Regierung, man sei neutral, unterhalte sowohl mit Russland als auch mit dem Westen gute Beziehungen. In den vergangenen Monaten sind die Zweifel an der südafrikanischen Neutralität aber stetig grösser geworden. Im Februar – just am Jahrestag des Angriffs auf die Ukraine – führte Südafrikas Marine zusammen mit Russland und China Truppenübungen durch.

## Historische Freundschaft

Im Mai warf der amerikanische Botschafter in Südafrika der Regierung vor, sie habe Waffen an Russland geliefert. Er bezog sich auf das russische Frachtschiff «Lady R», das unter amerikanischen Sanktionen steht und im Dezember in Kapstadt anlegte. Laut amerikanischen Geheimdienstinformationen, auf die sich der Botschafter berief, wurden dort Waffen und Munition geladen. Die südafrikanische Regierung bestreitet das.

Südafrika ist zudem Gastgeberin des nächsten Gipfels der Brics-Staaten Brasilien, Russland, Indien und China im August. Dort sollte Wladimir Putin teilnehmen. Der russische Präsident ist aber vom Internationalen Strafgerichtshof (ICC) zur Verhaftung ausgeschrieben; das ICC-Mitglied Südafrika müsste ihn bei der Einreise eigentlich verhaften. Südafrikas Regierung ringt um eine Lösung – sie überlegt angeblich, den

Gipfel in ein Land zu verlegen, das das ICC-Statut nicht unterzeichnet hat.

Wegen Südafrikas Nähe zu Russland erwartet die Friedensdelegation in Kiew deshalb auch Skepsis. Olexander Mereschko, der Vorsitzende der aussenpolitischen Kommission im Parlament, schrieb in der «Kyiv Post», es sei verblüffend, dass ein Land, das eine solch lange Reihe russlandfreundlicher Handlungen aufweise, sich als neutral verstehe.

ANZEIGE

## Zurück zur Gesundheit.

In einem erstklassigen Umfeld unterstützt und begleitet Sie unser interprofessionelles Team zurück zur Gesundheit. Mehr Infos unter [klinik-schloss-mammern.ch](http://klinik-schloss-mammern.ch)



KLINIK SCHLOSS MAMMERN  
FÜHRENDE REHABILITATION AM SEE

# Im sudanesischen Kriegsgebiet ohne Reisepass gefangen

Tausende Dokumente liegen in verwaisten ausländischen Botschaften in Khartum – oder wurden vernichtet

FABIAN URECH

Der Krieg im Sudan treibt die Menschen zu Hunderttausenden in die Flucht. Über 470 000 haben das Land seit dem Ausbruch der Kämpfe zwischen rivalisierenden Einheiten der Streitkräfte am 15. April verlassen, täglich werden es Tausende mehr.

Auch Amjad Alhaj will weg. «Ich würde das Land verlassen», schreibt der 23-jährige Sudanese in einer Whatsapp-Nachricht, «aber ich kann nicht.» Der Grund dafür ist eigentlich eine Lappalie: Der Pass des Medizinstudenten liegt in der Schweizer Botschaft in Khartum. Alhaj hatte ihn dort Anfang April hinterlegt, um ein Visum für den Besuch einer Konferenz in Genf zu beantragen.

Doch drei Tage später brachen die Kämpfe aus zwischen der sudanesischen Armee und den paramilitärischen Rapid Support Forces (RSF). Khartum wurde über Nacht zum Kriegsgebiet. Praktisch alle ausländischen Vertretungen zogen innert Tagen ihr ausländisches Personal ab und schlossen ihre Botschaften, auch die Schweiz. Die sudanesischen Pässe, die zu jener Zeit dort deponiert waren, wurden zurückgelassen – und sind für deren Inhaber seither unerreichbar.

## Kurze Zeitfenster offen

Alhaj steckt deshalb fest. Ohne Pass auszureisen, ist riskant und würde seine Bewegungsfreiheit im Ausland massiv einschränken. Selbst im Sudan drohe ihm an den Strassensperren Ungemach, schreibt er. «Die RSF könnten mich verdächtigen, für die Armee zu arbeiten.»

Tausende Sudanesen und Sudanesen befinden sich in derselben Situation. Wer seinen Pass bei Kriegsausbruch auf einer ausländischen Vertretung in Khartum deponiert hatte, hat diesen seither mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht wiedergesehen.

Allein in der deutschen Botschaft wurden bei der Evakuierung laut Angaben des Auswärtigen Amtes in Berlin 600 Pässe zurückgelassen. In der Schweizer Vertretung, die sich im umkämpften Amarat-Quartier in der Nähe des Flughafens befindet, lagen zum Zeitpunkt der Schliessung 47 sudanesischer Reisepässe, wie das EDA in Bern auf Anfrage mitteilt.

Die Schweizer Botschaft hat in den letzten Wochen mehrmals kurze Zeitfenster angeboten, während deren



Flüchtlinge aus dem Sudan, nachdem sie mit einem Evakuierungsflug auf Zypern gelandet sind (Aufnahme vom 27. April). P. KARADJIAS / AP

die deponierten Pässe abgeholt werden konnten. Für Alhaj und die meisten anderen Betroffenen war das indes keine Option. Das Risiko, auf der Fahrt in der umkämpften Stadt zwischen die Fronten zu geraten, sei schlicht zu gross gewesen.

Andere Botschaften bemühten sich gar nicht erst, die Pässe an ihre Inhaber zurückzugeben. In der französischen und der amerikanischen Botschaft waren diese vor der Evakuierung kurzzeitig vernichtet worden. Dies sei im jeweiligen Sicherheitsprotokoll so vorgesehen, hiess es danach aus Paris und Washington. Wie viele Pässe zerstört worden sind, wurde nicht kommuniziert.

## Nach Nairobi transferiert

Ein anderes Vorgehen wählte die britische Botschaft. Sie flog die dort deponierten Pässe in die kenyanische Hauptstadt Nairobi aus, wo sie nun – zwei Landesgrenzen und knapp 2000 Kilometer

entfernt – abgeholt werden können. Ähnlich ungeschickt ist der Ratschlag der niederländischen Botschaft. Die Inhaber der dort feststeckenden Pässe sollten sich um einen neuen bemühen, schrieb diese in einer Nachricht. Nur: Selbst wer die gefährliche Reise zum Passbüro in Khartum wagte, würde dort im Moment leere Büros vorfinden. Die sudanesische Administration ist in den letzten Wochen fast komplett kollabiert.

## «Ich habe Glück gehabt»

Alhaj hat Khartum inzwischen verlassen und hält sich mit seiner Familie in New Halfa auf, einer Ortschaft 350 Kilometer östlich von der Hauptstadt. Die Sicherheitslage dort sei wesentlich besser, schreibt er, doch die Reise sei riskant gewesen.

Auf der Flucht mit dem Taxi und dem Bus hätten sie zehn RSF-Checkpoints passieren müssen. Dass er nie durchsucht worden sei, habe wohl damit zu

ten, dass er mit der Familie unterwegs gewesen sei, vermutet Alhaj. «Ich habe Glück gehabt.»

Mit Pass würde er nun wahrscheinlich nach Ägypten weiterziehen. Das sei im Moment die sicherste Option, schreibt der Medizinstudent. Natürlich könnte er die Reise auch ohne Pass antreten. Doch bis zur Grenze sind es tausend Kilometer, und in Ägypten würde er ohne gültigen Ausweis wohl neuerlich feststecken: diesmal in einem Flüchtlingslager, ohne Möglichkeit zur Weiterreise. «Dieses Risiko will ich nicht auf mich nehmen», so Alhaj.

Für Tausende Sudanesen und Sudanesen ohne Pass bleibt das Aussharren deshalb bis auf weiteres die beste Option. Aus Bern und Berlin heisst es zwar, man suche nach Lösungen, um die Pässe ihren Inhabern zurückzugeben. Alhaj ist angesichts der fortschreitenden Kämpfe in Khartum aber wenig optimistisch: «Es sieht nicht so aus, als ob ich meinen Pass bald zurückerhalte.»

# Neue Proteste gegen Verbot von Abtreibungen

Todesfall einer Schwangeren in Polen sorgt für Empörung

PAUL FLÜCKIGER

Am Mittwochabend haben in fast zwei Dutzend polnischen Städten Proteste von Frauen stattgefunden. Auslöser war der Tod einer Schwangeren in der Geburtsabteilung eines Spitals im Tatra-Gebirge. Unter dem von lateinamerikanischen Frauenbewegungen übernommenen Motto «Keine weitere (Tote)» marschierten mancherorts bis zu tausend Frauen und ein paar männliche Unterstützer unter Polizeischutz gegen das sehr restriktive Abtreibungsrecht durch die Strassen.

Organisiert hatte die Proteste die ausserparlamentarische Vereinigung «Gesamtpolnischer Frauenstreik». Die Protestzüge richteten sich laut den Organisatorinnen gegen den Zwang, ungewollte Schwangerschaften auszutragen. Die regierende konservativ-populistische Partei Recht und Gerechtigkeit (PiS) wurde als «verbrecherisch» hingestellt. Sie nehme den Frauen das «Recht auf Leben, Gesundheit und Freiheit», hiess es im Demonstrationaufzug.

## Ärzte verweigern Abtreibungen

Ein Verfassungsgerichtsurteil vom Herbst 2020 hat das in Polen ohnehin schon sehr rigide Abtreibungsrecht noch einmal deutlich verschärft. Missbildungen des Fötus gelten seither nicht mehr als Grund für einen legalen Schwangerschaftsabbruch. Ein solcher ist nur noch nach Vergewaltigung oder Inzest erlaubt – und wenn das Leben oder die Gesundheit der Frau in Gefahr sind.

Über die Indizierung entscheiden indes die behandelnden Ärzte, der Wunsch der betroffenen Frau gilt nichts. Die meisten Gynäkologen fürchten die rechtlichen Folgen einer Abtreibung und verweigern diese deshalb auch in den erlaubten Fällen. Seit 2021 sind mindestens drei polnische Frauen gestorben, weil Ärzte die Voraussetzung für den Eingriff nicht gegeben sahen.

Der jüngste Fall ereignete sich Ende Mai in der als besonders katholisch-konservativ geltenden Kleinstadt Nowy Targ. Eine 33-Jährige war nach Verlust ihres Fruchtwassers in der 20. Schwangerschaftswoche ins Spital eingeliefert worden. Drei Tage lang wurde sie dort zur Liegeposition mit hochgelagerten Beinen angehalten, ohne dass sie jemand auf die Gefahren auch für den Fötus hingewiesen hätte. Nach dem Tod des ungeborenen Kindes starb auch die Frau wegen einer Blutvergiftung.

Laut dem Patientenombudsmann Bartłomiej Chmielowiec wurden im Spital von Nowy Targ die Rechte der betroffenen Frau verletzt. Der dortige Spitaldirektor ist ein Lokalpolitiker der EU-feindlichen Rechtsausenpartei Souveränis Polen, die in der PiS-Regierung als Juniorpartnerin den Justizminister stellt.

## Regierung gibt nicht nach

Demonstrantinnen in ganz Polen hielten am Mittwoch ein Porträt der Verstorbenen in die Höhe. «Wir wollen gebären, nicht sterben» und «Wir wollen Ärzte, keine Missionare» hiess es auf Transparenten beim landesweit grössten Umzug in Warschau. In Nowy Targ kam es zu einer kleinen Protestversammlung mit einer Schweigeminute.

Die Regierung hatte kurz zuvor die Einsetzung einer Expertenkommission versprochen, die neue, genaue Anweisung für Gynäkologen ausarbeiten soll, um solche Todesfälle in Zukunft zu verhindern. Gleichzeitig machte sie klar, dass sie am verschärften Abtreibungsgesetz festhalten will. Frauenorganisationen in Polen bezweifeln den Sinn einer von PiS eingesetzten Expertenkommission. Solange es kein klares Signal der Staatsanwaltschaft gebe, dass Ärzte wegen Schwangerschaftsabbrüchen bei Lebensgefahr der Frau nicht mehr verfolgt würden, wie dies seit 2021 oft geschehen sei, erwarte sie keine Besserung, erklärte Kamila Ferenc vom Bund für Frauen und Familienplanung.

# Chinas Provinzen ächzen unter der Schuldenlast

Eingesparte Infrastrukturprojekte, gekürzte Löhne, erhöhte Studiengebühren: Der Unmut in der Bevölkerung wächst

FABIAN KRETSCHMER, PEKING

Nun hat auch die Stadtregierung von Shenzhen den Rotstift angesetzt: Von dem im April angekündigten Ausbau von 13 U-Bahn-Linien in der südchinesischen Metropole bleiben nurmehr neun übrig. Dies hat gemäss Medienberichten mit der finanziellen Misere der letzten zwei Jahre zu tun. Damit ist Shenzhen nach Nanjing, Chengdu und Hangzhou die vierte chinesische Stadt, die kürzlich ihre Pläne zum U-Bahn-Ausbau redimensionieren musste.

## Schwelende Immobilienkrise

Die hohe Verschuldung der Lokalregierungen in der Volksrepublik ist seit Jahrzehnten ein massives Problem. Während der Corona-Pandemie hat sich die Lage jedoch massiv verschärft: Die Kosten für die «Null Covid»-Strategie mussten nahezu ausschliesslich die Provinzen tragen. Das zeigt sich nun auch in den Statistiken: Betrogen die Schulden der Lokalregierungen vor zehn Jahren noch 18,6 Prozent des Bruttoinlandsprodukts,

ist dieser Wert im ersten Quartal 2023 auf 30,1 Prozent gestiegen.

Auch die schwelende Immobilienkrise macht den Lokalregierungen zu schaffen. Schliesslich ist der Verkauf von Grundstücken an Bauunternehmen eine ihrer Haupteinnahmequellen. Allein in den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres sind die entsprechenden Einnahmen in den 300 grössten Städten des Landes um 26 Prozent eingebrochen, wie eine Analyse des Forschungsinstituts China Index Academy ergeben hat. Die Verschuldung der Lokalregierungen macht sich längst im Alltag der Leute bemerkbar: Einerseits haben die meisten Provinzen jüngst die Gehälter ihrer Regierungsbeamten und Lehrer gekürzt. Andererseits ist es besonders in strukturschwachen Regionen zuletzt zu deutlichen Einsparungen beim Gesundheitssystem und im öffentlichen Nahverkehr gekommen.

Seit kurzem greifen die Lokalregierungen überdies zu oft fraglichen Massnahmen, um neue Einnahmequellen zu erschliessen. Letztes Jahr hatten europäische Firmen zunächst berichtet, die

Behörden im wirtschaftlich maroden Nordosten hätten sie für nicht belegte umweltrechtliche Verstösse gebüsst. Nun melden fast täglich wütende Bürger auf Chinas Online-Plattformen, sie seien zu absurden Geldstrafen verdonnert worden. So habe etwa ein Gastronom aus Shanghai eine Busse in der Höhe von 650 Euro bezahlen müssen, weil er ohne Lizenz einen Gurkensalat angeboten haben soll.

## Hohe Jugendarbeitslosigkeit

Solche willkürliche Gängeleien sorgen in der Bevölkerung für Unmut, und dieser wird teilweise auch nach aussen getragen. In der Stadt Wuhan haben sich beispielsweise trotz massivem Polizeiaufgebot Hunderte wütende Rentner in einem Park versammelt, um gegen eine Leistungskürzung bei der Krankenkasse zu protestieren.

Auch die Jugend bekommt die angespannte finanzielle Situation zu spüren – etwa wenn die Universitäten in Shanghai wie kürzlich die Studiengebühren um bis zu 50 Prozent erhöhen. Zudem hat

die Jugendarbeitslosigkeit in den Städten jüngst erstmals die 20-Prozent-Marke überschritten, die landesweite Dunkelziffer dürfte noch deutlich höher liegen.

Für die chinesischen Millennials ist diese Situation eine neue Erfahrung: Schliesslich hat sich der materielle Wohlstand im Land seit rund vier Jahrzehnten praktisch unentwegt verbessert. Die Löhne stiegen stetig an, in den Stadtzentren wurden gläserne Bürotürme und moderne Wohnsiedlungen errichtet, die Bahnhöfe wurden an das weltgrösste Schnellzugnetz angeschlossen.

Nun scheint das Wirtschaftsmodell der Volksrepublik, das in hohem Mass auf Schulden basiert, teilweise an seine Grenzen zu stossen. Die Zeiten mit Wirtschaftswachstumsraten von jährlich zehn Prozent scheinen passé. Ökonomen gehen davon aus, dass dieses von zurzeit sechs Prozent nun auf unter vier Prozent sinken könnte. Für eine Volkswirtschaft, deren Pro-Kopf-Einkommen erst kürzlich jenes von Russland überholt hat, könnte diese Verlangsamung schmerzhaft werden.

Weiterer Artikel auf Seite 27

# RENTE

BEZIEHEN ODER

# KAPITAL

FÜR SIE ARBEITEN LASSEN?

PRIVATE VERMÖGENSVERWALTUNG

Für ein selbstbestimmtes Leben:  
[swisslife-wealth.ch](http://swisslife-wealth.ch)

Scannen und mehr erfahren: 

# Macron könnte seine Premierministerin fallenlassen

Der französische Präsident hat mit seiner Rentenreform viel politisches Kapital verspielt – nun soll er planen, die Regierung umzubilden



Premierministerin Elisabeth Borne hat stets loyal zu Macron gehalten.

CHESNOT/GETTY

RUDOLF BALMER, PARIS

Am Montag ist ein Misstrauensantrag der linken Union Nupes gegen die französische Regierung von Premierministerin Elisabeth Borne klar abgelehnt worden. Damit scheiterte, wie erwartet, auch der 17. Versuch der Opposition, die Regierung zu stürzen. Bornes Voraussage, es gebe in der Nationalversammlung (in der die Regierungsparteien seit einem Jahr keine absolute Mehrheit mehr haben) keine «alternative Mehrheit», wurde mit dem Votum bestätigt. Von links hat Borne ausser Protesten nichts zu befürchten. Doch muss sie dennoch um ihren

Posten als Regierungschefin bangen. Die Gefahr kommt nicht von ihren verbitterten Gegnern, sondern von Kreisen um die Staatsführung. Darin zirkulieren gegenwärtig Gerüchte, gemäss denen noch vor der Sommerpause als politische «Flurbereinigung» eine Regierungsumbildung samt Nominierung eines neuen Premierministers ansteht.

Ähnliche Spekulationen und Intrigen gibt es gewiss fast ständig in der Classe politique. Dieses Mal aber ergeben sie Sinn. Denn der Konflikt um die Rentenreform ist jetzt nach rund sechs Monaten mit Streiks, Demonstrationen, Kontroversen in den Medien und den Parla-

mentskammern lautlos zu Ende gegangen. Der erfolglose Misstrauensantrag am 12. Juni war das letzte Rückzugsgefecht der Opposition, die so allenfalls das Gesicht wahren mochte.

## Besänftigung des Volkszorns

Denn noch immer lehnt es in Frankreich eine deutliche Mehrheit der Bevölkerung ab, dass die Regierung das Pensionierungsalter auf 64 Jahre angehoben hat und, mehr noch, wie sie das – dank verfassungsrechtlichen Mitteln ohne Votum der Abgeordneten – durchgesetzt hat. Auch für die Gewerkschaften, die selten vereint gegen diesen «Angriff auf soziale Errungenschaften» und die demokratischen Rechte gekämpft hatten, war der Aktionstag am 6. Juni der letzte einer langen Reihe.

Die Regierung hat gewonnen, aber dabei viel Kredit verloren. Emmanuel Macron hätte ein echtes Interesse daran, mit einer neuen Equipe für die «Rentrée» im September einen Neubeginn zu proklamieren. Doch soll ausgerechnet die Premierministerin, die in seinem Auftrag eine derart unpopuläre Politik durchdrücken musste und dabei nie einen Hauch Zweifel an ihrer Loyalität aufkommen liess, dafür ihren Posten verlieren? Dass der Premierminister vom Präsidenten zur Besänftigung des Volkszorns geopfert wird, hat in Frankreich eine lange Tradition.

Borne selber zeigt sich von den Gerüchten unbeeindruckt: In einem langen Interview mit «Le Figaro» hat sie am Donnerstag dargelegt, wie sie ihre Pläne und Aufgaben als Regierungs-

chefin in den kommenden Monaten sieht. «Aufgeben ist nicht Bestandteil meiner DNA», lautete ihre knappe Antwort auf die Frage, ob sie immer noch die richtige Person für das Amt sei.

Auch andere Regierungsmitglieder stehen auf der Abschlusliste. Namentlich Macrons ehemalige Sprecherin und derzeitige Staatssekretärin für Sozial- und Solidarwirtschaft Marlène Schiappa. Sie hatte bereits mit einem Interview im «Playboy» für Schlagzeilen gesorgt. Am Mittwoch musste sie vor einer Untersuchungskommission des Senats Auskunft geben. Sie steht im Verdacht, bei der Vergabe von Subventionen Begünstigung betrieben zu haben.

Andere Minister blieben, wie beispielsweise Umweltminister Christophe Béchu, derart farblos, dass ihr Abgang kaum bemerkt würde. Und natürlich gibt es umgekehrt, namentlich mit Innenminister Gérald Darmanin und Wirtschaftsminister Bruno Le Maire, ehrgeizige und prominente Politiker, die lieber heute als morgen Premierminister anstelle von Borne werden wollen.

## Sarkozy als Premierminister?

Die eigentliche Frage aber ist, mit welcher Mehrheit Macron in den noch fast vier verbleibenden Jahren seine Präsidentschaft fortsetzen will oder kann. Er wird dabei nicht um die konservative Fraktion der Républicains (LR) herumkommen. In den letzten Monaten brauchte Macron immer wieder punktuelle Unterstützung eines Teils der LR-Abgeordneten bei wichtigen Abstimmungen. Wäre es da nicht sinnvoller,

gleich eine Allianz oder eine Koalition zu bilden, damit nicht jede Abstimmung eine Zitterpartie wird? Über diese strategische Frage sollen die Kader der Macron-Partei Renaissance (vormals La République en marche) am kommenden Mittwoch beraten.

Der Preis für eine Allianz wäre bestimmt hoch: Für eine Regierungsbeteiligung dürfte LR nicht nur wichtige Ministerien für sich beanspruchen, sondern womöglich sogar das Amt des Premierministers. Und wer käme infrage und hätte das Format? Ex-Staatspräsident Nicolas Sarkozy wäre vermutlich der Einzige. Er wurde in letzter Zeit mehrfach zu Beratungen mit Macron in den Élysée-Palast eingeladen. Doch würde er es akzeptieren, die zweite Geige zu spielen?

Nach zwei Verurteilungen und weiteren bevorstehenden Gerichtsterminen hätte er andererseits alles Interesse, sich gut mit der Staatsspitze zu stellen. Mit einem Vorschlag für ein neues Asyl- und Immigrationsgesetz möchte LR die Regierungspolitik zudem nach rechts ziehen. Das ist ein Test, der prompt bei den Macronisten Spannungen schafft.

Der historische Verbündete des heutigen Staatschefs, der Zentrumsdemokrat François Bayrou, warnt seinen Freund davor, zu weit nach rechts zu rücken. Macron riskiere den Verlust seiner «politischen Kohärenz», wenn er seine Position des Sowohl-als-auch mit einem Rechtsrutsch aufgeben. Angesichts dieser komplexen Ausgangslage hat Borne, vielleicht faute de mieux, doch gute Aussichten, Regierungschefin zu bleiben, zumindest einmal bis zum Herbst.

ANZEIGE

**Andrea Chénier**  
Oper von Umberto Giordano

**Erscheinen**  
Tanzstück von Kinsun Chan

**Konzerte**  
Révolutionnaire

18. St. Galler Festspiele  
23. Juni bis 7. Juli 2023

Hauptsponsoren: CREDIT SUISSE, helvetia, Susanne und Martin Knechtli-Kradolfer-Stiftung, ALPINA GROUP (St. Gallen | Widnau | Chur)

Medienpartner: TAGBLATT, Neue Zürcher Zeitung, LEADER

www.stgaller-festspiele.ch

# «Manchmal denke ich: Wofür haben wir überhaupt gekämpft?»

Libyen ist ein Land im Griff von mächtigen Milizen – ihr Einfluss reicht tiefer, als es den Revolutionären von einst lieb ist

DANIEL BÖHM (TEXT), DOMINIC NAHR (BILDER), TRIPOLIS UND ZINTAN

Die jungen Männer auf den Mofas sind eigentlich zu jung, um sich an Muammar al-Ghadhafi zu erinnern. Trotzdem sehen sie sich offenbar nach der Herrschaft des Diktators zurück. «Damals herrschte Ordnung», sagt Omar, ein 19-jähriger Student. Seine Freunde nicken. Hinter ihnen leuchten die Lichter des Märtyrerplatzes in der Nacht. Familien gehen zwischen Ballonverkäufern spazieren. Auf der anderen Seite, jenseits der Schnellstrasse, rauscht das Meer.

Nach Jahren des Krieges herrscht in Libyen zurzeit ein fragiler Frieden. Omar und seine Freunde können deshalb ungestört mit ihren Rollern im Stadtzentrum von Tripolis enge Kurven fahren und Brems Spuren auf dem Asphalt hinterlassen. Glücklicherweise sind sie trotzdem nicht. «Heutzutage trägt hier fast jeder eine Waffe», sagt Omar. «Wenn du jung bist und keine Ausbildung oder Geld hast, dann trittst du einer Miliz bei. Denn die Milizen kontrollieren alles in Libyen.»

Libyen hat eine international anerkannte Regierung, die Staatsgäste empfängt, Visa erteilt und auf dem Weltmarkt Öl und Gas verkauft. Die Macht im Staat liegt jedoch woanders: bei den Milizen und bewaffneten Gruppen, die das Land untereinander aufgeteilt haben. Seit den finsternen Jahren nach dem Sturz des Langzeitdiktators Muammar al-Ghadhafi 2011 bestimmen sie allein über Krieg und Frieden.

## Keine zentrale Autorität

Wer heute in der Hauptstadt Tripolis ankommt, trifft zwar nicht mehr auf Pick-ups voller Bewaffneter. Trotzdem sind die Milizen überall präsent: am Flughafen von Mitiga, wo sie die wenigen Besucher aus dem Westen argwöhnisch beäugen. An den Checkpoints, wo sie einen in ruhigen Zeiten lässig durchwinken. Und im Zentrum der Macht, wo ihre Chefs längst Ministerien führen und Geld verteilen.

Libyen ist nicht das einzige Land im Nahen Osten, wo Bürgerkrieg und wirtschaftlicher Niedergang ein Machtvakuum entstehen liessen, das von Milizen ausgefüllt wird. In Libanon ist es der von Iran unterstützte Hizbullah. In Jemen herrschen neben den Bergkriegern der Huthi unzählige weitere Gruppen. Sogar in Asads Syrien gewinnen skrupellose Kriegsgewinnler mit ihren Privatarmeen immer mehr Macht.

«Unsere Politiker haben wenig Kontrolle über den Staat», sagt Naji al-Mukhtar. Der 42-Jährige sitzt in seinem Büro in einem schmucklosen Neubau im Zentrum von Tripolis. Er ist der stellvertretende Chef des Hohen Staatsrates, eines Beratungsgremiums, welches ein Friedensabkommen zwischen West- und Ostlibyen vorantreiben soll. Momentan ist er aber vor allem damit beschäftigt, die wahren Herrscher des Landes an einen Tisch zu bekommen.

«Es ist nicht einfach, mit den Milizenchefs zu verhandeln», sagt Mukhtar. «Viele von ihnen sind ungebildet.» Zudem vertrauen die verschiedenen Kriegsfürsten einander nicht. Immer wieder kommt es zu Machtkämpfen und Scharmützeln. Trotzdem versucht Mukhtar zu vermitteln. «Unser Ziel ist es, eine Art Rat mit einem Vertreter aus jeder Miliz zu bilden, um so in Zukunft Streit schlichten zu können.» Am Ende sollen die verschiedenen Gruppen in eine neue Armee überführt werden.

Das ist bis anhin ein frommer Wunsch, denn in Libyen gibt es keine zentrale Autorität. Sogar die schwache, international anerkannte Regierung ist zu ihrem Schutz auf Milizen angewiesen. Ghadhafi hatte das Land jahrzehntlang wie ein Feudalherr geführt und sämtliche Institutionen geschleift. Als der Diktator 2011 mithilfe der Nato von einer Rebellenkoalition gestürzt wurde,



Die jungen Männer können in Tripolis zwar ungestört mit ihren Mofas herumkurven – sicher fühlen sie sich trotzdem nicht.



Autobahn in Tripolis. Die Milizen der Hauptstadt bedienen sich aus der Staatskasse und übernehmen die Aufgaben der Polizei.

«Die westliche Demokratie funktioniert hier nicht. Libyen braucht einen starken Mann, der für Ordnung sorgt.»

Naji al-Mukhtar  
Stellvertretender Chef  
des Hohen Staatsrates

hinterliess er deshalb nichts ausser Öl, Gas und Waffen.

In der Folge kam es zu einem blutigen Bürgerkrieg um Macht und Ressourcen. Er spaltete das Land in zwei Teile: Im Osten herrscht seither der von Russland und den Golfstaaten unterstützte Kriegsherr Khalifa Haftar, der inzwischen sogar eine eigene Regierung gebildet hat. Im Westen konkurrieren sich unzählige Gruppen. «Dass die verschiedenen Milizen dabei Hilfe von ausländischen Mächten bekommen, macht die Lage noch schlimmer», sagt Mukhtar.

## Milizenchef wird Innenminister

Wie so oft spülte das Chaos dabei ebenso finstere wie schillernde Figuren an die Oberfläche. Da war zum Beispiel Haitham al-Tajouri, den alle nur «Mister Armani» nannten, wegen seiner Vorliebe für elegant geschnittene italienische Anzüge. Der ehemalige Taxifahrer verspekulierte sich allerdings in einem der blutigen Machtkämpfe in Tripolis und verlor seine Macht genauso schnell, wie er sie gewonnen hatte.

In der Kleinstadt Tarhuna schwangen sich derweil die kleinkriminellen Kani-Brüder zu neuen Herrschern auf und errichteten ein Schreckensregime. Sie fuhren mit Löwen auf den Ladeflächen ihrer Geländewagen durch die Stadt, folterten und töteten nach Gutdünken. Aber auch die Kanis verloren ihr Mini-Fürstentum, als sie sich in einem der zahlreichen Konflikte auf die falsche Seite schlugen und vertrieben wurden.

Am Ende blieben nur die Mächtigsten und Geschicktesten übrig. Die Truppen der Hafenstadt Misrata zum Beispiel oder die Islamisten von der Rada-Miliz, die den Osten von Tripolis kontrollieren. Und natürlich Imad al-Trabulsi, der Herrscher über West-Tripolis und derzeitige Innenminister. Die neuen Bosse bekämpfen sich kaum noch. Stattdessen bedienen sie sich aus der Staatskasse, machen Geschäfte und übernehmen die Aufgaben von Polizei und Militär.

So schreitet Trabulsi gleich hinter Ministerpräsident Abdulhamid al-Dbaiba die Ehrenformation ab, als dieser Italiens Regierungschefin Giorgia



Meloni im Januar in Tripolis zum Staatsbesuch empfängt. Der einstige Kriegsherr trägt einen dunklen Anzug und ist von Beratern umgeben. Nur in seinem finsternen, von einem Bart umrahmten Gesicht spiegelt sich noch seine Vergangenheit als skrupelloser Soldatenführer.

Trabulsi, der vor dem Krieg angeblich Metzger war, stammt ursprünglich aus Zintan, einer Bergregion südlich von Tripolis. Ein Besuch dort zeigt, wie tief die Milizen inzwischen in Libyen verwurzelt sind. Die Berge ragen hier wie ein einziger riesiger Felsblock aus der flachen Küstenebene empor. Von der Strasse, die in engen Kurven hinauf in das karge Hochland führt, kann man fast bis nach Tripolis blicken.

Die Bewohner dieser Bergfeste gehörten zu den Ersten, die sich 2011 gegen Ghadhafi erhoben. Trotzdem beherbergten sie später den Sohn des gefallenen Diktators, Saif al-Islam. «Wir sind eben unabhängig und frei. Zintan trifft seine eigenen Entscheidungen», erklärt Scheich Ali Yousef, einer der Stammesältesten, der ein traditionelles Gewand trägt und sich in der neu errichteten Kommunalverwaltung eingefunden hat.

Nach dem Sturz Ghadhafis haben die Kämpfer aus Zintan unzählige weitere Schlachten geschlagen. Teilweise fanden sich die Bergkrieger dabei sogar auf verschiedenen Seiten wieder. Bei den Beerdigungen der Gefallenen kommen die verfeindeten Milizionäre in Zintan trotzdem wieder zusammen. «In Zintan ist jeder frei, das zu tun, was er will», sagt Yousef, der immer wieder zwischen den Gruppen schlichtet. «Aber gekämpft wird hier nicht.»

## Wenig Arbeit auf dem Land

Auch in den Bergen haben sie inzwischen erkannt, dass es so nicht weitergehen kann. «Der Kampf ist zu einem Selbstzweck verkommen, zu einem Streit um Macht und Geld», sagt ein Kämpfer der ersten Stunde, der seinen Namen nicht nennen und auch nicht fotografiert werden will. Der Mann ist nach dem Sturz Ghadhafis in sein Heimatdorf zurückgekehrt und hat die Waffe niedergelegt. «Ich bin ein Revolutionär, kein Söldner», sagt er. «Manchmal denke ich daher: Wofür haben wir überhaupt gekämpft?»

Die Alten in Zintan sagen, sie versuchten die jungen Männer davon abzuhalten, zu den Milizen zu gehen. Aber das ist schwer: In der ländlich geprägten Region gibt es wenig Arbeit, unten in Tripolis hingegen locken die bewaffneten Gruppen mit Sold und Macht. Nicht zuletzt ist es auch das Geld der Regierung in der Hauptstadt, welches die Bergprovinz am Leben erhält.

Ohne einen Staat, der über eigene Sicherheitskräfte verfügt, wird Libyen nie aus der Dauerkrise herauskommen. «Doch dazu müssen uns die fremden Mächte endlich in Ruhe lassen», sagt Mukhtar vom Hohen Staatsrat in Tripolis. Nach dem Chaos der vergangenen zwölf Jahre sieht der Politiker für sein Land nur eine Lösung: «Die westliche Demokratie funktioniert hier nicht. Libyen braucht vor allem eines: einen starken Mann, der für Ordnung sorgt.»

DAVID VONPLON, ERICH ASCHWANDEN

Im März 2020 stand die Schweiz still. Der Bundesrat hatte in der ersten Welle der Corona-Pandemie einen Lockdown verfügt. Auf einen Schlag sahen sich unzählige Betriebe in ihrer Existenz bedroht. Innerhalb von wenigen Tagen gleiste der Bund als ersten Rettungsschirm ein Kreditprogramm für kleinere und mittlere Unternehmen auf, dazu kamen die Kurzarbeit sowie die Möglichkeit, Härtefallgelder zu beantragen.

«Wir wollen das Problem möglichst unverkrampft angehen», erklärte damals der zuständige Finanzminister Ueli Maurer. Konkret hiess dies: Unternehmen erhielten von März bis Ende Juli 2020 innerhalb von 15 Minuten einen Kredit von bis zu einer halben Million Franken – ausfüllen mussten sie dazu nur ein A4-Blatt. Gleichzeitig wurde Betrieben, deren Umsatz wegen des Lockdowns wegbrach, im Schnellverfahren A-fonds-perdu-Beiträge in Millionenhöhe ausbezahlt.

### Risiken heruntergespielt

Die Gefahr, dass die lockere Vergabe der Kredite Betrüger anziehen könnte, spielte der Bundesrat herunter. Maurer sagte bei der Präsentation seines Programms: «Missbrauch ist praktisch ausgeschlossen, davon bin ich grundsätzlich überzeugt.»

Gut drei Jahre später zeigt sich, dass der SVP-Magistrat mit dieser Einschätzung falsch lag. Die grosszügig verteilten Bundesgelder – sie beliefen sich insgesamt auf rund 39 Milliarden Franken – haben zwar viele Betriebe vor dem Konkurs gerettet und Beschäftigte vor der Entlassung. Das locker sitzende Geld rief jedoch auch Tausende Profiteure und Betrüger auf den Plan. Nicht nur, aber auch wegen Missbräuchen, rechnet der Bund allein bei den Überbrückungskrediten mit Ausfällen in der Höhe von bis zu 1,7 Milliarden Franken.

Nötig wäre daher, dass die zuständigen Bundesstellen mit Nachdruck darauf pochen, dass möglichst viel Geld wieder in die Bundeskasse zurückkommt. «Fehler und Missbräuche passieren, wenn so schnell so viel Geld ausbezahlt wird», sagt Brigitte Christ, bei der Eidgenössischen Finanzkontrolle (EFK) für die Prüfung der Covid-Hilfen zuständig. «Dies bedingt allerdings auch, dass man später aufräumt – und Hinweisen konsequent nachgegangen wird.»

Doch zeigt sich, dass der Bund nur wenig Interesse daran zu haben scheint. «Wir stellen allenthalben eine Corona-Müdigkeit fest», konstatiert Christ, «man möchte das Thema abschliessen.» Im einen Amt heisse es, weitere Kontrollen seien viel zu aufwendig und teuer, im anderen werde moniert, dass es keinen Sinn ergebe, die Leute jetzt noch zu bestrafen.

### Bund muss bürgen

Zweifelloos am grössten ist das Schadenspotenzial bei den Überbrückungskrediten. Von März bis Ende Juli 2020 vergaben Banken 138 000 Kredite mit einem Volumen von knapp 17 Milliarden Franken, die der Bund mit einer Bürgschaft absichert. Davon ausstehend sind Stand heute rund 9 Milliarden Franken.

Wie gross die Ausfälle sein werden, wird sich definitiv erst in ein paar Jahren zeigen, wenn Maurers Kreditprogramm ausläuft. Bereits jetzt jedoch kündigt sich an, dass ein Milliardenabschreiber resultieren wird. So rechnet der Bund damit, dass er für nicht weniger als 11 Prozent der Kredite bürgen müssen, was einem Verlust von maximal 1,7 Milliarden Franken entspricht.

Kann ein KMU seinen Kredit nicht mehr bedienen, gehen die ausstehenden Forderungen von der Bank auf die vom Bund eingesetzten Bürgschaftsorganisationen über. Diese müssen dann die ausstehenden Forderungen eintreiben, während den Banken kein Schaden erwächst. Bis Ende Mai fand in 11 000 Fällen mit einem Volumen von 800 Millionen Franken eine solche sogenannte «Honorierung» einer Bürgschaft statt. Ein Teil dieser ausstehenden Forderungen dürfte wieder eingebracht werden können. Für die meisten Forderungen – wohl gegen 90 Prozent – wird am Schluss voraussichtlich der Bund aufkommen müssen.



Läden runter und auf die Bundesgelder warten, hiess die Devise für viele Restaurants während des ersten Corona-Lockdowns. K. HOFER/NZZ

## Ueli Maurers vergiftetes Erbe

*Bei den Corona-Geldern kam es zu Missbrauch im grossen Stil. Die Lust der Behörden, gegen die Betrüger vorzugehen, hält sich in Grenzen*

Für Brigitte Christ ist klar: Angesichts des betragsmässig hohen Ausfallrisikos müssten der Bund und die Banken nun mit Nachdruck auf eine konsequente Amortisierung pochen. Oder zumindest zusätzliche Anreize setzen, damit die Unternehmen die Kredite möglichst rasch zurückzahlen. Denn: «Je länger die Kredite ausstehend sind, desto ungewisser wird es, ob sie zurückbezahlt werden können.»

Die Banken und der Bundesrat jedoch zeigen sich gegenüber den kreditnehmenden Unternehmen von der grosszügigen Seite. Ihnen wurde vor einem Jahr eingeräumt, dass sie den Start für die Rückzahlungen aufschieben können. Allerdings müssen die Firmen seither auch einen Zins von 1,5 bis 2 Prozent auf den ausstehenden Krediten berappen. Ausserdem dürfen sie keine Dividenden ausschütten, solange nicht alles Geld zurückbezahlt ist.

Ein beträchtlicher Teil der zu erwarteten Kreditausfälle geht auf betrügerische Aktivitäten zurück. Ende Mai summierte sich der Betrag an poten-

Allein bei den Überbrückungskrediten rechnet der Bund mit Ausfällen in der Höhe von bis zu 1,7 Milliarden Franken.

ziell missbräuchlich verwendeten Covid-Krediten auf über 320 Millionen Franken. Von den insgesamt über 2000 eingereichten Strafanzeigen fielen allein 460 auf den Kanton Zürich. Am meisten Delikte wurden im Baugewerbe begangen, doch auch in der Gastronomie und im Detailhandel gab es zahlreiche Verstösse, wie eine Auswertung der bereits abgeschlossenen Fälle zeigt.

Da sich viele potenzielle Betrugsfälle erst in Abklärung befinden oder von den Behörden noch gar nicht aufgenommen wurden, wird die Deliktsumme in den kommenden beiden Jahren noch deutlich ansteigen. Auch dürfte die tatsächliche Zahl der Vergehen viel höher sein, weil das Seco – auch das kritisiert die Finanzkontrolle in scharfen Worten – bei einer Rückzahlung des Kredits die meisten Fälle ohne Strafanzeigen bereinigt.

### Auffälligkeiten bei Härtefällen

Deutlich weniger Ungereimtheiten stellten die Behörden bei den ausbezahlten Härtefallgeldern fest. Von den gut 5 Milliarden Franken, die in Form von A-fonds-perdu-Beiträgen an rund 35 000 Gastro- und Beherbergungsbetriebe, Detailhändler und andere KMU flossen, besteht ein solcher Verdacht bloss bei rund 200 Fällen. Nur gerade in 21 Fällen konnte ein Missbrauch bestätigt werden. Das Seco führt diese tiefe Quote darauf zurück, dass die Hürden für den Erhalt dieser Unterstützung höher gewesen seien als für den Erhalt einer Solidarbürgschaft beim Bund.

Das ist jedoch nur die halbe Wahrheit. Christ geht davon aus, dass die tatsächlichen Zahlen deutlich höher liegen. «Wenn die Kantone grösstenteils Gelder aus der Bundeskasse auszahlen, besteht inhärent ein geringerer Anreiz, Fehler und Missbräuche zu verfolgen.» Die stellvertretende EFK-Direktorin betont, dass die Härtefallhilfen aufgrund ihrer äusserst komplexen Ausgestaltung deutlich anfälliger für Missbräuche seien als etwa die Überbrückungskredite.

Da sich die Verfahren zur Ausrichtung der Härtefallhilfen zudem auch nach kantonalem Recht richteten, ist es laut Christ nur bedingt möglich, die Angaben der Unternehmen etwa mit den Mehrwertsteuerumsätzen der Eidgenössischen Steuerverwaltung abzugleichen. Anders als bei den Überbrückungskrediten fehlt damit bei den Härtefallhilfen eine griffige datenbasierte Unterstützung der Missbrauchskontrolle.

Eine Prüfung der EFK brachte derweil ans Licht, dass etliche Betriebe,

die Härtefallgelder bezogen, sich auch bei der Ausschüttung der Dividenden nicht ans Gesetz hielten. So fanden die Finanzaufsichter heraus, dass allein im ersten Halbjahr 2022 80 Unternehmen ihre Aktionäre auszahlen, obwohl dies streng untersagt war. Bei den Firmen, die vom Bund verbürgte Kredite beanspruchen, zeigt sich ein ähnliches Bild: Im selben Zeitraum hatten mehr als 160 Unternehmen trotz Verbot Dividenden in der Höhe von 24 Millionen Franken ausbezahlt.

## Whistleblower am Werk

Der dritte grosse Brocken bei den Corona-Hilfen sind mit einem Volumen von 15 Milliarden Franken die Kurzarbeitsentschädigungen. Auch hier gestaltet sich die Aufdeckungsarbeit zäh. Denn um eine rasche Auszahlung der Gelder zu gewährleisten, wurde im Frühling 2022 ein vereinfachtes Abrechnungsverfahren eingeführt, das kaum Rückschlüsse auf Fehler und Missbräuche ermöglicht.

Dass eine Aufarbeitung der Fälle in diesem Bereich trotzdem eminent wichtig ist, zeigt sich an den gut 2000 Hinweisen von Whistleblowern, die beim Bund eingegangen sind. In nicht weniger als 65 Prozent der abgeklärten Fälle wurde ein Missbrauch festgestellt. Bis Ende 2022 konnten auf diese Weise 80 Millionen Franken zurückgefordert werden. Auch hier hält bei den zuständigen Behörden der Schlenker Einzug. Christ sagt: «Wenn es in einem Fall «nur» um ein paar Tausend Franken geht, kann man schon mal hören, dass sich eine Verfolgung nicht lohne.» Das dürfe nicht sein.

## Erfundene Corona-Tests

Lug und Trug im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie ist kein schweizerisches Phänomen. Besonders dreist ging eine Bande im Raum Köln vor. Sie soll mit erfundenen Corona-Tests mehr als 16 Millionen Euro erschlichen haben. Dies, ohne überhaupt ein einziges Testzentrum zu betreiben. In der Schweiz ist kein Fall mit solchen Dimensionen bekannt. Doch auch hier haben Leistungserbringer Tests abgerechnet, die nie gemacht wurden.

Die Rolle des Bundesamtes für Gesundheit (BAG) wurde von der EFK noch im letzten September stark kritisiert. So seien dem BAG per April letzten Jahres nur gerade 16 Missbrauchsfälle bekannt gewesen – bei einem Vo-

lumen von damals über 21 Millionen Corona-Tests. «Die Ambition, Gelder wieder hereinzuholen, war beim BAG deutlich geringer als in anderen Ämtern», stellt Brigitte Christ fest. «Das zeigen die Stellungnahmen des BAG zu unseren Empfehlungen, die die damaligen Massnahmen als grundsätzlich ausreichend einstufen.»

Die ursprüngliche Widerborstigkeit des Amtes verblüffte die stellvertretende EFK-Direktorin besonders, weil das BAG über die notwendigen Kontrollinstrumente verfügen würde. «Es gab allerdings einen Fehler im System», sagt Christ. So hätten nicht alle Getesteten Abrechnungen erhalten und daher keine Gelegenheit gehabt, diese zu kontrollieren.

Bei den Krankenversicherern meldeten sich nämlich zahlreiche Patientinnen, die Abrechnungen von Corona-Tests erhalten haben, die mehrfach in Rechnung gestellt oder gar nicht durchgeführt wurden. «Aufgrund von Kontrollen der Krankenversicherer vermuten wir teilweise auch betrügerische Absichten. Diese Fälle melden wir regelmässig dem BAG», erklärte ein Santéuisse-Sprecher gegenüber SRF.

Dass manches im Argen lag, zeigt eine Mitteilung des Bundesrates vom April 2023. Die Landesregierung bekräftigte damals öffentlich, was eigentlich eine Selbstverständlichkeit ist, nämlich dass Missbräuche bekämpft würden. Inzwischen hat sich einiges getan. Das BAG hat ein Team aufgebaut, um Missbräuche aufzudecken. Auch ein entsprechendes Konzept existiert inzwischen. Bis im April hatte das BAG erste Verfügungen zu mutmasslich ungerechtfertigten Rechnungen erlassen. Dabei geht es um Beträge in der Höhe von 1,8 Millionen Franken. Ein kleiner Betrag angesichts der rund 4,4 Milliarden, die der Bund für Corona-Tests ausgegeben hat.

Die EFK will daher den Druck aufrechterhalten und die weitere Entwicklung verfolgen. Das gilt nicht nur für das BAG, sondern für alle involvierten Behörden. «Auch wenn man es nicht gerne hört: Missbrauch und Fehler sind vorgekommen. Weil so horrend Summen ausbezahlt wurden, drohen dem Bund dreistellige Millionen- oder gar Milliardenbeträge zu entgehen», sagt Brigitte Christ. Im Zentrum stehen müsse stets die Botschaft, dass sich Missbrauch nicht lohne. Sie ist überzeugt: Schaut der Bund nicht genau hin, werden sich viele sagen, beim nächsten Mal greife ich wieder zu.

# Hacker stehlen Daten der Bundesverwaltung

Die Gruppe Play veröffentlicht mutmasslich auch vertrauliche Steuerangaben im Darknet

JESSICA EBERHART, SIMON HUWILER

Neben der grossangelegten Attacke auf das Parlament im Vorfeld der Rede des ukrainischen Präsidenten Wladimir Selenski kämpft der Bund nun mit einem viel gravierenderen Angriff: Zahlreiche Verwaltungseinheiten sind indirekt das Opfer einer Ransomware-Bande geworden.

Bereits am 23. Mai wurde bekannt, dass bei der Schweizer Firma Xplain Daten gestohlen wurden. Seither laufen die internen Abklärungen beim Bund auf Hochtouren. Denn das Unternehmen Xplain ist ein IT-Dienstleister, der hauptsächlich auf die Entwicklung von Softwarelösungen für Behörden spezialisiert ist – auch viele sensitive Einheiten der Bundesverwaltung zählen zu den Kunden der betroffenen Firma.

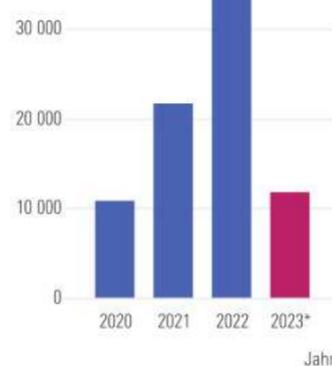
Hinter dem Angriff steckt die Ransomware-Bande Play. Sie ist weltweit derzeit eine der aktivsten Cybercrime-Gruppierungen, die sich auf den Diebstahl von Daten und Erpressung spezialisiert haben. Mehrere Institutionen in der Schweiz, unter ihnen die Westschweizer Gemeinde Saxon, die Medienhäuser NZZ und CH Media und die Energiefirma Energie Pool Schweiz sind in letzter Zeit Opfer ihrer Angriffe geworden.

## Ein Datensatz von 900 Gigabyte

Am Mittwoch bestätigte das Eidgenössische Finanzdepartement, dass auch etliche «operative Daten» von Behörden und Organisationen betroffen seien. Was genau unter diesem Begriff zu verstehen ist, wird in den nächsten Tagen wohl klarer werden. Denn die Cyberkriminellen haben ihre Drohung umgesetzt: In der Nacht auf Mittwoch hat die Hackergruppe Play über 900 Gigabyte an Daten im Darknet publiziert, was mutmasslich den gesamten entwendeten Datensatz umfasst. Im Fachjargon

## Cyberangriffe auf Unternehmen und Verwaltung nehmen zu

Beim Zentrum für Cybersicherheit (NCS) eingegangene Meldungen 2020 bis 2023



\* 2023 nur bis April. Das Zentrum wertet Meldungen zu Cybervorfällen seit 2020 statistisch aus. Es besteht keine generelle Meldepflicht.

QUELLE: NCS

NZZ / bsk

handelt es sich demnach um einen «full dump». Bisher waren nur Bruchstücke davon veröffentlicht worden.

Die Hackergruppe vermeldet, dass die veröffentlichten Daten «private und persönliche vertrauliche Daten, Finanzen, Steuerinformationen und private Informationen von Kunden» enthalten würden. Um dies zu bestätigen und festzustellen, ob die Publikation weiterreichende Auswirkungen für die Bundesverwaltung haben könnte, müssen die Daten gesichtet und analysiert werden. Bislang hat sich das Nationale Zentrum für Cybersicherheit nicht weiter zu den veröffentlichten Daten geäussert. Auf Anfrage hiess es, man warte darauf, dass alle Datensätze vollständig heruntergeladen würden.

Erste Untersuchungen der NZZ zeigen jedoch, dass eine breite Palette von Daten von Organisationen innerhalb und ausserhalb der Bundesverwaltung betroffen ist. Die bisher gesichteten Stichproben umfassten vorwiegend Dokumentationen und Spezifikationen im Zusammenhang mit der Entwicklung von Software. So finden sich beispielsweise Log-Dateien und Fehlerberichte des im Jahr 2020 neu eingeführten Systems des Bundes, das zur Erfassung von biometrischen Daten wie Fingerabdrücken, Unterschriften und Gesichtsbildern benutzt wird.

Hinzu kommen zahlreiche Projektpläne, Anforderungskataloge und Installationsanweisungen von diversen bundesnahen Betrieben wie etwa der SBB-Transportpolizei bis hin zur Software für eine Gemeindepolizei. Die bisher untersuchten Daten können daher vor allem für Personen mit Fachkenntnissen im Bereich Sicherheitssysteme von grossem Interesse sein. Im Darknet sind auch persönliche Verzeichnisse von Mitarbeitenden von Xplain aufgetaucht – weitere personenbezogene Daten waren in den untersuchten Daten jedoch bisher nicht vorhanden. Allerdings handelte es sich dabei lediglich um eine Stichprobe.

## Zeitraubende Untersuchung

Die weiteren Abklärungen gestalten sich langwierig und anspruchsvoll. Die Herausforderung besteht in der enormen Datenmenge. Die Verbindung zum Server ist langsam und bricht immer wieder ab. So dürfte es ungefähr eine Woche dauern, um ein genaueres Bild über das Ausmass zu erhalten. Was bereits jetzt deutlich wird, ist allerdings, dass die Zahl der Cyberangriffe auf Unternehmen, Verwaltungen und Medien rasant zunimmt.

Mitarbeit: Christof Forster

# Viermal Nein

Der Ständerat stimmt erneut gegen Containerdörfer

DAVID BINER, BERN

Nun ist es endgültig: Der Ständerat hat den Nachtragskredit für die Erstellung von provisorischen Asylunterkünften auch ein viertes Mal abgelehnt. Die kleine Kammer musste am Donnerstag entscheiden, ob sie der Einigungskonferenz der beiden Finanzkommissionen folgen will. Diese hatten sich im Vorfeld knapp darauf geeinigt, dass das Parlament zumindest die Hälfte der ursprünglich geforderten 132 Millionen Franken nachschliessen solle. Mit dem Geld wollte die zuständige Justizministerin Elisabeth Baume-Schneider auf Armee-Arealen Containerdörfer erstellen lassen. Die SP-Bundesrätin und mit ihr das Staatssekretariat für Migration (SEM) gehen davon aus, dass die Zahl der Asylgesuche in der zweiten Jahreshälfte rapide ansteigen wird. Der Ständerat lehnte den Vorschlag mit 23 zu 19 Stimmen und einer Enthaltung ab.

## Erst Kapazitäten ausschöpfen

Die bürgerliche Mehrheit bestehend aus SVP und grossen Teilen der Mitte sowie FDP verlangen vom Bundesrat, dass er zuerst die bestehenden Kapazitäten ausschöpft, bevor neue Notunterkünfte erstellt werden – zumal die betroffenen Kantone und die jeweiligen Gemeinden bei den Standortentscheidungen nicht hätten mitreden können. Die Ratslinie hat am Donnerstag noch versucht darzulegen, dass die vorhandenen Schutzanlagen für die Unterbringung von Asylsuchenden nicht in dem Mass geeignet wären, wie die Bürgerlichen behaupten würden. Vergebens.

Neben technischen und betrieblichen Argumenten rund um die Notunterbrin-

gung ging es bei den zähen und harten Debatten der letzten Wochen nicht zuletzt um Grundsätzliches. Im Lauf der Sommersession spitzte sich ein regelrechter Machtkampf zu, zwischen den Bürgerlichen im Ständerat auf der einen Seite und dem Bundesrat, der Verwaltung sowie dem Nationalrat auf der anderen. Auch die Kantone, Städte und Gemeinden wurden hineingezogen.

Während die Befürworter der angeordneten Notlösung vor allem die Weit-

stossen dürfte. Die Kontrolle über die sich seit über einem Jahr zuspitzende Situation im Asylwesen droht der im Dezember gewählten Magistratin zu entgleiten – und das im Wahljahr. Zur bürgerlichen Kritik an der Amtsführung der SP-Bundesrätin kommen nun auch schon erste Nebengeräusche im eigenen Stab. Baume-Schneiders stellvertretende Generalsekretärin hat ihren Dienst nach nur gerade fünf Monaten wieder quittiert, «aus persönlichen Gründen», wie es in der Medienmitteilung heisst.

## Der Justizministerin droht die Kontrolle über die sich zuspitzende Situation im Asylwesen zu entgleiten.

sicht des Bundesrats hervorhoben und vor einer Asylkrise spätestens im Herbst warnten, kritisierten die bürgerlichen Ständeräte das Vorgehen der zuständigen Justizministerin. Baume-Schneider und das SEM, so der heftige Vorwurf, würden quasi eine neue De-facto-Notrechtssituation schaffen, statt sich an das bestehende Gesetz zu halten. Mit dem vierten und endgültigen Nein des Ständerats steht Baume-Schneider jedenfalls mit leeren Händen da.

## Baume-Schneider im Gegenwind

Die Jurassierin muss jetzt die Kantone verstärkt in die Pflicht nehmen, was wiederum auf breiten Widerstand

## Covid-Hilfen: Über die Hälfte der Kredite ist weiterhin offen

In Milliarden Franken (Stand: 7. 6. 2023)

● Vollständig zurückbezahlt ● Noch ausstehend ● Bürgschaft beansprucht

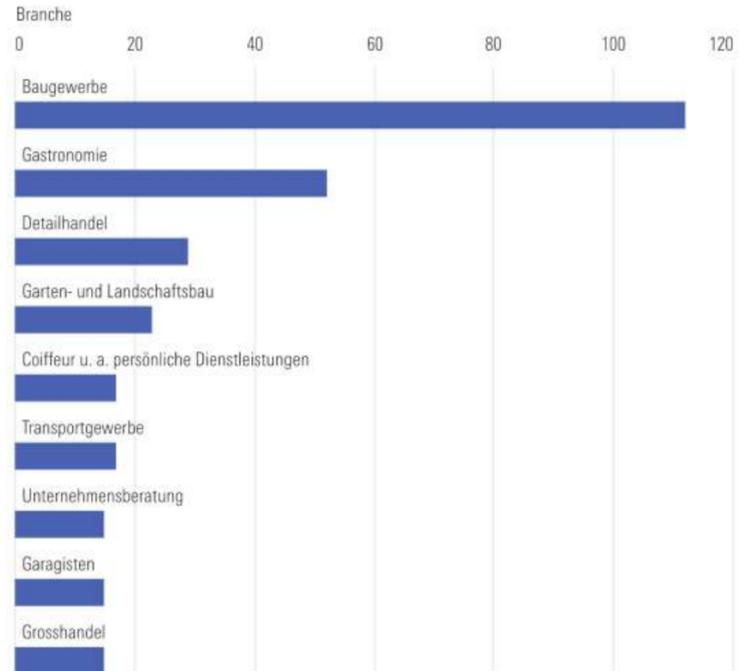


QUELLE: EASYGOV.SWISS/SECO

NZZ / dvp

## Covid-Kredite: Die meisten Missbräuche gab es im Bau

Anzahl Schuldsprüche (Stand: 7. 6. 2023)



NZZ / dvp

ANZEIGE

«Selbstbestimmung heisst für mich, meinen Weg zu gehen.»

Christine Richartz  
Head  
IT-Strategy & Control  
Switzerland

Für das selbstbestimmte Leben unserer Kundinnen und Kunden.

SwissLife

# Die Sehnsucht nach dem Heidi-Leben

Während die Zahl der Bauern sinkt, werden ihre alten Ställe und Alphütten zu Goldgruben

IRÈNE TROXLER

Es ist eine herzerwärmende Geschichte, die «Yeti» vor laufender Kamera erzählt. Beat Hutmacher – wie er mit bürgerlichem Namen heisst – schwärmt, er sei als Bub schon immer «z'Berg» gegangen. Er liebe Alphütten, und nun möchte er solche Erlebnisse Gästen aus der ganzen Welt ermöglichen: «Es ist, wie wenn Sie eine Hütte entdecken würden, in der grad noch das Heidi war. Und kaum ist das Heidi fort, sind Sie die Nächsten, die im Hüttli wohnen.» «Yeti», der «Bergführer und Skilehrer», sagt, er spüre eine grosse Sehnsucht nach der Natur und nach einem einfachen Leben. Ganz uneigennützig ist es freilich nicht, wenn er versucht, diese Sehnsucht seiner Gäste zu stillen.

Unter der Videobotschaft auf seiner Website sind auch Preise aufgelistet. Wer eine umgebaute Hütte oder einen umgebauten Stall in der Nähe des Ferienorts Grindelwald mieten will, zahlt in der Hochsaison bis zu 2900 Franken pro Woche. Auch der Parkplatz in 80 Metern Distanz erinnert nicht gerade an Heidi und den Geissenpeter.

## Verbote nützen nicht viel

Erlaubt sind solche Ferienwohnungen in alten Ställen oder Alphütten eigentlich nicht. Die Schweiz unterscheidet klar zwischen Bau- und Nichtbaugebiet. Die Siedlungen sollen sich nicht in die Landschaft hinaus ausbreiten.

Und doch geschieht dies ununterbrochen. Das Bundesamt für Raumentwicklung führt Buch über die Häuser ausserhalb der Siedlungen. Zwar gibt es in der Schweiz immer weniger Bauernbetriebe. Trotzdem nimmt die Gebäudefläche ausserhalb der Bauzone seit Jahrzehnten um jährlich gut 0,6 Quadratkilometer zu. Jedes Jahr wird so die halbe Fläche des Berner Oeschinensees zubetoniert.

Raimund Rodewald, der Geschäftsleiter der Stiftung Landschaftsschutz Schweiz, sagt: «Der Hunger nach solchen Objekten ist einfach zu gross.» Er höre immer wieder Geschichten, die auf die Tränendrüse drückten. Nicht nur aus



Der Traum vom Landleben lässt sich oft einfacher ausserhalb von Bauzonen verwirklichen – wo man eigentlich nicht bauen dürfte.

JÜRGEN WACKENHUT / IMAGO

dem Berggebiet. Geschichten von Bauernfamilien, die einen Stall als Wohnung für entferntere Familienmitglieder nutzen wollten. Jeder vertraue auf das Prinzip «Einmal ist keinmal». Aber in der Summe seien es viele Umbauten. Für die Landwirtschaft seien sie definitiv verloren. Später würden sie verkauft, und ihre Bewohner benötigten Verkehrsflächen, Wasser, Stromanschlüsse und die üblichen Dienstleistungen bis hin zur Spitex. Alles Angebote, die man eigentlich aufs Siedlungsgebiet habe konzentrieren wollen. Und der Bauer brauche wieder einen neuen Stall.

Ausserhalb der Bauzonen stehen heute bereits über 200 000 Häuser, die

dem Wohnen dienen. Dazu kommen 416 000 Ökonomiebauten wie Ställe und Scheunen. Wie viele davon sich als künftige Sehnsuchtsorte für Städterinnen und Städter eignen, ist unbekannt.

## Schwieriger Vollzug

Der Run auf Ställe oder Alphütten in der wilden Natur hat auch mit dem Zweitwohnungsgesetz zu tun. In Grindelwald ist der Zweitwohnungsanteil so hoch, dass überhaupt keine Ferienwohnungen mehr gebaut werden dürfen. Doch die Zweitwohnungsquote gilt nur für die Bauzone.

Ställe und Maisensäse in Ferienwohnungen zu verwandeln, ist allerdings

auch nicht erlaubt. Das Raumplanungsgesetz lässt dies nur zu, wenn sie unter Denkmalschutz stehen oder landschaftsprägend sind. Das Bundesgericht hat die Hürden dafür hoch angesetzt. Und selbst wenn die Wohnnutzung zulässig ist, müssen die Gebäude ganzjährig bewohnt werden. Ferienwohnungen sind also ausgeschlossen. Doch nicht überall vollziehen die lokalen und kantonalen Behörden das Gesetz.

Auch im Kanton Tessin wurden über Jahrzehnte zahllose Rustici in Ferienwohnungen verwandelt. Im Frühling 2020 entschied das Bundesgericht, die illegalen Bauten müssten abgerissen werden. Dies geschah bis jetzt aber nur

in Einzelfällen. Als Radio SRF einen ehemaligen Gemeindepräsidenten fragte, wieso nichts passiere, meinte er, es sei eben sehr schwierig, bei einem Mitbürger die Bagger auffahren zu lassen.

## Grössere Ställe vonnöten

Wer durch die Voralpen wandert, entdeckt zunehmend auch neue, viel grössere Ställe. Nicht nur der Mensch, auch die Kuh beansprucht heute mehr Platz. So haben die Tiere des Berner Bauers Michael Balsiger seit ein paar Monaten ein grosszügiges neues Zuhause. Das hat mit dem Melkroboter zu tun, den er sich für seinen Hof in Gerzensee angeschafft hat. Um die Maschine auszulasten, brauche es eine gewisse Herdengrösse, sagt er. Balsiger hat nun 45 Kühe, die sich frei zwischen Stall und Weide bewegen können.

Viele Bauern hätten erkannt, dass die Bewegungsfreiheit den Kühen guttue und dass sie so teilweise mehr Milch gäben, sagt er. Auch das Tierschutzgesetz garantiert ihnen heute mehr Platz, was den Neubauboom erklärt. Balsiger hat seinen alten Stall teilweise in den neuen integriert. Aber oft wird in solchen Fällen ein alter Stall frei, der wiederum Begehrlichkeiten weckt. Man könnte ihn ja umbauen für die Familie der Nichte, die sich kein Einfamilienhaus in der Bauzone leisten kann.

Doch was soll mit den Ställen geschehen, die niemand mehr braucht? Man sollte sie abreißen oder einfach verfallen lassen, findet Raimund Rodewald. Eine Rustico-Ruine, aus der ein Holunderbaum wachse, sei ein poetischer Ort, findet er. Und eine natürliche Art, Geschichte zu vermitteln.

Das Parlament debattiert nun erstmals über Abbruchprämien für Bauern, die bereit sind, solche Gebäude aufzugeben. Das Ziel, das übrigens auch der Bauernverband mitträgt: Die bebauten Flächen ausserhalb der Bauzonen sollen nicht mehr weiter zunehmen. Ob das gelingt, dürfte sich aber nicht nur in Bundesbern entscheiden. Ebenso wichtig ist, ob es die Kantone und Gemeinden schaffen, die Heidi-Träume ins Reich der Phantasie zu verbannen.

# Das Parlament will die Zersiedelung bremsen

Zum Bauen ausserhalb der Bauzonen soll es keine zusätzlichen Ausnahmen geben

CHRISTOF FORSTER, BERN

Der wichtigste Grundsatz in der Raumplanung ist simpel: Es gibt eine Trennung zwischen Bauzonen und den Gebieten ausserhalb der Bauzonen. Doch ein Blick in die Landschaft genügt, um festzustellen, dass dieser Grundsatz nicht konsequent in die Praxis umgesetzt wird. 620 000 Gebäude stehen ausserhalb der Bauzone. Rund 200 Gebäude mit reiner Wohnnutzung kamen in den vergangenen Jahren jährlich dazu. Rund 40 Prozent der Siedlungsflächen liegen ausserhalb der Bauzonen. Die Hälfte davon sind Strassen.

Mit dem Strukturwandel in der Landwirtschaft muss die Politik die

Frage beantworten, was mit den Bauten und Anlagen geschehen soll, die nicht mehr für ihren ursprünglichen Zweck benötigt werden. Druck aufgebaut haben die Umweltorganisationen mit ihrer Landschaftsinitiative. Das Parlament nimmt mit dem revidierten Raumplanungsgesetz Anliegen des Volksbegehrens auf. So soll die Trennung in Baugebiet und Nichtbaugebiet gestärkt und die Zahl der Gebäude ausserhalb der Bauzonen stabilisiert werden.

Zentraler Punkt der Gesetzesrevision ist ein Stabilisierungsziel. Die Kantone müssen im Richtplan festlegen, wie sie ausserhalb der Bauzone die Zahl der Gebäude und das Aus-

mass der Zersiedelung stabil halten wollen. Über die Entwicklung müssen die Kantone dem Bund regelmässig berichten und falls notwendig Korrekturen vornehmen. Dies hat nach dem Ständerat am Donnerstag auch der Nationalrat beschlossen. Beide Kammern haben zudem entschieden, das revidierte Raumplanungsgesetz zum indirekten Gegenvorschlag zur Landschaftsinitiative zu machen.

Ausnahmebewilligungen für Bauten ausserhalb der Bauzone können neu die Kantone regeln. Diese Zuständigkeit der Kantone ermögliche massgeschneiderte Lösungen, sagte der Kommissionsprecher Mike Egger (SVP, St. Gallen). Nicht an einen Standort gebundene

Nutzungen ausserhalb von Bauzonen will der Nationalrat nur in Berggebieten erlauben. Der Ständerat hingegen und auch der Bundesrat wollen dies überall im Land zulassen.

Nicht mehr genutzte Bauten sollen dank Anreizen verschwinden. Neu können die Kantone für solche Gebäude eine Abbruchprämie bezahlen. Voraussetzung ist, dass die Bauten rechtmässig erstellt wurden.

Besonders umstritten war die Frage, ob alte Ställe und nicht mehr genutzte Bauernhäuser ausserhalb der Bauzone zu Wohnungen umgebaut werden können, sofern sie entsprechend erschlossen sind. Dies hatte die vorbereitende Kommission des Nationalrats vorge-

schlagen. Die Gegner wiesen warnend darauf hin, solche Umbauten würden das Stabilisierungsziel untergraben. Grosse Ökonomiegebäude könnten mitten auf dem Land zu Mehrfamilienhäusern werden. Umweltminister Albert Röstli unterstützte den Antrag der Kommission. Schliesslich verwarf der Nationalrat mit 101 zu 82 Stimmen den Antrag der Kommission. SP, Grüne, GLP, aber auch Mitglieder von Mitte, FDP und SVP lehnten es ab, dass solche Gebäude zu Wohnungen umgenutzt werden können.

Im zweiten Anlauf stimmt der Nationalrat dem revidierten Raumplanungsgesetz zu. Als Nächstes ist der Ständerat in der Differenzvereinbarung am Zug.

ANZEIGE

## OPER THEATER KONZERT

### OPERNHAUS ZÜRICH

044 268 66 66, opernhaus.ch  
**Fr 16. Juni, 19.00, Opernhaus**  
**The Cellist**  
 Ballett von Cathy Marston  
**Sa 17. Juni, 11.00, Sechseläutenplatz**  
**Dialog für alle**  
 18.00, Sechseläutenplatz  
**Oper für alle**  
 20.00, Opernhaus  
**Don Pasquale**  
 Oper von Gaetano Donizetti  
**So 18. Juni, 19.00, Opernhaus**  
**Turandot**  
 Oper von Giacomo Puccini. *Premiere*

### THEATER

#### SCHAUSPIELHAUS ZÜRICH

044 258 77 77, schauspielhaus.ch  
**Fr 16. Juni, 20.00, Pfauen, Antigone in Butscha** von Pavlo Arie. 21.30, Schiffbau-Atrium. **Wetterleuchten: Western** Kino  
**Sa 17. Juni, 20.00, Pfauen, Antigone in Butscha** von Pavlo Arie. 21.30, Schiffbau-Atrium. **Wetterleuchten: De noche los gatos son pardos** Kino  
**So 18. Juni, 16.00, Pfauen, Gier** von Sarah Kane. 21.30, Schiffbau-Atrium  
**Wetterleuchten: Princess Mononoke** Kino

#### THEATER AM HECHTPLATZ

044 415 16 16, theaterhechtplatz.ch  
**Fr 16. Juni, 19.30, Simon Enzler**  
**Sa 17. Juni, 16.00 & 19.30, Lisa Eckhart**  
**So 18. Juni, 18.00, Stolle, Bovet & Fueter**  
**Mi 21. Juni, 19.30**  
**Hecht Jetzt Festival: Simon Chen**  
**Do 22. Juni, 19.30**  
**Hecht Jetzt Festival: Webody Kollektiv**  
**Fr 23. Juni, 19.30**  
**Hecht Jetzt Festival: Josh & Clodé**  
**Sa 24. Juni, 19.30**  
**Hecht Jetzt Festival: Martina Hügi**  
**So 25. Juni, 18.00**

#### Pasquale Aleardi & die Phonauten

### KONZERT

**MEREL CHAMBER SERIES**  
 merelchamberseries.kulturticket.ch, Abendkasse 40.-/Stud 15.-  
**Di 20. Juni, 19.30, Tonhalle Kleiner Saal**  
**Merel Quartett:** Beach, Schnyder, Dvořák  
**NEUE KONZERTREIHE ZÜRICH**  
 info@hochuli-konzert.ch - Tel 071 791 07 70  
**Saisonprogramm 2023/24**  
 Frang, Herreweghe, Argerich, Schiff, Faust, Jansen, Dovgan, Lezhneva uvm.  
 Jetzt einfach das Programm bestellen!



Alexandra Dovgan  
**TONHALLE-ORCHESTER ZÜRICH**  
 044 206 34 34, tonhalle-orchester.ch, Tonhalle Zürich  
**Fr 16. / So 18. Juni, Fr 19.30/So 17.00, TZ**

Werben auch Sie hier für Ihre Veranstaltung:  
 Kulturmagnet.live  
**Paavo Järvi** Music Director  
**Gesangssolist\*innen: Stefan Kurt** Sprecher  
**Zürcher Sing-Akademie**  
 Beethoven: Fidelio  
**So 18. Juni, 11.15, TZ**  
**Literatur und Musik** Ulrike-Verena Habel,  
 Tini Mathot, Hammerklavier;  
 Stefan Kurt, Lesung  
 Mozart  
**Sa 24. Juni, 20.00, TZ**  
**Diner Musical** Paavo Järvi, Music Director;  
 Lisa Larsson, Sopran;  
 Sandra Studer, Moderation  
 Bizet, Berwald, Debussy, Ravel, Poulenc

## So viel verdient Zürich

Am Sonntag stimmen die Stadtbewohner über einen Mindestlohn ab – die Datenanalyse vor dem Urnengang

GIORGIO SCHERRER, FLORIAN SELIGER, JONAS OESCH

Wäre Zürich ein Hochhaus, in dem zuunterst die mit dem tiefsten, zuoberst die mit dem höchsten Lohn wohnen, dann hätte dieses Hochhaus die ungewöhnliche Form einer bauchigen Vase.

Oben schmal und flach: je höher die Löhne, desto weniger Leute. Weiter unten immer dicker, bis schliesslich schon ziemlich weit unten – bei etwa 8000 Franken brutto im Monat – die dickste Stelle erreicht ist. Darunter dann wieder ein schmaleres Stück – jenes mit den tiefsten Löhnen. Dieses unförmige Hochhaus ist das Abbild einer Stadt, in der eine Hochlohnschicht und ein breites Mittelfeld auf einem schmalen Tieflohnschicht stehen. Und dieses Hochhaus diskutiert nun darüber, ob man diesen Tieflohnschicht abschaffen, ob man die Leute darin ohne Probleme weiter oben einquartieren könnte.

Am Sonntag stimmt die Stadt über einen kommunalen Mindestlohn ab. Angesetzt bei 23 Franken 90 pro Stunde, also etwa 4100 Franken im Monat. Gel-

### Mindestlohn

Stadtzürcher Abstimmung vom 18. Juni 2023

ten würde er für alle, die in der Stadt arbeiten. Konkret betreffen würde er laut Schätzungen rund 17 000 Personen.

Schaut man sich das vassenförmige Hochhaus mit der Lohnverteilung an, so könnte darin ungefähr ein Dreissigstel der Bewohnenden dank einem Mindestlohn weiter nach oben ziehen.

Die Abstimmung wirft ein Schlaglicht auf die ungleiche Verteilung der Löhne in der Stadt – auf Geschlechtergraben, Tieflohnbranchen und markante Unterschiede zwischen den Quartieren.

### Wie gross ist der Geschlechtergraben?

Die Bewohnerschaft des Zürcher Lohnhochhauses ist bezüglich Geschlecht ungleich zusammengesetzt. Oben, bei den hohen Löhnen, wohnen deutlich mehr Männer. Unten sind es dagegen mehr Frauen. Unter den Höchstverdienern mit Löhnen über 20 000 Franken im Monat finden sich vier Mal so viele Männer wie Frauen. Weniger als 3000 Franken verdienen dagegen rund doppelt so viele Frauen wie Männer.

Würde man alle Einwohner und Einwohnerinnen des Hochhauses nach draussen bitten und nach Geschlecht getrennt der Reihe nach aufstellen, vom höchsten Lohn zum tiefsten, dann würde der Herr in der Mitte der Männerreihe 8800 Franken verdienen. Die Frau in der Mitte der Frauenreihe hätte nur 7300 im Monat.

Jeder vierzigste Mann und jede zwanzigste Frau verdient weniger als 4000 Franken im Monat. Laut der Stadt Zürich wären statistisch gesehen zwei Drittel der Mindestlohnprofiteure Frauen.

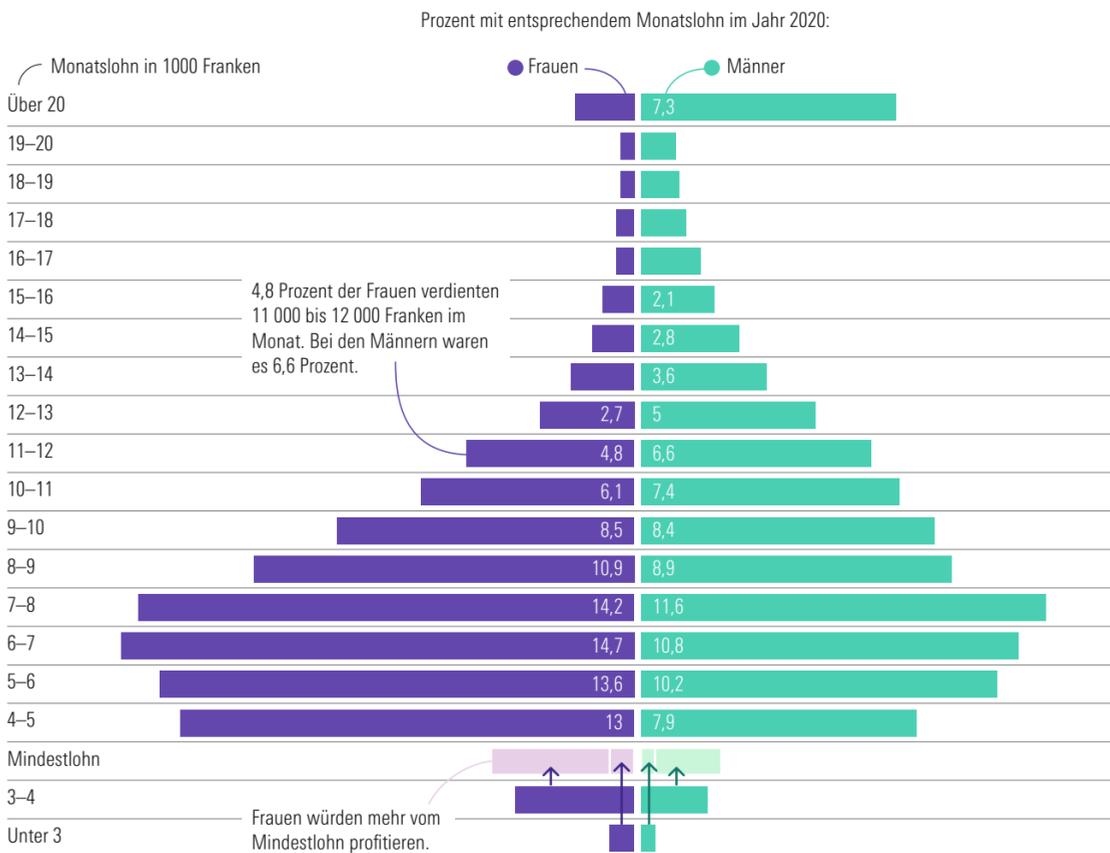
### Wie steht Zürich im nationalen Vergleich da?

Der Geschlechtergraben bei den Löhnen ist in der Stadt Zürich grösser als im Kanton Zürich und nochmals deutlich grösser als in der ganzen Schweiz. Dort verdienen Männer im Mittel 10 Prozent mehr als Frauen. In Zürich sind es 17 Prozent mehr.

Dafür sind die Löhne in der Stadt insgesamt höher als im Rest des Landes. Stünden die Stadtzürcher Hochhausbewohner alle in eine Reihe, würde die Person in der Mitte 8000 Franken pro Monat verdienen. Täte man dasselbe für den Kanton, wären es bloss 7100 und schweizweit nur noch 6700 Franken. Es gilt also zumindest im statistischen Mittel die Regel: In der Schweiz verdient man viel, in Zürich mehr. Und als Zürcher Mann am meisten.

Passend zum hohen Lohnniveau ist denn auch der Zürcher Mindestlohn hoch angesetzt. Die Kantone Basel, Genf, Neuenburg, Jura und Tessin kennen alle bereits eine solche Lohngrenze. Höher als in der Stadt Zürich wäre sie

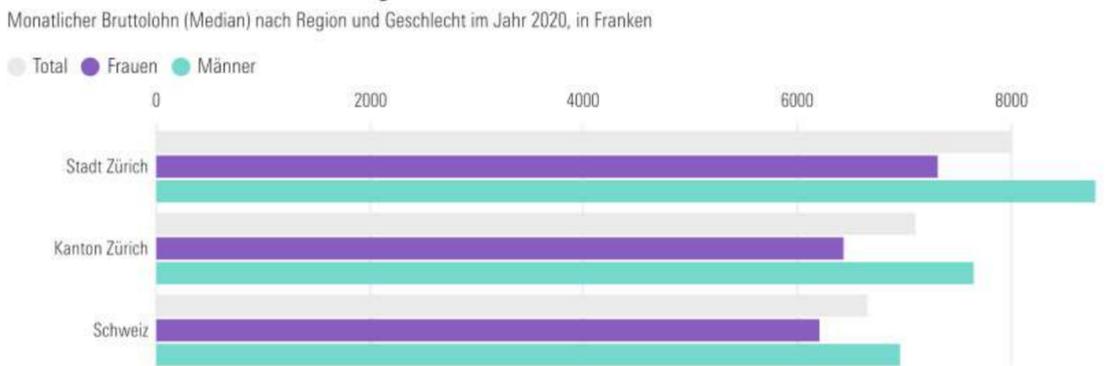
### Männer verdienen viel, Frauen weniger: wie die Einkommen in Zürich verteilt sind



### Mit welcher Ausbildung der Lohn am tiefsten ist



### Höhere Löhne – tieferer Geschlechtergraben



Lohnmässig am stärksten verändert hat sich der Kreis 5. Dort ist das mittlere Monatseinkommen zwischen 1999 und 2022 um gut die Hälfte angestiegen.

allerdings nur in Genf, wo sie bei 24 Franken liegt.

**Wer hat die tiefsten Löhne?**  
Da sind zunächst Leute ohne Ausbildung und solche, die nur über einen Lehrabschluss verfügen. Ungelernte Arbeitskräfte beispielsweise verdienen im Mittel weniger als halb so viel wie Personen mit Universitätsabschluss. Da unter den Ungelernten gemäss nationalen Statistiken auch einige sind, die sich noch in einer Ausbildung befinden und daneben arbeiten, wären Personen unter 25 und ohne Ausbildung vom geplanten Mindestlohn ausgeschlossen. Dasselbe gilt für Lehrlinge und Praktikantinnen. Auch zwischen den verschiedenen Berufsgruppen der Stadt sind die Lohn-

unterschiede gross. In der Gastronomie verdient man im Mittel weniger als 4700 Franken im Monat – im Versicherungs- und Bankensektor sind es 11 300. Besonders hoch sind die Löhne ausserdem in der öffentlichen Verwaltung und im Energiebereich. Besonders tief sind sie neben der Gastro- auch in der Auto- und Baubranche.

Kehren wir zurück zum vassenförmigen Lohnhochhaus, heisst das: Unten wohnen eher Küchenhilfen und Bauarbeiter mit fehlender oder kurzer Ausbildung. Oben wohnen eher Banker und Beamte mit abgeschlossenem Studium.

Nahe am städtischen Mittel liegen dagegen die mittleren Löhne von Lehrpersonen, Gewerbetreibenden und freiberuflich Tätigen. Sie wären im Hoch-

haus am zahlreichsten im breiten Mittelstück zu finden.

Ein Mindestlohn würde laut Angaben der Stadt in grösster Zahl Angestellten in Gastronomie, Gartenbau, Gebäudebetreuung und Detailhandel zugutekommen.

### Wo wohnen die Reichen, wo die Armen?

Um das zu beantworten, muss man auf eine andere Datengrundlage zurückgreifen: das mittlere steuerbare Einkommen aus der städtischen Steuerstatistik. Am tiefsten ist dieses in Schwamendingen im Norden der Stadt. Am meisten Besserverdiener wohnen dagegen in den Kreisen 7 und 8, zu denen etwa das Seefeld und der Zürichberg gehören. Würden sich alle Schwamendinger nach der Höhe ihres steuerbaren Einkommens in einer Reihe aufstellen, so hätte die Person in der Mitte einen Monatslohn von 2600 Franken. Im Kreis 8 wären es dagegen 4200 Franken.

Lohnmässig am stärksten verändert hat sich der Kreis 5, das ehemalige Industriequartier. Dort ist das mittlere Monatseinkommen zwischen 1999 und 2022 um gut die Hälfte angestiegen und liegt nun bei rund 4000 Franken.

Dabei gilt es zu beachten: Mit der Statistik zu den Löhnen nach Geschlecht, Ausbildung und Branche lassen sich diese Zahlen nicht vergleichen. Denn zum einen sind hier sämtliche Steuerabzüge und Lohnabgaben eingerechnet. Zum anderen geht es nun um das Einkommen all jener, die in der Stadt wohnen. Und nicht mehr um die Löhne derjenigen, die in der Stadt arbeiten.

Der Zürcher Mindestlohn käme – so ist es zumindest geplant – Letzteren zugute. Wer also in Zürich wohnt, aber ausserhalb arbeitet, könnte auch nach einer Annahme des Mindestlohns noch weniger als 23 Franken 90 pro Stunde verdienen.

### Wo ist die Ungleichheit am grössten?

Ein zentrales Ziel der Befürworter des Mindestlohns ist es, die Ungleichheit zwischen den verschiedenen Einkommensgruppen zu vermindern. Also dafür zu sorgen, dass hohe und tiefe Löhne weniger weit auseinanderklaffen. Schaut man sich die Zürcher Stadtkreise an, tun sie das besonders stark in der Zürcher Altstadt. Dort, wo sich Liegenschaften mit sehr hohen privaten an solche mit tiefen staatlichen Mieten reihen.

Teilt man die Altstadtbevölkerung in zwei Gruppen – in jene Hälfte mit den höheren und jene mit den tieferen Löhnen –, so ist der mittlere Lohn der Besserverdiener ganze fünf Mal so hoch wie jener der Geringverdiener. In Altstetten, wo die Einkommen am gleichmässigsten verteilt sind, ist der Lohnunterschied nur drei Mal so gross. Auch im Kreis 10 – Höngg und Wipkingen – liegen die Löhne nahe beieinander.

Ein besonderer Fall ist Schwamendingen. Hier klaffen die Löhne im städtischen Vergleich fast so weit auseinander wie in der Altstadt. Doch ist dies ein vergleichsweise neues Phänomen: Seit 1999 hat sich der Stadtkreis einkommensmässig von einem der einheitlichsten zu einem der ungleichsten gewandelt. In den meisten Kreisen nahm die Ungleichheit in diesem Zeitraum um 20 bis 30 Prozent zu. In Schwamendingen dagegen um 75 Prozent. Dafür gesorgt haben dürften eine Reihe neuer Überbauungen und der Zufluss von Mittelschichtfamilien, die sich das Leben in den zentraleren Stadtkreisen nicht mehr leisten konnten oder wollten.

### Wer fällt aus dem Raster?

Alle Menschen ohne Job. Wer nicht arbeitet, taucht auch nicht in der Lohnstatistik auf – und würde auch nicht vom Mindestlohn profitieren. Dazu zählen die 4,5 Prozent der Zürcher Stadtbevölkerung, die Sozialhilfe beziehen. Schweizweit gehen rund drei Viertel der Arbeitslosen keiner Erwerbstätigkeit nach. Sie haben darum – im Gegensatz zu den «working poor», den arbeitenden Armen – auch nichts von einer Lohnuntergrenze.

# Die FDP will Rekursmöglichkeiten gegen Bauvorhaben einschränken

Der Lösungsansatz der Freisinnigen stösst bei der SP und der Stadt Zürich auf Skepsis

FRANCESCA PRADER

Wer in und um Zürich ein Haus bauen oder renovieren will und auf die entsprechende Baubewilligung wartet, braucht einen langen Atem und gute Nerven. Gemäss einer Studie der Zürcher Kantonalbank (ZKB) dauert es im Kanton Zürich im Schnitt 170 Tage, bis mit der Umsetzung eines Bauprojekts begonnen werden kann. In der Stadt Zürich sind es laut ZKB sogar 330 Tage – inklusive Einsprachen und Projektänderungen.

Damit liegt Zürich zwar hinter dem Spitzenreiter Kanton Gené mit 500 Tagen, aber auch klar über dem gesamtschweizerischen Durchschnitt von 140 Tagen. Und die Tendenz ist steigend. Seit 2010 habe die Bewilligungsdauer um gut 70 Prozent zugenommen, schreibt die ZKB. Dabei müsste es eigentlich viel schneller gehen, weil die Bevölkerung wächst und die Wohnungsknappheit immer breiteren Schichten Sorge bereitet. Die ZKB schreibt: «Wird bei der Bautätigkeit nicht das Steuer herumgerissen, laufen wir in der Schweiz sehenden Auges in eine Wohnungsnot.»

## Wartezeiten «unverantwortlich»

Die langen Wartezeiten für Bauteilscheide finden Kantonsrätin Sonja Rueff-Frenkel und ihre Ratskollegen Mario Senn und Simon Vlk (alle FDP) «kein Ruhmesblatt für den Kanton Zürich». In Zeiten der Wohnungsknappheit sei die lange Wartezeit «geradezu unverantwortlich», schreiben die drei Politiker in einem neuen Vorstoss. Der Regierungsrat solle deshalb genau prüfen, wo die grössten Stolpersteine bei Baubewilligungsverfahren seien, und Abhilfe schaffen.

«Die ZKB-Studie bestätigt, was wir schon lange vermutet haben, nämlich dass es vor allem in der Stadt Zürich überdurchschnittlich lange dauert, bis ein Bauvorhaben eine Bewilligung erhält», sagt Sonja Rueff-Frenkel. Derart lange Verfahren und die damit verbundenen Ungewissheiten verzögerten nicht nur Bauvorhaben, sondern schreckten auch potenzielle Bauherren und



Wohnraum ist notorisch knapp in Zürich, gebaut wird zu wenig.

KEYSTONE

Bauherren ab. Das Resultat sei das gleiche: Es werde zu wenig gebaut, um die grosse Nachfrage zu decken. Bei Baubewilligungen brauche es mehr Tempo, sagt Rueff-Frenkel. «Die Zeit drängt.» Denn wenn der Bewilligungsprozess so lange dauere, gebe es einen immer grösseren Rückstau an Baugesuchen, und das Problem mit den langen Wartezeiten verschlimmere sich zusehends.

Konkret sollen Gemeinden und Kanton «ab Vorliegen sämtlicher Unterlagen innerhalb von 100 Tagen entscheiden, ob ein Projekt realisiert werden kann oder nicht», fordern die drei FDP-Kantonsräte. Sie halten in ihrem Vorstoss auch gleich fest, wo sie potenzielle Hebel sehen, um das Baubewilligungsprozedere effizienter zu gestalten.

«Wir vermuten, dass es schlicht zu viele Regulierungen gibt», sagt Rueff-Frenkel. «Und es werden immer mehr», betont sie mit Verweis auf die anstehende Revision des Planungs- und Baugesetzes, mit welcher der Kanton dem Klimawandel Rechnung tragen will. «Uns ist absolut klar, dass man die klimatischen Veränderungen berücksichtigen muss,

aber man kann nicht immer neue Regeln aufstellen, die das Bauen fortlaufend erschweren.» Laut Rueff-Frenkel gibt es im Bewilligungsverfahren zudem viele vermeidbare Doppelpurigkeiten und unnötige Bürokratie. «Insbesondere in der Stadt Zürich sind viele Ämter im Spiel. Ein Amt wartet jeweils den Entscheid des anderen ab, auch das zieht den Bewilligungsprozess in die Länge.»

Darüber hinaus erschwerten Einsprachen den Prozess zusehends. «Man muss prüfen, inwiefern Rekursmöglichkeiten eingeschränkt werden können. Der Kanton soll seinen Handlungsspielraum überprüfen», sagt die FDP-Politikerin. Auch könne man den Katalog nichtbewilligungspflichtiger Bauten erweitern, solange diese die Interessen Dritter nicht tangierten. «Wenn jemand zum Beispiel ein Gartenhaus aufstellen will, sollte das unabhängig von der Grösse ohne Bewilligung möglich sein. Das würde das Personal in den Bauämtern entlasten», glaubt Rueff-Frenkel.

SP-Kantonsrat Andrew Katumba ist Mitglied der Kommission für Planung und Bau und derzeit mit einem Baupro-

jekt in der Stadt Zürich beauftragt. Wie die FDP hält auch er die langen Wartezeiten für Bauteilscheide für problematisch. Die im Postulat aufgezeigten Lösungsansätze überzeugen ihn aber nicht. «Es ist reine Symptombekämpfung», sagt er auf Anfrage. «Was es braucht, ist eine genaue Analyse des Planungs- und Baugesetzes.» Die gegenwärtige – «hoch komplexe und verschachtelte» – Gesetzesversion sei insbesondere auf Neubauten ausgelegt. Wer einen Umbau oder eine Sanierung plane, sei oft mit widersprüchlichen Vorgaben konfrontiert.

Dass die Forderung nach mehr Geschwindigkeit «ausgerechnet von bürgerlicher Seite» komme, befremdet Katumba. «Genau diese Parteien sprechen sich jeweils gegen mehr Personal in den Behörden aus.» Wer mehr Tempo fordere, müsse auch die entsprechenden Ressourcen freispielen. In der gegenwärtigen Lage würden drei bis vier Monate nicht reichen, um alle nötigen Unterlagen zu bearbeiten und einen Entscheid zu fällen. Es dauere in der Regel mindestens ein halbes Jahr.

Sonja Rueff-Frenkel lässt die Argumentation mit dem Ressourcenmangel nicht gelten. «Zu wenig Personal scheint momentan die Ausrede für alles zu sein.» Dass es bei Baubewilligungen immer langsamer vorangehe, sei eine Tendenz, die seit Jahren bestehe. «Auch zu Zeiten, als Fachkräftemangel kein Thema war.»

## Eine Frage der Ressourcen

Ähnlich wie die SP argumentiert auch die Stadt Zürich. Auf Anfrage schreibt das Hochbaudepartement: «Die Einhaltung der Fristen ist in erster Linie eine Frage der verfügbaren Ressourcen und der Komplexität der Verfahren.» Mit den derzeitigen Rahmenbedingungen sei die Einhaltung einer pauschalen Ordnungsfrist von 100 Tagen für alle Verfahrensarten nicht realistisch. Die Zahlen der ZKB kann das Hochbaudepartement nicht nachvollziehen. «Gemäss eigener Statistik beträgt die Median-Durchlaufzeit für Neubauten nicht 330, sondern 167 Tage.» Die Zahl der Rekurse sei aber tat-

sächlich stark gestiegen, was sich auf die Bauverfahren auswirke. Auf die Rekursmöglichkeiten könne die Stadt allerdings keinen Einfluss nehmen, sie würden auf übergeordneter Ebene festgelegt – also eben zum Beispiel beim Kanton.

Die Stadt räumt auch ein, dass es bei den Prozessabläufen Verbesserungspotenzial gebe. Neben der Abteilung für Baubewilligungen seien viele weitere Dienstleistungen in die Verfahren involviert. «Deshalb ist es insbesondere wichtig, die Schnittstellen zu klären, Arbeitsweisen gemeinsam festzulegen und einen regelmässigen Austausch zu pflegen.» Ein bei einer externen Firma in Auftrag gegebener Bericht zeige auf, wie die Effizienz in diesen Bereichen erhöht werden könnte. «Alle beteiligten Dienstleistungen arbeiten derzeit an der Umsetzung der Massnahmen aus dem Bericht. Oberste Priorität hat bereits heute die Fristeneinhaltung.»

Die kantonale Baudirektion verweist darauf, dass die Anzahl und Komplexität der Baubewilligungsverfahren stetig steige, und das bei gleichbleibenden personellen Ressourcen. Der Katalog von nichtbewilligungspflichtigen Bauten sei bereits gross. Eine weitere Ausweitung stünde im Widerspruch zu übergeordnetem Bundesrecht. Genauso gestalte es sich punkto Einschränkung der Rekursmöglichkeiten. Der Regierungsrat argumentierte unlängst im Zusammenhang mit einem ähnlich gelagerten Vorstoss, dass eine korrekte Prüfung von Bauvorhaben auch im Interesse der Öffentlichkeit sei. Star vorgegebene Fristenverkürzungen erachte er indes nicht als zielführend.

Die Chancen, dass sich an der Dauer der Bewilligungsverfahren etwas ändert, scheinen folglich nicht allzu rosig zu sein. Von einer Vereinfachung dürften allerdings nicht nur Bauwillige profitieren, sondern auch die Mitarbeitenden im Amt für Baubewilligungen. Laut einem Bericht der Tamedia-Zeitungen sehen diese sich nämlich vermehrt mit Drohungen von Gesuchstellern konfrontiert. Wegen der Häufung schickt die Stadt ihre Mitarbeitenden inzwischen in einen Gewaltpräventionskurs der Stadtpolizei.

## GOTTESDIENSTE – KIRCHLICHE VERANSTALTUNGEN IN ZÜRICH BIS ZUM 22. JUNI

### Online-Gottesdienste

So 9.30: Nächster Online-Gottesdienst am 25.06.2023 auf Tele Züri oder wann immer Sie mögen auf Youtube, Facebook oder auf Website [www.reformiert-zuerich.ch](http://www.reformiert-zuerich.ch).

### Kirchen im Stadtzentrum

**St. Anna und Lukas:** So 10.00: Kapelle: Pfr. A. Gmür, Gottesdienst.

### Evangelisch-reformierte

#### Landeskirche

**Kirchenkreis eins:** Fr 18.30: Predigerkirche: Pater Isodoroc St. Samuel (koptisch-orthodoxe ägyptische Kirche) und Bettina Lichtler ref. Kirche, Ökum. Vesper. So 9.30: Pfundhaus: Father James, Gottesdienst. 10.00: Fraumünster: Pfr. J. Block, Gottesdienst. 10.00: Grossmünster: Pfr. Ch. Sigrist u.a., Interreligiöser Gottesdienst zum Flüchtlingstag. 10.00: St. Peter: Pfr. C. Camichel Bromeis, Gottesdienst mit Taufe. 11.00: Predigerkirche: Pfr. D. Söllberger, Gottesdienst zum Flüchtlingssonntag. 14.00: Altstadtkirchen: Pfr. P. Schwendmann und Pfr. M. Handschuh, Ökum. Pride Gottesdienst.

**Kirchenkreis zwei:** So 10.00: Alte Kirche Wollishofen: Pfr. G. Angelova, Gottesdienst mit Taufe. 10.00: Kirche Leimbach: Pfr. J. Korus, Gottesdienst. 10.30: Kirche Egg: Pfr. G. Schlenk, Familiengottesdienst.

**Kirchenkreis drei:** So 10.00: Kirche Friesenberg: Pfr. P. Stähler, Gottesdienst. 10.00: Thomaskirche: Pfr. H. Andres, Gottesdienst.

**Kirchenkreis vier fünf:** So 10.00: Offener St. Jakob: Pfr. P. Schwarzenbach, Gottesdienst. 11.00: Johanneskirche: Pfr. L. Zurnstein, Familiengottesdienst mit Konfirmation und Taufen.

**Kirchenkreis sechs:** So 10.00: Kirche Letten: Pfr. S. Zahn, Gottesdienst. 10.00: Kirche Oberstrass: Ökumenisches Pfarrteam, Ökum. Festgottesdienst zum Oberstrass-Mäart. 10.00: Pauluskirche: Pfr. J. Fuisz, Konfirmationsgottesdienst.

**Kirchenkreis sieben acht:** So 10.00: Grosse Kirche Fluntern: Pfr. Ch. Gaudenz, Flüchtlingssonntag. 10.00: Kirche Balgrist: Gesprächs- Gottesdienst. 10.00: Kirche Neumünster: Pfr. A. Niederhauser, Gottesdienst zum Flüchtlingssonntag mit Abendmahl. 20.00: Kreuzkirche: Pfr. Th. Fischer, Musik zur Johannisnacht.

**Kirchenkreis neun:** So 10.00: Alte Kirche Albisrieden: Pfr. J. Engeler, Gottesdienst. 10.00: Alte Kirche Altstetten: Pfr. D. Hess, Gottesdienst zum Flüchtlingssonntag.

**Kirchenkreis zehn:** So 10.00: Kirche Hängg: Pfr. D. Trinkner, Gottesdienst klassisch. 10.00: Kirche Oberengstringen: Pfr. A. M. Müller, Gottesdienst.

**Kirchenkreis elf:** So 10.00: Kirche Unterdorf: Pfr. R. Walker Fröhlich, Flüchtlingssonntag mit Taufe. 10.00: Markuskirche: Pfr. E. Gisler Fischer, Flüchtlingssonntag.

**Kirchenkreis zwölf:** So 10.00: Kirche Oerlikon: Pfr. J. Dvoracek, Gottesdienst. 10.00: Kirche St. Niklaus Schwamendingen: Pfr. A. Ruf, Gottesdienst.

**Chiesa evangelica di lingua italiana:** So 10.00: Zwinglihaus, Aemtlestr. 23, Zürich: Past. L. Maggi, Culto con discussione.

**Eglise réformée française de Zurich:** So 10.00: Schanzengasse 25, 8001 Zürich, Past. Rédoane Es-Sbantu de St-Gall, Echange de chaires CERFSA.

**Hirzenbach:** So 10.00: Stefanskirche: Noemi Walder, Gottesdienst. **Witikon:** Sa 10.30: Wiesliacher oekas: Pfr. E. Bosshard-Nepustil, Gottesdienst. So 10.00: Neue Kirche: Pfr. Ch. Stark, Gottesdienst zum Flüchtlingssonntag.

### Spitäler

**Universitätsklinik:** So 10.15: Gottesdienst mit Esther Stampfer, kath. Seelsorgerin.

### Ökumenische Angebote

**Bahnhofkirche:** Gesprächszeit Kapelle: Montag-Freitag, 7.00 - 19.00 Uhr, Samstag und Sonntag 10.00 - 16.00 Uhr; Weg-Wort: Montag-Freitag, 7.00, 7.30, 8.00, 8.30 Uhr; Abendgebet: 18.45 bzw. 15.45 Uhr. **Die Dargehobene Hand:** Tel. 143 / Tag und Nacht ist ein Gesprächspartner für Sie bereit. **Haltestille:** Do 12.15-12.35: Bahnhofstrasse: Musik, Stille und Wort mit Cornelia Camichel Bromeis und Marilina Mora, Flöte Augustinerkirche Münzplatz/Bahnhofstrasse.

**Internet- und SMS-Seelsorge:** [www.seelsorge.net](http://www.seelsorge.net), Kostenlose und anonyme seelsorgerische Beratung über E-Mail ([seelsorge@seelsorge.net](mailto:seelsorge@seelsorge.net)) oder per SMS an 767 (normaler Handy-Tarif).

**Zürcher Telebibel:** Tel. 044 252 22 22: Kurze biblische Besinnung für jeden Tag.

### Andere Kirchen

**Anglican-Episcopal Church, St. Andrew's Church:** Anglican-Episcopal Church, St. Andrews Church, Promenadengasse 9, 8001 Zürich Sunday: 09.00 Assistant Chaplain, the Revd Jackie Sellin, Said Eucharist Sunday: 10.30 Assistant Chaplain, the Revd Jackie Sellin, Sung Eucharist [www.standrewszurich.ch](http://www.standrewszurich.ch). **Evangelisch-Luther-**

**ische Kirche Zürich:** Fr 10.00: Martin-Luther-Kirche: Pfr. Pehr-Albin Edén, Schwedischer Kinderabschluss-Gottesdienst. So 10.00: Ref. Kirche Oberstrass, Ökum. Festgottesdienst zum Oberstrass-Mäart. **Gemeinde für Christus:** So 9.30: Missionsgottesdienst – Bericht über Ghana. Gräblistrasse 14, (Nähe Central); [www.gfc.ch](http://www.gfc.ch). **International Protestant Church of Zurich:** So 11.30: French Reformed Church, Schanzengasse 25, Morning Worship; Methodist Church, 18.30: Methodist Church, Promenadengasse 4; Evening Worship, every Sunday except the last Sunday of the month. On the last Sunday of the month, the Evening Worship is held in the French Reformed Church.

### Katholisch Stadt Zürich

**Allerheiligen:** Fr 9.00: Eucharistiefeier. Sa 18.00: Eucharistiefeier. So 10.00: Eucharistiefeier. Di 9.00: Eucharistiefeier. Do 8.25: Rosenkranz. 9.00: Eucharistiefeier. **Bruder Klaus:** Sa 17.30: Eucharistiefeier mit Cantamus-Chor. So 10.00: Ökumenischer Gottesdienst in der Kirche Oberstrass (Kein Gottesdienst in Bruder Klaus!). 12.00: Magyar Mise (ungarisch). Di 9.00: Messfeier. Fr 8.30: Messfeier. **Dreikönigen:** Fr 18.00: Eucharistiefeier. So 11.00: Eucharistiefeier. 14.30: Eucharistiefeier in Portugiesisch. **Erlöser:** Sa 18.00: Eucharistiefeier. So 10.00: Eucharistiefeier mit Schola Chor Erlöser. Di 9.00: Wort-Gottes-Feier mit Kommunion. Mi 18.00: Eucharistiefeier, anschl. eucharistische Anbetung. Do 9.00: Eucharistiefeier. **Guthirt:** Fr 18.30: Eucharistiefeier. Sa 18.00: Eucharistiefeier. So 8.00: Kroaten Gottesdienst. 10.00: Eucharistiefeier mit dem Cantamus Chor. 11.15: Entrée Gottesdienst. 12.15: Kroaten Gottesdienst. Di 17.30-18.00: Euch. Anbetung und Beichtgelegenheit. Mi 9.00: Eucharistiefeier. Do 8.30: Rosenkranzgebet. 9.00: Wortgottesdienst. **Heilig Geist:** Sa 16.00: Firmung. So 10.00: Eucharistiefeier. Do 9.00: Eucharistiefeier vorgängig Rosenkranz anschliessend Chilekafi. 17.00: Eucharistische Anbetung. **Heilig Kreuz:** Sa 17.00: Beichtgelegenheit. 17.30: Eucharistiefeier. So 10.00: Eucharistiefeier. Mo 10.00: Wort-Gottes-Feier Alterszentrum Grünau. 18.00: Eucharistische Anbetung «Zeit mit Gott». Anschl. Fürbitte-Gebet für die Pfarrei. Di 8.00: Rosenkranzgebet. 8.30: Eucharistiefeier. Mi 18.00: Eucharistische Anbetung «Zeit mit Gott». **Herz Jesu Oerlikon:** Fr 9.00: Heiligstes Herz Jesu. Eucharistiefeier. Sa 16.00-17.15: Beichtgelegenheit. 17.30: HI. Messe. So 8.30-9.15: Beichtgelegenheit. 9.30: Keine HI. Messe. 10.30: Patrozinium. HI. Messe zum

Patrozinium mit Bischof Peter Bürcher, zusammen mit der italienischen Gemeinschaft, mit Kids Church und im Anschluss Pfarrefest. 19.00: Non c'è Santa Messa in lingua italiana. Di 18.30: Eucharistiefeier. Mi 9.00: Eucharistiefeier. Do 17.30-18.15: Eucharistische Anbetung mit Beichtgelegenheit. 18.30: HI. Messe mit Gesängen aus Taizé. **Herz Jesu Wiedikon:** Fr 8.00: Eucharistiefeier Herz Jesu Fest, Unterkerche. Sa 8.00: Eucharistiefeier, Unterkerche. 17.00: Pace e Bene mit Chilli & Fest Patrozinium, Unterkerche. So 8.00: Eucharistiefeier, entfällt. 10.00: Eucharistiefeier Patrozinium, Unterkerche. Di 19.00: Eucharistiefeier, Unterkerche. Do 9.00: Eucharistiefeier, Unterkerche. 18.15: Gottesdienst Seniorama Burstwiese. Fr 8.00: Eucharistiefeier, Unterkerche. **Liebfrauenkirche:** Sa 8.30: Eucharistie. 16.00-17.15: Beichtgelegenheiten. 17.30: Eucharistiefeier. So 9.30: Eucharistiefeier. 11.30: Eucharistiefeier (im Livestream). 16.00: Eucharistiefeier. 20.00: Hochschulgottesdienst. **Maria Krönung:** Fr 18.15: Anbetung. 19.30: Eucharistiefeier. Sa 18.00: Eucharistiefeier. So 10.00: Festgottesdienst zur Firmung. Di 9.15: Eucharistiefeier. Mi 9.15: Eucharistiefeier. Do 8.45: Rosenkranz (Unterkerche). 9.15: Eucharistiefeier (Unterkerche). **Maria Lourdes:** Fr 7.00: Frühmesse. 18.30: Abendmesse. Sa 8.30: Messfeier. 18.00: Vorabendmesse. So 8.30: Messfeier. 10.00: Familienmesse. 11.30: Messfeier. 16.00: Pilgermesse. 18.30: Englische Pilgermesse. Mo 9.30: Messfeier. Di 7.00: Frühmesse. 9.30: Messfeier. Mi 18.30: Abendmesse. Do 7.00: Frühmesse. 16.00: Pilgermesse. **Maria-Hilf:** Fr 9.00-10.00: Eucharistiefeier. Sa 18.00-19.00: Eucharistiefeier. So 10.00-11.00: Eucharistiefeier. Der Kirchenchor singt die «Königsmesse» und die Motette «Laudate Dominum» von W. A. Mozart. Mit Orchester. Anschliessend Apéro. Di 9.00-10.00: Eucharistiefeier. **St. Anton:** Fr 8.30-9.00: Eucharistiefeier (Krypta). Sa 16.30-17.30: Eucharistiefeier. So 9.30-10.30: Eucharistiefeier. Mo 8.30-9.00: Eucharistiefeier (Krypta). Di 8.30-9.00: Eucharistiefeier (Krypta). Mi 8.30-9.00: Eucharistiefeier (Krypta). **St. Felix und Regula:** So 9.30: Eucharistiefeier. Mi 9.00: Kommunionfeier. **St. Franziskus:** Sa 16.55: Rosenkranz. 17.30: Wortgottesdienst mit Kommunionfeier. So 9.30: Eucharistiefeier. 11.15: Eucharistiefeier. **St. Gallus:** Sa 18.00: Eucharistiefeier. So 9.30: Misa en español, entfällt. 10.00: Pfarrefest: Gottesdienst mit Klein und Gross, Musik: Sonntags-Chor, Orgel. 10.15: Chile für Chind, Kirche für Kinder bis 6 Jahre, Thema: Wir gehören zusammen. Di 9.00: Eucharistiefeier. Mi

8.25: Rosenkranz. 9.00: Eucharistiefeier, Mittwochkaffee. **St. Josef:** Sa 18.00: Gottesdienst im Pfarreisaal. So 10.00: Gottesdienst im Pfarreisaal. Di 19.30: Wortgottesdienst mit Kommunionfeier im Pfarreisaal. Mi 10.15: Gottesdienst im Gesundheitszentrum für das Alter, Limmat. Do 13.50: Rosenkranz im Pfarreisaal. 14.30: Gottesdienst im Pfarreisaal. Fr 9.00: Gottesdienst im Pfarreisaal. **St. Katharina:** Fr 7.55: Rosenkranz. 8.30: Heilige Messe. Sa 17.30: Heilige Messe. So 10.00: Heilige Messe. 19.00: HI. Messe. Di 7.55: Rosenkranz. 8.30: Heilige Messe. Do 19.00: Heilige Messe anschl. Gebetsnacht. **St. Konrad:** Fr 7.45: Laudes in der Kapelle. Sa 17.30: Gottesdienst in der Kirche. So 10.00: Fire mit de Chline in der Kapelle. 10.00: Gottesdienst in der Kirche mit der Kantorengruppe. 19.30: Gottesdienst in der Kapelle. Di 9.30: Gottesdienst in der Kapelle. Do 8.20: Rosenkranz in der Kirche. 9.00: Gottesdienst mit Krankensalbung in der Kirche. **St. Martin:** Sa 18.00-19.00: Vorabendmesse mit Predigt. So 10.30-11.30: Firm-Festgottesdienst mit Bischof Joseph Maria Bonemann. Herzliche Einladung an alle. **St. Peter und Paul:** Sa 9.15: Eucharistiefeier. 16.30: Eucharistiefeier. 18.00: Lateinisches Choralamt. Sa 9.30: Eucharistiefeier. 17.30: Eucharistiefeier. Mo 6.45: Eucharistiefeier. 9.15: Eucharistiefeier. Di 6.45: Eucharistiefeier. 9.15: Eucharistiefeier. Do 6.45: Eucharistiefeier. 9.15: Eucharistiefeier. Fr 6.45: Eucharistiefeier. 9.15: Eucharistiefeier. **St. Theresia:** Sa 17.30: Eucharistiefeier. So 10.00: Eucharistiefeier. Do 19.00: Eucharistiefeier für den Frauenverein. **The English-Speaking Catholic Mission:** Sa 18.00: Saturday Vigil Mass (Church). So 11.15: Holy Mass (Church).

### Christkatholische Kirche

**Augustinerkirche:** So 10.00: Eucharistiefeier, Predigtthema: «Verbindlichkeit - Freiheit» mit Pfr. Bangerter. Do 12.15: Haltestille Bahnhofstrasse, Stille umrahmt durch Musik & Texte, mit M. Mora, Flöte & Pfr. C. Camichel. **Christuskirche:** Sa 12.00-14.00: Offene Christuskirche. So 10.30: Familiengottesdienst zum Untschluss, mit Margot Hämmerle, Pfr. Gross, Pr. Blickenstorfer & das Team der Manne-Church. Mi 18.30: Abendmesse mit Pfr. Bangerter. Weitere Informationen finden Sie unter [www.christkath-zuerich.ch](http://www.christkath-zuerich.ch). **Kapelle St. Michael:** So 10.00: Eucharistiefeier, Predigtthema: «Verbindlichkeit - Freiheit», mit Pfr. Simpson.

### Orthodoxe Kirchen

Griechisch-orthodoxe Kirchen  
**Ökumenisches Patriarchat Konstantinopel:** **KG Hagios Dimitrios:** Rousseaustr. 17, So 9.30: Liturgia. **Patriarchat von Moskau und der ganzen Rus:** **Russische Orthodoxe Auferstehungskirche:** Narzissenstr. 10, Sa 16.30: Panichida. 17.00: Nachtwache. So Aller Heiligen des russischen Landes, 10.00: Liturgia. **Russisch-Orthodoxe Kirche (im Ausland):** **KG HI. Pokrov (Mariaschutz):** Haldenbachstr. 2, Sa 16.00: Nachtwache-Vigil. So 10.00: Göttliche Liturgia **Patriarchat Serbien, Diözese für Österreich und die Schweiz:** **KG HI. Dreifaltigkeit in Zürich:** Dreifaltigkeitskirche, Elisabethenstr. 20, Fr 18.00: Akatist Bogorodici Trjercucci. Sa 9.00: Sveta Liturgia. 17.00: Akatist Svetom Nektariju Eginkom. Mo 9.00: Jutrenje. **Pfarrer Maria Himmelhof:** Glatstegweg 91, Fr 18.00: Vespere, sa molebanom Presvetoj Bogorodicy. Sa 9.00: Sveta Liturgia. 17.00: Vespere. So 6.30 und 9.00 Sveta Liturgia. **Rumänische Orthodoxe KG St. Nikolaus in Zürich:** St. Katharina, Wehntalerstr. 451, Krypta. Fr 17.30: Spovedanie. 18.30: Acatist. Sa 15.30: Spovedanie. 16.30: Sfânta Sfântului Maslu. So 8.45: Utrenia. 10.00: Sfânta Liturgie. **Rumänische Orthodoxe KG zum Entschlafen der Gottesmutter:** Kath. Peter-Paul-Kirche, Krypta, Tellstrasse 11. 8400 Winterthur. Sa 18.30: Acatistul Sfântului Ioan Botezatoru. So 8.30: Duminica Sfîntilor Români. 8.30: Sfânta Liturgie.

Orientalische Orthodoxe Kirchen  
**Syrianische Orthodoxe Kirche, Kloster St. Avgin:** Klosterstrasse 10, 6415 Arth (SZ), Fr 18.30: Religionsunterricht für Kinder. So 10.00 Eucharistiefeier. **Koptische Orthodoxe Kirche HI. Markus und Mauritius:** Im Stapfacker 18, Dietlikon, Mi 17.00: Abend-Messe. Fr 6.00: Morgen-Messe. **Koptische Orthodoxe Kirche HI. Maria und Verena:** Rikoner Str. 8, 8310 Grafstal, Fr 6.00: Morgenmesse. Sa 18.00: Vesper. So 9.00: HI. Messe. Mo 9.00: HI. Messe. **Äthiopische Orthodoxe Tewahedo Kirche Debre Gennet Qiddist Maryam:** So 9.00-12.00: Liturgia, Maria Lourdes Church, Seebachstrasse 3. **Äthiopische Orthodoxe Tewahedo KG Kidest Ledeta Le Mariam:** Chillehuus Grünau, Bändlistr. 15, So 8.00: Liturgia. **Eritreische Orthodoxe KG, Kapelle St. Petrus:** Rheinstr. 53, 8424 Embrach. So 8.00: Liturgia. **Eritreische Orthodoxe Tewahedo KG Medhanialeam:** Kirche auf der Egg, 8038 Zürich-Wollishofen. So 8.00: Qeadsa Liturgia.

\* Abendmahl, \*\* Taufen.

# 120 000 oder 15 000 Menschen am Frauenstreik?

Eine neutrale Zählung mit verlässlicher Methode gab es auch an dieser Kundgebung nicht – die Schätzungen im Plausibilitäts-Check



Bei 120 000 Teilnehmerinnen hätte der Umzug entweder viel dichter oder viel länger sein müssen.

MICHAEL BUHOLZER / KEYSTONE

MARIUS HUBER

An der Grösse einer Menschenmenge misst sich die Bedeutung einer Sache. An politischen Veranstaltungen wird daher grosszügig auf- oder abgerundet, je nach Agenda. Wer die Hoheit über die Zahl behauptet, gewinnt. Das weiss man nicht erst seit Donald Trumps eitlen Gezänk um die Teilnehmer an seiner Amtseinführung. Aber in der Stadt Zürich klaff-

## Eine unwürdige Machtdemonstration

Kommentar auf Seite 20

ten die Schätzungen noch nie so stark auseinander wie nach dem feministischen Streik vom Mittwoch. Die Organisatorinnen der Demonstration meldeten, es seien 120 000 Menschen dabei gewesen. Vorübergehend war sogar von 150 000 die Rede. Augenzeugen des Umzugs waren zwar von dessen Grösse überrascht – aber gleich eine solche Zahl?

Die Zürcher Stadtpolizei, die eigentlich gar keine Schätzung abgeben wollte, fühlte sich durch diese Behauptung provoziert. Ihre Fachleute hielten sie für eine masslose Übertreibung. Also gab die Polizei kurzentschlossen doch noch eine Einschätzung ab: Über 15 000 Personen seien es gewesen. Eine Differenz um den Faktor zehn also. Das sind drei Mal so viele Menschen, wie ins Letztgrundstadion passen. Eine oberflächliche Prüfung der Plausibilität lässt an beiden Zahlen zweifeln.

Die Polizei stützte sich weder auf Luftbilder noch auf eine manuelle Personenzählung, wie die Sprecherin Judith Hödl sagt. Sie verliess sich auf Erfahrungswerte. Dies ist ein übliches Verfahren, auch bei anderen Polizeien. In Zürich ist zum Beispiel bekannt, dass auf den gut gefüllten Helvetiaplatz 7000 bis 8000 Menschen passen. Als der Umzug am Mittwoch nach drei Stunden dort ankam, war der Platz laut den Polizisten vor Ort nicht voll. Allerdings hatte sich zu diesem Zeitpunkt ein Teil der Teilnehmerinnen schon zerstreut.

Die Organisatorinnen des Streiks wiederum betonen, dass sie nicht einfach den Finger in den Wind gehalten hätten. Mehrere Leute seien damit beauftragt gewesen, die Teilnehmerinnen zu zählen. Sie hätten während des Umzugs alle paar Minuten ermittelt, wie viele Personen sich auf hundert Quadratmetern befunden hätten. Diese Zahl sei hochgerechnet worden. Die Details lassen sie offen – am Resultat halten sie aber fest: 120 000.

## Diverse Schätzungsmethoden

Die klassische Methode, um die Grösse von Kundgebungen abzuschätzen, wurde in den sechziger Jahren in den USA entwickelt. Das zugrunde liegende Prinzip ist simpel: Man ermittelt, wie viele Personen sich auf einem Quadratmeter befinden, und rechnet diesen Wert auf die Gesamtfläche der Veranstaltung hoch. Weil die Dichte einer Menschenmenge variiert, wird ein Gelände dabei in verschiedene Zonen eingeteilt. Aber auch dann kann das Ergebnis um bis zu 25 Prozent danebenliegen, wie Untersuchungen gezeigt haben.

Noch komplizierter wird die Sache, wenn sich Menschen in Bewegung befinden, weil sich ein Umzug bald dehnt, bald komprimiert. Trotzdem ist eine ungefähre Einschätzung für den Mittwoch möglich. Denn erstens ist bekannt, dass sich der Umzug zu einem Zeitpunkt vom Paradeplatz bis nah an den Hauptbahnhof zog. Der auf dieser Strecke verfügbare Strassenraum beträgt ungefähr 15 000 bis 22 000 Quadratmeter – je nachdem, in welcher Breite er ausgenutzt wurde. Zweitens lassen sich Aufnahmen des Umzugs mit Modellbildern von Menschenmengen unterschiedlicher Dichte vergleichen. Es dürften sich kaum mehr als zwei Personen einen Quadratmeter geteilt haben, manchmal auch weniger. So kommt man auf einen groben Richtwert von 20 000 bis 45 000 Teilnehmerinnen.

Hilfreich sind bei der Plausibilisierung die Erkenntnisse des englischen Forschers Keith Still, auf die sich auch das Fachgremium für Crowd-Management der Schweizer Kantonspolizeien abstützt. Hätten sich tatsächlich 120 000 Personen auf der Umzugsroute befunden, hätten sich fünf bis acht Personen auf einen Quadratmeter gedrängt. Schon der tiefere Wert gilt im Crowd-Management bereits als gefährlich. Die Menschen stehen dann so dicht, dass sie nur noch langsam vorankommen. Der höhere Wert sprengt jede Skala – das wäre die Todeszone, in der Menschen stürzen und zerdrückt werden.

Solche Rechnereien wären nicht nötig, wenn die Teilnehmerzahl an Grossveranstaltungen offiziell erhoben würde. Die Behörden müssten sich dabei nicht auf Methoden aus den sechziger Jahren stützen, denn das automa-

tisierte Zählen von Menschenmengen hat dank maschinellem Lernen jüngst grosse Fortschritte gemacht. Es ist zum Beispiel mithilfe von Kameradrohnen möglich. Auch Tech-Konzerne wie Toshiba und Canon mischen in diesem Feld mit. Treiber der Entwicklung sind Sicherheitsbedenken rund um Massenveranstaltungen wie den Hajj in Mekka. Die Systeme sind nicht fehlerfrei. Aber die Abweichung von den tatsächlichen Werten liegt zum Beispiel bei Toshiba bei nur 15 Prozent – das ist viel präziser als die jüngsten Schätzungen in Zürich.

## Eine Ressourcenfrage

Die Stadtpolizei sieht es jedoch nicht als ihre Aufgabe, verlässliche Zahlen zu liefern. Das ist auch eine Ressourcenfrage. Sie überlässt die Schätzung standardmässig den Veranstaltern. Genau wie die Kollegen in Bern, wo nach Demonstrationen auf dem Bundesplatz ebenfalls regelmässig über Zahlen gestritten wird. Die Berner handhaben dies lange anders. Ein Kantonspolizist beschrieb im «Magazin» einst den Aufwand, den sein Team betreibe, um möglichst genaue, neutrale Zahlen zu liefern. Warum man davon abkam, ist unklar.

Auch in Zürich waren die Behörden schon engagierter: Vor rund zwanzig Jahren liess die Stadt während der Street Parade Luftbilder schiessen, aufgrund deren die Teilnehmerzahl errechnet wurde. Als die Stadtpolizei dann aber die offizielle Zahl von einer Million anzweifelte und richtigstellte, es sei nur die Hälfte gewesen, dankte ihr dies niemand. Seither hält sie sich mit eigenen Schätzungen zurück. Im Normalfall.

## FDP reicht Aufsichtsbeschwerde ein

Wie politisch darf eine Schule sein? Gemäss Zürcher Verfassung gar nicht. Schulen sind «konfessionell und politisch neutral», heisst es dort in Artikel 116. Diesen Grundsatz sehen die Stadtzürcher Parlamentarier Yasmine Bourgeois und Flurin Capaul (beide FDP) beim Schulhaus Aemtler in Wiedikon verletzt. Im Rahmen des «feministischen Streiks» hingen dort gut sichtbar Transparente am Schulgebäude: «Vereinbarkeit von Beruf und Familie – auch für das Betreuungspersonal», war auf einem zu lesen.

Für Bourgeois und Capaul ist das ein klarer Verstoß gegen den «verfassungs-

mässigen Auftrag der politischen Neutralität» der Schulen. Darum haben sie bei der zuständigen Kreisschulbehörde Limmattal eine Aufsichtsbeschwerde eingereicht. Die Behörde müsse dafür sorgen, dass in Zukunft keine Transparente mit politischen Botschaften mehr aufgehängt würden und dass «das Fehlverhalten der zuständigen Stellen aufgearbeitet wird».

Schon beim Frauenstreik 2019 waren beim Aemtler-Schulhaus ähnliche Plakate zu sehen. Die Schulpräsidentin sprach damals gegenüber der NZZ von einer «Gratwanderung» und gab an, das Gespräch mit der Schulleitung gesucht zu haben.

VERWALTUNGSGERICHT

## Fristlos entlassener Kantonspolizist fordert 160 000 Franken

Das Zürcher Verwaltungsgericht weist die Beschwerde eines coronaskeptischen Ordnungshüters ab

FABIAN BAUMGARTNER

Mitten in der Pandemie sorgten Polizisten, welche die Corona-Massnahmen kritisch sehen, für Aufsehen. Auf einer anonymen Website namens «Wir für euch» riefen sie zum Widerstand gegen die Massnahmen des Bundes zur Eindämmung der Pandemie auf.

Besucher der Website wurden zudem dazu aufgefordert, sich gegen Polizisten, welche die Zertifikate kontrollieren wollten, zur Wehr zu setzen. Auf der Plattform konnte man eine Vorlage herunterladen, um Strafanzeigen gegen Ordnungshüter einzureichen. Beteiligt an der Aktion waren auch zwei Mitarbeiter der Kantonspolizei Zürich. Die beiden Männer hatten ihr Unbehagen zuvor bereits in einem Brief an den Kommandanten dargelegt. In einem Gespräch mit diesem Ende April 2021 äusserten sie ihre Bedenken und sprachen von Verunsicherung und Missstimmung im Korps. Die Betätigung bei «Wir für euch» hatte Konsequenzen: Nach Bekanntwerden ihrer Mitgliedschaft stellte

die Kantonspolizei die beiden Mitarbeiter zunächst frei, schliesslich entliess sie die Männer fristlos.

## Treuepflicht erheblich verletzt

Mit welcher Argumentation dies geschah, zeigt nun ein Urteil des Zürcher Verwaltungsgerichts im Fall eines der beiden Polizisten. Durch die Beteiligung bei «Wir für euch» habe er seine Treuepflicht in erheblichem Masse verletzt, argumentierte die Kantonspolizei. Denn auf der massnahmenkritischen Plattform habe man Polizisten dazu bewegen wollen, ihre Dienstpflichten zu verletzen und bezüglich Corona-Massnahmen das Recht nicht mehr durchzusetzen. Die Plattform habe damit klar gegen den polizeilichen Grundauftrag agiert. Die fristlose Kündigung liess der Polizist nicht auf sich sitzen. Er legte Beschwerde gegen den Entscheid ein.

Der Mann, der bis zu seiner Entlassung im Grad eines Wachtmeisters bei der Kantonspolizei angestellt war, forderte Lohnersatz, eine Entschädigung

und eine Abfindung in der Höhe von rund 160 000 Franken. Von einer aktiven Beteiligung an der massnahmenkritischen Plattform wollte der entlassene Wachtmeister nichts wissen.

Das Zürcher Verwaltungsgericht sieht das jedoch anders. Es hat die Beschwerde des Polizisten gegen seine fristlose Entlassung im Urteil vom 11. Mai abgewiesen. Die fristlose Kündigung sei recht- und auch verhältnismässig gewesen, hält das Gericht fest. Der Polizist habe bewusst in Kauf genommen, dem Ansehen der Kantonspolizei zu schaden, was als schwere Verletzung der Treuepflicht zu qualifizieren sei. Der Mann habe durch sein Handeln das Vertrauensverhältnis zu seinem Arbeitgeber schwer erschüttert, eine Fortsetzung des Anstellungsverhältnisses sei deshalb nicht mehr zumutbar, schreibt das Verwaltungsgericht. War der Mann aber bloss Mitläufer oder doch mehr?

Bei einer Einvernahme im Oktober 2021 erklärte er, er habe sich auf der Plattform angemeldet und stimme auch dem Inhalt auf der Website grundsätzlich zu. Dazu gehöre unter anderem

auch die Aussage eines Anwalts, durch die Macht des Bundes nähere man sich «langsam, aber sicher einem kollektiven Notwehr-Zustand» und es bleibe den Bürgern gar nichts anderes mehr übrig, als gegen die Enteignung zu kämpfen. Mehr als eine ideelle Unterstützung sei es aber nicht gewesen, erklärte er.

## Widersprüchliche Aussagen

Allerdings fanden sich auf der Website Hinweise, die auf eine weit aktivere Rolle des Polizisten hinwiesen. In den Metadaten eines Strafanzeigeformulars auf der Plattform fanden sich nämlich sein Name und sein polizeinterne Kürzel. Schlüssig erklären konnte der Mann dies nicht, wie das Verwaltungsgericht festhält. Seine Äusserungen seien vage und unbelegt geblieben. Zudem widersprächen sie sich auch in zentralen Aspekten. Es sei klar, dass sich der Ex-Polizist an der massnahmenkritischen Website aktiv beteiligt habe.

Dafür spreche auch, dass der Name des Wachtmeisters kurz nach einer poli-

zeilichen Einvernahme aus den Metadaten entfernt worden sei. Wie es ihm als angeblich Unbeteiligtem möglich gewesen sein soll, die Löschung der Metadaten innert kurzer Frist zu veranlassen, habe er nicht nachvollziehbar erklären können. Mit seiner aktiven Betätigung für «Wir für euch» habe der entlassene Polizist die Grenze des im Rahmen der Meinungsfreiheit Zulässigen bei weitem überschritten. Von Bedeutung ist laut Verwaltungsgericht auch, dass der Mann sich in seiner Funktion als Polizist äusserte. «Die Verhaltensweisen sind geeignet, das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Integrität der Verwaltung und ihrer Angestellten zu beeinträchtigen.»

Fazit des Verwaltungsgerichts: Der Polizist habe Dritte aktiv dabei unterstützt, Strafanzeigen gegen Polizistinnen und Polizisten einzureichen, welche lediglich ihre Dienstpflichten befolgten. Das Urteil ist noch nicht rechtskräftig. Es kann ans Bundesgericht weitergezogen werden.

Urteil VB.2022.00315 vom 11. 5. 23, noch nicht rechtskräftig.

# Er überragte alle

Der Radprofi Michael Schär wurde ein Grosser, weil er andere gross machte – nun beendet er die Karriere

SEBASTIAN BRÄUER

Sieger werden immer bewundert, in jeder Sportart. Doch Radprofis kennen unter sich auch noch eine Form von Respekt, die mindestens ebenso gross ist. Sie ist reserviert für jene, die andere zum Leuchten bringen.

Besondere Helfer umgibt eine Aura des Aussergewöhnlichen. Was an ihrer Fähigkeit liegt, stundenlang im Wind zu fahren, aber auch an ihrer physischen Erscheinung. Das gilt zum Beispiel für den Belgier Tim Declercq, 1,90 Meter gross, der dafür gefürchtet wird, das Tempo auf der ersten Rennhälfte hoch zu halten und Fluchtgruppen in die Verzweiflung zu treiben. Es trifft auch auf den Briten Luke Rowe zu, 1,92 Meter gross, der im anarchischen Chaos des Pelotons cool bleibt und seinen Captains mit sämtlichen erlaubten Mitteln Platz verschafft.

Aber einer überragte sie alle: Michael Schär aus Geunsee bei Sursee, 1,98 Meter gross.

Demnächst hört Schär auf, nach 18 Profijahren ist Schluss. In diesen Tagen bestreitet er die letzte Tour de Suisse seines Lebens. Paradoxerweise verdankt Schär seine enorme Popularität unter Kollegen zum Teil der Tatsache, oft Leader protegert zu haben, denen die Fähigkeit zu grossen Siegen fehlte. Seine Treue in Phasen zunehmender Hoffnungslosigkeit war ebenso beispielhaft wie sein fahrerisches Können.

Immerhin war der 36-Jährige dabei, als Cadel Evans 2011 die Tour de France gewann, was er als den grössten Erfolg seiner Helfer-Karriere bezeichnet. Es war der Triumph eines Kollektivs mit nachhaltigen Folgen. Noch heute zählt Schär damalige Teamkollegen wie Manuel Quinzato und George Hincapie, aber auch Evans selber zu seinen besten Freunden.

## Dunkle Episoden miterlebt

Schär hatte einen ruppigen Karrierebeginn hinter sich. Von 2007 bis 2009 stand er bei der Mannschaft Astana unter Vertrag. Er bekam dort aus der Halbdistanz mit, wie Alexander Winokurov wegen Dopings suspendiert wurde, erlebte das umstrittene Comeback von Lance Armstrong und dessen Fehde mit Alberto Contador. Womöglich erleichterte das Miterleben dunkler Radsport-Episoden den Entscheid, in die zweite Reihe zu treten. Was Schär insbesondere im Zeitfahren hätte erreichen können, wird offenbleiben.

In der Folge schuftete der Schweizer in der Equipe BMC für Captains wie Richie Porte und Tejay van Garderen. Sie waren talentiert, stürzten aber allzu häufig. Auf Flachetappen galt es für den Schweizer, die beiden Fahrer mit dem Bruchpiloten-Image zu protegieren wie eine Entenmutter ihre Küken, manchmal vom neutralisierten Start bis hinter die Ziellinie. Schär hatte die Aufgabe, ihnen Windschatten zu geben, sie zu ermuntern, andere Fahrer einzubeziehen, die Verpflegung zu orchestrieren, Unbill jeglicher Art zu antizipieren.

«Ich musste an solchen Tagen Tausende Entscheidungen treffen», sagt Schär. «Viele im Peloton geben mir recht, dass ein Helfer in solchen Fällen angespannter ist als sein Captain.» Mit einem ganz grossen Triumph endeten diese Missionen nie. Aber Schär gewann dank seinen Auftritten an der Tour de France an Statur.

Bald konnte er es sich leisten, im Namen seiner Kollegen Missstände anzusprechen. Er regte sich auf, wenn er Strecken als unnötig gefährlich empfand. «Die ASO will den Zuschauern ein Spektakel bieten, deswegen lässt sie uns ständig durch irgendwelche Gassen fahren», sagte er einmal der NZZ über den Veranstalter der Tour de France. «Ich habe dafür absolut kein Verständnis.»

Etwas später als Schär wechselte Greg Van Avermaet zu BMC, ein belgischer Spezialist für Eintagesrennen. «Ich kannte dort niemanden, aber zu «Micky» entwickelte ich sofort ein gutes Verhältnis», erzählt er heute. «Später wurde es noch besser. Auf ihn konnte man sich immer verlassen.»



Michael Schärs Karriere wurde zum Sinnbild dafür, dass Resultate eben doch nicht alles sind.

URS FLÜELER / KEYSTONE

Das ist nicht übertrieben. Van Avermaet und Schär entwickelten sich an den Classiques zu einem unzertrennlichen Duo. Der Belgier sagt über den Schweizer: «Es gibt im Radsport viele Helfer, die nebenbei auch selber nach guten Resultaten streben. Bei ihm war das nie so. Er hat sich zu 100 Prozent für mich geopfert. Das machte ihn so grossartig. Er war immer verfügbar, er kümmerte sich um andere, er hatte gute Ratschläge.»

## Momente der Euphorie

Das, was er jahrelang tat, würde Schär heute nicht als Aufopferung bezeichnen. «Ich habe jenen Killerinstinkt, den Sportler besitzen müssen, nie verloren», sagt er. Wenn es darum ging, Van Avermaet an der Flandernrundfahrt von vorne in den Oude Kwaremont zu fahren oder bei Paris-Roubaix in den Wald von Arenberg, habe er sich voller Leidenschaft in die Duelle mit den anderen Helfern gestürzt.

Van Avermaet wieder einmal perfekt platziert zu haben, schuf Momente der Euphorie, die für Schär mit dem Gefühl vergleichbar waren, ein Rennen zu gewinnen. «Ich konnte immer 110 Prozent für andere geben, mehr als für mich selber», sagt Schär. «Denn ich wusste, dass ich dadurch meinen Hintermann zusätzlich motiviere. Oder ihm ein schlechtes Gewissen bereite. Der Leader spürte meine Hingabe. So entstanden grosse Momente.» Wenn Van Avermaet später gewann, was Schär meist über seinen Ohrstöpsel mitbekam, weil er in der Zwischenzeit weit zurückgefallen war, dann bekam auch der Helfer Hühnerhaut.

Ausgerechnet an den grössten Triumphen des Belgiers hatte Schär keinen Anteil. An den Olympischen Spielen 2016 in Rio de Janeiro wurde Van Avermaet vom Nationalteam protegert. Und als er 2017 auch beim Monument Paris-Roubaix ganz vorne landete, fehlte Schär, er hatte sich zuvor das Schlüsselbein gebrochen.

Seinem Image schadete das nicht. Ohnehin wurde Schärs Karriere zum Sinnbild dafür, dass Resultate selbst im Spitzensport eben doch nicht alles sind.

Langfristig bleibt mindestens so sehr in Erinnerung, was jemand zu geben bereit ist. Schär sagt, ihm sei wichtig gewesen, Siege von Teamkollegen zu zelebrieren. In solchen Fällen sei er es gewesen, der dafür gesorgt habe, dass abends ein Glas Wein auf dem Tisch stand. Irgendwann habe die Teamleitung das sogar von ihm erwartet. «Viele Sportler vergessen, den Moment zu geniessen, wenn sie ein Ziel erreicht haben, weil sie sofort dem nächsten Ziel nachrennen.»

Nach seinen Triumphen in Rio de Janeiro und Roubaix liessen Van Avermaets Leistungen rasch nach, in letzter Zeit rückten Siege an den Classiques für ihn in weite Ferne. Doch Schär blieb bis zuletzt an seiner Seite. Er wechselte mit

## Seine Treue in Phasen zunehmender Hoffnungslosigkeit war ebenso beispielhaft wie sein fahrerisches Können.

dem Belgier Ende 2018 von BMC zum Nachfolge-Team CCC. Als sich dieses zwei Jahre später auflöste, unterschrieb das Duo gemeinsam bei der französischen Equipe AG2R.

Auf die Frage, ob es in letzter Zeit nicht besser gewesen wäre, für einen stärkeren Leader zu fahren, hat Schär eine klare Antwort: «Wenn eine Freundschaft entstanden ist, springt man nicht einfach ab. Das wäre gegen mein Naturell gewesen.» Jetzt treten die beiden Profis gleichzeitig zurück, obwohl Schär laut eigener Aussage physisch keineswegs schwächer geworden ist. Warum weitermachen, wenn der Job erledigt ist?

Seinen letzten eigenen Sieg errang er vor fünf Jahren, am 9. Juli 2018 triumphierte er an der Tour de France, passenderweise in einem Mannschaftszeit-

fahren. Sein letzter Solo-Triumph liegt fast neun Jahre zurück, am 5. August 2014 gewann er ein Teilstück der Tour of Utah. Ein Jahr zuvor war er Schweizer Meister geworden. Aber all das ist zweitrangig. Schär machte andere gross.

## «Wie ein grosser Bruder»

«Er kann mir noch viele Tipps geben, er hat so viel erlebt», sagte der Österreicher Felix Gall, nachdem er am Mittwoch die Tour-de-Suisse-Etappe nach Leukerbad gewonnen hatte. Gall fährt ebenfalls für AG2R und ist diese Woche Schärs Zimmerkollege.

«Er war wie ein grosser Bruder für mich», sagt Stefan Küng, der Sieger des Auftakt-Zeitfahrens. Die beiden Landsleute starteten von 2015 bis 2018 gemeinsam für BMC.

Zusammen mit dem ehemaligen Profi Mathias Frank, der heute zu den Organisatoren des Rennens gehört, heckte Küng vor der zweiten Etappe einen Plan aus. Via Whatsapp und Instagram bat er Fahrerkollegen aus etlichen Teams, mit in die Höhe gereckten Vorderrädern ein Spalier zu bilden, durch das Schär auf dem Weg zum Start schreiten musste. Drei Viertel der Tour-de-Suisse-Teilnehmer beteiligten sich in Beromünster an der Hommage. Sie überrumpelten einen Fahrer, der sonst stets andere überraschte.

Wie es beruflich für den Familienvater weitergeht, ist offen. Möglich ist, dass er sich nach einer Übergangszeit als Sportlicher Leiter der Schweizer Mannschaft Tudor anschliesst. Mit deren Teamchef Raphael Meyer ging Schär einst in den Kindergarten. Natürlich kann sich der Funktionär vorstellen, den grossen, blonden Knaben von einst einzustellen.

Wenn Sportlerkarrieren enden, lösen sich die meisten Beziehungen auf. Schär und Van Avermaet dürfte das nicht passieren. Der Olympiasieger sagt: «Vielleicht komme ich mal für ein paar Tage in die Schweiz, oder er besucht mich in Belgien. Dann fahren wir zusammen Mountainbike oder gehen graveln. Mehr Unterhaltung, weniger Stress, gutes Essen, gutes Bier.» Sie haben es sich verdient.

## In kleinen Flugzeugen zur Pflichtaufgabe

Die Schweizer Fussballer wollen ihren Gegner Andorra ernst nehmen

STEPHAN RAMMING, ANDORRA LA VELLA

In einer Handvoll Kleinflugzeuge landeten die Schweizer Fussballer am späten Donnerstagnachmittag auf der winzigen Piste in Andorra wunschgemäss. Wunschgemäss, weil sie anders als die neun angereisten Journalisten und die etwa 750 Fans den unbequemen Weg über Barcelona meiden wollten und dafür – je nach den meteorologischen Umständen – eigens vier Reiseszenarien erstellt hatten. Möglichst kräftesparend sollte der Pflichttermin im Kleinstaat in den Pyrenäen absolviert werden. Das gelang bisher. Das Wetter sei gut, der Direktflug möglich, die Laune bestens, meldet der Coach Murat Yakin.

## Rodriguez mahnt Geduld an

Er habe ein wenig geschlafen und dann auf Netflix einen Film geschaut, berichtet Ricardo Rodriguez von seinen Reiseerlebnissen. «Aber ich weiss jetzt gerade nicht mehr, wie der Film heisst.» Der 106-fache Nationalspieler sitzt neben Yakin in einer Turnhalle im kleinen Estadi Nacional.

Der Filmtitel mag ihm entfallen sein, aber an das letzte Spiel in Andorra kann er sich noch gut erinnern. «Es war ein komisches Spiel», sagt er über das 2:1 im Oktober 2016 in der WM-Qualifikation für die WM in Russland, «wir führten früh, bekamen den Ausgleich und holten spät dann doch den Sieg und die drei Punkte.»

Rodriguez weiss unterdessen, was es braucht, um gegen kleine, aber zähe Mannschaften zu bestehen. «Wir müssen geduldig sein, konzentriert, und wenn sich eine Chance bietet, das Tor schiessen.» Ein Vorteil sei, dass es keinen Kunst-, sondern einen Naturrasen habe. Für den 30-Jährigen, dem als Torino-Captain eine gute Saison gelungen ist, ist wie allen im Schweizer Team die Aufgabe klar: «Wir müssen gewinnen.»

Für Yakin steht ausser Frage, dass dies seine Mannschaft gegen den 157. der Weltrangliste beherzigen wird. Immerhin holte Andorra in Kosovo überraschend einen Punkt. «Wir nehmen den Gegner ernst, aber auch wir haben unsere Qualitäten, und die wollen wir ausspielen», sagt der Trainer. Dennoch will er auch in Andorra die Gelegenheit nutzen, um jüngeren Spielern mit weniger Erfahrung eine Chance zu geben.

## Kobel statt Sommer im Tor

So wird der Goalie Gregor Kobel zu seinem fünften Länderspiel kommen. Der 25-jährige Keeper von Borussia Dortmund wurde gerade vom Fachmagazin «Kicker» zum besten Torhüter der Bundesliga erkoren. Yann Sommer rangiert nach der komplizierten Rückrunde mit Bayern München auf Platz 12 in dieser Rangliste. Sommer wird am Montag in Luzern gegen Rumänien wieder im Tor stehen. «An der Hierarchie mit Sommer als Nummer 1 ändert sich nichts», sagt Yakin.

Zeki Amdouni dürfte als Stürmer eine weitere Chance bekommen, nachdem der 22-Jährige zuletzt gegen Israel mit einem Treffer und einem Assist überzeugt hat. Der Angreifer vom FC Basel wird als Einziger im Kader nach den zwei Qualifikationsspielen mit der U 21 an die Euro reisen. Ob Manuel Akanji nach dem Triple mit Manchester City bereits wieder spielen wird, ist offen. «Wir werden das noch entscheiden – es ist vor allem ein grossartiges Zeichen von ihm, dass er im Team ist», sagt Yakin.

## EM-Qualifikation, Gruppe I

Freitag, 20.45 Uhr	Montag, 20.45 Uhr
Andorra - Schweiz	Schweiz - Rumänien
Kosovo - Rumänien	Israel - Andorra
Weissrussland - Israel	Weissrussland - Kosovo

1. Schweiz	2/6	4. Andorra	2/1
2. Rumänien	2/6	5. Israel	2/1
3. Kosovo	2/2	6. Weissrussland	2/0

# Alles wieder gut?

Hinter dem Sportreporter Sascha Ruefer liegt der Kampf gegen einen Rassismusvorwurf – ganz ausgestanden scheint die Affäre nicht

BENJAMIN STEFFEN

Im Dok-Film «The Pressure Game» sagt Jonas Omlin über Gregor Kobel: «Er hat so ein bisschen eine geile Mentalität. So eine deutsche Mentalität. Eine Gewinner-Mentalität.» Von Kobel werde man noch viel sehen, sagt Omlin. Kobel und Omlin sind Fussballgoalies, Schweizer Fussballgoalies. Von Kobel wird man am Freitagabend sehen, wie er im Tor des Nationalteams steht. Andorra - Schweiz, Anpfiff 20 Uhr 45, live auf SRF 2. Im Schweizer Tor ein Goalie mit deutscher Mentalität. Aber sonst: vieles wie immer. Kommentator: Sascha Ruefer.

Sascha Ruefer? Diese Besetzung wäre vor gut zwei Monaten fast undenkbar gewesen. Die «WoZ» schrie am Donnerstag vor Ostern, in ebendiesem Film «The Pressure Game» über das Schweizer Nationalteam habe Ruefer einen Satz geäußert, der «klar rassistisch» sei. Ruefer habe über den Captain Granit Xhaka gesagt: «Granit Xhaka ist vieles, aber er ist kein Schweizer.» Diesen Satz habe Ruefer nachträglich aus dem Film streichen lassen. Ruefer bestand darauf, weil er diese Aussage nach dem offiziellen Teil des Interviews gemacht hatte. Und weil sie aus dem Kontext gerissen worden sei. Aber der Satz machte Schlagzeilen. Der «Tages-Anzeiger» titelte: «Ohne Gegenbeweis ist Sascha Ruefer kaum zu retten».

Am Karfreitag lud Ruefer ausgewählte Medien zur Sichtung des vollständigen Materials ein. Darin war zu sehen, dass er nicht etwa sagte, Xhaka sei «kein Schweizer», sondern: alles, nur nicht Schweizer. Und danach: was die DNA betreffe. Und: Eine Führungsperson sei nie wie Xhaka – aber letztlich übernehme er doch die Verantwortung.

Omlin hätte vielleicht gesagt, Xhaka habe «eine geile Mentalität».

## Animositäten freigelegt

Mit der Transparenzoffensive schaffte es Ruefer, den Rassismusverdacht abzustreifen. Doch es ist das Bemerkenswerte an dieser Geschichte: wie viel trotzdem hängen blieb. Nicht primär an Ruefer, aber im Mikrokosmos des Schweizer Fussballs.

Der Umgang mit dieser Kontroverse legte vieles frei, zwar nicht die Quelle der «WoZ», aber Animositäten. Viele versuchten herauszufinden, wer der «WoZ» berichtet hatte, dass es einen Satz gebe, der sich gegen Ruefer auslegen liesse.



Viele werden in nächster Zeit genau hinhören, wie er kommentiert: der Schweizer Länderspiel-Reporter Sascha Ruefer. BRITTA GUT / AZM

Verschwörungstheorien kursierten, simple, komplexere. Sogar berühmte Spielerberater glaubten zu wissen, was hinter dieser Geschichte stecke. Aber zuverlässig verifizieren liess sich die Quelle nicht. Auch die NZZ war im März auf das Zitat aufmerksam gemacht worden; ohne die Bilder gesehen zu haben, sah sie vorerst von einer Berichterstattung ab. In der Recherche zu diesem Text teuerte die Quelle der NZZ, nicht auch die «WoZ» informiert zu haben.

Es stellte sich heraus, dass etlichen Personen mutmasslich schon seit Februar Details aus «The Pressure Game» bekannt waren. Das Leck war potenziell überall – und irgendwo gab es das Interesse, eine Empörung oder sogar einen Aufstand zu entfachen gegen Ruefer. Die einen finden ihn unterhaltsam, die anderen still. Vor allem hat er keine Hemmung, eine Haltung einzunehmen, gerne auch zu Xhaka, einer ähnlich kontroversen Persönlichkeit, mit teilweise sehr pointierten, womöglich auch überzogenen Aussagen. So lag es nahe, den Schweizeri-

schen Fussballverband (SFV) zumindest mit der Überlegung zu konfrontieren, die «WoZ»-Quelle stamme aus seinen Kreisen. Aber im SFV wird dieser Gedanke fast bestürzt zur Kenntnis genommen. Es heisst etwa, der SFV habe kein Interesse, dass einmal mehr über Fragen zur Herkunft der Schweizer Fussballer debattiert werde. Gerade im Zuge des «WoZ»-Texts sollen wieder feindselige Zuschriften eingetroffen sein, die Xhakas Identifikation mit der Schweiz trotz 113 Länderspielen infrage stellten. Einerseits.

Andererseits gibt es Hinweise darauf, dass der SFV derlei Korrespondenz ohnehin in Kauf genommen hätte. Denn: In SFV-Kreisen war die umstrittene Filmsequenz auch gesehen worden, bevor Ruefer die Entfernung verlangte. Aber der SFV sah davon ab, warnend darauf hinzuweisen. Intern war die Stelle mit dem Hinweis registriert worden, dieser Satz werde Schlagzeilen machen.

Ungeachtet dessen, wo das Leck war, fand zwischen den Medienpartnern SRG und SFV eine Aussprache statt,

mit je zwei Personen, ohne Ruefer. Mit wem man auch redet: Alle sagen, die Geschichte sei vorbei, das Verhältnis nicht belastet. Aber wie sie es sagen, und je länger sie reden – desto mehr entsteht der Eindruck, dass sie es sagen, weil es so sein soll. Und nicht, weil es so ist.

Kritiker zählen immer noch auf, wie oft sich Ruefer negativ über Xhaka geäußert habe, angefangen bei der Doppeladler-WM-Affäre 2018. Als wäre der provokative Jubel von Xhaka und Xherdan Shaqiri nie öffentlich verhandelt worden, wenn Ruefer die Aktionen nicht als «dumm», «dämlich», «bescheuert» bezeichnet hätte.

Diesmal ist es anders: Ein Satz, der gar nicht hätte öffentlich werden sollen, wird zum Anlass genommen, über Ruefers Rolle zu diskutieren und alte Geschichten anzuführen. Etwa: dass Ruefer 2021 in einem Spiel ohne Xhaka sagte, er vermisse ihn nicht. Aber auch damals, der Kontext: Ruefer fügte an, «natürlich» sei das Spiel mit ihm «qualitativ noch einmal besser». Der Nationaltrainer

Murat Yakin sagte gleichwohl: «Diese Aussage ist absolut fehl am Platz.»

Der SFV soll bei SRF auch schon die Idee eines Kommentatorenwechsels deponiert haben. Und der SFV fände es begrüssenswert, wenn Ruefer während der Spiele ein Experte zur Seite gestellt würde. Aber worum geht es dabei: dass Länderspiele allgemein mehr Expertise erhalten? Oder dass Ruefer generell infrage gestellt wird? Denn wenn Ruefer erörtert, ob Xhaka ein guter Captain sei, geht es über fussballtaktische Einschätzungen hinaus. Und genau in dieser Rolle wird er vom SRF gestärkt, wenn er sich nach Länderspielen zum Moderator Rainer Salzgeber und zum Experten Benjamin Huggel gesellt und Meinungen äussert, die nicht alle zu teilen brauchen.

## Noch schweigt Xhaka

Alle arbeiteten diese Geschichte auf, aber niemand kam sich richtig näher. Viele werden genau hinhören, wie Ruefer in nächster Zeit kommentiert – und gegenseitige Vorbehalte oder ein gewisses Unverständnis dürften bleiben, etwa beim Nationaltrainer Yakin und beim SFV-Medienchef Adrian Arnold auf der einen Seite, bei Ruefer auf der anderen. Was Xhaka meint, ist öffentlich noch nicht bekannt; die NZZ stellte vergeblich Gesprächsanfragen.

Vielleicht gibt es zumindest diese verstärkte Erkenntnis: dass die Geschichte im Zeichen erhöhter Sprachsensibilität steht, gerade auch im Umgang mit dem migrationsgeprägten Schweizer Nationalteam. Aber ist es wirklich immer noch so: Wenn Ruefer über Xhaka redet, hören wir Gedanken über die Herkunft heraus – und wenn Omlin über Kobel redet, geht's um die deutsche Gewinner-Mentalität?

Wie sagte Ruefer: Xhaka sei alles, nur nicht Schweizer – was die DNA betreffe. Ende Mai, nach der WM-Viertelfinal-Niederlage der Schweizer Eishockeyspieler gegen Deutschland, unterhielt sich der Nationalteam-Direktor Lars Weibel mit dem SRF-Experten Philippe Furrer und dem SRF-Reporter Lukas Nink. Weibel sagte, das Team müsse künftig punktgenau die Stärken abrufen – «vielleicht hat es mit der mentalen Verfassung zu tun, vielleicht mit der Energie, vielleicht hat es aber auch mit der DNA des Schweizer zu tun». Keine deutsche Mentalität halt. Der Reporter und der Experte standen daneben und sagten nichts.

Mitarbeit: Fabian Ruch

# Die Ingenieure sind die neuen Topverdiener

In der Formel 1 machen die Budget-Obergrenze und der anstehende Reglementschnitt die Techniker zu den grossen Gewinnern

ELMAR BRÜMMER, MONTREAL

Es ist eine Serie, an der die Formel 1 zu verzweifeln droht: Von den letzten 18 Siegen gingen 17 an Red Bull Racing. Die technische Abteilung des Weltmeister-Rennstalls gilt als mindestens so überlegen wie Max Verstappen, wobei das eine viel mit dem andern zu tun hat. Im Grossen Preis von Kanada am Wochenende könnte das österreichisch-britische Team den 100. Sieg einfahren.

Die Konkurrenz produziert Upgrades an den Rennwagen in Serie, aber es scheint, als sei der Titelhalter immer einen Schritt voraus. Was dagegen hilft: entweder beharrlich an den eigenen Stärken arbeiten, oder aber versuchen, Personal beim Spitzenreiter abzuwerben. Wobei auch hier das eine zum anderen führen kann.

## Know-how oder Copyshop?

Bestes Beispiel: Als zu Saisonbeginn Fernando Alonso im grünen Aston Martin plötzlich regelmässig Podestklassierungen erreichte, lästerte die Konkurrenz über den «grünen Red Bull», nachdem der Rennstall mit Dan Fallows einen der führenden Techniker aus Verstappens Team hatte abwerben können.

Zudem heuerten weitere Top-Leute von Mercedes, Ferrari oder auch Sauber bei der aufstrebenden Truppe in Silverstone an. Die einen nennen es Know-how-Transfer, die anderen prangern eine Art Copyshop-Mentalität an. Tatsache aber ist, dass die Loyalität des technischen Personals in diesem Jahr in ungekannter Art auf dem Prüfstand steht.

Technologisches Wissen ist gefragt in einer Rennserie, die 2026 vor dem nächsten grossen Reglementschnitt steht und in der durch eine rigide werdende Budgetobergrenze der Druck auf die Entwicklungsabteilungen wächst, noch effizienter und möglichst fehlerfrei zu arbeiten. Deshalb sind Top-Techniker gefragt denn je, sie können die Preise bestimmen.

Im vergangenen Winter sind gleich vier Ingenieure in die Chefposition befördert worden: Frédéric Vasseur, der aus Hinwil zu Ferrari wechselte; Andreas Seidl, der von McLaren zu Audi ging; James Vowles, der Mercedes für Williams verliess, und Andrea Stella, der bei McLaren aufstieg.

Aber das sollte erst der Anfang sein. Laurent Mekies, die Nummer zwei bei Ferrari, wurde bereits zum neuen Teamchef bei Alpha Tauri deklariert, obwohl er noch einen laufenden Vertrag in

Maranello besitzt. McLaren hat den Zuzug von Rob Marshall angekündigt, dem Technik- und Designdirektor von Red Bull. Und auch Hinwil vermeldete vergangene Woche eine wichtige Personalie: Der bei McLaren in Ungnade gefallene James Key wird im September bei Sauber die Rolle des Technikchefs von Jan Monchaux übernehmen. Für den Briten ist es der zweite Anlauf beim Schweizer Team, nachdem er zwischen 2010 und 2012 nicht glücklich geworden ist.

Mit einem Jahrzehnt mehr Erfahrung soll er jetzt bereit sein für den nächsten Karriereschritt. Andreas Seidl, mit dem Key bei McLaren einen Umbau des gestrauchelten Traditionsteams begonnen hatte, griff sofort zu, als sein Vertrauter wieder auf dem Markt war. In den Zukunftsplanungen von Audi für den Formel-1-Einstieg mit Sauber in zweieinhalb Jahren nimmt Key eine Schlüsselrolle ein.

Der Wechsel dürfte sich auch finanziell rechnen, wie bei allen anderen Top-Ingenieuren, die auf Arbeitsplatzsuche sind. Manche dürften sogar mehr verdienen als die Fahrer. Der Branchenführer in der Gehaltsliste ist Adrian Newey, dessen Weiterverpflichtung Red Bull ohne die Angabe von weiteren Details kürzlich bestätigt hat. Der 64-Jährige ist Weltmeistermacher seit 1992, zwölf Fah-

rer- und elf Konstrukteurstitel hat er mit seinen aerodynamischen und strategischen Fähigkeiten ermöglicht.

Als ihn vor einigen Jahren Ferrari abwerben wollte, sollen ihm 20 Millionen Dollar geboten worden sein. Inzwischen dürfte sein Marktwert höher liegen. Damit würde er sich dem Niveau des Rekordchampions Lewis Hamilton nähern, der kurz vor der Vertragsverlängerung mit Mercedes stehen soll. Trotzdem ist der Red-Bull-Teamchef Christian Horner froh, mit Newey die zentrale Figur des Erfolgs noch für «einige Jahre» an Bord zu wissen.

Im Fall Newey hat es der finanzstarke Red-Bull-Konzern sogar eher leicht, das Gehalt anzuheben. Denn von den strikten Budgetrichtlinien sind Fahrer und die drei Top-Leute eines Teams ausgenommen. Schwieriger wird es beim Fachpersonal aus der zweiten Reihe.

## Teamchef in der Zwickmühle

Da ist die Konkurrenz im Vorteil, die einen Spitzenmann sucht. Denn sie hat in der Regel die fragliche Position bisher nicht so hoch dotiert und kann im Wettbewerb entsprechend nachlegen, ohne das Limit zu verletzen. Das zwingt den Branchenführer zu Umstrukturierung-

neuen Strategien und Entlassungen. So passte ausgerechnet die langjährige Personalchefin Jayne Poole nicht mehr ins Gehaltsgefüge, ihr Honorar wurde benötigt, um Techniker weiterzubeschäftigen. Ein hoher Preis, denn Poole unterstützt jetzt als Beraterin den Mercedes-Teamchef Toto Wolff.

Aus finanziellen Überlegungen werden damit auch personelle: erfahrene Leute halten, oder für die gleiche Summe zehn Nachwuchs-Ingenieure verpflichten? Der Red-Bull-Teamchef Horner spricht nonchalant über diese Alternative, aber in Wirklichkeit versucht er, seine Zwickmühle schönzureden. Setzt er auf Masse, gibt er automatisch Klasse für die Konkurrenz frei. Es sei ein konstantes Abwägen. Natürlich könnte er höhere Prämien bezahlen, dann würde aber das Budget für die technische Weiterentwicklung automatisch schrumpfen.

Wie grotesk sich der Kampf um das Personal entwickelt hat, zeigt der Fall Mekies. Damit dieser früher, als es sein Vertrag eigentlich zulässt, das Amt bei der Red-Bull-Tochter Alpha Tauri antreten kann, soll von Ferrari im Gegenzug ein rascher Zugriff auf derzeit freigestellte Red-Bull-Mitarbeiter gefordert worden sein. Das Gebaren erinnert fast an einen Geiselaustausch.

# 300 000 Euro für ein Missbrauchsoffer – Kölner Urteil könnte teure Folgen für die Kirche haben

Auf die katholischen Bistümer dürften nun weitere Klagen zukommen

JULIUS BAUMEISTER

Georg Menne ist 13 Jahre alt und Messdiener, als er die erste Nacht im Ferienhaus des Priesters Erich Jansen an der deutsch-belgischen Grenze verbringt. In den folgenden Jahren werden über 300 Nächte folgen. Menne sagt, in jeder dieser Nächte sei er missbraucht oder vergewaltigt worden. Dem ZDF sagt er: «Was Sie sich in Ihrer Phantasie in allen Variationen vorstellen können, ist auch passiert.»

Heute ist Georg Menne 64 Jahre alt. Der Priester, der ihn zwischen 1970 und 1979 hundertfach vergewaltigte, ist tot. Seine Taten sind verjährt. Trotzdem hat das Landgericht Köln am Dienstag zu Mennes Gunsten Recht gesprochen. Das Erzbistum muss Menne 300 000 Euro Schmerzensgeld zahlen. Das ist ein Novum.

Nie zuvor wurde die katholische Kirche in Deutschland zu einer solch hohen Strafzahlung an ein Opfer sexueller Gewalt verurteilt. Und: Die Kirche als Institution wird mit dem Urteil für Taten haftbar gemacht, die sie selbst nicht begangen hat. Und die bereits verjährt sind. Experten sprechen von einer Signalwirkung, juristischem Neuland, einem Meilenstein – das Urteil könnte Praxis werden.

## Gut dokumentierte Taten

Anders als bei Klagen, die sich an die Täter von sexuellem Missbrauch richteten, verklagten Menne und sein Anwalt das Erzbistum als Institution. Der Vorwurf: Die Diözese habe den damals minderjährigen Menne nicht vor den Taten des Priesters geschützt. Obwohl der damalige Kölner Erzbischof und andere Verantwortliche des Bistums wussten, dass Priester Jansen bereits in den 1950er und 1960er Jahren Kinder missbraucht hatte. Statt Jansen zu entlassen, versetzte ihn die Kirche in die Gemeinde Köln-Bilderstöckchen.

Das Landgericht Köln sieht den Vorwurf an das Erzbistum nun als erwiesen an. Denn die Taten sind gut dokumentiert. Der Priester selbst hatte die Vorwürfe zu Lebzeiten gegenüber der Kirche schriftlich bestätigt. Zudem existie-



Das Urteil des Kölner Landgerichts hat eine hohe Signalwirkung. Die Aufnahme zeigt den Dom der Stadt, die Kathedralkirche des Erzbistums Köln.

S. ZIESE / IMAGO

ren Fotos, die Menne im Kontext von Missbräuchen zeigen. Menne ist darauf gefesselt in einer Duschwanne oder auf einem Dachboden zu sehen. Auch Priester Jansen ist darauf abgebildet.

Vom Erzbistum Köln hiess es am Dienstagabend, man erkenne seine Verantwortung im Fall Menne an. Dass es überhaupt zu einer solchen Rechtsprechung gekommen ist, liegt auch an der Kirche selbst. Aus juristischer Perspektive hätte sich die Kirche auf die Verjähmung der Taten beziehen und einer Schmerzensgeldzahlung in Rekordhöhe wohl entkommen können. Das Erzbistum, das Missbräuche zukünftig schonungslos aufklären will, entschied sich dagegen.

Offen bleibt, wie die Kirche in anderen Fällen reagieren wird. Der Kölner Kardinal Woelki, der selbst seit Jahren wegen des Vertuschens im Zusammenhang mit Missbrauchsvorwürfen in massiver Kritik steht, sagte dem ZDF: «In diesem besonderen Fall hatte ich den Wunsch, auf die Einrede der Verjähmung zu verzichten.»

## Bisher Standardsummen

Die katholische Kirche geht den insgesamt zahlreichen Missbrauchsfällen in einem innerkirchlichen System nach. Opfer müssen die Missbrauchsfälle beim zuständigen Bistum melden. Dieses leitet die Fälle auf Bundesebene

an eine unabhängige Kommission weiter, die über Vorgehen und Entschädigungssumme entscheidet. In den vergangenen Jahren haben sich Standardsummen etabliert. Opfer bekommen häufig zwischen 15 000 und 50 000 Euro und maximal 100 000 Euro zugesprochen.

Auch Georg Menne hat das innerkirchliche System bereits vor Jahren durchlaufen. 25 000 Euro erhielt Menne vom Erzbistum Köln als «Anerkennung des Leids», welches er erfahren habe. Doch Menne reichte das nicht.

Während Mennes Anwälte eine Schmerzensgeldsumme über 700 000 Euro forderten, machte die Kirche keine Angaben dazu, wie hoch die Summe ihrer Meinung nach sein müsste.

Das Landgericht in Köln hatte immer wieder auf eine Einigung gedrängt – ergebnislos. Der Rechtsanwalt der Kirche sagte: «Ich habe kein Angebot mitgebracht. Aber der volle Betrag kommt für uns nicht infrage.»

## Wegweisender Entscheid

Das Urteil hat nicht nur Auswirkungen auf das Leben von Georg Menne. Immer wieder betonte Menne, er mache das nicht für sich, er mache das «für uns» alle. Zwar scheint die Beweislast in anderen Missbrauchsfällen nicht ähnlich erdrückend wie im Fall Menne. Dennoch macht das Urteil anderen Opfern Mut. Das Missbrauchsoffer Markus Elstner sagte dem Westdeutschen Rundfunk: «Für mich war das ein Meilenstein, dass die Kirche uns nicht mehr mit 1000 oder 5000 Euro abspesen kann. Es ist grossartig, dass Georg Menne diesen Weg für uns gegangen ist.»

Der gemeinnützige Verein «Eckiger Tisch» setzt sich für die Interessen der Opfer sexualisierter Gewalt durch

Anders als bei Klagen, die sich an die Täter richteten, verklagte Georg Menne das Erzbistum als Institution.

Kirchenvertreter ein. Nach der Urteilsverkündung hiess es in einer Stellungnahme, das Urteil sei ein «wichtiges Signal». Man werde als Organisation zukünftig raten, sich anwaltlich unterstützen zu lassen, «um Ansprüche gerichtlich durchzusetzen».

Die Kirche könnte das vor eine Klagewelle stellen, die das innerkirchliche System im Umgang mit Missbrauchsoffern ins Wanken bringen würde. In den USA sind einzelne Bistümer aufgrund hoher Strafzahlungen an etliche Missbrauchsoffer bereits pleitegegangen.

# Im Jet-Formationsflug fliegt immer ein Restrisiko mit

Zwei Jagdflugzeuge der Patrouille Suisse haben sich beim Trainingsflug touchiert

JÜRGEN SCHELLING

Das Steuern eines Militärjets ist an sich schon eine herausfordernde Aufgabe. Gesteigert wird diese Anforderung noch, wenn es um einen engen Formationsflug geht. Noch anspruchsvoller ist es, wenn wie bei der Patrouille Suisse gleich mehrere Maschinen in enger Formation gemeinsamen Kunstflug absolvieren. Als Pilot einer Jet-Formation im Kunstflug spielen also Multitasking-Fähigkeit, Belastbarkeit sowie gute Nerven eine bedeutende Rolle. Was für die Zuschauer am Boden leicht und elegant am Himmel erscheint, wird nur durch intensivstes Training möglich.

Dass ein Formationskunstflug mit Militärjets dennoch ein gewisses Restrisiko beinhaltet, liegt in der Natur der Aviatik. Das Wetter, Sichtverhältnisse, Turbulenz, Topografie des Fluggebiets, Wolkenuntergrenze, persönliche Tagesform des Piloten – all das lässt sich nicht absolut vorausbestimmen. Hinzu kommt eine hohe Anspannung bei allen beteiligten Piloten, denn diese fliegen in minimalem Abstand bei hohen Geschwindigkeiten von 600 km/h und mehr. Und das nicht geradeaus, sondern in gemeinsamen Loopings, Rollen und steilen Kurven, oft verbunden

mit Positionswechseln. Hierbei müssen in Sekundenbruchteilen ständig Abstände zu den anderen Jets kontrolliert und Steuerkorrekturen vorgenommen werden.

## Viel Erfahrung bei der Wartung

Die Piloten schauen dabei üblicherweise nicht auf ihre Instrumente, sondern lediglich auf den Neben-, Ober- oder Untermann in der Formation. Die wichtigste Aufgabe hat der Formationsführer. Er ist entscheidend für die Qualität der Formation. Denn die Flügelspitzen der Jets sind gerade so weit voneinander entfernt, dass sie sich nicht berühren. Eine Berührung der Flugzeuge innerhalb der Formation stellt bei allem Training ein Restrisiko dar. So war es nun wohl auch, als sich am Donnerstag zwei F-5 beim Training touchierten. Beide Piloten konnten ihre Maschinen sicher landen.

Bei einem F-5 war die Flugzeugnase abgefallen und auf eine Fabrikhalle gestürzt, wodurch eine Person offenbar durch Splitter leicht verletzt wurde. Die flache Flugzeugnase eines F-5 hat aber keine tragende Funktion wie etwa die Flügel oder der Rumpf, sondern dient lediglich der Aerodynamik und dem Schutz der darunter versteckten Elek-



Die Jets fliegen bei hohen Geschwindigkeiten in minimalem Abstand.

REUTERS

tronik. Der F-5 kann also problemlos auch ohne «Nase» fliegen, hat aber dadurch wesentlich mehr aerodynamischen Widerstand und muss deutlich langsamer fliegen.

Dass hingegen die Technik der relativ betagten Jets bei dem Vorfall eine

Rolle spielte, ist eher unwahrscheinlich. Denn in der Wartung des F-5 herrscht in der Schweiz jahrzehntelange Erfahrung. Und auch das verbreitete Flugzeugmuster wird noch in einigen Ländern geflogen, oft auch als «Sparringspartner» im Luft-

kampf für weit modernere Militärjets. Die Patrouille Suisse hat bisher auch eine sehr gute Sicherheitsbilanz. Abgesehen von der Kollision im Juni 2016 in den Niederlanden nahe Leeuwarden, bei der eine F-5 verlorenging, gab es keine schweren Zwischenfälle.

Für andere Nationen sieht die Bilanz deutlich schlechter aus: Beim britischen Kunstflugteam der Royal Air Force, Red Arrows, gab es seit 1965 mehrere Unglücke, bei denen insgesamt 17 Jets verunfallten. Acht Piloten und ein Mechaniker kamen dabei ums Leben. Die Hälfte der verunglückten Piloten konnten sich zumindest per Schleudersitz retten. Fünf der Unfälle waren Zusammenstösse von Teammitgliedern in der Luft.

## Mehrere Unfälle in den USA

Beim 1946 gegründeten Jet-Kunstflugteam der US Navy, den Blue Angels, kamen im Laufe der Jahrzehnte auch mehrere Piloten bei Unfällen ums Leben, ebenso beim seit 1953 fliegenden Jet-Team der US Air Force, den Thunderbirds.

Eine hundertprozentige Sicherheit beim Jet-Formationskunstflug wird es deshalb trotz bestem Trainingsstand der Piloten wohl nie geben.



Fit bis ins Alter: Die Diskussionen über Generationengerechtigkeit werden zunehmend gehässig geführt und bergen sozialen Sprengstoff.

GORAN BASIC / NZZ

# Ein langer Ruhestand ist kein Grundrecht

*Die Alterung der Bevölkerung spitzt sich zu und zeigt sich in den sozialen Sicherungssystemen, am Arbeitsmarkt – sowie in Generationenkonflikten. Es stehen ungemütliche Zeiten an.*

Von Michael Ferber

Alle wollen alt werden, aber keiner will es sein. Dies zeigen Mottos wie «80 ist das neue 60» oder «60 ist das neue 40». Gesundes Altern liegt im Trend, und die Schweiz nimmt hier international eine Führungsrolle ein. Seit dem 18. Jahrhundert steigt die durchschnittliche Lebenserwartung hierzulande kontinuierlich an – und vieles spricht dafür, dass sich die Entwicklung dank medizinischem Fortschritt und einem gesünderen Lebenswandel der Bevölkerung weiter fortsetzt. Die Lebenserwartung bei Geburt in der Schweiz gehört zu den höchsten in der Welt. Im Jahr 2021 lag sie für Frauen bei 85,7 und für Männer bei 81,6 Jahren.

In den Fokus rückt der demografische Wandel vor allem dann, wenn es um die Altersvorsorge und die soziale Sicherheit geht – wie jüngst beim Hin und Her um die Renteninitiative im Parlament. Das Phänomen der Langlebigkeit hat aber auch in anderen Bereichen gravierende Auswirkungen. Diese zeigen sich beispielsweise am Arbeitsmarkt sowie in Generationenkonflikten.

## Schwierige AHV-Finanzierung

In den sozialen Sicherungssystemen sind die Folgen der Langlebigkeit bereits gut zu beobachten. In den vergangenen Jahrzehnten sind in den Industrieländern die Leistungen an die Bürger, aber auch deren Ansprüche stark gestiegen. Ein jahrzehntelanger Ruhestand gilt vielen als eine Art Grundrecht.

Der demografische Wandel gefährdet diese Vorstellung nun aber zusehends. Auch in der wohlhabenden Schweiz realisieren viele Erwerbstätige, dass sie in der «dritten Lebensphase» weniger auf Rosen gebettet sein dürften als erhofft. So ist die durchschnittliche Ersatzquote – also die Rente aus AHV und Pensionskasse – bei einem Gehalt von

Soll die Absicherung im Alter weiter funktionieren, muss eine immer höhere Lebenserwartung zwangsläufig zu einem längeren Erwerbsleben führen.

80 000 Franken im Zeitraum 2013 bis 2022 um 10 Prozentpunkte auf 70 Prozent gefallen. Für manche Teile der Bevölkerung ist sie sogar unter 60 Prozent gesunken – und damit unter das aus der Schweizer Verfassung abgeleitete Ziel, wonach die Rente aus AHV und Pensionskasse nach der Pensionierung die Fortführung des gewohnten Lebensstandards ermöglichen sollen.

Neben den jahrelangen ultraniedrigen Zinsen ist dies die Konsequenz davon, dass sich mit der Pensionierung der geburtenstarken Babyboomer-Generation – dazu zählen die Jahrgänge 1946 bis 1964 – das Gleichgewicht zwischen Aktiven und Rentnern in der Altersvorsorge verändert hat. Und dieser Trend dürfte sich fortsetzen. Laut dem Bundesamt für Statistik dürfte der sogenannte Altersquotient – also die Zahl der 65-Jährigen und Älteren je hundert 20- bis 64-Jährige – von 30,9 im Jahr 2020 auf 46,5 im Jahr 2050 steigen. Diese Zahlen verdeutlichen, dass die Finanzierung der AHV in den kommenden Jahrzehnten schwierig bleibt. Die zunehmende Langlebigkeit der Menschen verschärft die Schieflage umlagefinanzierter Rentensysteme. Mit der AHV-Reform wird nun zwar das ordentliche Rentenalter der Frauen von 64 auf 65 Jahre erhöht und demjenigen der Männer angeglichen.

Angesichts der hohen Lebenserwartung der Schweizer Bevölkerung reicht dies aber längst nicht aus, um die Altersvorsorge strukturell wieder ins Lot zu bringen. Vielmehr wäre eine Kopplung des Rentenalters an die Lebenserwartung sinnvoll, so wie dies die Renteninitiative der Jungfreisinnigen vorsieht. Vorerst mag dies leider politisch unrealistisch sein. Tatsache aber bleibt: Soll die Absicherung im Alter weiter funktionieren, muss eine immer höhere Lebenserwartung zwangsläufig zu einem längeren Erwerbsleben führen. Parallel sorgt die demografische Entwicklung dafür, dass die Kosten für Gesund-

heit, Betreuung und Pflege ständig steigen. Mit immer mehr älteren Menschen nimmt der Bedarf dafür zu – gerade in den letzten Lebensjahren. Diese höheren Ausgaben müssen von den Sozialversicherungen gestemmt werden, in die eine weniger stark wachsende Erwerbsbevölkerung einzahlt.

Notwendig wären hier marktwirtschaftliche Reformen. Doch in der Praxis könnten diese schwierig werden. Wenn der Anteil der Rentner an der Gesamtbevölkerung zu- und derjenige der Erwerbstätigen abnimmt, ist davon auszugehen, dass Ältere an der Urne weiter an Gewicht gewinnen. Viele dürften dabei an Besitzstandswahrung interessiert sein. Die berechtigten Anliegen der Jüngeren werden dabei in den Hintergrund gedrängt.

## Steigender Fachkräftemangel

Auch auf dem Arbeitsmarkt hinterlässt der demografische Wandel seine Spuren. Mit der Pensionierung der Babyboomer wird der Fachkräftemangel auch in der Schweiz grösser. Die Ökonomen der Grossbank UBS rechnen für den Verlauf des kommenden Jahrzehnts mit einem Mangel an Fachkräften in Höhe von 300 000 bis 500 000 Personen. Im November vergangenen Jahres teilten die Adecco-Gruppe und die Universität Zürich mit, der Fachkräftemangel habe in der Schweiz einen Höchststand erreicht. Besonders gesucht waren Ingenieure sowie Fachkräfte in den Bereichen Gesundheit und IT.

Der Mangel an Spezialisten und Fachkräften sorgt dafür, dass ältere Arbeitnehmer wieder vermehrt gesucht werden. Noch vor wenigen Jahren galten die über 50-Jährigen als eine Problemgruppe auf dem Arbeitsmarkt, die sich besonders schwertut damit, Stellen zu finden. Trotz der hohen Lebenserwartung galten schon 50-Jährige auf dem Arbeitsmarkt als alt. Hier hat der Wind nun gedreht, wie von Personalvermittlern zu hören ist. Aufgrund des Fachkräftemangels haben ältere Arbeitnehmer nun wieder deutlich bessere Chancen, eine Stelle zu finden und zu behalten. Dies zeigen auch die Zahlen des Bundesamts für Statistik. So ist die Erwerbsquote der 55- bis 64-Jährigen in der Schweiz im Zeitraum 2011 bis 2021 um knapp 6 Prozentpunkte auf 75,8 Prozent gestiegen. Für «Ü50»-Arbeitskräfte hat der demografische Wandel also durchaus auch seine positiven Seiten. Dasselbe gilt auch für andere Bevölkerungsgruppen wie Mütter, die den beruflichen Wiedereinstieg planen, oder für Quereinsteiger. Die Entwicklung zwingt Unternehmen, offener und toleranter zu werden.

Grundsätzlich stellt sich aber trotzdem die Frage, ob die Produktivität und die Innovationskraft in einer alternden Gesellschaft auf dem bisherigen Niveau erhalten bleiben können. Als besonders produktiv gelten Menschen im Alter von 25 bis 45 Jahren. Zudem gehen Unternehmensgründungen zumeist auf das Konto von Personen im jüngeren bis mittleren Alter. Laut der Fachhochschule Nordwestschweiz ist die durchschnittliche Gründungsperson in der Schweiz männlich und 40,4 Jahre alt.

## Gesellschaftliche Spannungen

Derweil schreitet der technologische Fortschritt in den Bereichen Medizin, Gentechnik und Biotechnologie rasch voran. Er könnte dafür sorgen, dass sich die Lebenserwartung der Bevölkerung in den kommenden Jahrzehnten noch deutlich erhöht. Der Open-AI-Chef Sam Altman, der Investor Peter Thiel sowie die Google-Gründer Larry Page und Sergey Brin gehören zu den Persönlichkeiten, die in Langlebigkeitsforschung und entsprechende Startup-Unternehmen investiert haben.

Die Euphorie über Fortschritte in diesem Bereich sollte aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass Lebenserwartung und gesundes Altern zunehmend ungleich verteilt sind. Dabei spielen die Ausbildung, das Einkommen und die Ernährung eine wichtige Rolle. Die Lebenserwartung korreliert mit dem Wohlstand. Wohlhabende könnten am Ende überproportional von den sozialen Sicherungssystemen profitieren, was als unfair wahrgenommen werden könnte. Dasselbe gilt für den Generationenkonflikt zwischen jüngeren Menschen und den Babyboomern. Die Jüngeren werfen den Älteren vor, die Umwelt und die Sozialsysteme zu plündern, den Klimawandel zu ignorieren und nicht an kommende Generationen zu denken. Dies äussert sich im Ausdruck «Okay, Boomer», mit dem Jüngere in letzter Zeit häufig auf als veraltet wahrgenommene Aussagen von Babyboomern reagieren.

Lange wurde der demografische Wandel als schleichender, abstrakter Prozess wahrgenommen, vielen Menschen war er wenig bewusst. Mit der Pensionierung der Babyboomer ist er nun nicht mehr zu übersehen. Er wird noch an Fahrt gewinnen – auch in der Schweiz. Die Diskussionen über Generationengerechtigkeit sind ein Vorgeschmack, das Thema birgt sozialen Sprengstoff. Es könnte noch ungemütlich werden.

## Denkmalschutz bremst Verdichtung

Auch wenn man, wie ich, den Denkmalschutz nicht grundsätzlich infrage stellt, so erfordert der Gastkommentar von Martin Killias, Präsident Heimatschutz, doch eine Entgegnung («Denkmalschutz führt nicht zu Wohnungsnot», NZZ 7.6.23).

Nicht der Wunsch nach grösseren Wohnungen, sondern die massive Einwanderung ist für die übergrosse Nachfrage hauptverantwortlich. Die Wohnungsgrössen der Neubauwohnungen nehmen eher ab. Der Wohnungsmangel kann nicht einfach mit ein paar – zugegeben teuren – Grosswohnungen erklärt werden.

Die politisch angestrebte innere Verdichtung wird höhere Bauten und damit grossflächig Aufzonierungen erfordern. Da das Isos heute dazu missbraucht werden kann, um solche Veränderungen zu verhindern, sind Forderungen nach Teilanpassungen nachvollziehbar.

Um dies einzusehen, muss man nicht per se gegen Denkmalschutz sein. Wer der ganzen Immobilienbranche pauschal vorwirft, diese denke nur an Renditemaximierung, macht es sich zu einfach. Nicht alles Alte kann zu einem Liebhaberobjekt umgebaut werden ohne Rücksicht auf die Kosten.

Ökonomiegebäude und auch viele sanierungsbedürftige Wohnbauten in Kernzonen könnten problemlos durch Neubauten ersetzt werden, dem Ortsbildschutz entsprechend mit angepasster Fassadenerscheinung. Innenisolierungen und das Beibehalten aller tragenden Strukturen bis zu den Holzbalken, wie vom Heimatschutz regelmässig gefordert, sind bei vielen Gebäuden, die lediglich in kommunalen Inventaren gelistet sind, schlicht unverhältnismässig.

Aber Martin Killias will, wie wir dem Gastkommentar entnehmen, auch explizit Bewohner vor der Verdrängung aus ihren Wohnungen schützen. Denkmalschutz soll also auch für den Mieterschutz missbraucht werden. Kein Wunder, bleibt da kein Platz für die Verhältnismässigkeit im Denkmalschutz.

Alex Seiler, Kantonsrat und ehemaliger Baurekursrichter, Bachenbülach

## «Das Problem ist die Personenfreizügigkeit»

In seinem Gastkommentar schreibt Professor Reiner Eichenberger, dass die mit den bilateralen Verträgen eingeführte Personenfreizügigkeit der Schweiz mehr Nachteile als Vorteile gebracht habe (NZZ 7.6.23). Seiner Ansicht nach habe der rasante Bevölkerungszuwachs der letzten zwanzig Jahre die Schweizer zu einem Volk von Juristen, Polizisten, Staatsangestellten und Kindergärtern gemacht.

Ich kann nicht wirklich verstehen, was der Zusammenhang zwischen Bevölkerungswachstum und Berufskarrieren sein soll. Vielleicht ist es Professor Reiner Eichenberger entgangen, dass in

den letzten Jahrzehnten vor allem junge, kompetente und qualifizierte Hochschulabsolventen in die Schweiz eingewandert sind, die die ihnen zugewiesenen Aufgaben ohne Einwände angenommen haben.

Der vom Kommentator angesprochene Fachkräftemangel kann in der Tat nur durch eine Kultur der beruflichen Weiterbildung gemildert werden, die, um fruchtbar zu sein, von der gesamten Bevölkerung getragen werden muss.

Giacomo Francini, Zürich

## Parlament lehnt 5-Milliarden-Paket ab

Am Ende des Artikels «Die Schweiz möchte der Ukraine helfen, weiss aber nicht, wie» (NZZ 9.6.23) liest man: «Wie wollen sie (Bundesrat und Parlament) dem ukrainischen Präsidenten und dem internationalen Publikum erklären, wie das Nein des Parlaments zum 5-Milliarden-Paket zu verstehen ist?»

Das liest sich so, als hätte es bereits Versprechungen gegeben. Der ukrainische Präsident Selenski lässt keine Gelegenheit aus, Geld, Waffen, Munition, Panzer und Jagdflugzeuge von überall her einzufordern. Dabei ist klar, dass insbesondere die USA (und nicht die Ukraine) Gewinnerin dieses unseligen geopolitischen Machtspiels ist.

Umso unerklärlicher ist, dass Teile des Parlaments in Bundesbern Selenski fünf Milliarden an Hilfsgeldern schenken wollen. Der Nationalrat muss nun über eine Motion seiner Aussenpolitischen Kommission beraten. Weiss Fabian Molina beziehungsweise die Aussenpolitische Kommission des Nationalrates, wohin das Geld fliessen in der Ukraine? Das Land ist bezüglich Korruption ganz oben zu finden.

Zudem haben wir das Geld gar nicht. Der Bund schloss letztes Jahr mit einem Verlust ab. Und jetzt soll gemäss APK-NR die Schuldenbremse ausgesetzt und der Betrag als «ausserordentlichen Aufwand» deklariert werden. Der Betrag müsste somit als Staatsschulden finanziert werden, zulasten der künftigen Generation. Und gleichzeitig muss unser Land derzeit überall sparen, selbst bei der AHV.

Ungeheuerlich dabei ist, Nationalräte in Bern zu wissen, die nicht (mehr) fähig sind, bewährte Schweizer Lösungen zu vertreten. Statt unserem Land zu dienen, hebeln sie kontinuierlich unseren Rechtsstaat aus.

Karl Meier-Zoller, Effretikon

Fabian Schäfer durchleuchtet die Problematik, mit der sich unser Parlament in Sachen Ukraine «konfrontiert» sieht. Woher das viele Geld nehmen, das die Ukraine dringend benötigt? Ich komme soeben von einem Städtetrip nach Krakau zurück.

Man ist tief beeindruckt von der Solidarität der Polen gegenüber ihrem Nachbarstaat, der seit über einem Jahr tapfer kämpft. Zwei Millionen Ukrainer wurden in Polen aufgenommen. Die Flüchtlinge sind vorwiegend privat untergebracht.

Polen liegt im BIP-Ranking weit hinter der Schweiz. An unseren Medienberichten kann es nicht fehlen, dass sich unsere Parlamentarier mit der Solidarität so schwertun.

Wir alle wissen, dass die Ukraine auch für unsere Freiheit kämpft. Die Verluste des bedrängten Staates sind enorm. Die Schweiz, allen voran unser Bundesrat, versteckt sich hinter der Fassade der «Neutralität». Keine gute Figur auch gegenüber unseren europäischen Nachbarn. Hinterfragt man den Konflikt zwischen Russland und der Ukraine, gibt es einen international anerkannten Aggressor, Putin, und ein Land, das Ukraine heisst, das aus seiner Sicht liquidiert werden soll.

Die Schweiz stellt sich quer betreffend den Export von Waffen und Munition, und die Regierung verhindert zudem die Weitergabe von Waffen und Munition von Staaten, die aus der Schweiz beliefert wurden. Ist dies der Wille des Volkes?

Ein Staat wie die Schweiz, der Hilfe verweigert und einer klaren Stellungnahme ausweicht, läuft Gefahr, dass er sich international gesehen auf die Seite des Aggressors stellt.

Herr Schäfer stellt sich berechtigt die Frage, wie Bundesbern dem ukrainischen Präsidenten erklären wird, wie das Nein des Parlaments zum 5-Milliarden-Paket und die Neutralitätserklärung zu verstehen sind. Eines ist schon jetzt klar, die Schweiz wird sich nicht um Ausschreibungsunterlagen für den Wiederaufbau der Ukraine bemühen müssen. Dies ist richtig so.

Bruno Wehrle, Jenins

## Kriegstagebuch aus Charkiw

Es zerreisst mir jeweils das Herz, wenn ich Sergei Gerasimows Geschichten aus dem Alltag in Charkiw lese. Keine Berichterstattung aus der Ukraine berührt mich so stark und erzählt mir mehr über den Krieg als seine Kolumne. Ich hoffe, er hält durch.

Barbara Graf, Chapella

## An unsere Leserinnen und Leser

Wir danken allen Einsenderinnen und Einsendern von Leserbriefen und bitten um Verständnis dafür, dass wir über nicht veröffentlichte Beiträge keine Korrespondenz führen können. Kurz gefasste Zuschriften werden bei der Auswahl bevorzugt; die Redaktion behält sich vor, Manuskripte zu kürzen. Jede Zuschrift an die Redaktion Leserbriefe muss mit der vollständigen Postadresse des Absenders versehen sein.

Redaktion Leserbrief  
NZZ-Postfach, 8021 Zürich  
E-Mail: leserbriefe@nzz.ch

### TRIBÜNE

# Bundesrat drängt Spitäler an den Staatstropf

### Gastkommentar

von CHRISTIAN SCHÄR

«Werden die Tarife für unsere medizinischen Leistungen nicht angepasst, sind künftig weitere einschneidende Angebotsanpassungen unumgänglich.» Das sagte kürzlich Bernhard Pulver, Verwaltungsratspräsident der Berner Insel-Gruppe, nach der Ankündigung, dass zwei Spitäler im Kanton Bern geschlossen werden müssten. Er hat recht. Noch nie war die Nachfrage nach Gesundheitsleistungen infolge des demografischen Wandels so hoch, und dennoch kämpfen die Spitäler ums Überleben. Spardruck aus Bern, Personalmangel, Forderungen der Pflegeinitiative und Inflation setzen sie unter riesigen Druck.

Das Problem: Steigende Kosten können die Spitäler nicht mit steigenden Einnahmen ausgleichen. Die Forderungen der Spitäler, die Tarife endlich zu erhöhen, verhalten. Die Krankenversicherer gehen gerichtlich gegen jede Tariferhöhung vor, und Bundesrat Alain Berset verlangt von den Kantonen, keine höheren Spitaltarife zu akzeptieren. Warum? Die Schweiz setzt auf eine wettbewerbsorientierte Spitalversorgung, die Qualität und Effizienz fördert. Für grundversicherte Leistungen werden die Spitäler über eine Fallpauschale entschädigt, die sich am Benchmark orientiert.

Voraussetzung für ein funktionierendes System ist, dass der Benchmark sachgerecht gesetzt wird und die daraus abgeleiteten Tarife für effizient geführte Betriebe tatsächlich kostendeckend sind. Und hier liegt die Crux: Wie ist der Benchmark berechnet, und wo wird er angesetzt? Beim 25. Perzentil, so fordern es die Krankenversicherer. Das bedeutet, dass drei Viertel der Spitäler finanzielle Verluste pro Fall machen. Es liegt auf der Hand, dass damit Qualität und Versorgungssicherheit leiden. Will man das wirklich, ist das nachhaltig?

Preisüberwacher und Krankenversicherer setzen zur Erstellung des Benchmarks auf eine einfache Reihenfolge nach Spitalern. Der Verein Spitalbenchmark hat im Auftrag der Spitäler nachgerechnet. Ein Blick auf die Daten aus dem Jahr 2021 zeigt, dass die günstigsten 20 Prozent nur rund 10 Prozent der Leistungen repräsentieren. Das kommt daher, dass kleine Spitäler in der Regel tiefere Fallkosten haben als die grossen.

Ein Betriebsvergleich nach Reihenfolge der günstigsten Spitäler repräsentiert somit das von den Spitalern Geleistete in keiner Weise. Die daraus resultierende Fallpauschale ist zu tief und nicht sachgemäss. Die Folgen sind riesige Verluste bei zahlreichen Spitalern. Die Aufrechterhaltung einer qualitativ hochwertigen Versorgung ist damit unmöglich. Dies hat die Zürcher Regierung erkannt und die Fallpauschale auf 9900 Franken erhöht. Das war ein Schritt in die richtige Richtung und ein wichtiges Signal an die Krankenversicherer, das die Basis für weitere Verhandlungen legt.

Bundesrat Berset und das nationale Parlament blenden die Realität aus. Es scheint, als wollten sie das Finanzierungssystem durch die Hintertüre ändern. Denn wenn die Spitäler von den Kantonen gerettet werden müssen, übernehmen die Steuerzahler die Ausfälle. Der Kanton Zürich wäre davon besonders betroffen, weil er knapp 20 Prozent ausserkantonale Patienten behandelt, deren Kantone sich nicht an der Finanzierung der Zürcher Spitäler beteiligen. Damit wird das wettbewerbliche Finanzierungssystem nach KVG hintertrieben. Die Vergütung der Spitäler orientiert sich nicht mehr an Qualitäts- und Effizienzkriterien, sondern sie werden an den Staatstropf gedrängt.

Bundesrat und nationales Parlament müssen der Bevölkerung endlich erklären, warum sie es jahrelang versäumt haben, auf gesetzgeberischem Weg notwendige Reformen in unserem Gesundheitswesen umzusetzen. Reformen, die eine effiziente, qualitativ hochstehende Gesundheitsversorgung für kommende Generationen gewährleisten. Eine Anpassung der Fallpauschalen an die Realitäten wäre ein guter Anfang.

Christian Schär ist Präsident des Verbands Zürcher Krankenhäuser (VZK).

## Neue Zürcher Zeitung

UND SCHWEIZERISCHES HANDELSBLATT

Gegründet 1780

Der Zürcher Zeitung 244. Jahrgang

REDAKTION

**Chefredaktor:** Eric Gujer (eg.).

**Stellvertreter:** Daniel Wechlin (daw.), Nicole Anliker (ann.), Carola Ettenreich (cet.), Tom Schneider (sct.).

**Tagesleitung:** Nicole Anliker (ann.), Benno Mattli (bem.), Janique Weder (wej.).

**International:** Peter Rásonyi (pra.), Andreas Rüesch (A. R.), Marco Kauffmann Bossart (kam.), Werner J. Marti (wjm.), Andreas Ernst (ahn.), Meret Baumann (bam.), Dominique Burckhardt (dbu.), Fabian Urech (urf.), Ulrich von Schwerin (uvs.), Katrin Büchenbacher (k.b.), Pauline Voss (ine.), Jonas Roth (jon.).

**Meinung & Debatte:** Martin Senti (se.), Andreas Breitenstein (A. Bn.), Claudia Schwartz (ces.), Manuel Müller (mm.).

**Schweiz:** Christina Neuhaus (cn.), Andri Rostetter (art.), Erich Aschwanden (ase.), Daniel Gerny (dgy.), Irène Troxler (tox.), Marc Tribelhorn (tri.), Simon Hehli (hhs.), Tobias Gafafar (gaf.), David Vonplon (dvp.), Samuel Tanner (sta.).

**Bundeshaus:** Fabian Schäfer (fab.), Christof Forster (For.), Georg Häslér Sansano (geo.), Katharina Fontana (fon.), David Biner (bin.).

**Westschweiz:** Antonio Fumagalli (fum.).

**Zürich:** Daniel Fritzsche (dfr.), Zeno Geisseler (zge.), Fabian Baumgartner (fbi.), Stefan Hotz (sho.), Katja Baigiger (bai.), Jan Hudec (jhu.), Claudia Rey (clr.), Michael von Ledebur (mvl.), Nils Pfändler (nil.), Linda Koponen (lkp.), Isabel Heusser (heu.), Giorgio Scherrer (sgr.), Tobias Marti (tma.), Marius Huber (hub.).

**Wirtschaft:** Chanchal Biswas (bis.), Christoph Eisenring (cei.), Lorenz Honegger (lho.), Dieter Bachmann (dba.), Thomas Fuster (tf.), Christin Severin (sev.), Andrea Martel Fus (am.), Gerald Hosp (gho.), Matthias Benz (mbe.), Hansueli Schöchli (hus.), Benjamin Triebe (bet.), Dominik Feldges (df.), André Müller (amü.).

**Börse:** Michael Ferber (feb.), Efflamm Mordelle (EM.).

**Chefökonom:** Peter A. Fischer (pfi.), Philipp Wolf (phw.).

**Wissenschaft, Technologie und Mobilität:** Christiane Hanna Henkel (C. H.), Christian Speicher (Spe.), Alan Niederer (ni.), Herbert Schmidt (hdt.), Lukas Mäder (mdr.), Ruth Fulterer (ful.), Gioia da Silva (gds.), Eveline Geiser (evg.), Sven Titz (svt.), Judith Blage (jbl.), Esther Widmann (wde.).

**Feuilleton:** Benedict Neff (ben.), Roman Bucheli (rbl.), Thomas Ribi (rib.), Ueli Bernays (lho.), Philipp Meier (phi.), Lucien Scherrer (lsc.), Birgit Schmid (bgs.), Christian Wildhagen (wdh.), Nadine Brügger (nad.), Andreas Scheiner (sca.), Rahel Zingg (zin.), Thomas Zaugg (zau.).

**Sport:** Elmar Wagner (wag.), Christof Krappf (krap.), Andreas Kopp (ako.), Benjamin Steffen (bsn.), Daniel Germann (gen.), Peter B. Birrer (bir.), Nicola Berger (nbr.), Stefan Osterhaus (sos.).

**Wochenende/Gesellschaft/Reisen:** Daniel Wechlin (daw.), Florian Schoop (sct.), Esther Rüdiger (eru.), Peter Ackermann (pan.).

**Reporter:** Andrea Spalinger (spl.), Marcel Gyr (-yr.), Anja Jardine (jar.), Michael Schilliger (msl.), Katharina Bracher (brk.).

**Nachrichten:** Janique Weder (wej.), Kathrin Klette (kkl.), Gian Andrea Marti (gam.), Dennis Hoffmeyer (dho.), Melchior Poppe (pop.), Till Minder (tii.), Jacqueline Lipp (lip.), Fabian Vogt (vof.).

Samuel Burgener (sbr.), Elena Paganotidis (ela.), Corina Gall (cog.), Michele Coviello (cov.), Lia Pescatorelli (lia.), Raffaella Angstmann (ran.), Nelly Keusch (nel.), Philipp Gollmer (phg.), Kevin Weber (wek.), Elena Oberholzer (obe.)

**Social Media:** Madleen Kamrath (mdl.), Ferdinand Knapp (FK.), Severin Pomsel (spos.), Lucia Grassi (glu.).

**Community:** Anja Grünenfelder (ang.).

**Podcast:** Nadine Landert (lna.), David Vogel (dvv.), Marlen Oehler (oeh.), Sebastian Panholzer (sep.), Antonia Moser (ata.), Oliver Camenzind (olc.), Jenny Rieger (rje.).

**Audience Management:** Dominik Batz (btz.), Jonas Holenstein (jho.), Thierry Figini (tfi.), Martin Arnold (maa.), Nicolas Fröhner (frn.).

**Visuals & Editorial Tech:** Barnaby Skinner (bsk.), Kaspar Manz (xco.), Anja Lemcke (lea.), Eugen Fleckenstein (efl.), Joana Kelén (jok.), Nikolai Theilitz (nth.), Jonas Oesch (joe.), Florian Seliger (fstl.), Adina Renner (adi.), Nicolas Staub (las.), Charlotte Eckstein (eck.), Franco Gervasi (fgr.), Simon Haas (has.), Eike Hoppmann (eik.), Simon Huwiler (shu.), Manuela Paganini (mpa.), Michel Grautstück (mgr.), Forrest Rogers (fr.), Julia Munn (jum.), Roland Shaw (sro.), Cian Joachim (cia.), Danijel Beljan (beb.), Alex Kräuchi (akr.).

**Video/TV:** Markus Stein (sma.), Jörg Walch (jwa.), Andrea Hauner (hwa.), Jasmine Rueegg (jmr.), Isabelle Pfister (ipf.), Jasmine Jacot-Descombes (jja.), Nicole Krättli (krä.), Pascal Burkhard (bup.), Damita Pressl (dam.), Michelle Amstutz (mma.), Florentin Erb (erf.).

**Produktionsredaktion:** Benno Mattli (bem.), Caspar Hesse (cah.), Christoph Fisch (cf.), Lucie Paška (ipa.), Stefan Reis Schweizer (srs.), Robin Schwarzenbach (R. Sc.), Manuela Kessler (mak.), Roland Tollenback (rol.), Bodo Lamparsky (lba.), Lukas Leuzinger (lkz.), Philipp Hufschmid (phh.), Ilda Ózpal (ilo.), Lisa Leonardy (lil.).

**Art Director:** Reto Althaus (ral.).

**Bildredaktion:** Gilles Steinmann (gst.), Andrea Mittelholzer (and.), Roman Sigrist (rsi.), Reto Gratwohl (grr.), Nicole Aeby (nae.), Martin Benz (brz.), Dominic Nahr (dna.), Dario Veréb (dve.), Julie Lovens (lou.).

**Fotografen:** Karin Hofer (hfk.), Annick Ramp (ara.), Simon Tanner (tan.).

**Korrektorat:** Natascha Fischer.

### KORRESPONDENTEN

**Paris:** Nina Belz (nbe.). **London:** Niklaus Nuspliger (nn.). **Berlin:** Marc Felix Serra (flox.), Jonas Hermann (jsh.), René Höltschi (Ht.), Alexander Kissler (kis.), Oliver Maksan (oma.), Fatina Keilani (kei.), Susann Kreuztzmann (suk.), Rewert Hoffer (rew.), Beatrice Achterberg (lhz.), **Frankfurt:** Michael Rasch (ra.), **München:** Stephanie Lahrts (slz.), **Rom:** Luzi Bernet (lzb.), **Madrid:** Ute Müller (utm.). **Wien:** Ivo Mijness (mij.), Daniel Imwinkelried (imr.). **Stockholm:** Rudolf Hermann (ruh.), **Brüssel:** Christoph G. Schmütz (sco.), Daniel Steinvorth (dst.), Kalina Oroschakoff (oro.), **Moskau:** Markus Ackeret (mac.), **Nairobi:** Samuel Misteli (smi.). **Istanbul:** Volker Pabst (pab.), **Jerusalem:** Inga Rogg (iro.). **Beirut:** Daniel Böhm (dan.), **Delhi:** Andreas Babst (abb.), **Singapur:** Matthias Müller (Mue.), **Taipeh:** Patrick Zoll (paz.). **Peking:** Matthias Kamp (mka.), **Shenzhen:** Matthias Sander (msa.). **Tokio:** Martin Källing (koe.), **Sydney:** Barbara Barkhausen (bkh.). **Washington:** Christian Weislog (we.), **Chicago:** David Signer (dai.), **New York:** Christof Leisinger (crl.), **San Francisco:** Marie-Astrid Langer (lma.), **Rio de Janeiro:** Thomas Milz (mit.), **Salvador da Bahia:** Alexander Busch (bu.).

**WEITERE REDAKTIONEN**

**NZZ am Sonntag:** Chefredaktor: Jonas Projer (jp.). **NZZ Folio:** Aline Wanner (awa.), Reto U. Schneider (res.), Flurin Clalüna (cl.), Barbara Klingbächer (bak.). **NZZ Geschichte:** Lea Haller (lla.), Daniel Di Falco (ddf.).

**DAS UNTERNEHMEN NZZ**

**Felix Graf (CEO)**

Die Neue Zürcher Zeitung AG ist eine 100-prozentige Tochtergesellschaft der Aktiengesellschaft für die Neue Zürcher Zeitung. Bekanntgabe von namhaften Beteiligungen nach Art. 322 Abs. 2 StGB: Neue Zürcher Zeitung (Deutschland) GmbH, Hausvogteiplatz 3/4, 10117 Berlin; The Market Media AG, Zürich.

**ADRESSEN**

**Redaktion:** Falkenstrasse 11, Postfach, CH-8021 Zürich, Tel. +41 44 258 11 11, redaktion@nzz.ch, www.nzz.ch. **Zuschriften:** Falkenstrasse 11, CH-8021 Zürich, leserbriefe@nzz.ch.

**Verlag:** Falkenstrasse 11, Postfach, CH-8021 Zürich, Tel. +41 44 258 11 11, verlag@nzz.ch.

**LeserService:** Postfach, CH-8021 Zürich, Tel. +41 44 258 10 00, service@nzz.ch, www.nzz.ch/faq.

**Inserate:** NZZone, Neue Zürcher Zeitung AG, Falkenstrasse 11, CH-8021 Zürich, Tel. +41 44 258 16 98, inserate@nzz.ch, www.nzzone.ch.

**Druck:** DZZ Druckzentrum Zürich AG, Bubenbergstrasse 1, CH-8045 Zürich.

**PREISE ABONNEMENTE** (inkl. MwSt)

**NZZ Print & Digital:** 879 Fr. (12 Monate), 80 Fr. (1 Monat). Freitag und Samstag gedruckt ohne Digital.

**NZZ Digital Plus:** 599 Fr. (12 Monate), 56 Fr. (1 Monat). **NZZ Wochenende Print:** 389 Fr. (12 Monate), 35 Fr. (1 Monat).

**NZZ International Print & Digital:** 595 € (12 Monate), 54 € (1 Monat). Preise gültig für Deutschland und Österreich, übrige Auslandpreise auf Anfrage.

**NZZ Kombi Print & Digital:** 987 Fr. (12 Monate), 90 Fr. (1 Monat). NZZ und NZZ am Sonntag gedruckt inkl. Digital.

**NZZ für Studierende:** 5 Fr. (1 Monat). **Alle Preise gültig ab 1. 1. 2023.**

Die Abonnementadressen werden, soweit erforderlich und nur zu diesem Zweck, an die mit der Zustellung betrauten Logistikunternehmen übermittelt.

**Anzeigen:** gemäss Preisliste vom 1. 1. 2023.

Alle Rechte vorbehalten. Jede Verwendung der redaktionellen Texte (insbesondere deren Vervielfältigung, Verbreitung, Speicherung und Bearbeitung) bedarf der schriftlichen Zustimmung durch die Redaktion. Ferner ist diese berechtigt, veröffentlichte Beiträge in eigenen gedruckten und elektronischen Produkten zu verwenden oder eine Nutzung Dritten zu gestatten. Für jegliche Verwendung von Inseraten ist die Zustimmung der Geschäftsleitung einzuholen. © Neue Zürcher Zeitung AG

Kartengrundlage: © Openstreetmap, © Maptlier

## KARIKATUR DER WOCHE



## Die verschlungenen Abgründe des Nonlinearen

*Die Medienwelt zersplittert zusehends. Fest steht: In der unübersichtlichen dynamischen Gesamtlage sind und bleiben Ankerplätze wichtig. Gastkommentar von Michael Jäckel*

Wenn ein «Bewegtbildmarkt» in Bewegung ist, so die Überschrift eines Beitrags zur Nutzung audiovisueller Medien, dann muss es ordentlich dynamisch zugehen. Immer noch darf konstatiert werden, dass die Sendezeiten in Programmzeitschriften nicht in erster Linie dem Zweck der Programmierung einer Aufzeichnung dienen. Noch ist den grossen Nachrichtensendungen der Live-Charakter nicht zu nehmen, und nach wie vor fällt ein grosser Teil der Sehzeit auf das gerade laufende Programm. Aber die Tabellen, in denen Zahlen zur Bewegtbildnutzung aufgelistet werden, werden immer differenzierter und länger, ebenso die Orte vielfältiger, an denen der Zugriff auf ein Angebot ermöglicht wird.

Die flexible Seite wächst. Die Formel von einer «Medienwelt im Umbruch» wird nun bereits sehr lange in Anspruch genommen. Eigentlich kommt diese Welt überhaupt nicht zur Ruhe. Da mag ein kurzer Blick auf zwei «klassische» Beobachtungen der Medienentwicklung von Interesse sein.

### Epoche der Nervosität

Zur Bewegung in der Medienwelt lohnt immer noch der Blick in Wolfgang Riepls Analyse des Nachrichtenwesens, erschienen im Jahr 1913. Eigentlich auf das Altertum als Epoche fixiert, lenkt nicht nur das Vorwort den Blick auf die Gegenwart, deren Nervosität ein Spiegelbild der Umwälzungen vermittelt, die der technisch-naturwissenschaftliche Fortschritt unter anderem für das Nachrichtenwesen ausgelöst hat. Daher zum Beispiel auch die Beobachtung, dass das Telefon den Briefverkehr nicht verdrängte. Abgeleitet wurde aus seiner umfangreichen Analyse das Bild einer Koexistenz verschiedener Verbreitungsformen im Sinne einer Vielfaltsteigerung, die die Verdrängung des etablierten Mediums als Seltenheit annahm.

Der Gedanke, dass einmal vorhandene Formen der Informationsvermittlung oder des Austauschs nicht völlig verschwinden, sondern entweder neben ambitionierten und stärker frequentierten Varianten fortleben oder durch technologische Weiterentwicklungen in umfassendere Vermittlungssysteme

integriert werden, erhielt sogar den Status eines Gesetzes, das nach Riepl benannt wurde. Bis heute ist es Gegenstand von Kontroversen und zugleich Raster für die Wahrnehmung von Medienentwicklungen geblieben.

In der Tat gehen heute viele Formen der Mediennutzung andere Wege, und den Sendern und Empfängern bleiben dabei viele ergänzende Gestaltungsmöglichkeiten, seien sie professionell oder in einem Laienkontext unterwegs. Man denke nur an den Begriff «dramatisierte Gesellschaft», der bereits in den achtziger Jahren die regelmässige Ablenkung durch unterschiedlichste Medien der Zerstreuung beschrieb und dieses bebilderte «Geschichtenerzählen» in den Rang eines grundlegenden Bedürfnisses rückte. Wir sehen heute, dass dieses Grundbedürfnis viel Raum für Variation lässt, aber bei aller Kreativität auch an die Wortschöpfung «Zuvielisation» erinnert.

Nachrichten sind bereits seit geraumer Zeit das Rohmaterial für kompakte oder ausführliche Berichte. Die Sender und Kanäle haben ihre eigenen Verweisungsstrukturen entwickelt, die Reichweiten werden sowohl differenziert erfasst als auch kumuliert ausgewiesen. Die «Tagesschau» der ARD etwa gibt es in 100 Sekunden, als traditionelles 15-Minuten-Format – über den Fernsehapparat, den Laptop oder das Smartphone zu empfangen. Wer die Virtuosität dieser Referenzsysteme nicht nutzen mag oder kann, ist dann vielleicht irgendwann ein Opfer des Verweilens in klassischen Strukturen. Gewohnheiten können entlasten, aber auch für fehlende Anschlüsse sorgen.

Wer heute von Mediengenerationen spricht, der muss zudem mit feineren Altersdifferenzierungen arbeiten, weil, um es an einem Bild festzumachen, die älteren Geschwister bereits mit Erstausen auf die Präferenzen ihrer jüngeren Geschwister schauen. Auch das Tempo und der Wechsel im Umgang mit Medientechnologien werden unausweichlich in Phasen der Verlangsamung übergehen, weil sich keine wirkliche Zufriedenheit mit diesem Alltagsmodus einstellen will. Das «Tempo des Lebens» und die «Steigerung des Nervenlebens» sind häufig

beschriebene Gefühlszustände. Sie finden ständig und unentwegt neues Anschauungsmaterial. Obwohl dann ebenso schnell von Individualisierung die Rede ist, ist das massenhafte Auftreten dieser in ihrer Grundstruktur sehr ähnlichen Symptomatik doch Grund genug zu sagen, dass nicht wirklich alles anders ist. «Guckst Du noch – oder streamst Du schon?» titelte vor drei Jahren eine Tageszeitung und verwies dabei auch auf einen qualitativen Wettbewerb, der vor allem über Serienformate ausgetragen wird.

Wer mag sich noch an die Zeit erinnern, als der Videorecorder bereits genügte, um dem Rezipienten ein «individuelles» Programm zu verheissen. Was einmal unschön «Massenkommunikation» genannt wurde, erlebte in den siebziger Jahren seine zeitliche Entkopplung. Aber die Technologie entwickelte sich weiter, Übertragungswege und Speicheroptionen sorgten für eine Miniaturisierung der Geräte, und die räumliche Ausdehnung der Medienkonsumorte kam hinzu.

Als Gerhard Maletzke vor nunmehr sechzig Jahren eine Systematik des Sendens und Empfangens in der Medienwelt vorlegte, war das Wohnzimmer noch ein Synonym für das Lagerfeuer der Moderne. Er wählte «Psychologie der Massenkommunikation» als Titel seiner Analyse. Im Unterschied zu einem Präsenzpublikum treten hier räumliche Distanz und zeitliche Übereinstimmung zusammen. Das kennzeichnete sein disperses, also in geografischer Hinsicht verteiltes Publikum. Damit verband sich über lange Zeit zugleich ein Wirkungsmodell, das beispielsweise aus der Verknappung auf der Senderseite (wenige Sender) und einer wachsenden Zahl von Empfängern eine hohe Chance der Bestimmung der Publikumsagenda ableitete.

Die Frage des Vertrauens

### Die Frage des Vertrauens

Obwohl dieses Bild nicht mehr konkurrenzlos ist, mag die moderne Medienwelt das Kommen und Gehen von Influencern. Ebenso häufig wird das Vertrauen in Medieninstitutionen thematisiert und hinterfragt. Immer häufiger fallen Begriffe wie «letzte Bastionen» oder «Oasen der Vernunft», um der Sorge des Verlusts überzeugender Sendeformate Ausdruck zu geben.

Die Kritik am gebührenfinanzierten öffentlichen Rundfunk nimmt deutlich zu, der Public-Service-Gedanke muss sich mehr und mehr erklären. In dieser Gemengelage wird viel auf Verfehlungen anderer Art geschaut, ohne dass man den Grundgedanken des Modells noch würdigen würde. Die Entschlossenheit in eigenen Angelegenheiten scheint gross, und alles, was sich lohnt, wird nicht mit einer Kategorie wie «öffentlich-rechtlich» assoziiert. Was in einem anderen Zusammenhang einmal mit «Skeptizismus als Tugend» beschrieben wurde, setzt sich nun zunehmend in einer Neudefinition von «Selbstvertrauen» fort. Dritten mag man es nicht mehr zuschreiben, jedenfalls nicht auf Dauer. Ein Ich-Vertrauen soll das Gesamtbild sozusagen retten.

Ständig werden Zuschreibungen unternommen und wieder entzogen. Nicht nur die Bewegtbilder sind in Bewegung, auch die Verbindungen, die damit entstehen und wieder vergehen. Nonlinear meint in der Mediennutzung die Wahl des eigenen Informations-, Unterhaltungs- oder Mischwegs, also eine Abkehr von einem vorbestimmten Zeitregime. In der Mathematik stehen nonlineare Beziehungen für einen Variablenzusammenhang, der sich nicht nur – im Sinne eines Auf- oder Abstiegs – in eine bestimmte Richtung bewegt. Wahrscheinlich ist das der Kern von «bewegten Zeiten».

Nonlinear steht in gewisser Weise aber auch für eine Verteilung von Aufmerksamkeit, die mit einem wenig erbaulichen Effekt für die Wahrnehmung der Gesellschaft insgesamt einhergeht. Es hat indes immer Leuchttürme in der Medienwelt gegeben. In einer eher unordentlich dynamischen Gesamtlage sind Ankerplätze wichtig – vor allem jenseits der schrillen Bildschirmkulissen. Vertrautheit hat eine emotionale und eine sachliche Seite. Beide können ein «Heimat»-Gefühl vermitteln, das dem Zusammenhalt dienlich sein kann. Diese Koexistenz dürfte zeitlos sein.

Michael Jäckel ist Professor für Soziologie und Präsident der Universität Trier.

Wer mag sich noch an die Zeit erinnern, als der Videorecorder bereits genügte, um dem Rezipienten ein «individuelles» Programm zu verheissen.

Selenski Rede vor der Bundesversammlung

## Strapazierte Neutralität

KATHARINA FONTANA

Nun hatte auch das Schweizer Parlament seine Selenski-Ansprache. Der ukrainische Präsident trat am Donnerstag im Nationalratsaal als Gastredner auf, per Video zugeschaltet, wie es ihm schon in Parlamenten anderer westlicher Länder ermöglicht worden war. Die Ratsbüros hatten dem Ersuchen Wolodimir Selenskis, vor der Bundesversammlung eine Rede zu halten, zügig stattgegeben. Doch richtig wohl schien es den Verantwortlichen dabei nicht zu sein.

Die Parlamentsdienste hatten sich im Vorfeld alle Mühe gegeben, den Anlass als einen Auftritt eines ausländischen Repräsentanten darzustellen, wie es schon etliche gegeben habe – Courant normal sozusagen. Doch die Realität strafe die Tiefstapelei Lügen. So wurde die Rede in die Mittagspause verlegt, um ihr den allzu offiziellen Charakter zu nehmen; die SVP fehlte fast völlig, bei der FDP blieben Sitze leer. Auch waren die Sicherheitsvorkehrungen im Bundeshaus dergestalt, dass man fast hätte meinen können, Selenski würde nicht nur per Video, sondern persönlich erscheinen. Zudem hatten die Hackerangriffe einer russischen Gruppe gegen die Schweizer Behörden in den letzten Tagen deutlich gemacht, dass weltpolitisch alles andere als

Courant normal herrscht. Und selbstredend ist es etwas anderes, ob der Uno-Generalsekretär vor der Bundesversammlung spricht oder der Präsident eines Landes, das sich im Krieg befindet.

Dass Selenski jede Möglichkeit nutzt, um für Unterstützung im ukrainischen Widerstandskampf zu werben, ist absolut verständlich und in keiner Weise zu kritisieren. Seine Rede am Donnerstag war denn auch eindringlich. Eine andere Frage ist, ob es aus Sicht der Schweiz klug war, ihn im Parlament sprechen zu lassen. Dabei geht es nicht um das, was Selenski sagte, sondern um die Symbolik, um die Bilder, um die Aussenwahrnehmung, dass Kiew einen direkten Draht nach Bern hat. Will man das?

Die Ratsbüros begründeten die Einladung damit, dass das Parlament den russischen Angriffskrieg klar verurteilt habe. Das stimmt, ist als Erklärung aber nicht restlos überzeugend. Mit dem Irak-Krieg gab es in der jüngeren Vergangenheit schon einen anderen Angriff, der völkerrechtswidrig war und von der Schweiz verurteilt wurde, doch wäre es wohl damals keinem Politiker in den Sinn gekommen, den Ratssaal für eine Ansprache der Konfliktparteien zu öffnen. Auch hatte der ukrainische Präsident schon mehrmals die Gelegenheit, sich hierzulande per Live-Schaltung zu

Es geht um die Symbolik, dass Kiew einen direkten Draht nach Bern hat.

äussern, so im Frühling 2022 bei einer Friedensdemonstration auf dem Bundesplatz, wo sich Bundespräsident Ignazio Cassis dazu hatte hinreissen lassen, öffentlich seine Freundschaft mit Selenski zu zelebrieren.

Die Schweiz sei ein neutrales Land, betonte der Nationalratspräsident Martin Candinas am Donnerstag, dennoch müsse man Aggressor und Opfer klar benennen. Schliesst das auch ein, dass ausgerechnet das Parlament dem Präsidenten einer Kriegspartei eine Plattform bieten soll? Zwar weiss derzeit niemand, was punkto Neutralität genau gilt. Die einen tun so, als habe sich nichts geändert, «die Schweiz ist und bleibt neutral», behauptet der Bundesrat tapfer. Die anderen versuchen, die Neutralität flexibel zu interpretieren, was wiederum andere auf die Barrikaden bringt und zum Turbosammeln für die SVP-Neutralitätsinitiative antreibt.

Bei allem Verständnis für das Bedürfnis, sich mit der Ukraine solidarisch zu zeigen und der Welt darzutun, dass man zusammen mit dem Westen auf der richtigen Seite steht: Irgendwann wird der unselige Krieg zu Ende sein, und es wäre zu wünschen, dass die Politiker die Neutralität, die in der Schweizer Bevölkerung tief verankert ist, dann nicht vollends verspielt haben werden.

Sitzungsabbruch im Zürcher Stadtparlament

## Eine unwürdige Machtdemonstration

ISABEL HEUSSER

Während sich am Mittwoch auf dem Bürkliplatz Tausende zum Frauenstreik versammeln, kommt es ein paar Quartiere weiter im Zürcher Stadtparlament zu einem Eklat. Die Sitzung wird nach einer halben Stunde abgebrochen, noch bevor der Gemeinderat ein einziges Geschäft behandelt hat. Der Grund: SP, Grüne und AL wollen unbedingt auf die Strasse gehen, statt ihr Mandat auszuüben. Sie setzen sich in einer Abstimmung knapp durch. Ohne Not hat das Stadtparlament seine Arbeit niedergelegt, der bürgerlichen Gegenwehr zum Trotz. Das ist eine demokratische Bankrotterklärung, ein Tiefpunkt in der rot-grünen Regentschaft in Zürich, die glaubt, sich alles erlauben zu können. Wenn Politiker streiken und ernsthaft denken, damit etwas Gutes zu tun, dann haben sie ihre Aufgabe nicht verstanden.

Man wolle sich mit den Streikenden «solidarisieren», lautete der offizielle Tenor der Linken. Eine Co-Fraktionspräsidentin der Grünen bezeichnete den Sitzungsabbruch als «Würdigung des feministischen Streiktages». Und eine SP-Parlamentarierin erklärte gegenüber der NZZ treuherzig, den Demonstrantinnen – und damit den potenziellen Wählerinnen – den Puls fühlen zu wollen. Nahe

an der Basis sein also. Ebendiese Parlamentarierin sagte auch: «Wir haben das Privileg, mit dem Gemeinderatsmandat mitzuzuschneiden und uns Gehör zu verschaffen.» Nur wollte sie an diesem Tag offensichtlich nichts von ihrem Privileg wissen. Dabei ist eine Demonstration eine Bühne für das Volk, nicht für Politiker. Niemand hat am Mittwochabend auf ein paar Stadtparlamentarier in der Menge gewartet, die auch noch ihre Meinung kundtun – zumal Cis-Männer angehalten waren, «solidarisch im Hintergrund» zu bleiben. Das dürfte auch für linke Gemeinderäte gegolten haben.

Rot-Grün hat die politische Arbeit bestreikt, um sich für politische Anliegen einzusetzen. Das ist schlicht unsinnig. Keiner schlecht verdienenden Putzfrau, keiner alleinerziehenden Mutter ohne Kita-Platz ist geholfen, wenn sich Ratsmitglieder auf der Strasse mit empören, statt das zu tun, wofür sie gewählt wurden: sich im Parlament für die Anliegen der Stimmberechtigten einzusetzen. Dieser Aufgabe hat sich die Linke verweigert. Gleichzeitig haben sie mit ihrem Aktivismus allen anderen Ratsmitgliedern die Möglichkeit genommen, ihr Amt auszuüben. Diejenigen Parlamentarier, die nicht auf den Streik verzichten wollten, hätten sich ganz einfach von der Sitzung abmelden können. Stattdessen zelebrierten sie den Aufstand –

Das ist eine demokratische Bankrotterklärung, ein Tiefpunkt in der rot-grünen Regentschaft in Zürich, die glaubt, sich alles erlauben zu können.

und kassierten dafür auch noch Sitzungsgeld: Über 10 000 Franken, 130 Franken pro anwesendes Ratsmitglied, kostet die Aktion den Steuerzahler. Die Linken haben angekündigt, das Geld einer gemeinnützigen Institution zu spenden. Es bleibt vorerst ein Lippenbekenntnis.

Unappetitlich ist auch die Vorgeschichte des Abbruchs: Offenbar hat die IG Frauen, eine Interessengemeinschaft im Gemeinderat, im Vorfeld vereinbart, in den Wochen vor dem Frauenstreik im Rat verschiedene weibliche Persönlichkeiten vorzustellen. Dafür sollte die Sitzung am 14. Juni durchgeführt werden – was nun nicht passiert ist. Eine FDP-Gemeinderätin, die einzige Bürgerliche in der IG Frauen, ärgerte sich über diesen Wortbruch und wurde während ihres Votums von der linken Ratsseite ausgelacht. Sie hat nun ihren Rücktritt aus dem Rat angekündigt. Man mag dies als Überreaktion in der Hitze des Gefechts abtun. Sie zeigt aber, wie gespalten der Stadtzürcher Gemeinderat ist, wie unversöhnlich die Haltungen. Ein derart vergiftetes Klima erschwert die politische Arbeit, in der es oft auch darum geht, einen Konsens zu finden. Doch daran scheinen die Linken gar nicht interessiert zu sein. Solange sie in der Mehrheit sind, können sie sich ihre Überheblichkeit leisten.

Fussball-Imperium Paris Saint-Germain

## Der Erfolg lässt sich nicht einfach kaufen

STEFAN OSTERHAUS

Manchmal zerfallen Imperien langsam, manchmal aber geht es auch rasend schnell. Erst recht im Fussball, dessen Unberechenbarkeit die Geschehnisse oft rasant beschleunigt. Im Fall von Paris Saint-Germain darf allerdings die Frage gestellt werden: Ist das Imperium bereits am Ende, bevor es überhaupt zur Blüte gekommen ist? Auslöser der jüngsten Diskussion ist der Entschluss des Starstürmers Kylian Mbappé, den Klub zu verlassen. Vor noch gar nicht so langer Zeit verlängerte er unter grossem Tamtam seinen Vertrag bis 2025, sogar Frankreichs Staatspräsident Emmanuel Macron hatte sich in die Diskussion eingemischt und für einen Verbleib des Flügelspielers plädiert. Kylian Mbappé erklärte seine Unterschrift, die ihm ein astronomisches Einkommen garantiert, als einen Dienst am Vaterland.

Nun, gerade ein Jahr später, hat er offenbar doch genug. Denn nach vielen Jahren, in denen die Eigner aus Katar Milliarden in ihr Projekt gesteckt haben, ist vor allem eines erkennbar: Die Mannschaft ist noch weiter als vor einigen Jahren vom grossen Ziel entfernt, die Champions League zu gewinnen. Der Glamour ist ohnehin nicht mehr derselbe, seit der hochdekorierte Lionel Messi den Pariser Klub verlassen hat. Auch Neymar, der kapriziöse Brasilia-

ner, der im Sommer 2017 gemeinsam mit Mbappé für eine gesamthafte Ablösesumme von mehr als 400 Millionen Euro zu Paris Saint-Germain wechselte, hegt Abwanderungsgedanken. Das Projekt hat seine Strahlkraft verloren.

Der Erosionsprozess in Paris führt zur alten Frage: Wieweit bedingen sich Erfolg und enorme finanzielle Aufwendungen? Lassen sich Titel erkaufen? Zwar erlangte Paris Saint-Germain, indem es schubkarrenweise Geld auf den Transfermarkt brachte, nationale Dominanz und kam der internationalen Spitze recht nahe, 2020 gelangte das Team bis in den Final der Champions League. Aber es ist eben mehr erforderlich, um dauerhaft zuoberst mitzumischen. Der Pariser Klub hatte quasi optimale Voraussetzungen. Doch das Konzept, die grössten Namen des Weltfussballs nach Paris zu locken, war einzig auf Spektakel ausgelegt. Nur in einem einzigen Punkt ging die Planung auf: An medialer Aufmerksamkeit fehlte es dem Klub nicht.

Dabei kann es unter ähnlichen Bedingungen auch anders zugehen. Das zeigt das Beispiel Manchester City, das mit Geldern aus Abu Dhabi alimentiert wird. Als der Katalane Pep Guardiola sich vor sieben Jahren als Trainer des erratischen Klubs annahm, waren zwar Geld und grosse Namen im Überfluss vorhanden. Doch es fehlte die Linie, die für eine

Das Konzept, die grössten Namen des Weltfussballs zu locken, war einzig auf Spektakel ausgelegt.

dauerhafte Dominanz unabdingbar ist. Erst die Kombination von gewaltigen finanziellen Aufwendungen und einem ambitionierten und versierten Trainer ermöglichte nach vielen vergeblichen Anläufen den Sprung auf Europas Fussball-Thron: Manchester City gewann am letzten Samstag die Champions League. Dabei kam dem Trainer Guardiola der Umstand zugute, dass er in Manchester ungestört schalten und walten kann, die Rahmenbedingungen auf ihn zugeschnitten sind. Die Eigentümer hatten in all der Zeit Geduld mit dem Trainer – und sie hatten, anders als in Paris, Vertrauen in das ausgewählte Personal. Daher ist die Frage nach der Wechselwirkung von Erfolg und Geld vor allem eine des Milieus. Zuerst braucht es Kontinuität. Im Management, aber vor allem auf der Position des Trainers.

Paris Saint-Germain wechselte seit 2016 gleich drei Mal den Coach; auch der aktuelle Trainer Christophe Galtier steht vor der Ablösung. Seine Vorgänger waren international anerkannte Trainer wie der Deutsche Thomas Tuchel, der Spanier Unai Emery und der Argentinier Mauricio Pochettino. In Manchester dagegen, wo Guardiola seit nunmehr sieben Jahren wirkt, verloren die Eigentümer auch dann nicht die Nerven, als Manchester City einmal nicht Meister wurde oder nicht die Champions League stürmte. Sie hielten an Guardiola fest – und wurden am Ende belohnt.

# Calida ist vom Kurs abgekommen

Nach einem Gezänk zwischen Gründerfamilie und Management setzt die Firma wieder auf die alte Garde

THOMAS FUSTER

Die Marke Calida steht für Komfort, Ruhe und Schlaf. Doch seit einem Jahr ist es vorbei mit der Ruhe beim Schweizer Wäscheunternehmen mit Sitz im beschaulichen Sursee. Innert weniger Monate hat der Geschäftsführer gekündigt, ist der Verwaltungsrat umgekipelt worden und sind zwischen Besitzern und Management tiefe Risse sichtbar geworden. Am Donnerstag kamen als Zugabe noch die Warnung vor einem kleineren Umsatz und ein Totalabschreiber auf einer missglückten Akquisition hinzu. Bei Calida ist der Wurm drin.

## Ikone der Firmenlandschaft

Wie ist es so weit gekommen bei dieser Ikone der Schweizer Unternehmenslandschaft? Am Anfang steht eine Medienmitteilung vom Juli 2022 mit dem sperrigen Titel «Gründerfamilie Kellenberger strebt Regelung der Nachfolge als Ankeraktionärin der Calida Group an». In einfacheren Worten bedeutete das: Die Familie, die mit 33,5 Prozent am Unternehmen beteiligt ist, wollte ihren Anteil verkaufen. Man strebe «eine für alle Stakeholder konstruktive Lösung» an, liess die Familie verlauten; die Beteiligung solle an «verantwortungsvolle Aktionäre» übergehen.

Damit zeichnete sich das Ende einer über 80-jährigen Ära ab. So wurde das Traditionsunternehmen 1941 von Max Kellenberger und Hans Joachim Palmers gegründet, damals als Strickwarenfabrik Sursee AG. Im Jahr 1987 erfolgte der Gang an die Börse, wobei 70 Prozent des Kapitals bei den Gründerfamilien blieben. Im Jahr 2000 zog sich die Familie Palmers zurück, worauf die Kellenbergers deren Anteil übernahmen. Es herrschten schwere Zeiten. So musste Calida in den frühen 2000er Jahren nach verlustreicher Zeit restrukturiert und die Produktion in der Schweiz stillgelegt werden.

## Gesamt- oder Teilverkauf

Der Turnaround gelang. Doch jüngst wurden die Bande zwischen Familie und Calida lockerer. Vor Jahresfrist erklärte die Familie, man finde für Erich Kellenberger, der seit 1970 bei Calida engagiert war, keine Nachfolge «mit der notwendigen industriellen Expertise». Der 75-Jährige hatte einst in zweiter Generation die Firma operativ geführt. Als 2001 das Überleben von Calida auf dem Spiel stand und Abteilungen geschlossen sowie Mitarbeiter entlassen werden mussten, gab Kellenberger die Leitung ab. Hartes Durchgreifen entsprach nicht seinem Naturell. In der Folge vertrat er die Familie nur noch im Verwaltungsrat.

Nun fehlte im Verwaltungsrat nach der zweiten Generation aber eine dritte. Dass sich Gründerfamilien aus ihren Unternehmen zurückziehen, kommt vor; das muss noch keinen Streit auslösen. Doch die Geschäftsführung und der Verwaltungsrat sahen aufgrund der Verkaufspläne die Zukunft von Calida als ein unabhängiges börsenkotiertes Unternehmen in Gefahr. Dies deshalb, weil die Kellenbergers offenliessen, ob sie ihr Paket als Ganzes oder in Teilen abstossen würden. Und hätte ein Konkurrent die Beteiligung als Ganzes gekauft, wäre aus Calida wohl ein Tochterunternehmen geworden. Mit der Unabhängigkeit wäre es dann vorbei gewesen.

Dass es zu Spannungen mit dem Management kommen könnte, zeichnete sich schon bei der Ankündigung der Verkaufspläne ab. So teilten die Firma und die Familie die Nachricht in zwei separaten Communiqués mit, was sehr irritierend wirkte: Während die Familie – wie erwähnt – ankündigte, ihre knapp 34 Prozent «als Ganzes oder in Teilen» abzustossen, betonte die Firma das Ziel, die Gruppe «als unabhängiges börsenkotiertes Unternehmen erfolgreich weiterzuentwickeln». Das eine war mit dem anderen schlecht vereinbar, was potenziellen Investoren kaum verborgen blieb.

Das waren ungünstige Voraussetzungen. Der Verkauf gestaltete sich



Der Unterwäschehersteller hat jüngst weniger mit seinen Produkten als mit Führungsproblemen für Schlagzeilen gesorgt. IMAGO



**Erich Kellenberger**  
Familienvorstand der zweiten Generation



**Timo Schmidt-Eisenhart**  
Abtretender CEO



**Felix Sulzberger**  
Interimschef und Präsident des Verwaltungsrates



**Hans-Kristian Hoejsgaard**  
Ehemaliger Präsident des Verwaltungsrates

denn auch schwieriger als angenommen. Im März dieses Jahres brach die Familie Kellenberger die Übung überraschend ab. Man wolle die Verantwortung als Ankeraktionär nun doch weiterhin wahrnehmen und beabsichtige, mittelfristig bei Calida engagiert zu bleiben, hiess es. Mit dem Sohn von Erich Kellenberger, dem 1982 geborenen Allan, konnte gar ein neuer Familienvorstand für den Verwaltungsrat aus dem Hut gezaubert werden.

War damit wieder alles beim Alten? Mitnichten. Denn gleichzeitig mit der Rückkehr der Gründerfamilie wurde auch der Rücktritt von Timo Schmidt-Eisenhart als CEO mitgeteilt, obwohl dieser seinen Posten erst vor zwei Jahren angetreten hatte. Damit nicht genug. Auch der Verwaltungsratspräsident (VRP) Hans-Kristian Hoejsgaard zog sich zurück. Seine Nachfolge übernahm ein Altbekannter, und zwar Felix Sulzberger, der in den 2000er Jahren als CEO die Restrukturierung von Calida orchestriert und danach eineinhalb Jahrzehnte das Unternehmen operativ geleitet hatte.

## Vorwurf der Obstruktion

Beim Verwaltungsratspräsidium bleibt es nun aber nicht. Wie am Donnerstag mitgeteilt wurde, wird der zu Calida zurückgekehrte Sulzberger per Juli ad interim auch die operative Führung übernehmen. Dies deshalb, weil Schmidt-Eisenhart, anders als zunächst geplant, mit seinem Abgang doch nicht so lange zuwarten wird, bis eine Nachfolgerin oder ein Nachfolger gefunden ist, sondern schon per Ende Juni ausscheidet. Eine langfristige Lösung sei dieses Doppelmandat als exekutiver VRP aber nicht, sagt der bereits 72-jährige Sulzberger.

Wäschehersteller Delta Galil, zu dessen Marken seit 2012 auch Schiesser gehört. Das Unternehmen präsentierte im Herbst 2022 ein indikatives Kaufangebot (non-binding offer) zum Preis von rund 43 Franken pro Aktie. Dieses Angebot lehnte der Verwaltungsrat ab, angeblich ohne Rücksprache mit der Gründerfamilie, jedoch unter Einbezug des CEO. Als die Familie gegen dieses Ignorieren protestierte, kam es zu einem zweiten Angebot zu 47 Franken, von dem sich Delta Galil im Februar 2023 aber zurückzog. Am Donnerstag lag der Kurs, der seit Jahresanfang um 20 Prozent eingebrochen ist, bei rund 37 Franken.

## Stabilität wieder zentral

Dass die Kellenbergers zu Calida zurückkehrten und mit Sulzberger die alte Garde an Bord holten, dürfte aber nicht nur mit dem Scheitern des Delta-Galil-Deals zusammenhängen. Man machte sich auch Sorgen um den Zustand von Calida. So hatte Schmidt-Eisenhart weder mit dem Kauf der deutschen Erlich Textil noch mit der Akquisition der amerikanischen Lingeriemarke Cosabella eine glückliche Hand. Der Umsatz von Erlich hat sich derart verschlechtert, dass man das Geschäft nun aufgibt. Und bei Cosabella liegt die Entwicklung weit unter den Projektionen beim Kaufabschluss.

«Nachdem das frühere Management stark auf Wachstum und Zukäufe gesetzt hat, werden wir in Zukunft wieder verstärkt den Cashflow und die operative Stabilität in den Fokus rücken», sagt Sulzberger. Ob man hierfür weiterhin eine Börsenkotierung braucht, ist für den neuen Chef nicht zentral. Die Situation für Micro-Caps wie die Calida-Gruppe, die 2022 mit 2500 Mitarbeitern einen Umsatz von 324 Millionen Franken erzielte, sei immer etwas schwierig. Die Frage der Börsenkotierung, die von den Aktionären entschieden werden müsse, stelle sich für ihn momentan aber nicht.

Offen bleibt die Zukunft der Kellenbergers als Ankeraktionäre. Zwar herrscht nun nicht mehr derselbe Zeitdruck wie noch vor Jahresfrist. Doch die Familie will weiterhin nur «mittelfristig», also ungefähr drei Jahre, bei Calida engagiert bleiben. Und auch Sulzberger macht klar, dass er nicht länger als diese Frist bei Calida bleiben will. In absehbarer Zukunft wird sich daher die Frage nach einem Verkauf der Beteiligung erneut stellen. Das Gezerre des vergangenen Jahres dürfte dann als Mahnung dienen, wie man einen solchen Rückzug besser nicht gestaltet.

## Skandinavien boykottiert Toblerone-Mutter

Der Mondelez-Konzern kommt auf schwarze Liste der Ukraine

MATTHIAS BENZ

Für den Toblerone-Hersteller Mondelez International gilt es ernst in Skandinavien. Die schwedische Armee hat entschieden, dass Soldatinnen und Soldaten künftig keine Produkte des Unternehmens mehr zu essen bekommen. Man habe der Ukraine im vergangenen Jahr auf verschiedene Weise geholfen, sagte ein Sprecher der Streitkräfte gegenüber lokalen Medien, dies sei nun ein weiterer Weg, um die Ukraine zu unterstützen.

Der Schritt ist einschneidend. Der Mondelez-Konzern ist mit seinen lokalen Traditionsmarken Marabou (Schweden) und Freia (Norwegen) der grösste Süssigkeitenanbieter in Skandinavien. Zum Konzern gehören auch weitere bekannte Marken wie Oreo, Philadelphia, Milka, Trident oder Toblerone.

## Sogard der Staat macht mit

Es ist zudem das erste Mal, dass eine staatliche Stelle einen Boykott ausspricht. In den vergangenen Wochen hatten zunächst verschiedene Unternehmen in Skandinavien angekündigt, keine Produkte aus dem Hause Mondelez mehr anzubieten, etwa die Airlines SAS und Norwegian Air, der Detailhändler Elkjöp oder die Hotelkette Strawberry.

Der Auslöser für den Boykott liegt in der Ukraine. In Kiew hatte die Nationale Agentur zur Korruptionsprävention (NACP) Mondelez International am 25. Mai auf eine schwarze Liste mit «internationalen Sponsoren des Krieges» gesetzt. Die NACP wurde nach den Maidan-Protesten im Jahr 2014 gegründet und dient vor allem der Korruptionsbekämpfung in der Ukraine selbst. Die Agentur macht auf ihrer Website klar, dass ihre schwarze Liste keinerlei rechtliche Wirkung habe und deren einziger Zweck sei, die internationale Reputation eines Unternehmens zu beeinflussen.

Dennoch ist den Ukrainern der Coup gelungen, dass die Boykotte in Skandinavien nun zum Teil mit der NACP-Liste begründet werden. Bei der NACP heisst es, dass sich Mondelez im Gegensatz zu anderen Firmen nicht aus Russland zurückziehe, sondern dass sein dortiges Geschäft jüngst sogar deutlich gewachsen sei. Das Unternehmen sei ein wichtiger Steuerzahler in Russland und trage so zur Finanzierung des Angriffskrieges bei.

## Gute Geschäfte in Russland

Tatsächlich läuft das Russlandgeschäft von Mondelez auffällig gut. Das Unternehmen gilt als lokaler Marktführer bei Schokolade und Biskuits. Der Anteil des Russlandgeschäfts am Konzernumsatz erhöhte sich 2022 von knapp 3 auf 4 Prozent. Mondelez kündigte zwar an, dass man keine neuen Investitionen in Russland mehr tätige. Aber die Produktion in den drei russischen Fabriken mit rund 2500 Mitarbeitern läuft weiter.

Diese Unterschiede dürften auch erklären, warum die Schweizer Nestlé nicht auf der schwarzen Liste gelandet ist. Zwar ist auch der weltgrösste Nahrungsmittelkonzern jüngst in die Kritik geraten, weil er an Teilen seines Russlandgeschäfts festhält. Aber die Ukrainer anerkennen, dass Nestlé seine Aktivitäten zumindest reduziert habe, wie eine Sprecherin auf Anfrage erklärt. Zudem scheint eine Rolle zu spielen, dass sich Nestlé in Russland auf Gütern des täglichen Bedarfs konzentriert, während Mondelez Snacks und Süssigkeiten verkauft, die nicht als lebensnotwendig gelten.

Der Mondelez-Konzern nimmt die Angelegenheit ernst. Laut Agenturberichten hat er die norwegische Regierung um ein Treffen gebeten, um sein lokales Geschäft zu schützen.

Tatsächlich ist es für westliche Firmen legal, in Russland Lebensmittel zu verkaufen. Der Bereich unterliegt keinen Sanktionen. Erstaunlich an der Boykottwelle ist, dass sie 16 Monate nach Kriegsausbruch kommt. Das zeigt, dass das Russlandgeschäft für westliche Firmen weiterhin grosse Reputationsrisiken birgt.

## Veranstaltungen



**KONZERTE IM APPENZELLER FORUM**

**Kulinaritäten – literarisch-kulinarischer Abend**  
Mo 19.06.23, 18:00, Saal Huus Löwen  
mit Graziella Rossi und Helmut Vogel (Schauspieler),  
Daniel Fueter (Klavier)

**Latin Jazz Konzert**  
So 25.06.23, 17:00, Saal Huus Löwen  
mit Alex Wilson Trio

**Gitarren-Rezital mit Admir Doçi**  
Di 27.06.23, 19:00, Klosterkirche Jakobsbad

appenzellerhuus.ch



**GROSSMÜNSTER**

**Sonntag, 18. Juni 2023 | 10 Uhr**

**Flüchtlingssonntag**  
«Beim Namen nennen»

**Grenzen-los!**  
**Frauen auf der Flucht**

Die Realität geflüchteter Frauen an den Aussengrenzen Europas

Interreligiöser Gottesdienst mit:  
Pfrn. Verena Mühlethaler, Offener St. Jakob |  
Imam Kaser Alasaad, Imam-Zentrum Volketswil |  
Christoph Albrecht, SJ-Jesuiten |  
Raquel Herzog, SAO Association für Frauen  
auf der Flucht | Pfr. Christoph Sigrist, Liturgie  
und Predigtdialog | Ruth Pfister, Orgel

**Kulturhaus Helferei | 18 Uhr**  
SAO Association und das Kulturhaus Helferei  
zeigen gleichentags den Dokumentarfilm  
«gegen den Strom» über die syrische  
Menschenrechtsaktivistin Sara Mardini.

reformierte kirche zürich [grossmuenster.ch](http://grossmuenster.ch)

## Kunsthandel

**Ankauf + Verkauf** Altgold, Schmuck, Uhren  
und Münzen beim Testsieger in Zürich!  
Wir kaufen Einzelobjekte, ganze Sammlungen,  
sowie Erbschaften.  
Aktuell viele schöne Schmuckstücke mit Rabatt.

**Luxusbörse Zürich**  
Lindenplatz 5, 8048 Zürich, 043 333 22 11  
[info@luxusbörse.ch](mailto:info@luxusbörse.ch), 10–18 Uhr, Sa: –16 Uhr



Heute schon  
für morgen  
sorgen

Mit einem Vermächtnis  
an die Natur - und an  
die Zukunft

pro natura

Jetzt vorsorgen, Ihren Nächsten und  
der Natur zuliebe. Informieren Sie sich:  
[pronatura.ch/de/legate-erbschaften](http://pronatura.ch/de/legate-erbschaften)

Wir sind persönlich für Sie da:  
Tel. 061 317 92 26

## WAS IST PSYCHOTHERAPIE?

Fast jede zweite Person erkrankt einmal im Leben an einem psychischen Leiden. Trotzdem bestehen in der Gesellschaft immer noch grosse Vorurteile gegenüber der Psychotherapie, welche dazu führen, dass Betroffene sich nicht rechtzeitig Hilfe suchen. Frau lic. phil. Claudine Kroužel, EMBA, Chefspsychologin, Leiterin klinisch-psychologischer Dienst und Mitglied der erweiterten Klinikleitung in der Privatklinik Wyss, klärt auf und beantwortet Fragen rund um die Psychotherapie.



**Was bedeutet Psychotherapie?** Der Begriff Psychotherapie bedeutet ursprünglich Behandlung der Seele und meint den ganzen Menschen, also auch sein Gemüt, seinen Verstand und seine Lebenskraft zu unterstützen, zu heilen und zu entwickeln.

ursachen. Psychotherapie bedeutet immer Arbeit an sich selbst. Ist diese Arbeit erfolgreich, führt sie zu nachhaltigen Veränderungen im Denken, Fühlen und in der Lebensführung. Das seelische Leid kann so gemindert oder geheilt werden. Menschen werden befähigt, kommende Krisen besser zu bewältigen.

**Was ist das Wichtigste bei einer Psychotherapie?**

Die wichtigste Bedingung für eine gelungene Psychotherapie ist eine stabile und vertrauensvolle Beziehung. Dazu gehört auch, dass eine Psychotherapeutin oder ein Psychotherapeut der Schweigepflicht unterliegt und sich an definierte Standards bezüglich der Gestaltung der therapeutischen Beziehung hält.



Mit diesem QR-Code gelangen Sie zum vollständigen Interview unter [www.privatlinik-wyss.ch/publikationen/die-fachartikel/was-ist-eine-psychotherapie](http://www.privatlinik-wyss.ch/publikationen/die-fachartikel/was-ist-eine-psychotherapie)

**Was passiert in einer Psychotherapie?** In einer Psychotherapie geht es zuerst darum, das Problem, welches das Leiden verursacht, und die Lebenssituation der Person möglichst gut zu verstehen und fachlich einzuschätzen. Oft werden dafür auch wissenschaftlich fundierte Fragebögen eingesetzt. Nach dieser Untersuchung können spezifische Diagnosen gestellt werden. Neben dem Problem werden immer auch die persönlichen Ressourcen sowie die bisherigen Lösungsansätze erhoben und es wird gemeinsam festgelegt, was die Therapieziele sind. Dann wird an der angestrebten Veränderung gearbeitet.

Im Zentrum jeder Therapiesitzung steht das Gespräch. Als Alternative zur Einzeltherapie kann sich auch die Gruppentherapie anbieten. Dort kann die wertvolle Erfahrung gemacht werden, mit seinem Problem nicht allein zu sein und sich mit anderen Betroffenen darüber austauschen zu können. Während einer Psychotherapie setzen sich Patientinnen und Patienten intensiv mit sich und den Faktoren auseinander, die ihr psychisches Leid ver-

Die Privatklinik Wyss ist eine führende Fachklinik für Psychiatrie und Psychotherapie. Gegründet im Jahr 1845, ist sie die älteste psychiatrische Privatklinik der Schweiz. Zu den Kompetenzbereichen gehört die Behandlung von Depressionen inklusive Burnout sowie von Angst- und Zwangsstörungen. Die Klinik bietet ihre ambulanten, tagesklinischen und stationären Leistungen in den Regionen Bern, Münchenbuchsee und Biel an. Zudem steht sie für ein spannendes Umfeld als Aus-, Weiter- und Fortbildungsstätte und beschäftigt ein interprofessionelles Team aus rund 340 Mitarbeitenden. [www.privatlinik-wyss.ch](http://www.privatlinik-wyss.ch)



PRIVATKLINIK WYSS

SEIT 1845

# Nachhaltigkeit: Gestalten statt verwalten?

Jetzt Ticket sichern und mitreden.

SUSTAINABLE SWITZERLAND  
**FORUM**  
BERN, 12. – 13. SEPTEMBER 2023



Sustainable  
Switzerland

Sustainable Switzerland – eine Initiative des Unternehmens NZZ mit führenden Partnern aus Wirtschaft und Wissenschaft.





Behörden in Österreich schauen sich den Immobilieninvestor René Benko und sein Geschäftsgebaren jetzt genauer an. M. KUSCH / DPA

## René Benkos Signa wird in Österreich zum Politikum

Die Insolvenz der Möbelkette Kika/Leiner führt zu einer Massenentlassung

DANIEL IMWINKELRIED, WIEN

Vor zwei Wochen hat der Immobilieninvestor und Miteigentümer der Globus-Warenhäuser, René Benko, mit einem Verkauf viel Aufsehen erregt: Er veräusserte einerseits die Liegenschaften des österreichischen Möbelunternehmens Kika/Leiner an die Immobilienfirma Supernova, andererseits das Handelsgeschäft an den Retail-Experten Hermann Wieser. Seither herrscht in Österreich Aufregung, ja Aufruhr.

Nur zehn Tage nachdem die Transaktion abgeschlossen worden war, hat Wieser für Kika/Leiner einen Insolvenzantrag gestellt. Gemessen an der Zahl der betroffenen Mitarbeiter von rund 3900 sei es die grösste Insolvenz der vergangenen zehn Jahre, heisst es in Österreich. Wieser will 23 von 40 Kika/Leiner-Filialen schliessen, 1900 Angestellte werden voraussichtlich die Stelle verlieren.

Das wühlt viele in Österreich auf, zumal die Stimmung ohnehin trüb ist. Vor allem die verhältnismässig hohe Inflation von fast 9 Prozent schlägt vielen Österreichern aufs Gemüt, von Massenentlassungen will man da nicht auch noch hören.

### «Ein sehr gutes Investment»

Seit einiger Zeit gibt es Hinweise darauf, dass Signas Finanzen als Folge der mutigen Expansionsstrategie der vergangenen Jahre angespannt sein könnten. Wohl auch deshalb betonte das Unternehmen, dass Kika/Leiner «ein sehr gutes Investment» gewesen sei.

Das ist insofern eine überraschende Aussage, als Kika und Leiner bereits in finanziellen Schwierigkeiten steckten, als sie 2018 von Signa übernommen wurden. Zuvor hatten sie zur wirtschaftlich taumelnden Steinhoff-Gruppe gehört, deren Management im Jahr 2017 Fehler in der Bilanz zugeben musste. In Österreich forderten darauf Politiker und Gewerkschafter vehement, für Kika und Leiner eine einheimische Lösung zu finden. Diese kam mit Signa zustande, das Verhängnis liess sich dadurch aber nicht abwenden.

Konkrete Zahlen zum Verkauf von Kika/Leiner nannte Benkos Gruppe keine; deren Einschätzung des Deals als «sehr gutes Investment» hat aber weiterhin Entrüstung ausgelöst und erwies sich für Signa als Bumerang. Eine Massenentlassung, während Signa kurz zuvor laut eigenen Aussagen einen Gewinn erzielt hatte, war für Österreichs

Sozialdemokraten beispielsweise der Anlass, im Parlament erneut eine Millionärssteuer zu fordern, und zwar «für die Reichsten in Österreich». Aufgebracht waren auch die Vertreter anderer Parteien, lediglich die konservative ÖVP machte nicht auf Empörung.

### Verdacht der Verschleppung

Bemerkenswert ist aber vor allem, wie Österreichs Finanzprokurator Wolfgang Peschorn, gleichsam der oberste Anwalt der Republik, im ORF auf die Transaktion reagiert hat. Peschorn meinte, er könne noch nicht sagen, ob Signa mit Kika/Leiner einen Gewinn gemacht hatte – schliesslich sei es möglich, dass noch Nachforderungen des Staates auf Benkos Firma zukämen.

Im Raum steht der Verdacht, dass Signa die Insolvenz von Kika/Leiner verschleppt hat. Kika war bereits 2021 überschuldet. Signa hat die Firma im Juni 2022 mit Leiner fusioniert, Stich-

### Der Fall war für die Sozialdemokraten Anlass, im Parlament erneut eine Millionärssteuer zu fordern.

tag war der 30. September 2021. Für die Fusion zog man die Zahlen des dann zu Ende gegangenen Geschäftsjahres bei.

Die Frage stellt sich allerdings, ob man nicht eine Zwischenbilanz per Juni 2022 hätte erstellen müssen, um ein realistisches Bild der wirtschaftlichen Lage von Kika/Leiner zu erhalten. Immerhin hatte sich das Umfeld im Frühjahr 2022 stark verschlechtert: Infolge des Ukraine-Krieges stieg die Inflation steil an und trübte sich die Konsumentenstimmung ein.

Gläubiger, darunter der österreichische Staat, hätten möglicherweise mehr Geld erhalten als im soeben angelaufenen Sanierungsverfahren, wenn die Insolvenz bereits 2022 eingeleitet worden wäre. Wie vielen anderen Firmen hat der Staat Kika/Leiner in den Jahren der Pandemie zugestanden, die Steuern zumindest teilweise zu stunden.

Offensichtlich will Peschorn nun untersuchen, ob Kika/Leiner bereits 2022 gewusst hat, dass die Zahlung der gestundeten Steuern allenfalls nicht

möglich sein wird – eben weil sich der Händler in einem finanziell schlechten Zustand befand. Peschorns Verdacht stellt für Signa einen Affront da. Gleichzeitig zeigen die Ereignisse der vergangenen Tage, dass Signas Geschäfte und Benko in Österreich endgültig zum Politikum geworden sind.

Befragte Anwälte sagen, dass das unmittelbar auf den Verkauf folgende Insolvenzverfahren ein Indiz dafür sein könnte, dass die Sanierung in den Jahren zuvor verschleppt worden sei. Möglich sei aber auch, dass Signa Zahlungen geleistet oder Patronatsklärungen gegeben habe, die mit dem Verkauf von Kika/Leiner ausliefen. Signa teilt mit, man weise die Darstellung der Insolvenzverschleppung zurück.

### Benko im Rückwärtsgang

Geschäftlich hat Benko aber offensichtlich den Rückzug angetreten. Jüngst hat er nicht nur Kika/Leiner abgestossen, sondern auch eine Liegenschaft an Wiens vornehmster Einkaufsstrasse für 95 Millionen Euro und einen Anteil von 49,9 Prozent an der Immobilie des Kaufhauses KaDeWe in Berlin.

Liegenschaftsexperten sagen, sie sähen zwei Gründe, warum sich Investoren derzeit von Immobilien trennten: Entweder nähmen sie Gewinne mit, weil sie damit rechneten, dass die Preise nach vielen Jahren des Booms weiter fallen würden. So verschafften sie sich zudem Liquidität, um zu investieren, sobald sich die Umstände wieder verbessern. Oder die Investoren sind gezwungen, Immobilien zu Geld zu machen, weil sich das Geschäftsumfeld mit der hohen Inflation für sie negativ verändert hat. Die steigenden Zinsen, die fallenden Preise und allenfalls rückläufige Handelsumsätze stellen eine giftige Mischung dar und könnten Investoren dazu zwingen, die eigenen Finanzen neu zu ordnen. Das kann auch auf Druck der kreditgebenden Banken geschehen.

Zu welcher Kategorie Benkos Gruppe zählt, lässt sich von aussen nicht zweifelsfrei beurteilen. Signa ist ein verschachteltes Konstrukt, als privat gehaltene Gruppe veröffentlicht sie keine Geschäftszahlen. Und auch sonst scheint sie die Diskretion zu pflegen.

Ein Rätsel ist jedenfalls, warum die Signa-Holding anscheinend per Ende 2018 zum letzten Mal einen handelsrechtlichen Jahresabschluss vorgelegt hat. Eigentlich müsste sie diesen jährlich publizieren. Zu den Gründen hat die Gruppe keine Stellung genommen.

## «Die Reise ist noch nicht zu Ende»

Die EZB erhöht Zinsen – und im Juli vermutlich nochmals

MICHAEL RASCH, FRANKFURT

Die Zeitenwende in der Geldpolitik heisst Zinswende. Doch nach rund einem Jahr mit steigenden Zinsen kommt der Zinserhöhungszyklus dies- und jenseits des Atlantiks wohl langsam an sein Ende. Die US-Notenbank (Fed) hat an ihrer Sitzung am Mittwoch pausiert und die Leitzinsen in den USA vorerst konstant gehalten. Und auch in Europa nähert sich die Europäische Zentralbank (EZB) vorsichtig einem Zinsgipfel im laufenden Zyklus, der im Fachjargon als «terminal rate» bezeichnet wird.

Im Gegensatz zum Fed hat der EZB-Rat am Donnerstag jedoch einen weiteren kleinen Zinsschritt von jeweils 25 Basispunkten für die drei Schlüsselzinsätze vorgenommen. Damit liegen die Leitzinsen im Euro-Raum gemessen am Einlagensatz von nun 3,5 Prozent so hoch wie zuletzt im Jahr 2001. Zu dieser Zeit notierte der Leitzins, der Hauptrefinanzierungssatz, in der Spitze jedoch bei 4,25 Prozent.

### Gründe, das Tempo zu drosseln

«Die Reise ist noch nicht beendet», sagte EZB-Präsidentin Christine Lagarde im Hinblick auf weitere Zinsschritte und fügte an: «Wir haben noch Boden gutzumachen.» Sie halte es für sehr wahrscheinlich, dass der EZB-Rat im Juli die Zinsen weiter erhöht. Hauptverantwortlich für die Persistenz der Inflation sei vor allem der Anstieg der Löhne. Laut Lagarde sind die verhandelten Löhne in der Euro-Zone im ersten Quartal um 5,2 Prozent gestiegen. Die EZB sehe aber bis jetzt keine Lohn-Preis-Spirale.

Die neuerliche Zinserhöhung spiegelt die aktualisierte Beurteilung der Inflationsaussichten durch den EZB-Rat, die Dynamik der zugrunde liegenden Inflation sowie die Stärke der geldpolitischen Transmission wider, erläuterte Lagarde weiter. Seit Sommer 2022 hat die EZB die Zinsen um 4 Prozentpunkte erhöht, das Fed sogar um 5 Prozentpunkte.

An den Finanzmärkten wurde bereits vor dem EZB-Treffen mit einer weiteren Zinserhöhung um 25 Basispunkte im Juli gerechnet, bevor dann möglicherweise auch in Europa eine Pause ansteht. Aus Sicht der EZB, die jüngst ihr 25-jähriges Bestehen feierte, sind eine langsamere Gangart und eine mögliche Pause bei den Zinserhöhungen womöglich aus zweierlei Gründen vertretbar: Erstens hat die Notenbank in sehr kurzer Zeit die Zinsen stark angehoben. Diese müssen nun erst ihre volle Wirkung entfalten, was bis zu einem Jahr oder länger dauern kann.

Zweitens ist die Inflationsrate in der Euro-Zone deutlich rückläufig und dürfte auch in den kommenden Monaten weiter fallen. Dies gibt jenen Vertretern im EZB-Rat Rückenwind, die zu einer tendenziell lockeren Geldpolitik neigen. Lagarde betonte jedoch am Donnerstag erneut, dass die EZB weitere Zinsschritte von den eintreffenden Daten zur Inflations- und Wirtschaftsentwicklung abhängig mache.

### Die EZB setzt die Zinserhöhungen in kleinen Schritten weiter fort

Entwicklung des Einlagensatzes seit dem Jahr 2000, in Prozent



Im Mai hatte sich die Teuerung im Euro-Raum von 7,0 auf 6,1 Prozent abgeschwächt. Damit liegt die Inflationsrate zwar immer noch dreimal so hoch wie von der EZB mit «mittelfristig 2 Prozent» angestrebt, doch im Oktober hatte die Teuerung gar den Spitzenwert von 10,6 Prozent erreicht. Die Gründe für den Rückgang dürften primär die fallenden Energiepreise und die restriktive Geldpolitik der Notenbank sein. Zugleich sinkt nun auch die bisher hartnäckig hohe Kerninflation, aus der die volatilen Preise für Energie, Lebensmittel, Alkohol und Tabak herausgerechnet werden. Sie ist im Mai von 5,6 auf 5,3 Prozent gefallen.

Die Experten der EZB gehen jedoch davon aus, dass die Eindämmung der Teuerung ein langer Kampf sein wird. Laut den neusten, leicht nach oben revidierten Prognosen für die nächsten zweieinhalb Jahre erwarten sie für diesen gesamten Zeitraum eine über dem Ziel der Notenbank notierende Gesamtinflation von 5,4 Prozent (im Jahr 2023), 3,0 Prozent (2024) und 2,2 Prozent (2025). Im Jahr 2025 soll gemäss den Projektionen selbst die Kerninflation noch immer bei 2,3 Prozent liegen.

Ein wichtiger Treiber der Teuerung dürften die steigenden Löhne in der Euro-Zone bleiben. Der EZB-Chefökonom Philip Lane rechnet mit einem durchschnittlichen Tariflohnanstieg in diesem Jahr von 5,25 Prozent und im Jahr 2024 von 4,5 Prozent. Die Entwicklung der Löhne und Gehälter übt einen grossen Einfluss auf die Gesamtteuerung aus und könnte schlimmstenfalls in eine gefürchtete Lohn-Preis-Spirale führen, in der sich Löhne und Preise gegenseitig befeuern. Hinzu kommen eine gewisse Deglobalisierung und die grüne Transformation der Wirtschaft, beides führt laut Ökonomen ebenfalls tendenziell zu steigenden Preisen.

### Verlangsamung oder Rezession?

Die Zählung der Inflation ist jedoch nicht kostenlos, sondern geht mit einer – gewünschten – Verlangsamung der wirtschaftlichen Aktivität einher. Oftmals gelingt es Notenbanken dabei nicht, die Wirtschaft zu bremsen, ohne dass sie in eine Rezession rutscht. Mit Deutschland befindet sich bereits das grösste Mitgliedsland der Euro-Zone in einer technischen Rezession, da die Wirtschaftsleistung jüngst in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen geschrumpft ist. In der Euro-Zone stagniert die Wirtschaft seit einigen Monaten bei einem anhaltend robusten Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosigkeit liegt mit 6,5 Prozent weiterhin auf einem historisch tiefen Niveau.

Eine Rezession wäre insgesamt alles andere als ungewöhnlich. Laut der Commerzbank folgte in den vergangenen 50 Jahren in Deutschland auf jeden Zinserhöhungszyklus eine Rezession. In der Euro-Zone sieht es nicht viel anders aus. Auch in den USA sei es dem Fed nur selten gelungen, die nötigen Zinserhöhungen so auszutarieren, dass es zu einer «weichen Landung» der Wirtschaft ohne Rezession gekommen sei.

**BESTATTUNGEN UND BESETZUNGEN**

**Stadt Zürich**  
Bevölkerungsamt

Stadthaus, Stadthausquai 17, 8001 Zürich  
Telefon 044 412 40 00  
www.stadt-zuerich.ch/bestattungsamt

**Bestattungen und Beisetzungen vom Freitag, dem 16. Juni 2023**

**April** geb. Hauswirth, Elsa Luise, Jg. 1929, von Zürich und Ermatingen TG, verwitwet, 8048 Zürich, Hohlstrasse 459. – 10.30 Uhr Urnenbeisetzung im Friedhof-Sihlfeld-Urnenhain, Urnenhainplatz, anschliessend Abdankung im Krematorium Sihlfeld.

**Fässler**, Hans, Jg. 1928, von Zürich und Appenzell AI, 8038 Zürich, Studackerstrasse 22. – 14.00 Uhr Trauerfeier in der röm.-kath. Kirche St. Franziskus.

**Gygax**, Patrick Daniel, Jg. 1972, von Zürich und Thunsetten BE, 8004 Zürich, Hallwylstrasse 36. – 13.30 Uhr Urnenbeisetzung im Friedhof Üetliberg.

**Held**, Gitta Ilse, Jg. 1940, von Deutschland, 8032 Zürich, Asylstrasse 130. – 13.30 Uhr Urnenbeisetzung im Friedhof Fluntern, anschliessend Abdankung in der Kapelle Klus-Park.

**Kalberer** geb. Humi, Olivia Elisabeth, Jg. 1933, von Mels SG, Gattin des Kalberer-Hurni, Willi, 8047 Zürich, Sackzelg 28. – 13.30 Uhr Urnenbeisetzung im Friedhof Eichbühl, anschliessend Abdankung in der Friedhofkapelle Eichbühl.

**Schuhmacher** geb. Boller, Emma, Jg. 1929, verwitwet von Schuhmacher, Hans, 8600 Dübendorf, Giessenplatz 2. – 11.00 Uhr Trauerfeier in der ref. Kirche Schwamendingen.

**Tarquini**, Ivo Bruno, Jg. 1973, von Zürich, Gatte der Tschopp Tarquini geb. Tschopp, Katharina Carla Elisa, 8046 Zürich, Glaubtenstrasse 114. – 13.30 Abdankung in der Friedhofkapelle Schwandenholz, anschliessend Urnenbeisetzung im Friedhof Schwandenholz.

**Thalmann**, Erwin Ernst, Jg. 1927, von Zürich, verwitwet von Thalmann geb. Huber, Gertrud Friedolina, 8038 Zürich, Studackerstrasse 22. – 15.00 Uhr Urnenbeisetzung im Friedhof Manegg anschliessend Abdankung in der Friedhofkapelle Manegg.

**Wegmüller** Vollmer geb. Berger, Ursula, Jg. 1943, von Basel, Gattin des Vollmer, Werner Hermann, 8055 Zürich, Im Tiergarten 45. –

15.00 Uhr Urnenbeisetzung im Friedhof Üetliberg, anschliessend Abdankung in der Friedhofkapelle Üetliberg.

**Bestattungen und Beisetzungen vom Montag, dem 19. Juni 2023**

**Kamenik-Martinez Torres**, Horst, Jg. 1939, von Deutschland, Gatte der Kamenik Martinez Torres geb. Martinez Torres, Celia, 8048 Zürich, Am Suteracher 80. – 10.30 Uhr Abdankung in der Friedhofkapelle Eichbühl, anschliessend Urnenbeisetzung im Friedhof Eichbühl.

**Oliveri**, Vito Salvatore, Jg. 1939, von Italien, Gatte der Oliveri geb. Guerreggiane, Alfia, 8051 Zürich, Helen-Keller-Strasse 12. – 10.30 Uhr Erdbestattung im Friedhof Nordheim, anschliessend Abdankung in der Friedhofkapelle Nordheim.

**Spichtig** geb. Rey, Marta Maria, Jg. 1927, von Zürich und Sachseln OW, 8038 Zürich, Paradiesstrasse 45. – 10.30 Uhr Urnenbeisetzung im Friedhof Fluntern.

**Witschi** geb. Pfister, Alice Ida, Jg. 1926, von Hindelbank BE, verwitwet von Witschi, Heinz Walter, 8048 Zürich, Spirgartenstrasse 2. – 15.00 Uhr Trauerfeier in der Alten ref. Kirche Altstetten.

*Nun aber bleibt der Glaube, Hoffnung, Liebe, diese drei, die Liebe aber ist die Grösste unter Ihnen. 1.Kor 13.13*

Horgen, 14. Juni 2023

In Liebe und Dankbarkeit nehmen wir Abschied von meinem geliebten Ehemann, Vater, Schwiegervater, Grossvater, Schwager und Onkel

**Hans Eduard Hüni**

17.09.1936 – 13.06.2023

In unserer Erinnerung bleibst du immer liebenswert, grosszügig und stets optimistisch. Wir werden Dich schmerzlich vermissen.

*Marina Hüni-Engler  
Sandra und Petar Mastelic-Hüni  
Dario und Sandro Mastelic  
Rosmarie Brönnimann-Engler und Familie  
Otto und Miriam Engler und Familie*

Auf Wunsch des Verstorbenen findet die Beisetzung und Abdankungsfeier im Familien- und engen Freundeskreis statt.

Traueradresse: Marina Hüni, Gehrenstrasse 16, 8810 Horgen

**NZZ**  
**Shop**

shop@nzz.ch  
+41 44 258 13 83



Damit jeder Strich sitzt.

Geniessen Sie mit den raffinierten Parker-Sonnet-Schreibgeräten ein besonders schönes Schreibgefühl. Die Einzelteile werden sorgfältig zusammengesetzt und auf makellose Qualität geprüft, um präzises Schreiben und höchsten Schreibkomfort zu gewährleisten. Kappe und Schäfte sind mattschwarz Metall, mit echtgoldenen Zier-elementen, schwarz-schreibend, limitiert auf je 100 Stück, *Parker*.  
Füllfederhalter: Fr. 249.- / Fr. 229.-\*, Kugelschreiber: Fr. 179.- / Fr. 159.-\*  
Schreibset: Fr. 389.- / Fr. 369.-\*

\* Sonderpreise für Abonentinnen und Abonnenten





Weitere Geschenkideen:  
shop.nzz.ch

# Am Wochenende in der «NZZ am Sonntag»

## Jetzt voll auf Krypto setzen

Es ist eine Kriegserklärung an die Krypto-Branche: Die amerikanische Börsenaufsicht hat die beiden wichtigsten Börsen für Bitcoin und Co. verklagt. Schweizer Blockchain-Firmen sehen darin aber kein Problem, sondern eine grosse Chance.

## Ist das noch mein Newcastle?

Der Traditionsverein Newcastle United wurde von den Saudis gekauft – und ist nun endlich wieder erfolgreich. Was macht das mit den Fans? Eine persönliche Spurensuche unseres Autors, für den der Klub Familiensache ist.

**NZZ**





3 Monate lesen, 1 Monat bezahlen

Für mehr Lesegenuss entdecken Sie jetzt unsere Probeabos unter [go.nzz.ch/wochenende1](https://go.nzz.ch/wochenende1)

Einfach scannen und Abo auswählen



# Der Vater des Kapitalismus aus Kirkcaldy

Eine schottische Provinzstadt entdeckt ihren vergessenen Sohn Adam Smith und hofft auf Touristen aus der ganzen Welt

NIKLAUS NUSPLIGER, KIRKCALDY

Vor der Old Kirk der schottischen Kleinstadt Kirkcaldy herrscht an diesem Vormittag ungewöhnlicher Rummel. Eine von zwei Pferden gezogene Kutsche fährt in den Kirchhof vor, aus dem Gefährt steigen zwei Männer in Frack und Zylinder sowie eine altertümlich gekleidete Frau mit einem schreienden Kleinkind im Arm.

Langsam schreitet die Gesellschaft ins Gotteshaus, dessen Glockenturm seit dem 13. Jahrhundert steht. Eine Orgel ertönt, der Chor stimmt einen Psalm an. Dann beginnt der Pfarrer den Taufgottesdienst für Adam Smith, der vor wenigen Tagen das Licht der Welt erblickt hat und der als «Vater des Kapitalismus» und der modernen Ökonomie weltweite Berühmtheit erlangen sollte.

## Kränklich und Halbweise

Das Baby ist in Tat und Wahrheit eine Puppe mit Schreifunktion, die bei einer historischen Inszenierung des Gottesdiensts den kleinen Adam darstellt. Nur der silberne Kelch soll bei der echten Taufe des Ökonomen und Moralphilosophen vor drei Jahrhunderten bereits verwendet worden sein.

Smiths exakter Geburtstag ist unbekannt. Laut den Kirchenarchiven wurde er am 5. Juni 1723 getauft, womit er nach dem heute geltenden gregorianischen Kalender an diesem 16. Juni 300 Jahre alt würde. Wie der Pfarrer bei der nachgestellten Szene erklärt, war Adam ein kränkliches Baby. Darum dürfte die Familie die Taufe unmittelbar nach der Geburt vollzogen haben, um für den Fall eines Kindstods die Aufnahme des kleinen Jungen in das Reich Gottes zu sichern.

Adams Vater, der oberste Zollbeamte am Hafen von Kirkcaldy, ist fünf Monate vor der Geburt von Adam verstorben, weshalb die beiden Patenonkel als Vormund dienen. Die prägendste Rolle für Adam wird aber seine Mutter Margaret Douglas spielen, die dem wohlhabenden lokalen Bürgertum entstammt und ihr Leben in den Dienst ihres einzigen Kindes stellen wird.

Die etwas holprige Nachstellung der Taufe durch Laienschauspieler ist Teil der Feierlichkeiten zum 300. Geburtstag von Adam Smith in Kirkcaldy. Während Jahren hatte sich in der schottischen Provinzstadt, die auf der gegenüberliegenden Seite von Edinburg am Meeresarm von Forth liegt, kaum jemand für den berühmten Sohn interessiert.

## Stiller und fleissiger Schüler

Doch der pensionierte Berufsschullehrer und Hobbyhistoriker George Proudfoot gehört zu einer Gruppe von Bewohnern, die vor wenigen Jahren ein kleines Besucherzentrum mit dem klingenden Namen «Adam Smith Global Foundation» eröffnet haben und das Jubiläum zum Anlass nehmen wollen, den vergessenen Sohn wieder neu im Bewusstsein der fast 50 000 Einwohner von Kirkcaldy zu verankern.

Proudfoot führt die Besucher die Strasse von der alten Kirche hinunter zu jener Stelle, wo einst die lokale Kirkcaldy Burgh School stand. Hier drückte der kleine Adam im Alter von 8 bis 14 Jahren mit anderen Knaben aus gutem Hause sechs Tage pro Woche die Schulbank. Laut Proudfoot war Adam ein stiller, aber gescheiter und fleissiger Schüler. Douglas Steward, der Sohn eines Klassenkameraden, sollte den kleinen Adam in seinen Memoiren Jahre später als Jungen beschreiben, der körperlich für viele Aktivitäten zu schwach, aber wegen seiner Warmherzigkeit beliebt gewesen sei.

Adam lernte Englisch, Mathematik und Latein und legte den Grundstein für seine wissenschaftliche Karriere, die ihn zuerst an die Universität Glasgow und später ans Balliol College in Oxford führen sollte. Hier schloss er eine enge Freundschaft mit dem Philosophen David Hume, doch heimisch



Blick auf Adam Smiths Geburtsstadt Kirkcaldy, im Hintergrund der Turm der Old Kirk, in der er getauft wurde.

ALAMY



**George Proudfoot**  
Pensionierter  
Berufsschullehrer  
und Hobbyhistoriker



**John Yule**  
Schauspieler  
und Autor



**Alice Soper**  
Freiwillige Gärtnerin

sollte Smith an der englischen Eliteuniversität nie werden. Zum einen wurde er wegen seines schottischen Akzents belächelt. Zum anderen beklagte er sich darüber, dass die Professoren einen leistungsunabhängigen Lohn bezögen, womit sie keinerlei Anreiz hätten, den Unterricht spannend zu gestalten.

Smiths Kindheitshaus war nur einen Katzensprung von der Schule und der Kirche entfernt, an der heutigen High Street 220 mitten an der wichtigsten Geschäftsstrasse Kirkcaldys. Es wurde im 19. Jahrhundert abgerissen, weshalb nur noch eine Plakette an der neuen Fassade an die Geburtsstätte des berühmten Ökonomen erinnert.

## Zwischen Hafen und Markt

Das Haus war für Smith und seine Arbeit prägend. Nicht nur sollte er hier als Erwachsener sein berühmtestes Werk «Der Wohlstand der Nationen» verfassen. Vielmehr stellte er bereits als Kind Beobachtungen zum Wirtschaftsleben an, die seine in zugänglicher und anschaulicher Sprache verfassten Theorien als Akademiker beeinflussen sollten.

Kirkcaldy gehörte im frühen 18. Jahrhundert zu den wichtigsten Häfen Schottlands. Die Handelsrouten führten nach Skandinavien, in die Hansestädte und die Niederlande. Nach der erzwungenen Vereinigung mit England 1707 erlebte Schottland eine politische Entmachtung, aber dank der Marktöffnung ein rasantes Wachstum und im Rahmen der Aufklärung einen intellektuellen Boom. In Kirkcaldy begannen neben der Fischerei auch die Kohle- und Salzminen zu florieren. Das Bürgertum profitierte vom Status der Stadt als Royal Borough und verkaufte den Bauern und Krämer aus der Region das Privileg, auf dem Marktplatz ihre Stände zu errichten.

Das Grundstück von Adam Smiths Mutter bestand aus zwei Teilen, die in der Mitte durch einen grosszügigen Garten verbunden waren. Im tiefer gelegenen Hinterhaus haben Proudfoot und seine Mitstreiter vor kurzem ein kleines Museum zu Smith eingerichtet. Aus diesem Gebäude konnte der kleine Adam das Meer und in der Ferne die Abfahrt und die Ankunft der internationalen Frachtschiffe am Hafen sehen.

Aus dem Fenster des Vorderhauses hatte er direkten Blick auf das Treiben auf dem Marktplatz. Bereits als Knirps suchte er immer wieder mit seiner Mutter den Markt auf, wo Bauern und Händler aus der ganzen Region Fleischwaren, Käse, Brot oder Gemüse

feilboten. «Ab jüngstem Kindesalter beobachtete Adam Smith den internationalen und lokalen Handel», erklärt Proudfoot.

Im «Wohlstand der Nationen» sprach er sich später nicht nur gegen Protektionismus und für Freihandel aus. Wohl auch in Anlehnung an den Markt vor seiner Haustüre konstatierte er zudem in einem seiner berühmtesten Sätze: «Es ist nicht die Wohltätigkeit des Metzgers, des Brauers oder des Bäckers, die uns unser Abendessen erwarten lässt, sondern dass sie nach ihrem eigenen Vorteil trachten.»

Der alte Hafen ist heute ein Schatten seiner selbst und wird bloss noch von einer Handvoll Fischern genutzt. Auf dem ehemaligen Marktplatz stehen ein in die Jahre gekommenes Café, das Büro eines Parlamentsabgeordneten, ein verriegeltes Sushi-Restaurant sowie ein Postbüro.

Die langgezogene High Street ist ein Abbild des britischen Durchschnitts. Neben einer veganen Imbissstube ist noch ein hübsches Kunstwarengeschäft zu finden. Doch ein Einkaufszentrum ausserhalb des Stadtkerns sowie die Corona-Pandemie haben dem Detailhandel zugesetzt, weshalb etliche Lokale heruntergewirtschaftet wirken oder geschlossen sind.

In der Nähe des Bahnhofs steht das Adam Smith Theatre, das gerade einer Renovation unterzogen wird. Der viktorianische Bau wurde 1889 errichtet, womit Adam Smith in Kirkcaldy 99 Jahre nach seinem Tod erstmals offiziell gewürdigt wurde. Im Theater finden traditionelle Weihnachtspantomimen statt, daneben sind auswärtige Cover-Musikbands zu sehen. «Das Theater hat wenig mit Smith oder heutigen lokalen Künstlern zu tun», sagt der Schauspieler und Autor John Yule, der nach einer Karriere in London vor rund zehn Jahren an seinen Geburtsort zurückgezogen ist.

## Ein zerstreuter Philosoph

2016 verfasste Yule ein Theaterstück über Adam Smith, das in Edinburg uraufgeführt wurde. Er stellt Smith als einfühlsamen Mann dar, der nicht nur den Eigennutz als Antriebsfeder propagiert, sondern auch das Mitgefühl, das im Zentrum seines ersten Buchs «Die Theorie der ethischen Gefühle» steht. «Diesen Aspekt haben Milton Friedman und die Chicago-Schule verdrängt», meint Yule.

«Adam Smith lebte in seinem eigenen Kopf, beobachtete aber andau-

erd die Aussenwelt.» Er habe gesellige Nachbarn geliebt, sei aber mitunter mitten in einer Unterhaltung abgeschweift und habe zu sich selber zu murmeln begonnen. Einmal soll der zerstreute Philosoph sein Haus im Nachthemd verlassen haben, wobei ihn erst ein Kirchengeläut 25 Kilometer ausserhalb von Kirkcaldy wieder zur Besinnung gebracht habe. «Heute würde man wohl sagen, dass er im autistischen Spektrum war», meint Yule.

Sichtbar wird im Stück auch die innige Beziehung zwischen dem Einzelkind und der alleinerziehenden Mutter, die auch im Erwachsenenalter intensiv blieb. Smith blieb sein Leben lang Junggeselle. Mit der Mutter stand er in brieflichem Kontakt, während er in Oxford oder später als Tutor eines jungen Adligen auf dem europäischen Kontinent unterwegs war. Nach der Veröffentlichung des «Wohlstands der Nationen» 1776 zog er mit der Mutter nach Edinburg, um einen Job als Chef der schottischen Zollverwaltung anzunehmen. Dort wickelte Margaret Douglas erst im für die damalige Zeit biblischen Alter von 91 Jahren von der Seite ihres Sohnes.

## Party in Smiths Garten

Teil der Jubiläumsfeierlichkeiten in Kirkcaldy ist eine Gartenparty für die Bevölkerung auf dem alten Grundstück von Smith und seiner Mutter. Kirkcaldy zeigt sich von seiner sonnigen Seite, Schulkinder verteilen Häppchen, es gibt Prosecco und Orangensaft in Plastikbechern. Alice Soper war Teil des Teams von Freiwilligen, die den verwahrlosten Garten eigens fürs Jubiläum wieder auf Vordermann gebracht haben. «Wir haben uns für Pflanzen wie Farn entschieden, die bereits zu Lebzeiten von Adam Smith gebräuchlich waren», erklärt sie.

Die 74-jährige Rentnerin hat in Kirkcaldy lange als Lehrerin sowie als Gemeinderätin der Liberaldemokraten gewirkt – und dabei die wirtschaftlichen Umbrüche der Stadt hautnah miterlebt. «Während meiner Kindheit standen beim Bahnhof Fabriken, die Kohleminen waren in Betrieb, es gab fünf Kinos, und die Leute hatten Geld zum Ausgeben», erinnert sich Soper.

Im Zuge der Deindustrialisierung während der siebziger Jahre aber begann eine Periode des Niedergangs, von der sich die Stadt bis heute nicht erholt hat. «Ich unterrichtete als Lehrerin viele Kinder, deren Eltern beide von Arbeitslosen- und Sozialhilfe abhängig waren», erzählt Soper. «Heute sind angesichts der steigenden Lebenshaltungskosten immer mehr Leute auf Lebensmittelhilfen angewiesen.»

Adam Smith sei im Lehrplan nie ein Thema gewesen, sagt die Rentnerin in bedauerndem Tonfall. Nun aber soll das Jubiläum Smith nicht nur den Einheimischen näherbringen. Vielmehr seien die Feierlichkeiten auch eine Gelegenheit, langfristig Smith-Fans aus aller Welt in die Stadt zu locken und den Tourismus zu beleben. Schon bald solle eine neue Türe im Hinterhaus den aufgefrischten Garten als Teil des kleinen Museums erschliessen, erzählt Soper. «Es ist höchste Zeit, dass Kirkcaldy Adam Smiths globale Ausstrahlung als Chance nutzt.»



# ANLAGEFONDS

**Swiss Fund Data AG in Zusammenarbeit mit der SIX Financial Information AG sowie mit NZZone**  
 Reihenfolge Fondsinformationen: Fondsname, Rechnungswährung, Konditionen Ausgabe / Rücknahme, Kursbesonderheiten, Inventarwert, Ausgabepreis oder Börsenschlusskurs (Werte vom Donnerstag, 15.06.2023, Abweichungen siehe Besonderheiten), Performance 2023 in %

ANZEIGE

**V**  
3V ASSET MANAGEMENT

**Vertreter für die Schweiz:**  
**LLB Swiss Investment AG**

**Aktienfonds**  
 3V Inv.Swiss Small&Mid A Cap A CHF 1/1te 284.06 14.3  
 3V Inv.Swiss Small&Mid A Cap B CHF 1/1te 111.99 14.6

**AHEAD**

**Aktienfonds**  
 Zeus Strategie Fund EUR 3/2te 69.55 -9.2

**AQUILA**  
Independent.

**Aktienfonds**  
 Aquila Int.Fd-Corby Swiss Eq. (CHF) CHF 1/1te 2358.76 10.5

**CIC**

**Obligationsfonds**  
 CIC CH - BOND CHF «PRIMUS» AKL B CHF 3/3f 93.09 0.3  
 CIC CH - CONVERT BOND AKLB EUR 3/3f 1188.69 3.1  
 CIC CH - CONVERT BOND AKLC CHF 3/3f 100.01 2.3  
 CIC CH - CORR BD EUR - SWIF AKLB EUR 3/3f 769.69 1.7

**Aktienfonds**  
 CIC CH - EQUITY CHF «PRIMUS» AKLB CHF 3/3f 208.63 11.3

**Strategiefonds**  
 CIC CH - STRATEGY (CHF) AKLB CHF 3/3f 983.16 4.3

**BONHÖTE**

**Obligationsfonds**  
 Bonhöte Sel.-Obi HR Multi-Fds (CHF) CHF 4/2te 82.19 1.7

**Aktienfonds**  
 Bonhöte Sel. Glob Emerg MfF (CHF) CHF 4/2te 107.71 -1.7  
 Bonhöte Str.-Megatrend ESG I (USD) USD 1/1te 111.12 11.9

**Strategiefonds**  
 Bonhöte Impact Fund I-CHF CHF 3/2te 98.77 1.9

**Immobilienfonds**  
 Bonhöte-Immobilier SICAV - BIM CHF 2/2 132.00 -2.2

**Alternative Investments**  
 B. Alter. Multi-Performance Cl. (CHF) EUR 4/2te/13153.00 0.2  
 B. Alter. Multi-Performance Cl. (EUR) EUR 4/2te/9559.00 0.3  
 B. Alter. Multi-Performance Cl. (USD) USD 4/2te/12279.00 1.1

**Andere Fonds**  
 Bonhöte Strategies-Monde (CHF) CHF 4/4te 130.95 4.4

**SIY|N|C|H|R|O|N|Y**  
Funds

**Obligationsfonds**  
 Synchrony (LU) World Bonds (CHF) A CHF 1/1te 90.30 1.0

**Aktienfonds**  
 Synchrony All Caps CH A CHF 1/1te 131.47 10.0  
 Synchrony Europe Equity A EUR 4/3f 94.02 10.3  
 Synchrony High Div. Swiss Stocks A CHF 1/1te 125.00 4.3  
 Synchrony High Gr. Econ.Equity A CHF 1/1te 98.92 3.2  
 Synchrony Small & Mid Caps CH A CHF 1/1te 142.22 11.0  
 Synchrony Swiss Equity A CHF 4/2te 100.69 8.8  
 Synchrony Swiss Equity C CHF 4/2te 102.41 9.0  
 Synchrony US Equity A USD 4/4te 162.56 13.7

**Strategiefonds**  
 Synchrony (CH) World Equity (CHF) CHF 1/1f 138.91 9.6

**Immobilienfonds**  
 Synchrony Global RE Eco. Sec. Fd. A CHF 1/1f 111.87 -3.1

**BBGI GROUP**  
Investments

**Andere Fonds**  
 BBGI - Equit. Sw. Behavior. Value CHF 1/1te 155.40 7.6  
 BBGI - Swiss Phys. Gold Cl CHF CHF 1/1te 101.10 3.9  
 BBGI - Swiss Phys. Gold Cl CHF Hdg. EUR 1/1te 75.00 4.8  
 BBGI - Swiss Phys. Gold Cl EUR EUR 1/1te 132.60 5.2  
 BBGI - Swiss Phys. Gold Cl EUR Hdg. EUR 1/1te 81.50 5.6  
 BBGI - Swiss Phys. Gold Cl USD USD 1/1te 107.10 7.0  
 BBGI Commodities (USD) A USD 1/1te 96.00 -8.5  
 BBGI Natural Resources (USD) USD 1/1te 176.00 -1.2  
 BBGI Share Alternative Energy (USD) USD 1/1te 98.90 4.8

**CRONOS**  
FINANCE

**Immobilienfonds**  
 Cronos Immo Fund CHF 5/5 114.50 -0.9

**Aktienfonds**  
 ENETIA Energy Infrast. Fund A CHF CHF 2/1te 118.23 -3.6  
 ENETIA Energy Infrast. Fund A EUR EUR 2/1te 117.05 -2.3  
 ENETIA Energy Infrast. Fund I CHF CHF 2/1te 162.93 -3.9  
 ENETIA Energy Infrast. Fund I EUR EUR 2/1te 159.69 -2.6  
 ENETIA Energy Transition Fund A EURH EUR 2/1te 155.88 7.8  
 ENETIA Energy Transition Fund I EURH EUR 2/1te 163.44 8.7

**BBGI GROUP**  
Investments

**Andere Fonds**  
 BBGI - Equit. Sw. Behavior. Value CHF 1/1te 155.40 7.6  
 BBGI - Swiss Phys. Gold Cl CHF CHF 1/1te 101.10 3.9  
 BBGI - Swiss Phys. Gold Cl CHF Hdg. EUR 1/1te 75.00 4.8  
 BBGI - Swiss Phys. Gold Cl EUR EUR 1/1te 132.60 5.2  
 BBGI - Swiss Phys. Gold Cl EUR Hdg. EUR 1/1te 81.50 5.6  
 BBGI - Swiss Phys. Gold Cl USD USD 1/1te 107.10 7.0  
 BBGI Commodities (USD) A USD 1/1te 96.00 -8.5  
 BBGI Natural Resources (USD) USD 1/1te 176.00 -1.2  
 BBGI Share Alternative Energy (USD) USD 1/1te 98.90 4.8

**Bellevue**  
Excellence in Specialty Investments

**Vertreter für die Schweiz:**  
**Waystone Fund Services (switzerland) SA**  
 Avenue Villamont 17, 1005 Lausanne

**Aktienfonds**  
 BELLEV BIOTECH I CHF 4/4f 478.23 -1.3  
 BELLEV DIG HEALTH I CHF CHF 4/4f 191.60 9.5  
 BELLEV HEALTH. STRAT. I CHF CHF 4/4f 215.46 -4.7  
 BELLEV MEDTECH & SERV. I CHF 4/4f 471.03 3.3

**Strategiefonds**  
 BELLEV GLOBAL MACRO HI CHF 4/4f 159.22 1.9

**Berninvest**

**Immobilienfonds**  
 Good Buildings SREF CHF 5/5 133.50 -0.4  
 Immo Helvetic CHF 5/5 206.00 3.4

**BLACKROCK**

**Obligationsfonds**  
 BSF Emc Mkt Shr Dur Bd D2 USD USD 1/1f 110.93 2.1  
 BSF Sus Fix Inc Str D2 EUR EUR 1/1te 127.11 -0.9

**Aktienfonds**  
 BGF Sys Gbl Eq High Inc D2 USD USD 1/1te 19.82 9.3

**Andere Fonds**  
 BSF Gbl Real Asset Sec D2 USD USD 1/1f 116.72 4.8

**bordier** | 1844

**Obligationsfonds**  
 BO Fd IV-Bordier Allo Bal USD USD USD 4/4te 103.64 3.6  
 BO Fd IV-Bordier Eur. Fix Inc EUR EUR 4/4te 99.96 0.6  
 BO Fd IV-Bordier Gbl Fix Inc USD USD USD 4/4te 109.03 2.2

**Aktienfonds**  
 BO Fd IV-Bordier Core Hld Eur - EUR EUR 4/4te 148.69 10.1  
 BO Fd IV-Bordier Core Hld Eur I EUR EUR 1/1te 137.71 10.5  
 BO Fd IV-Bordier Gbl EmkMkt USD USD 4/4te 178.36 5.5  
 BO Fd IV-Bordier Sat Eq Eur - EUR EUR 4/4te 114.26 12.5  
 BO Fd IV-Bordier Sat Eq Eur I EUR EUR 1/1te 119.49 13.0  
 BO Fd IV-Bordier US Sel Eq I USD USD 4/4te 188.74 17.1  
 BO Fd IV-Bordier US Sel Eq USD USD 4/4te 184.20 16.6

**bwm**  
VALUE INVESTING

**Vertreter in der Schweiz:**  
**LLB Swiss Investment AG**

**Aktienfonds**  
 Classic Global Equity Fund CHF 3/3te 531.88 7.1  
 Classic Value Equity Fund CHF 3/3te 162.51 6.5

**BZ**

**Aktienfonds**  
 BZ Fine Agro CHF 1/1f 197.76 -8.7  
 BZ Fine Digital CHF 1/1f 182.72 21.6  
 BZ Fine Europe CHF 1/1f 194.57 11.6  
 BZ Fine Pharma CHF 1/1f 236.73 0.3

**CREDIT SUISSE**

**Geldmarktfonds**  
 CS Money Market Fund CHF B CHF 2/1te 948.93 0.3  
 CS Money Market Fund EUR B EUR 2/1te 1015.55 1.0  
 CS Money Market Fund USD B USD 2/1te 1109.75 1.8

**Obligationsfonds**  
 CS (CH) Corporate CHF BF A CHF 2/1te 103.98 0.4  
 CS (LUX) Asia Corporate Bond Fund B USD 1/1te 107.89 2.1  
 CS (LUX) China RMB Cr Bd Fd B USD 1/1te 106.26 -0.8  
 CS (LUX) Corp ST Duration CHF BF B CHF 2/1te 108.62 0.5  
 CS (LUX) Corp ST Duration EUR BF B EUR 2/1te 122.92 1.1  
 CS (LUX) Corp ST Duration USD BF B USD 2/1te 149.07 1.4  
 CS (LUX) Europ. Div Plus Fd B USD 2/2te 135.16 2.1  
 CS (LUX) Emerging Mkt Corp Bd Fd B CHF 2/1te 126.14 1.9  
 CS (LUX) Inflation Linked CHF BF B CHF 2/1te 114.73 0.2  
 CS (LUX) Swiss Franc Bond Fund B CHF 2/1te 480.78 0.7  
 CSIP (LUX) Gl. Bal. Convertible B USD 2/1te 163.81 4.5  
 CSIP (LUX) Glob Inv Grade Conv Bd Fd B USD 1/1te 145.21 3.9

**Aktienfonds**  
 CS (CH) 130/30 Swiss Equity Fd B CHF 2/1te 37.94 6.9  
 CS (CH) Small Cap Switzerland EF A CHF 2/1te 418.54 11.2  
 CS (CH) Swiss Div Plus Eq Fd A CHF 3/1te 14.56 7.6  
 CS (CH) Swiss Div Plus Eq Fd B CHF 3/1te 21.87 7.6  
 CS (CH) Swisssec EF B CHF 2/1te 532.62 6.9  
 CS (LUX) Digit. Health Eq Fd B USD USD 2/2te 689.34 17.2  
 CS (LUX) Europ. Div Plus Fd B EUR 2/1te 21.52 7.2  
 CS (LUX) Europ.Emt Eq Fnd B EUR EUR 2/1te 395.94 9.0  
 CS (LUX) Europ. Div Plus Fd B EUR EUR 2/1te 20.18 15.5  
 CS (LUX) EZ Qual. 6th Eq Fd UB CHF 2/1te 15.80 15.8  
 CS (LUX) GL Div Plus Eq B USD USD 2/1te 22.23 5.2  
 CS (LUX) Global Value EF B EUR EUR 2/1te 13.65 5.2  
 CS (LUX) Infrastruct Eq Fd B USD USD 2/2te 201.47 3.0  
 CS (LUX) Japan Value Equity B JPY JPY 2/1 2938.00 17.6  
 CS (LUX) Robot. Eq. Fd B USD USD 2/1te 22.73 21.9  
 CS (LUX) Robot. Eq. Fd UA USD USD 1/1te 170.51 22.3  
 CS (LUX) S&M Cap Germany EF B EUR EUR 2/1te 2980.19 9.5  
 CS (LUX) Security Equity Fd B USD 2/1te 40.14 14.2  
 CS (LUX) S&M Cap Switz Eq Fd B CHF 2/1te 1446.59 10.5

**FRANKLIN TEMPLETON**

**Obligationsfonds**  
 BW Income Optimiser X (Acc) USD 1/1te 94.50 3.8

**Andere Fonds**  
 Franklin K2 Alternative Strat W (Acc) USD 1/1te 11.88 1.7

**GIAJM**  
Investments

**Aktienfonds**  
 Korwawe Gold Equity Fd CHF - B CHF 2/1te 190.62 5.6  
 Korwawe Gold Equity Fd EUR - B EUR 2/1te 190.24 6.9  
 Korwawe Gold Equity Fd USD - B USD 2/1te 220.17 8.7

**Strategiefonds**  
 Allround QUADInvest Fund ESG - B EUR 2/1te 209.53 10.2  
 Allround QUADInvest Fund ESG - C EUR 4/4te 156.50 10.4  
 Allround QUADInvest Fund ESG - D EUR 4/4te 222.41 10.4  
 Allround QUADInvest Fund ESG - I EUR 2/1te 157.53 10.5  
 Allround QUADInvest Fund ESG - Ia EUR 2/1te 146.92 10.5  
 Allround QUADInvest Growth - C USD 4/4te 270.86 13.6  
 Allround QUADInvest Growth - D USD 4/4te 275.08 13.7

**GENERALI INVESTMENTS**

**Obligationsfonds**  
 GENERALI Bond Fund CHF CHF 2/1te 100.72 1.7  
 GENERALI INVEST - Long Term Bf CHF 1/1te 97.44 2.5  
 GENERALI Short Term Bond Fund CHF CHF 1/1te 539.55 1.1

**Aktienfonds**  
 GENERALI Eq Fd Switzerland A CHF 2/1te 382.51 7.8

**Strategiefonds**  
 GENERALI Anlagenfonds CHF 2/1te 125.70 2.8  
 GENERALI ESG Equity Fund C CHF 3/1te 83.62 5.4  
 GENERALI ESG Multi Asset Fund C CHF 3/1te 90.51 3.4  
 GENERALI Europe Balanced Fund CHF CHF 2/1te 102.91 3.5  
 GENERALI Europe Balanced Fund EUR EUR 1/1te 142.85 3.2  
 GENERALI INVEST - Risk Control 1 CHF 3/1te 90.38 0.6  
 GENERALI INVEST - Risk Control 2 CHF 3/1te 90.63 0.6  
 GENERALI INVEST - Risk Control 3 CHF 3/1te 91.30 1.0  
 GENERALI INVEST - Risk Control 4 CHF 3/1te 87.18 0.9  
 GENERALI INVEST - Risk Control 5 CHF 3/1te 91.47 0.9  
 GENERALI INVEST - Risk Control 6 CHF 3/1te 93.55 0.9  
 GENERALI MULTI INDEX 10 CHF 2/1te 96.63 4.8  
 GENERALI MULTI INDEX 20 CHF 2/1te 106.51 5.1  
 GENERALI MULTI INDEX 30 CHF 2/1te 116.58 5.7  
 GENERALI MULTI INDEX 40 CHF 2/1te 128.61 6.3

**CORANDO**  
VALLE INVESTMENT

**Aktienfonds**  
 Corando Value Invest. Fund CHF 5/5te 172.54 3.9

**GUTZWILLER FUNDS**

**Obligationsfonds**  
 EG CHF Bond Fund (CHF) CHF 1/1f 94.40 1.1

**Aktienfonds**  
 EG European Equities (EUR) EUR 2/1f 378.90 20.0  
 EG Global Equities (EUR) EUR 2/1f 223.20 11.2  
 EG Swiss Equities (CHF) CHF 2/1f 65.10 12.5  
 Gutzwiller ONE USD 2/1te 491.00 5.2

**Alternative Investments**  
 Gutzwiller TWO (USD) USD 1/1te 162.20 -2.0

**Helvetica**

**Immobilienfonds**  
 HSC Fund CHF 4/4te 93.00 -5.1

**Hérens Quality Asset Management AG**

**DE PURY PICTET TURRETTINI**

**Aktienfonds**  
 ENETIA Energy Infrast. Fund A CHF CHF 2/1te 118.23 -3.6  
 ENETIA Energy Infrast. Fund A EUR EUR 2/1te 117.05 -2.3  
 ENETIA Energy Infrast. Fund I CHF CHF 2/1te 162.93 -3.9  
 ENETIA Energy Infrast. Fund I EUR EUR 2/1te 159.69 -2.6  
 ENETIA Energy Transition Fund A EURH EUR 2/1te 155.88 7.8  
 ENETIA Energy Transition Fund I EURH EUR 2/1te 163.44 8.7

**dreyfus**  
BANKERS

**Obligationsfonds**  
 DSC (CH) Obli.fonds CHF R CHF 1/1te 92.54 1.2  
 DSC EUR Bond Fund A EUR 1/1f 1025.49 1.0  
 DSC EUR Bond Fund AJA CHF 1/1f 927.76 -0.8  
 DSC USD Bond Fund A CHF USD 1/1f 809.39 1.3  
 DSC USD Bond Fund AJA CHF CHF 1/1f 813.49 -0.6  
 DSC USD Bond Fund AJA USD USD 1/1f 1000.45 1.4

**Aktienfonds**  
 DSC Eq. Fd Comm. Services A CHF 1/1f 102.32 20.2  
 DSC Eq. Fd Comm. Services AJA CHF 1/1f 97.47 20.2  
 DSC Eq. Fd Consumer Staples A CHF 1/1f 125.39 0.6  
 DSC Eq. Fd Consumer Staples AJA CHF 1/1f 122.36 0.6  
 DSC Eq. Fd Inform. Technology A CHF 1/1f 378.36 29.6  
 DSC Eq. Fd Inform. Technology AJA CHF 1/1f 398.43 29.6  
 DSC Eq.Fd Cons. Discretionary A CHF 1/1f 195.33 17.2  
 DSC Eq.Fd Cons. Discretionary AJA CHF 1/1f 200.31 17.2  
 DSC Equity Fund Energy A CHF 1/1f 112.29 -6.7  
 DSC Equity Fund Energy AJA CHF 1/1f 99.79 -6.7  
 DSC Equity Fund Finance A CHF 1/1f 150.74 0.0  
 DSC Equity Fund Finance AJA CHF 1/1f 148.70 0.0  
 DSC Equity Fund Healthcare A CHF 1/1f 214.2 -4.6  
 DSC Equity Fund Healthcare AJA CHF 1/1f 219.81 -4.6  
 DSC Equity Fund Industrials A CHF 1/1f 199.72 8.1  
 DSC Equity Fund Industrials AJA CHF 1/1f 155.27 1.2  
 DSC Equity Fund Materials A CHF 1/1f 151.86 1.2  
 DSC Equity Fund Utilities A CHF 1/1f 134.24 -3.7  
 DSC Equity Fund Utilities AJA CHF 1/1f 127.64 -3.7  
 MWM SICAV - Global Equi SRI D EUR 1/1f 123.38 24.8  
 Nippon Portfolio A EUR JPY 1/1/231801.00 23.6  
 Nippon Portfolio AJA JPY JPY 1/1/235526.00 23.6

**Strategiefonds**  
 DSC Asset Allocation Fund A CHF 1/1f 117.55 5.0  
 DSC Asset Allocation Fund AJA CHF 1/1f 117.55 5.0

**ethos**

**Aktienfonds**  
 Vontobel(CH)-EthosEqSwissM&S A CHF 4/1te 489.92 10.9

**Fidelity**  
INTERNATIONAL

**Obligationsfonds**  
 FF-Asian Bond Fund CHF(H) CHF 1/1te 8.32 0.8  
 FF-China H.Yield Fund Y-DIST-USD USD 1/1te 5.33 -3.3  
 FF-Sust. Reduc. Carbon BF CHF(H) CHF 1/1te 8.09 0.9  
 FF-US High Yield Fund Y-ACC-USD USD 1/1te 23.45 3.8

**Aktienfonds**  
 FAST Europe Fund Y-ACC-EUR EUR 1/1te 344.45 15.4  
 FF - Greater China Fund Y-ACC-USD USD 1/1te 23.28 1.3  
 FF - Sust. Asia Equity Fund Y-ACC-USD USD 1/1te 16.30 4.2  
 FF-Asian Spec.Stit. Fd Y-ACC-USD USD 1/1te 23.05 5.1  
 FF-EM Focus Fund Y-ACC-USD USD 1/1te 16.59 8.0  
 FF-Eur Dynamic Growth Fund Y Acc EUR 1/1te 30.70 14.3  
 FF-Future Connect. Fd Y-ACC-USD USD 1/1te 9.72 17.6  
 FF-Global Techn. Fd Y-ACC-EUR EUR 1/1te 127.70 25.3  
 FF-Sust Cons. Bra. Fd Y-DIST-EUR EUR 1/1te 28.08 19.3  
 FF-Sust.Water&Waste Fd Y-ACC-USD USD 1/1te 13.58 13.5

**J.P.Morgan**  
Asset Management

**Obligationsfonds**  
 JPM EM Corp Bond A acc USD USD 2/2te 155.38 1.4  
 JPM Global Bond Opp A acc USD USD 4/4te 137.75 1.4  
 JPM Inc Fd (Acc) - USD USD 4/4te 123.55 0.9

**Aktienfonds**  
 JPM America Equity A acc USD USD 2/2te 43.57 18.0  
 JPM Asia Growth A acc-USD USD 2/2te 34.85 5.4  
 JPM EM Opportunities A acc-USD USD 4/4te 281.76 5.6  
 JPM Them.Gen.Theat. A (acc)-USD USD 4/4te 108.25 2.3  
 JPM US Technology A acc-USD USD 2/2te 79.49 44.9

**Strategiefonds**  
 JPM Gbl Mac.Fd A (acc)-CHF (Hgd) CHF 4/4te 95.99 0.2  
 JPM Global Income A (acc) - EUR EUR 4/4te 139.21 2.1

**Andere Fonds**  
 JPM Multi-Manager Alt. A Acc USD USD 4/4te 118.86 2.9

**LGT**

**Vertreter in der Schweiz:**  
**LGT Capital Partners AG**  
 8008 Pfäfers/SZ, Tel. +41 55 415 96 00

**Obligationsfonds**  
 LGT Em LC Bond Fund (USD) B USD 2/1te 1012.97 9.2  
 LGT Sust. Bd. Glo.Infl. Li (USD) B USD 2/1te 1101.76 1.4  
 LGT Sust. Bond Global (EUR) B EUR 2/1te 1410.94 -0.9

**Aktienfonds**  
 LGT Sust. Equity Global (USD) B USD 2/1te 2525.76 7.4  
 LGT Sust. Quality Eq. Hedged (USD) B USD 2/1te 2718.01 11.2

**Lienhardt & Partner**  
PRIVATBANK ZÜRICH

**Strategiefonds**  
 Lienhardt & Partner Core Strat.Fd A-CHF CHF 2/1te 78.78 4.3

**Frankfurter Bankgesellschaft**  
Privatbank AG

**Strategiefonds**  
 FBG CHF Managed ESG CHF 1/1te 64.11 2.9  
 FBG Ertragsorien. Kon. ESG - KI 1 EUR 1/1te 62.31 5.0  
 FBG Global Bal. Strategy ESG EUR 1/1te 46.93 4.5  
 FBG Global Return Strategy ESG 1 EUR 1/1te 41.93 2.5

**FRANKLIN TEMPLETON**

**Obligationsfonds**  
 BW Income Optimiser X (Acc) USD 1/1te 94.50 3.8

**Andere Fonds**  
 Franklin K2 Alternative Strat W (Acc) USD 1/1te 11.88 1.7

**GIAJM**  
Investments

**Aktienfonds**  
 Korwawe Gold Equity Fd CHF - B CHF 2/1te 190.62 5.6  
 Korwawe Gold Equity Fd EUR - B EUR 2/1te 190.24 6.9  
 Korwawe Gold Equity Fd USD - B USD 2/1te 220.17 8.7

**Strategiefonds**  
 Allround QUADInvest Fund ESG - B EUR 2/1te 209.53 10.2  
 Allround QUADInvest Fund ESG - C EUR 4/4te 156.50 10.4  
 Allround QUADInvest Fund ESG - D EUR 4/4te 222.41 10.4  
 Allround QUADInvest Fund ESG - I EUR 2/1te 157.53 10.5  
 Allround QUADInvest Fund ESG - Ia EUR 2/1te 146.92 10.5  
 Allround QUADInvest Growth - C USD 4/4te 270.86 13.6  
 Allround QUADInvest Growth - D USD 4/4te 275.08 13.7

**GENERALI INVESTMENTS**

**Obligationsfonds**  
 GENERALI Bond Fund CHF CHF 2/1te 100.72 1.7  
 GENERALI INVEST - Long Term Bf CHF 1/1te 97.44 2.5  
 GENERALI Short Term Bond Fund CHF CHF 1/1te 539.55 1.1

**Aktienfonds**  
 GENERALI Eq Fd Switzerland A CHF 2/1te 382.51 7.8

**Strategiefonds**  
 GENERALI Anlagenfonds CHF 2/1te 125.70 2.8  
 GENERALI ESG Equity Fund C CHF 3/1te 83.62 5.4  
 GENERALI ESG Multi Asset Fund C CHF 3/1te 90.51 3.4  
 GENERALI Europe Balanced Fund CHF CHF 2/1te 102.91 3.5  
 GENERALI Europe Balanced Fund EUR EUR 1/1te 142.85 3.2  
 GENERALI INVEST - Risk Control 1 CHF 3/1te 90.38 0.6  
 GENERALI INVEST - Risk Control 2 CHF 3/1te 90.63 0.6  
 GENERALI INVEST - Risk Control 3 CHF 3/1te 91.30 1.0  
 GENERALI INVEST - Risk Control 4 CHF 3/1te 87.18 0.9  
 GENERALI INVEST - Risk Control 5 CHF 3/1te 91.47 0.9  
 GENERALI INVEST - Risk Control 6 CHF 3/1te 93.55 0.9  
 GENERALI MULTI INDEX 10 CHF 2/1te 96.63 4.8  
 GENERALI MULTI INDEX 20 CHF 2/1te 106.51 5.1  
 GENERALI MULTI INDEX 30 CHF 2/1te 116.58 5.7  
 GENERALI MULTI INDEX 40 CHF 2/1te 128.61 6.3

**MIRABAUD**  
Asset Management

**Auf der Suche nach einer überzeugungs-basierten Active-Management Lösung für ihre Kapitalanlage? Finden Sie alle Details unserer Anlageprodukte unter [www.mirabaud-am.com](http://www.mirabaud-am.com)**

**Obligationsfonds**  
 Mir - G1 Strat Bd I USD USD 4/4te 116.55 2.1

**MIV**  
GLOBAL MEDTECH FUND

**Vertreter in der Schweiz:**  
**Vontobel Funds Services AG**  
 Tel. +41 58 283 53 50 [www.vontobel.ch](http://www.vontobel.ch)

**Aktienfonds**  
 MIV Global Medtech Fund I1 CHF 1/1te 2520.80 8.3  
 MIV Global Medtech Fund I2 EUR 1/1te 2586.31 9.8  
 MIV Global Medtech Fund I3 USD 1/1te 2807.55 11.6  
 MIV Global Medtech Fund N1 EUR 2/2te 2446.04 8.2  
 MIV Global Medtech Fund N2 EUR 2/2te 2509.63 9.6  
 MIV Global Medtech Fund N3 USD 2/2te 2723.00 11.5  
 MIV Global Medtech Fund P1 EUR 1/1te 2298.77 8.0  
 MIV Global Medtech Fund P2 EUR 1/1te 2358.96 9.4  
 MIV Global Medtech Fund P3 USD 1/1te 2559.45 11.3

**ÖKOWORLD**

**Vertreter für die Schweiz**  
**1741 Fund Solutions AG**  
 Tel. +41 58 458 48 00, Fax +41 48 458 48 10

**Aktienfonds**  
 Ökoworld Growing Markets 2.0 C EUR 3/3te 174.81 -  
 Ökoworld Klima C CHF 3/3f 66.44 -  
 Ökoworld Ökonomie Classic C EUR 3/3f 171.25 -  
 Ökoworld Water for Life C EUR 3/3f 165.88 -

**Strategiefonds**  
 Ökoworld Rock "In Roll" Fonds C EUR 3/3te 133.62 -

**PATRIMONIUM**  
Your Partner in Private Markets

**Immobilienfonds**  
 PSREF - A CHF 2/1 155.50 -2.6

**PIMCO**  
FUND S

**Vertreter für die Schweiz:**  
**BNP Paribas, Paris, Zurich Branch**

**Obligationsfonds**  
 Capital Securities Fd Inst acc CHF 2/2te 14.75 -2.2  
 Diversified Income Dur Hdg Inst acc USD 1/1te 14.92 3.8  
 Em Mkts Bd Inst CHF H Acc CHF 1/1te 7.91 1.0  
 Global Bond Inst Hdg CHF 1/1te 30.22 0.9  
 Global Real Return Inst Hdg CHF 1/1te 13.02 -1.1  
 Income Fund Inst (Hdg) acc CHF 2/1te 11.18 0.8

**Strategiefonds**  
 Dynamic Multi-Asset Inst CHF H Acc CHF 1/1te 10.05 -  
 Glob Inv Gr Cred ESG Inst CHF H Acc CHF 1/1te 9.42 -  
 Inflation Multi-Asset Inst acc USD 2/2te 11.18 0.4  
 PIMCO Climate Bd Inst CHF H Acc CHF 1/1te 8.43 -  
 PIMCO ESG Inc Inst CHF H Acc CHF 1/1te 9.10 -

**HSZ Group**

**Aktienfonds**  
 HSZ China Fund A CHF CHF 2/1 135.67 -12.4  
 HSZ China Fund A EUR EUR 2/1 228.04 -11.9  
 HSZ China Fund A USD

# Chinas Wirtschaftsaufschwung war ein Strohfeuer

Mit den unerwartet schwachen Konjunkturdaten verbreitet sich Alarmstimmung – die Zentralbank senkt den Leitzins

MATTHIAS KAMP, PEKING

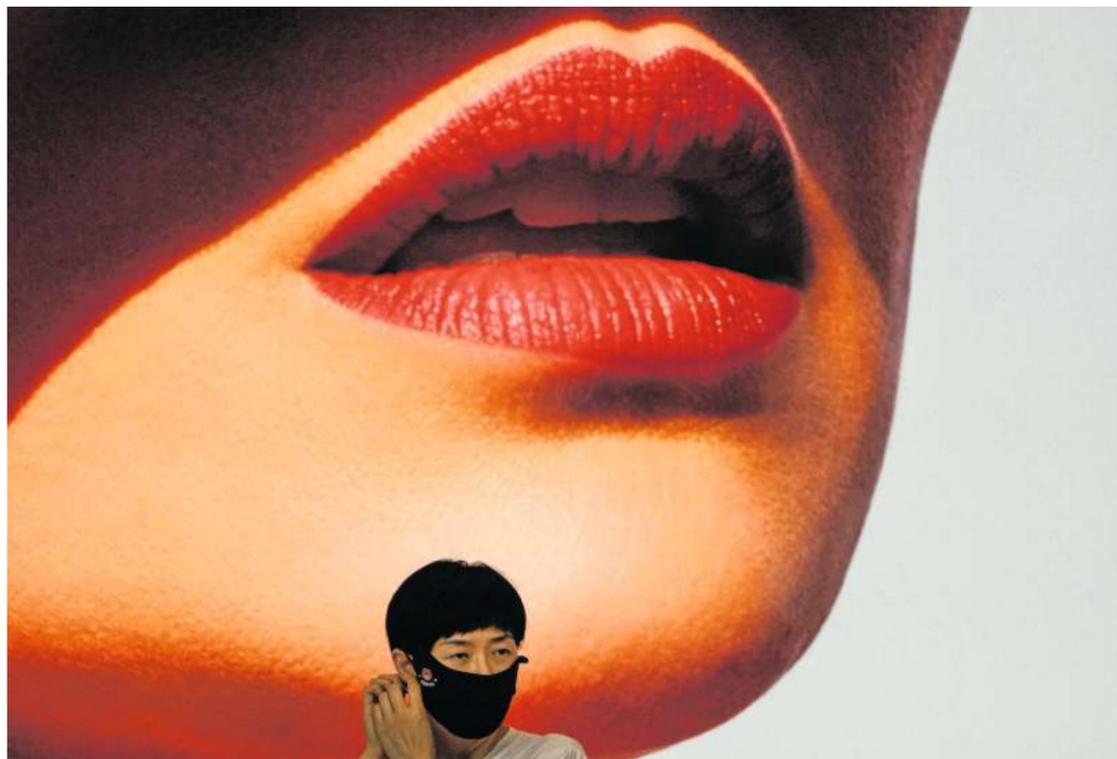
Nachdem die chinesische Regierung Anfang Dezember überstürzt aus ihrer umstrittenen Null-Covid-Politik ausgestiegen war, deutete zunächst vieles auf eine kräftige und nachhaltige Konjunkturerholung hin. Unternehmen, im vergangenen Jahr von ständigen Lockdowns ausgebremst, fuhren die Produktion hoch. Chinesinnen und Chinesen stürmten die Restaurants; Hotels im ganzen Land waren gut gebucht, Fernzüge und Flüge vielfach ausgelastet. Doch inzwischen ist klar: Es war nur ein Strohfeuer.

Fielen bereits die Wirtschaftsdaten für den Monat April schwach aus, bestätigte die Vorlage des Zahlenwerks für den Monat Mai am Donnerstag den Abwärtstrend. So wuchs die Industrieproduktion im Jahresvergleich nur noch um 3,5 Prozent, nach 5,6 Prozent im April. Dabei war die Basis im Mai 2022, als weite Teile des Landes, zuvorderst die Wirtschaftsmetropole Schanghai, unter Lockdown standen, äusserst schwach.

## Abwärtstrend verschärft sich

Auch andere Daten deuten auf eine rasch nachlassende wirtschaftliche Dynamik hin. Die Umsätze im Detailhandel legten im Mai im Vergleich zum Vorjahresmonat um 12,7 Prozent zu. Im April hatte das Plus noch 18,4 Prozent betragen. Der Zuwachs bei den Anlageinvestitionen schwächte sich während der ersten fünf Monate im Jahresvergleich auf 4 Prozent ab. Analytiker hatten mit einem Plus von 4,4 Prozent gerechnet.

Angesichts des sich beschleunigenden Abwärtstrends sah Peking sich nun zum Handeln gezwungen. Kurz vor der Veröffentlichung der Konjunkturdaten kündigte die Zentralbank People's Bank of China an, den Zinssatz für Kredite mit einer einjährigen Laufzeit um 10 Basispunkte auf 2,65 Prozent zu senken. Wenige Tage zuvor hatte die Zentralbank ihren Zinssatz für kurzfristige Ausleihungen an Ge-



Kein Appetit auf Luxusgüter: Chinas Konsumenten wenden sich von teuren Produkten ab.

ANDY WONG / AP

schaftsbanken um 10 Basispunkte auf 1,9 Prozent reduziert.

Die Zinssenkungen laufen den Planungen der chinesischen Regierung zuwider. Eigentlich wollte Peking im laufenden Jahr die Risiken im Finanzsektor weiter reduzieren. Sinkende Kreditzinsen dürften sich nun aber negativ auf die Bilanzen der durch die Krise am Immobilienmarkt gebeutelten Banken auswirken, mahnen Analytiker. Wie angespannt die Lage ist, zeigte sich, als die Regierung kürzlich völlig überraschend die Geschäftsbanken anwies, die Zinssätze auf Einlagen zu senken.

Dass die derzeitigen Zinssenkungen zu einer spürbaren Erholung der Wirtschaft führen, ist unwahrscheinlich. «Die

niedrigeren Zinsen dürften die Sorgen der Investoren ein wenig lindern, aber der Vertrauensschub dürfte nicht lange anhalten», schreiben die Analytiker von Oxford Economics in Hongkong und verweisen auf die Korrektur am Immobilienmarkt, die kaum steigenden Einkommen und die schwache Nachfrage im Ausland nach chinesischen Gütern.

## Sparen ist angesagt

Das grösste Problem ist derzeit das schwer angeschlagene Vertrauen bei Unternehmen und Konsumenten. Zwar gehen Chinesinnen und Chinesen wieder aus und begeben sich auf Reisen. Auch sind die Shoppingmalls in den

grossen Städten gut besucht, doch halten sich die Verbraucher bei grösseren Ausgaben, etwa für Autos, Wohnungen, Luxusgüter oder Einrichtungsgegenstände, zurück. «Früher kauften unsere Kunden eine Flasche Wein für 350 Yuan (umgerechnet rund 44 Franken)», sagt eine Schweizer Weinhändlerin in Peking, «jetzt kaufen sie die Flasche für 120 Yuan.»

Viele Menschen in den grossen Städten haben in den vergangenen Monaten ihre Jobs verloren und sind zurück in ihre Heimatdörfer im Westen des Landes gezogen. Im Mai stieg die Arbeitslosenquote unter den 16- bis 24-Jährigen auf hohe 20,8 Prozent. Im April hatte die Quote noch 20,4 Prozent be-

tragen. In Peking sieht man an vielen Laternenpfählen und Hauswänden Zettel mit der Aufschrift «Wohnung zu vermieten». Auch haben viele Unternehmen ihren Mitarbeitern die Saläre gekürzt. In vielen Landesteilen werden Beamte und Lehrer gar nicht mehr bezahlt, denn nach drei Jahren Pandemie mit ständigen Massentests sind die öffentlichen Kassen leer.

Schon vor Wochen wies die Regierung die staatlichen Banken an, vermehrt Kredite zu vergeben, um die Wirtschaft anzukurbeln. Doch vor allem private Unternehmen verschmähen die Angebote der Geldhäuser, denn ihre Geschäfte gehen schlecht. Im ersten Quartal schrumpften die Gewinne im chinesischen Privatsektor um mehr als 2 Prozent. Zu den Ursachen gehören die schwache Nachfrage im Ausland und die geopolitischen Unsicherheiten. Chinas Ausfuhren, gerechnet in Yuan, schrumpften im Mai um 0,9 Prozent.

## Millionen Wohnungen leer

Auch im Immobiliensektor, der inklusive nachgelagerter Industrien fast ein Drittel der chinesischen Wirtschaftsleistung ausmacht, ist keine Entspannung in Sicht. Zwischen Januar und Mai gingen die Investitionen in Wohnungen und Häuser im Jahresvergleich um 7,2 Prozent zurück. Die Immobilienverkäufe, gerechnet nach Fläche, schrumpften im gleichen Zeitraum um 0,9 Prozent. Experten sprechen von 80 bis 90 Millionen leerstehenden und unverkauften Wohnungen. Eine rasche Erholung ist unwahrscheinlich. Vielmehr gehen Experten davon aus, dass der Immobiliensektor als Treiber des Wachstums dauerhaft ausfällt, auch wegen der schrumpfenden Bevölkerung.

Investoren hoffen nun auf fiskalpolitische Massnahmen der Regierung. In der Vergangenheit hatte Peking in Krisenzeiten die Konjunktur meistens durch riesige Investitionen in Infrastruktur in Schwung gebracht. Dafür fehlt jetzt allerdings der finanzielle Spielraum.

# Finanzinvestor will SoftwareOne dekotieren

Schweizer Wiederverkäufer von Microsoft-Produkten soll abseits der öffentlichen Aufmerksamkeit in die Erfolgsspur finden

EFLAMM MORDRELLE

Für den grössten, aber fast unbekanntesten IT-Konzern der Schweiz wäre es ein kurzes Gastspiel: Erst im Herbst 2019 ist er an die Börse gekommen. Diesen Sommer, keine vier Jahre später, könnte er dort wieder verschwinden, um als nicht-kotiertes Unternehmen endlich zu gedeihen. Das zumindest ist der Plan des US-Finanzinvestors Bain Capital, der sich für dieses Vorhaben mit den Gründungsfonds von SoftwareOne – unter anderem mit dem Unternehmer Beat Curti – zusammengeschlossen hat.

Bain Capital bietet 18,50 Franken pro SoftwareOne-Aktie, was den IT-Riesen aus der Innerschweiz eine Bewertung von rund 2,9 Milliarden Franken gibt. Der Deal ist aber noch nicht in trockenen Tüchern. Der Verwaltungsrat von SoftwareOne – ohne Gründungsaktionär Daniel von Stockar, der ebenfalls Mitglied ist – erachtet den gebotenen Preis als zu niedrig, auch wenn er gut ein Fünftel über dem Schlusskurs vom Mittwoch liegt.

## Unbekannter IT-Riese

Der Investor hatte dem Unternehmen bereits vor zwei Wochen das Angebot unterbreitet, war aber auf taube Ohren gestossen. Ob Bain Capital nun das zurückgewiesene Angebot nachbessern wird, werde gemäss einem Sprecher geprüft, es sei aber nichts entschieden. Zunächst müsste Bain Zugang zu den Büchern von SoftwareOne erhalten, um

eine Due Diligence, also eine ausführliche Buchprüfung, durchführen zu können. Erst dann käme eine verbindliche Offerte auf den Tisch.

Obwohl ein Milliardenkonzern, ist SoftwareOne kaum bekannt. Dabei ist das in Stans beheimatete Unternehmen der wichtigste Vertriebspartner für Microsoft weltweit. Im abgelaufenen Jahr wurden allein Microsoft-Produkte im Gegenwert von fast 17 Milliarden Dollar verkauft. Das Unternehmen vertreibt auch Tausende anderer Lizenzen von Software-Marken an Konzerne rund um den Globus. Die Firma ist in den letzten Jahren schnell gewachsen und beschäftigt rund 9000 Leute.

Als SoftwareOne im Jahr 2019 von den Gründungsaktionären an die Börse gebracht wurde, hätte es eine Schweizer IT-Erfolgsgeschichte werden können. Doch es kam anders. Um das Wachstum zu befeuern, hat das Unternehmen zwar etliche IT-Firmen zugekauft. Als (zu) schnell gewachsene Organisation hat SoftwareOne aber mit operativen Problemen zu kämpfen. Und es hat vor allem Mühe, die Profitabilität zu verbessern. Das kommt nicht gut an.

Das Vertrauen der Märkte konnte es deshalb nie gewinnen. Zu Beginn von Analytikern hoch gelobt, verfehlte SoftwareOne regelmässig die Markterwartungen und kommunizierte ungeschickt. Wegen der mässigen Performance und des Vertrauensverlusts musste im April CEO Dieter Schlosser gehen. Er wurde durch Brian Duffy, einen Cloud-Spezialisten von SAP, ersetzt.

Während der allgemeinen Aktienhausse ab 2019 avancierten die Aktien zwar etwas. Doch ab März 2021 ging es abwärts. Gerade noch rechtzeitig, im Herbst 2021, verkaufte das US-Private-Equity Unternehmen KKR, das schon beim Börsengang dabei war, seinen gesamten Aktienbestand.

## Attraktive Beute

Weil SoftwareOne relativ zur Konkurrenz günstig bewertet ist, ist die Firma für Finanzinvestoren aus dem Private-Equity-Bereich attraktiv. Diese kaufen solche Unternehmen, restrukturieren sie und verkaufen sie zu einem höheren Preis weiter oder bringen sie an die Börse. Für KKR ist diese Rechnung aufgegangen. Für die Publikumsaktionäre, die von Anfang an dabei waren, nicht. Sie erhalten mit 18,50 Franken kaum mehr als den Ausgabepreis beim Börsenstart von 18 Franken.

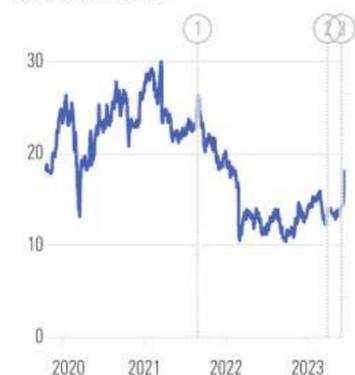
Der Plan der Gründungsaktionäre ist unklar. Sie halten aber rund 29 Prozent der Anteile und stehen voll hinter dem Angebot von Bain. Lediglich kassieren wollen sie offenbar nicht. Nach eigenen Angaben werden sie «mit einem erheblichen Teil ihrer Anteile auch künftig in SoftwareOne investiert sein». Sie glauben, dass sich das Unternehmen abseits der Börse und mithilfe von Bains Expertise und Kapital besser entwickeln würde.

Das Angebot liegt formal noch nicht vor. Der Aktienkurs von SoftwareOne machte am Donnerstag dennoch einen

Sprung in die Nähe des Angebotspreises. Das signalisiert, dass der Markt davon ausgeht, dass ein Angebot zustande kommen wird. Weil die Gründer und Bain Capital als Gruppe einen solch grossen Anteil des Kapitals kontrollieren, werden es Konkurrenzangebote schwierig haben. Deshalb ist Bains Anreiz, das Angebot nach einer Due Diligence merklich aufzubessern, gering.

## SoftwareOne ist seit dem Börsengang keine Erfolgsstory

Aktienkurs in Franken



- 1 Finanzinvestor KKR steigt ganz aus
- 2 Abgang CEO Dieter Schlosser
- 3 Angebot Bain Capital

QUELLE: BLOOMBERG

NZZ / EM

## IN KÜRZE

### Schweizer Wirtschaft wächst 2023 unterdurchschnittlich

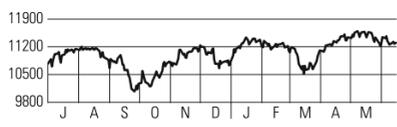
obe. · Das Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco) prognostiziert für 2023 ein Wirtschaftswachstum in der Schweiz von 1,1 Prozent und bestätigt damit eine frühere Prognose. Dies, obwohl das Jahr überraschend gut begonnen hat: Der private Konsum wuchs kräftig, und der Industriesektor lieferte durch steigende Warenexporte einen zusätzlichen Wachstumsimpuls, wie das Seco schreibt. Die weltweit hohen Teuerungsraten dürften das Wachstum jedoch stark bremsen. Die Konjunkturforschungsstelle der ETH kommt auf ähnliche Daten. Wie die KOF schreibt, ist der Arbeitsmarkt in guter Verfassung, und der hohe private Konsum stütze die Konjunktur-entwicklung. Doch die hohen Inflationsraten dürften das Wachstum in der zweiten Jahreshälfte schwächen.

### EU-Kampfabstimmung zu Umweltgesetz verschoben

(dpa) · Abgeordnete des Europaparlaments haben es aus Zeitgründen nicht geschafft, im Umweltausschuss zu einer finalen Entscheidung über ein wichtiges Gesetz zum Umweltschutz zu kommen. Die Sitzung wird am 27. Juni fortgesetzt. Insgesamt habe es 2500 Änderungsanträge gegeben. Das heisst diskutierte Vorhaben, wonach unter anderem trockengelegte Moore wieder vernässt, Wälder aufgeforstet und mehr Grün in Städte gebracht werden soll, wird teilweise als zu weitgehend kritisiert.

INDIZES

SMI



52-Wochen-Vergleich	52 Wochen	Schluss	Vol. in	Schluss	%	%	%	letzte	GV	div. erwartete	KGW	KBV	Marktkap.			
Tief	Hoch	14.06.	Stück	15.06.	15.06.	2023	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	Termin	Div.Rend.		in Mio.			
11900	11200	11278.30	35.41	3262t	35.47	0.17	26.41	32.03	86.33	0.84	23.03.23	0.86%	2.44	22.75	5.19	66754.63

Europa

SMI	11278.30	11302.83	0.22	24.53
SPI	14891.92	14918.47	0.18	26.55
ATX	3211.12	3185.17	-0.81	-25.95

DAX	16310.79	16290.12	-0.13	-20.67
CAC 40	7328.53	7290.91	-0.51	-37.62
S&P UK	1539.67	1544.84	0.34	5.17
Euro Stoxx 50	4375.98	4365.12	-0.25	-10.86
Stoxx Europe 50	4002.28	4008.08	0.14	5.80

Amerika	Schluss	Vol. in	Schluss	%	%	%	letzte	GV	div. erwartete	KGW	KBV	Marktkap.
	14.06.	Stück	15.06.	15.06.	2023	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	Termin	Div.Rend.		in Mio.
Dow Jones	33979.33	34408.06	1.26	428.73								
S&P 500	4372.59	4425.85	1.22	53.26								
Nasdaq	13626.48	13782.82	1.15	156.34								
S&P TSX	20015.09	20027.35	0.06	12.26								
Mexiko IPC	55145.43	55327.56	0.33	182.13								
Bovespa	118329.71	119316.92	0.83	987.21								
Merval	378695.36											

Asien und Afrika	Schluss	Vol. in	Schluss	%	%	%	letzte	GV	div. erwartete	KGW	KBV	Marktkap.
	14.06.	Stück	15.06.	15.06.	2023	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	Termin	Div.Rend.		in Mio.
Nikkei 225	33502.42	33485.49	-0.05	-16.93								

Hang Seng	19414.29	19827.89	2.13	413.60
Shanghai Co.	3228.99	3252.98	0.74	23.99
Indien BSE	63228.51	62917.63	-0.49	-310.88
S&P ASX 200	7161.70	7175.30	0.19	13.60

S&P UK



SCHWEIZ: SPI

52 Wochen	Schluss	Vol. in	Schluss	%	%	%	letzte	GV	div. erwartete	KGW	KBV	Marktkap.
Hoch	Tief	15.06.	15.06.	15.06.	2023	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	Termin	Div.Rend.		in Mio.
24.75	14.20	15.06.	15.06.	15.06.	2023	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	Termin	Div.Rend.		in Mio.

SPI: 0.18%

33.05	15.78	lastminute.com	29.85	1.53
0.68	0.46	Leclanché N	0.47	-6.81
2350	1364	Lem N	2275	1.11
62.20	35.35	Leonteq N	44.75	0.11
116000	92300	Lindt & Sprüngli N	113000	-0.35
11410	8910	Medacta Group N	11780	-0.27
65.00	51.00	LLB N	59.20	-0.79
84.39	69.50	Luzerner KB N	74.10	-2.82
7.48	4.14	MCH Group N	4.63	-0.64
123.40	76.70	Medacta Group N	117.80	-0.51
93.00	60.40	Medartis N	75.50	0.53
25.26	15.55	Medmix	22.65	0.22
55.00	22.80	Meier Tobler N	50.60	-0.20
2100	1660	Metall Zug N	1735	-1.17
0.71	0.34	Meyer Burger N	0.56	-2.28
12.35	6.82	Mikron N	11.40	0.00
17.86	12.38	Mobilzone N	12.96	-2.99
259.50	195.00	Mobimo N	238.50	0.00
7.63	5.22	Molecular Partn. N	6.00	0.00
19.26	9.87	Montana AeroSp. N	14.24	-2.06
9.18	1.01	Newron Pharmac. N	4.30	0.00
45.40	37.20	Novavest RE N	37.50	-1.32
2.03	0.0525	ObsEva N	0.0600	0.00
7.97	4.40	OC Oerlikon N	4.59	0.13
2.52	1.27	ONE Swiss Bank N	2.40	0.00
9.20	6.20	Orascom N	6.52	-0.91
88.40	75.00	Orell Fuessli N	77.00	0.00
87.00	65.80	Orion N	75.30	-0.40
39.75	11.50	Peach Property N	14.28	-0.97
99.00	75.50	Perrot Duval I	86.00	0.00
		- Phoenix Mecano I	419.00	0.00
86.30	50.60	Pierrer Mobility N	74.20	-0.93
339.00	278.00	Piazza N	316.00	0.54
78.65	17.44	PolyPeptide N	22.36	-3.64
83.80	66.20	Private Equity N	70.40	-0.56
119.00	91.80	PSP Swiss Prop. N	102.80	-0.39
22.40	2.82	Relief Therapeutics	3.39	-2.73
122.60	78.20	Rieter N	94.20	1.07
409.60	267.00	Roché I	298.00	0.74
1335	1060	Romande Energie N	1295	0.39
2.03	0.50	Santhera Pharma N	0.91	2.71
331.00	258.00	Schaffner N	288.00	0.00
207.00	140.40	Schindler N	194.50	1.25
217.70	148.25	Schindler PS	202.60	1.71
29.40	22.00	Schlatter N	25.00	3.31
1116	628.00	Schweizer Techn. I	686.00	-1.01
121.20	78.20	Sensiron N	94.70	-0.21
98.00	82.00	SF Urban Propert. N	86.50	-1.17
128.80	80.90	SFS Group N	123.20	-3.14
94.40	78.82	SGS N	85.48	0.45
19.15	7.90	SHL Telemedicine N	9.60	-5.52
818.00	566.00	Siegfried N	747.00	-0.53
26.26	18.46	SIG Group N	24.88	-2.89
88.60	49.05	SKAN Group	78.70	0.38
6840	4060	SNB N	4460	1.36
18.35	10.02	SoftwareONE N	18.00	18.66
1.12	0.30	Spexis N	0.39	-2.50
512.00	429.50	St. Galler KB N	485.50	-0.31
38.32	25.78	Stadler Rail n	35.32	-0.34
55.00	37.60	Starrag Group N	53.50	0.00
144.95	85.22	Straumann N	136.50	-0.36
94.45	54.20	Sulzer N	77.95	2.97
342.70	215.70	Swatch I	262.90	-0.79
62.95	40.40	Swatch N	49.65	-1.10
90.40	72.10	Swiss Prime Site N	78.30	0.19
0.30	0.12	Swiss Steel Hold. N	0.13	3.59
200.40	90.75	Swissquote N	183.00	1.39
0.21	0.0056	Talenthouse N	0.0100	4.17
435.80	264.60	Tecan N	358.60	0.50
87.32	49.61	Temenos N	73.40	-3.40
125.00	110.50	Thurgauer KB PS	120.00	-0.41
6.70	4.60	Tornos N	5.88	-1.34
156.00	98.80	TX Group N	106.80	-3.61
142.60	88.60	U-Blox N	118.00	-2.16
106.60	82.50	Valiant N	93.40	-0.53
50.00	36.20	Varia US Prop. N	37.80	-2.33
395.00	186.00	VAT Group N	376.00	-4.23
475.00	380.00	Vaudoise Ass. N	434.00	-0.23
47.80	27.90	Vetropack N	42.10	-1.06
780.00	680.00	Villars N	700.00	0.00
1.00	0.56	Von Roll I	0.80	2.82
72.80	50.70	Vontobel N	58.30	-1.19
103.00	80.20	VP Bank N	87.80	-0.45
85.60	63.60	VZ Holding N	82.00	0.81
98.50	68.20	V-ZUG N	77.70	-0.38
116.00	103.00	Walliser KB N	110.00	0.46
2290	1970	Warteck Invest N	2000	0.00
0.30	0.12	Wisekey Intern. N	0.19	-2.02
40.60	23.30	XLife Sciences	40.00	0.00
263.50	121.60	Ypsomed N	263.50	0.00
78.70	48.40	Zander N	75.70	-2.07
29.00	23.00	Züblin N	28.00	-0.71
2200	1450	Zug Estates Hold. N	1690	-1.74
7960	6820	Zuger KB N	7660	0.00
190.00	130.00	Zwahlen I	171.00	0.00

SCHWEIZ: SWISS-MARKET-INDEX (SMI)

SMI: 0.22%

52-Wochen-Vergleich	52 Wochen	Schluss	Vol. in	Schluss	%	%	%	letzte	GV	div. erwartete	KGW	KBV	Marktkap.		
Tief	Hoch	14.06.	Stück	15.06.	15.06.	2023	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	Termin	Div.Rend.		in Mio.		
35.74	23.84	35.41	3262t	35.47	0.17	26.41	32.03	86.33	0.84	23.03.23	0.86%	2.44	22.75	5.19	66754.63

Amerika	Schluss	Vol. in	Schluss	%	%	%	letzte	GV	div. erwartete	KGW	KBV	Marktkap.
	14.06.	Stück	15.06.	15.06.	2023	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	Termin	Div.Rend.		in Mio.
Dow Jones	33979.33	34408.06	1.26	428.73								
S&P 500	4372.59	4425.85	1.22	53.26								
Nasdaq	13626.48	13782.82	1.15	156.34								
S&P TSX	20015.09	20027.35	0.06	12.26								
Mexiko IPC	55145.43	55327.56	0.33	182.13								
Bovespa	118329.71	119316.92	0.83	987.21								
Merval	378695.36											

Erläuterungen: Beim 52-Wochen-Vergleich zeigt das Dreieck an, wie nah der derzeitige Kurs am Höchst- bzw. Tiefstand der vergangenen 52 Wochen liegt. Die ausgewiesenen Unternehmenskennzahlen (Quelle: FACTSET) basieren auf den Analystenerwartungen der nächsten 12 Monate. Copyright © 2023 Factset Research Systems Inc. All rights reserved.

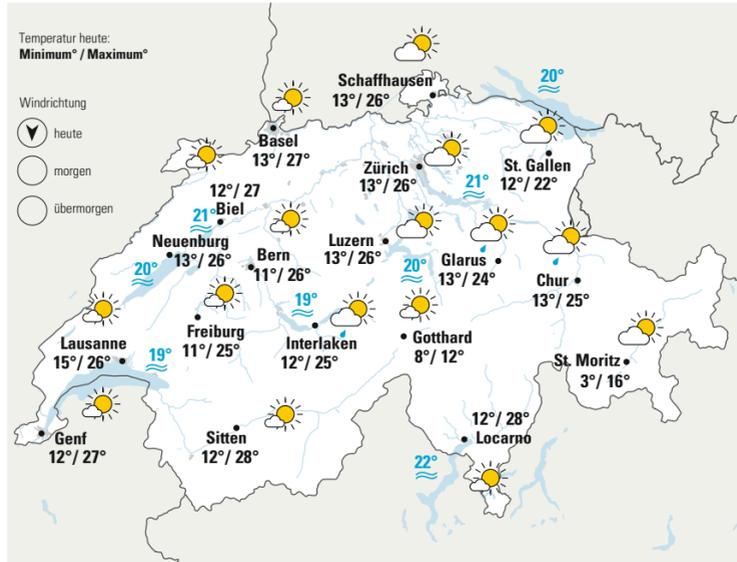
ROHWAREN

52 Wochen	Schluss	Schluss	%	%	
Hoch	Tief	14.06.	15.06.	2023	
338.10	278.28	289.34	296.19	2.37	-1.71
4195	3058	3202	3270	2.14	-6.46
4404	3453	3756	3830	1.95	-3.87

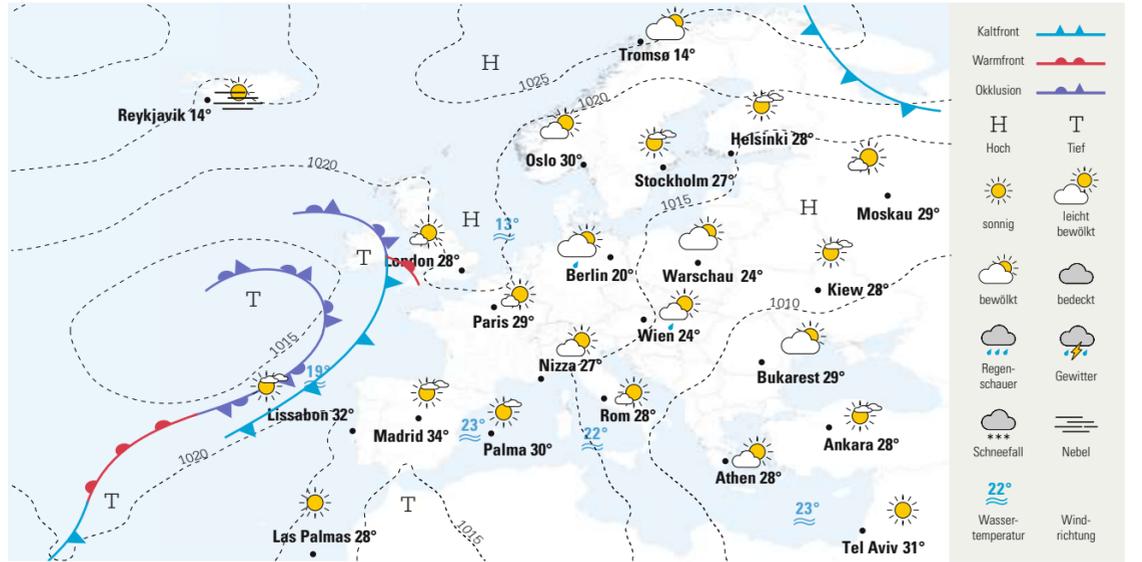
Schluss	Schluss	%	%
14.06.	15.06.	15.06.	2023
82.69	80.61	-2.52	-3.35
182.35	183.20	0.47	9.63
3186	3254	2.13	25.54
607.75	622.75	2.47	-9.22
254.00	266.40	4.88	30.40
1388	1428	2.86	-6.30
630.25	662.50	5.12	-16.35
25.13	25.99	3.42	29.63
73.61	75.63	2.74	-12.05
2.34	2.56	9.35	-42.77
68.27	70.57	3.37	-12.07

Rohwaren	Schluss	Schluss	%	%
	14.06.	15.06.	15.06.	2023
Baumwolle, ICE-US, c/lb	82.69	80.61	-2.52	-3.35
Kaffee CSCE, c/lb	182.35	183.20	0.47	9.63
Kakao CSCE, s/t	3186	3254	2.13	25.54
Mais, CBOT, c/bu	607.75	622.75	2.47	-9.22
Orangensaft, ICE, c/lb	254.00	266.40	4.88	30.40
Sojabohnen, CBOT, c/bu	1388	1428	2.86	-6.30
Weizen, CBOT, c/bu	630.25	662.50	5.12	-16.35
Zucker, CSCE, c/lb	25.13	25.99	3.42	29.63
Brent ICE, \$/Fass	73.61	75.63	2.74	

SCHWEIZ



EUROPA



DIE NÄCHSTEN VIER TAGE

Table with 4 columns: Samstag, Sonntag, Montag, Dienstag. Rows for Ostschweiz, Westschweiz, and Südschweiz with weather icons and temperature ranges.

BERGWETTER

Table with 4 columns: Wind, km/h, °C. Rows for 4000 m, 3000 m, 2000 m, and 1000 m altitudes.

Allgemeine Lage: Zwischen zwei Hochdruckzonen über dem nördlichen Europa und Nordafrika ist die Druckverteilung über Mitteleuropa relativ flach.

WINDRICHTUNGEN/-STÄRKEN: Table showing wind directions and strengths for various lakes like Zürichsee, Bodensee, and Genèversee.

MORGEN INTERNATIONAL

Table with 2 columns: Europe, Istanbul. Rows for cities like Amsterdam, Berlin, London, Paris, etc.

Table with 2 columns: Afrika, Lateinamerika, Australien, Neuseeland. Rows for cities like Johannesburg, Sydney, etc.

SRF 1

11.25 Mitgefungen. Dokumentation. (W). 12.20 Mini Chuchi, dini Chuchi. (W). 12.45 Tagesschau. 12.55 Meteo. 13.10 G&G - Gesichter und Geschichten. (W). 13.30 In aller Freundschaft. 14.20 In aller Freundschaft. 15.05 Samschtig-Jass. (W). 15.45 G&G Flash. 15.50 Inga Lindström: Heimkehr. Melodram (D 2018). Mit Isabel Polak. 17.25 Guetnachtsschichtli. 17.40 Telesguard. 18.00 Tagesschau. 18.10 Meteo. 18.15 Mini Chuchi, dini Chuchi. 18.35 G&G. 19.00 Schweiz aktuell. 19.25 SRF Börse. 19.30 Tagesschau. 19.55 Meteo.

SRF zwei

5.25 Drei auf zwei. Show. 8.30 Mea culpa - Korruption im Vatikan. Dokumentation. (W). 9.20 Comedy@SRF. (W). 9.50 Julia - Wege zum Glück. Telenovela. 10.40 Alisa - Folge deinem Herzen. Telenovela. 11.25 Alisa - Folge deinem Herzen. Telenovela. Mit Theresia Scholze. 12.10 Drei auf zwei. Show. Radio SRF 3. 14.10 Live: Radsport: Tour de Suisse. Aus Oberwil-Lieli. 6. Etappe, La Punt - Oberwil-Lieli. 16.55 Live: Radsport - Veloclub. 17.25 Live: Mountainbike: Weltcup. 18.05 Live: Mountainbike: Weltcup. Aus Leogang (A). 18.50 Kids@SRF. 19.30 Tagesschau.

ARD

5.30 Live: ZDF-Morgenmagazin. 9.00 Tagesschau. 9.05 Live: Live nach Neun. 9.55 Verückt nach Meer. 10.45 Meister des Alltags. 11.15 Gefragt - Gejagt. 12.00 Tagesschau. 12.15 ARD-Buffet. 13.00 ARD-Mittagsmagazin. 14.00 Tagesschau. 14.10 Hausierprofi. 15.00 Tagess. 15.10 Sturm der Liebe. Telenovela. Mit Dorothee Neff. 16.00 Tagesschau. 16.10 Verückt nach Meer. 17.00 Tagesschau. 17.15 Brisant. 18.00 Gefragt - Gejagt. 18.50 Quizduell-Olymp. Show. 19.45 Wissen vor acht - Zukunft. 19.50 Wetter vor acht. 19.55 Wirtschaft vor acht.

ZDF

5.30 Live: ZDF-Morgenmagazin. 9.00 Live: Heute im Parlament. 12.55 37°Leben: Fuck Cancer. Lieblingssätze. 10.30 Notruf Hafenkante. 11.15 SOKO Wismar. 12.00 heute. 12.10 drehscheibe. Magazin. 13.00 ARD-Mittagsmagazin. 14.00 heute - in Deutschland. 14.15 Die Küchenschlacht. 15.00 heute Xpress. 15.05 Bares für Rares. 16.00 heute - in Europa. 16.10 Die Rosenheim-Cops. 17.00 heute. 17.10 hallo deutschland. 17.45 heute heute. 18.00 SOKO Wien. Krimi-Serie. Der Geist. 19.00 heute. 19.20 Wetter. 19.25 Bettys Diagnose. Spitalserie.

3 sat

11.40 CIVIS Medienpreis 2023 - TV-Gala für Integration. 12.55 37°Leben: Fuck Cancer. 13.25 Neuseeland von oben - Ein Paradies auf Erden. (1/5). Dokumentationsreihe. 14.05 Neuseeland von oben - Ein Paradies auf Erden. 14.50 Neuseeland von oben - Ein Paradies auf Erden. 15.35 Neuseeland von oben - Ein Paradies auf Erden. 16.20 Neuseeland von oben - Ein Paradies auf Erden. (2/2). Dokumentationsreihe. 17.00 Abenteuer Neuseeland. (1/2). 17.45 Abenteuer Neuseeland. (2/2). Dokumentationsreihe. 18.30 nano. 19.00 heute. 19.20 Kulturzeit.

arte

10.30 24 Stunden. (4/4). 11.25 Die grossen Mythen. 11.55 Irlands geraubte Kinder: Zwangsadoption im Namen der Kirche. (W). 12.30 Mit offenen Augen. 12.45 Stadt Land Kunst. 13.30 Stadt Land Kunst. (1/85). 14.15 The Hours - Von Ewigkeit zu Ewigkeit. Drama (USA/GB/F/CDN/D 2002). Mit Nicole Kidman. (W). 16.55 Die unberührte Wildnis der Pyrenäen. (W). 17.50 Die Witzlinge in freier Wildbahn. Der Naturschutzpark Korsika. 18.30 Fragile Schönheit Mittelmeer. (W). 19.20 Arte Journal. 19.40 Rettet die Reste! - Ideen gegen Lebensmittelverschwendung.

RTL

6.00 Punkt 6. Magazin. 7.00 Punkt 7. Magazin. 8.00 Punkt 8. Magazin. 9.00 Gute Zeiten, schlechte Zeiten. Soap. (W). 9.30 Unter uns. Soap. (W). 10.00 Ulrich Wetzel - Das Strafgericht. 11.00 Barbara Salesch - Das Strafgericht. 12.00 Punkt 12. 15.00 Barbara Salesch - Das Strafgericht. 16.00 Ulrich Wetzel - Das Strafgericht. 17.00 Ulrich Wetzel - Das Strafgericht. 17.30 Unter uns. 18.00 Explosiv - Das Magazin. 18.30 Exklusiv - Das Star-Magazin. 18.45 RTL Aktuell. 19.05 Alles was zählt. 19.40 Gute Zeiten, schlechte Zeiten. Soap. Mit Marc Weinmann.

SAT 1

10.00 Die Ruhrpottwache - Vermisstenfahnder im Einsatz. 10.30 Die Ruhrpottwache - Vermisstenfahnder im Einsatz. 11.00 Auf Streife - Die Spezialisten. 12.00 Auf Streife. 13.00 Auf Streife. 14.00 Klinik am Südring. 15.00 Klinik am Südring. 16.00 Live: Volles Haus! SAT.1 Live. 18.00 Lenssen übernimmt. 18.30 Lenssen übernimmt. 19.00 Lenssen übernimmt. 19.25 Lenssen übernimmt. 19.55 SAT.1 Nachrichten. 20.15 111. Show. tolle Traumtypen! 22.10 111. Show. perfekte Peinlichkeiten! Pleiten, Pech und Pannen: In der Clip-Show werden Menschen präsentiert, deren Pläne brachial scheitern. 0.00 111. (W).

Pro Sieben

5.30 Galileo. (W). 6.25 Speechless. 6.55 Two and a Half Men. (W). 7.50 The Big Bang Theory. (W). 9.10 Last Man Standing. (W). 11.30 Scrubs - Die Anfänger. 13.50 Two and a Half Men. 14.45 Young Sheldon. (W). 15.35 The Big Bang Theory. 17.00 Live: taff. 18.00 Newstime. 18.15 Die Simpsons. 19.05 Galileo. 20.10 Sparkasse Zukunftstrends by #OneTomorrow - Nachhaltigkeit lohnt sich. Magazin. 20.15 James Bond 007: Goldfinger. Agentenfilm (GB 1964). Mit Sean Connery. 22.40 James Bond 007: Feuerball. Agentenfilm (GB 1965). Mit Sean Connery, Claudine Auger, Adolfo Celí. Regie: Terence Young.

ORF 1

13.25 Modern Family. (W). 14.10 Gilmore Girls. (W). 17.00 ZIB Flash. 17.05 The Big Bang Theory. (W). 17.45 ZIB Flash. 17.50 Wetter. 17.55 Smart10 - Das Quiz mit den zehn Möglichkeiten. Show. Sommer Spezial. Mit Caroline Athanasiadis. 18.45 O1 Ein Hinweis ist falsch. Show. 19.30 Zeit im Bild. 19.51 Wetter. 19.56 Sport aktuell. 20.02 ZIB Magazin. 20.15 Der Kabarett-Spieleabend. 21.25 Otto Jaus: Fast fertig. Show. 22.35 ZIB Flash. 22.50 Was gibt es Neues? - Classics. 23.30 Heim-Kino - Neues vom österreichischen Film. 0.00 Werkstattgespräch mit Marie Kreuzer. 0.25 A Very English Scandal. (W).

ORF 2

14.25 Sturm der Liebe. 15.15 Die Rosenheim-Cops. 16.00 Die Barbara Karlich Show. 17.00 ZIB. 17.05 Aktuell nach fünf. 17.30 Studio 2. 18.20 Showtime - Neues aus der Welt der Stars. 18.30 Mays Magazin - Wissen für alle. 18.51 infos & tips. 19.00 Bundesland heute. 19.23 Wetter aus dem Bundesland. 19.30 ZIB. 19.51 Wetter. 19.56 Sport aktuell. 20.05 Seitenblicke. 20.15 Die Chefin. 21.50 Seitenblicke Sommerbühne. 22.00 ZIB 2. 22.25 Euro-millionen. 22.35 3 Am Runden Tisch - ein konstruktives Streitgespräch. 23.05 In den Fängen der Wikinger - Menschenraub und Sklaverei. 23.50 Die Chefin. (W).

SRF info

18.35 Telesguard. 18.45 Tagesschau. 18.55 Meteo. 19.00 Telesguard. 19.10 Tagesschau. 19.20 Meteo. 19.25 G&G Flash. 19.30 Tagesschau & Meteo in Gebärdensprache. 20.00 Tagesschau. 20.25 Meteo. 20.30 Schweiz aktuell in Gebärdensprache. 20.50 SRF Börse in Gebärdensprache. 21.00 sportflash. 21.05 Tagesschau. 21.30 Meteo. 21.35 Telesguard. 21.45 SRF Börse. 21.50 G&G - Gesichter und Geschichten. 22.10 sportflash. 22.20 Telesguard. 22.30 SRF Börse. 22.35 10vor10. 22.55 Meteo. 23.00 10vor10. 23.25 Meteo. 23.30 sportflash. 23.35 Radsport - Veloclub. 0.00 G&G - Gesichter und Geschichten.

Radio SRF 1

6.00 HeuteMorgen. 6.31 Regionaljournal. 7.00 HeuteMorgen. 7.17 Morgengang. 7.31 Regionaljournal. 7.40 Morgenstund hat Gold im Mund. 8.00 HeuteMorgen. 8.13 Espresso. 8.31 Regionaljournal. 9.00 HeuteMorgen. 9.40 Mundartbrüchli. 10.03 Treppunkt. 11.08 Ratgeber. 11.40 A point. 12.03 Regionaljournal. 12.30 Rendez-vous. 13.00 Tagessprache. 13.40 3 vo 5. 14.03 Wuko. 15.03 Wuko. 16.30 Regional Diagonal. 17.12 Sport. 17.30 Regionaljournal. 18.00 Echo der Zeit. 18.45 Sport. 20.03 «Rohrbruch». 21.03 Nachtexpress. 22.08 Nachtexpress. 23.03 Nachtexpress. 0.06 Nachtexpress. 1.00 Nachrichten.

Radio SRF 2

7.00 Kultur-Nachr.. 7.06 Kultur-Aktualität. 7.30 HeuteMorgen. 7.52 Blick in die Feuilletons. 8.00 Kultur-Nachrichten. 8.06 Kultur-Aktualität. 8.15 Kultur-Aktualität. 8.30 HeuteMorgen. 9.05 Kontext. 10.20 100 Sekunden Wissen. 11.20 Veranstaltungstipp. 11.40 Tageschronik. 12.04 Kultur kompakt. 12.30 Rendez-vous. 13.00 Klassiktelefon. 13.45 Concerto. 16.30 Kultur-Nachrichten. 17.08 Kultur-Aktualität. 17.16 Kultur-Aktualität. 17.30 Kultur-Nachrichten. 18.30 Kontext. 19.00 Echo der Zeit. 20.00 Passage. Brasilien Amazonen - moderne Kraft dank alter Mythen. 21.00 Jazz und World aktuell. 22.05 Notturmo. 0.06 Notturmo.

TV-TIPPS

3 sat, 13.25 Neuseeland von oben - Ein Paradies auf Erden Die Doku-Reihe zeigt die faszinierende Natur Neuseelands. Die erste Episode führt in eine der kältesten Regionen, den Fiordland-Nationalpark. Mit seinen 15 Fjorden und einer wilden Küstenlandschaft gehört er zum Weltnaturerbe der Unesco. Besonders bekannt sind die Fjorde Milford Sound und Doubtful Sound.

SRF 1, 20.05 SRF bi de Lüt: Wunderland - Die Geissentour (2/4) Die zweite Etappe startet an einem idyllischen Uferweg der Emme entlang. Dort trifft Nicole Berchtold auf den Kräuterexperten Kevin Nobs, der sein grosses Wissen über die Pflanzen und Kräuter am Wegesrand mit ihr teilt. Mit vielen Tipps, wie man Kräuter auch bei Muskelkater oder Magenverstimmungen - bei Mensch und Geiss - einsetzen kann, wandert Berchtold mit ihren tierischen Wegbegleitern weiter nach Burgdorf (BE).

SRF 1, 22.25 Arena: Frauenstreik - für alle oder nur für wenige? «Der Frauenstreik wurde von den Linken gekapert und zur Wahlkampf-Maschine umfunktioniert» - das sagen bürgerliche Frauen und nahmen dieses Jahr nicht teil. Stimmt das? Oder bleibt der 14. Juni wichtig im Kampf um mehr Gleichstellung? Ist der Streik für alle Frauen - oder eben nur für Linke? Darüber diskutiert Sandro Brotz mit den Politikerinnen Christine Bachmann-Roth, Tamara Funicicello, Irène Kälin und Barbara Steinemann.

ZDF, 23.45 Aspekte: Familien und ihr emotionales Erbe Wie sehr Eltern und Vorfahren unser Leben beeinflussen, ist lange unterschätzt worden. Nicht nur Gene, auch die sogenannte Epigenetik, ja selbst Verschwiegenes prägen uns. Kulturschaffende wie der Schauspieler Samuel Finzi, die Dokumentarfilmerin Uli Decker oder die französische Bestsellerautorin Anne Berest reflektieren ihr familiäres Erbe und sprechen über Familiengeheimnisse, vererbte Talente und Wunden.

# Im Zirkel von Wes Anderson

Der Stilist hat für «Asteroid City» neunzehn Stars in eine Science-Fiction-Komödie gepresst. Aber bekommen die noch Luft?

ANDREAS SCHEINER

Regisseure sehen oft aus, wie man sich vorstellt, dass Regisseure aussehen: seit einer Weile nicht mehr rasiert, unспортlich, ein bisschen unaufgeräumt. Es gibt die, die daherkommen wie «verrückte Professoren», Kubrick war so einer. Und auf der anderen, etwas bürgerlicheren Seite kennt man die Filmemacher, vorzugsweise mit Baseball-Cap, die an typisch kalifornische Dads erinnern, Spielberg, Eastwood: Das ist so der klassische Amerikanischer-Regisseur-Look.

Filmemacher, zumindest männliche, die wirklich Stil haben, sind rar. Was interessant ist, denn ein Filmversteht sich doch eigentlich aufs Visuelle. Fehlender Sinn für das eigene Auftreten muss nicht zwingend auf die Arbeit abfärben. David Fincher zum Beispiel macht sehr stylische Filme. Aber umgekehrt kann man davon ausgehen, dass ein Filmemacher, der massgeschneiderte Anzüge trägt, auch Filme nach Mass dreht.

## Immer noch ein Accessoire

Wie eben Wes Anderson. Anderson, vollkommen klar, macht nicht nur die stilbewusstesten Filme. Er sieht auch aus wie sie: augenzwinkernder Retro-Look, irgendwo zwischen Auteur und Kolonialist. Ein sympathisch verschrobener, hagerer Gentleman, bevorzugt im samtenen Anzug, farblich vielleicht Kupfer oder Senfkorn, vor apricotfarbener Hintergrund.

Der Stilwille schlägt bei Anderson unmittelbar auf die Arbeit über. Vom Kostüm über das Szenenbild bis zur oftmals sehr pastelligen Farbkorrektur folgt alles einem ausgeklügelten Geschmackskonzept. Und im hintersten Bildwinkel gibt es garantiert immer noch ein Accessoire zu entdecken, eine kleine Aufmerksamkeit für den besonders konzentrierten Zuschauer.

Wes Anderson ist ein ganzheitlicher Regisseur. Formbewusst wie kein zweiter. Andere inszenieren Filme, Anderson



Jedes Bild passt bei Wes Anderson. Und die Stars passen ins Bild, wie Scarlett Johansson.

zirkelt sie ab. Jeder Kameraschwenk – wie mit Geodreieck und Wasserwaage berechnet. Die Akribie ist staunenswert, und «Asteroid City», sein elfter Film, ist sein allerakribischster. Allerdings ist nicht nur vor der Kamera jedes Detail gewissenhaft, wenn nicht zwingend geordnet: Das Drehbuch ist auch miraculös verschachtelt. Zu verschachtelt? Die Handlung ist eine Handlung in der Handlung einer Handlung.

Die Haupthandlung spielt 1955 in Asteroid City, einem kulissenhaften

Tupfer in der Wüste. Es gibt: einen Diner mit zwölf Hockern, ein Motel mit zehn Zimmern, eine Autowerkstatt mit einer Zapfsäule, eine Telefonzelle. Plus: eine Militärbasis, auf der man die Reste eines Himmelskörpers untersucht, der dem «Ort» den Namen gegeben hat.

Es treten, der Rezensent hat sie gezählt, 19 Hollywoodstars der A-Kategorie auf, unter ihnen Tilda Swinton, Bryan Cranston und Willem Dafoe. Zuvorderst aber Jason Schwartzman als ein in sich gekehrter Kriegsphotograf und Witwer mit

vier hochbegabten Kindern. Die Familie ist auf dem Weg zum Schwiegervater (Tom Hanks) und macht für einen Wissenschaftswettbewerb in Asteroid City Halt. Wohin es zufällig auch die Starschauspielerin Midge Campbell (Scarlett Johansson) verschlägt. Während die Hobby-Astronomen mit dem Himmelskörper beschäftigt sind, bekommt der Witwer wegen dieser Campbell Sternenaugen. Eine Romanze also.

Aber auch ein Science-Fiction-Stück: Denn die Sternguckerei führt zu einer

Begegnung der dritten Art. Und ein listiger Gegenwartscommentar ist das ausserdem: Als in der Folge ausserirdischen Besuchs eine Quarantäne über Asteroid City verhängt wird, revoltiert der eine oder andere Gestrandete.

Von alldem wird allerdings über Bande erzählt. Es gibt als Rahmenhandlung ein schwarz-weisses TV-Format, in dem ein Moderator (Bryan Cranston) vom Making-of eines Theaterstücks namens «Asteroid City» berichtet. Edward Norton wird gezeigt als geplagter Autor, der sich mit der Erzählung abmüht, Adrien Brody als geplagter Regisseur, der sich mit der Inszenierung herumschlägt. Wobei wir das eigentliche Stück dann wiederum in einer Adaption zum Kinofilm sehen. Irgendwie so.

## Uramerikanische Mythen

Wieso das umständliche Konstrukt? Wahrscheinlich weil Anderson den Film im Lockdown geschrieben hat: Man kann ihn als Parabel über das Geschichtenerzählen verstehen, eine Dehnübung für den Geist, der sich in den eigenen vier Wänden die vermissten Gemeinschaftserlebnisse Kino, Bühne und Filmemachen herbeiphantasiert.

Anderson lässt in durchaus vernünftigen 100 Minuten die uramerikanische Mythengeschichte vorbeiziehen. Verspielt nimmt er ikonografisches aus der Geschichte des Hollywoodkinos auf, von Marilyn Monroe bis zu Motiven aus Western und Ufo-Kultur. Film- und Amerikanistikstudenten können das filetieren. Das Drehbuch ist mit Ideen verpresst. Was fehlt, ist ein wenig Luft zum Atmen.

Wes Anderson hat seine Methodik perfektioniert bis zur Pedanterie. Anderson-Apologeten sind verückt. Die Strenge der Inszenierung ist zum Schmunzeln. Aber alles ist so penibel ausgemessen, es bleibt kein Zentimeter für Gefühle. Als kunstgewerbliche Fingerübung faszinierend, fehlt «Asteroid City» der emotionale Einschlag, der Stilbruch.

# Werden Vorwürfe laut, lassen Verleger ihre Autoren fallen

Kiepenheuer & Witsch hat im Fall Rammstein sehr rasch die Reissleine gezogen. Das hat bei deutschen Verlagen System

THOMAS RIBI

Till Lindemann ist unschuldig. Jedenfalls so lange, wie die gegen ihn erhobenen Vorwürfe nicht erhärtet sind. Man mag dem Rammstein-Frontmann einiges zutrauen, doch Anschuldigungen sind keine Fakten. Für den Verlag Kiepenheuer & Witsch (KiWi) allerdings schon. Vor einigen Tagen hat er bekanntgegeben, dass er die Zusammenarbeit mit Lindemann beendet. Lindemann habe im Umgang mit Frauen «unverrückbare Grenzen» überschritten, begründete Verlagsleiterin Kerstin Gleba in einer Medienmitteilung die Entscheidung. Das Vertrauensverhältnis sei «unheilbar erschüttert».

Zwei Gedichtbände hat Lindemann bei Kiepenheuer & Witsch veröffentlicht. Was er darin zum Besten gibt, lässt an Deutlichkeit nichts zu wünschen übrig. Sexuelle Phantasien über gefügige Frauen inklusive. Das Gedicht «Wenn du schläfst» zum Beispiel, eine niederträchtige Phantasie über den Koitus mit einer Frau, die mit einem Schlafmittel in den Zustand versetzt wird, in dem das sprechende Ich am liebsten mit ihr verkehrt.

## Ein bisschen Belehrung

Es liest sich wie eine Vorausnahme dessen, was dem Autor heute vorgeworfen wird: Sexualdelikte und Abgabe von Betäubungsmitteln an junge Frauen. In Lindemanns Lyrik klingt das so: «Ich schlafe gerne mit dir wenn du schläfst / Wenn du dich überhaupt nicht regst / [...] Etwas Rohypnol im Wein (etwas

Rohypnol ins Glas) / Kannst dich gar nicht mehr bewegen / Und du schläfst / Es ist ein Segen.»

Man kann das grossartig finden. Man kann es auch widerlich finden. Kiepenheuer & Witsch war das bei der Publikation egal. Ist schliesslich Literatur. Der Verlag nahm «Wenn du schläfst» sogar ausdrücklich gegen Kritik in Schutz. In einer Stellungnahme hielt der Verleger Helge Malchow 2020 fest, wer sich moralisch über das Gedicht empöre, verwechsle das Ich des Gedichts mit dem Autor Till Lindemann.

Die Differenzierung zwischen lyrischem Ich und Autor, so der Verlag, sei konstitutiv für jede Lektüre von Lyrik. Das war richtig belehrend, Literaturtheorie für Dummies. Aber natürlich nicht ganz falsch und immerhin so etwas wie ein Einsteher für die Freiheit der Kunst. Lindemann war schliesslich ein Star. Mit seinen Büchern liess sich gutes Geld verdienen.

Heute sieht alles anders aus. Lindemann ist in Ungnade gefallen, die öffentliche Meinung über ihn ist gemacht, der Verlag sieht sich unter Druck. Also schwenkt man um. Der Verlag muss sich allerdings winden, um die Abkehr von seinem Autor plausibel erscheinen zu lassen. Als Grund für die Trennung wird ein von Lindemann gedrehtes Pornovideo genannt, das sexuelle Gewalt gegen Frauen zelebriert und in dem der Gedichtband «In stillen Nächten» eine Rolle spielt. Das sei ein Vertrauensbruch, ein «rücksichtsloser Akt gegenüber den von uns als Verlag vertretenen Werten».

Dass die moralische Empörung über das Pornovideo im gleichen literaturtheoretischen Irrtum befangen sein könnte wie die Entrüstung über Lindemanns Gedichte, kommt den Verlegern nicht in den Sinn. Die pornografischen Gedichte sind auf einmal nicht mehr Kunst, sondern nur noch Pornografie. Und dass Lindemanns Video «Till the End» schon seit zwei Jahren im Netz kursiert, spielt keine Rolle. Als faden-scheinige Ausrede, um einen zur Hypothek gewordenen Autor loszuwerden, taugt es allemal.

Man kann sich fragen, was erschütternder ist: das Verhältnis von KiWi zu Till Lindemann oder die Politik eines Verlags, der seine Entscheidungen nicht selbstständig trifft, sondern die Fahne in den Wind hängt und sich von der öffentlichen Meinung leiten lässt. Damit ist Kiepenheuer & Witsch nicht allein. Sich von Autoren zu distanzieren, sobald Kritik gegen sie geäussert wird, ist bei deutschen Verlagen zu einem Reflex geworden. Vor allem dann, wenn die Kritik von links kommt und sich gegen Meinungen richtet, die als rechts gelten.

## Zu nahe an der AfD

2018 distanzierte sich Suhrkamp von Uwe Tellkamp, nachdem dieser die Flüchtlingspolitik der Bundesregierung kritisiert hatte. Tellkamp vertrat Positionen, die zum Teil auch von der AfD geteilt werden. Das ist sein gutes Recht. Aber der Verlag fand es zu heikel. Es passte schlecht zur linkszeitgeistigen Suhrkamp-Kultur. Also besser ab-

grenzen, auch wenn man mit Tellkamps Roman «Der Turm» einen Riesenerfolg eingefahren hatte: knapp eine Million verkaufte Exemplare.

Zwei Jahre später kündigte S. Fischer an, keine Bücher von Monika Maron mehr zu publizieren. Marons «Vergehen»: Sie hatte eine Auswahl ihrer Texte im Verlag des Buchhauses Loschwitz publiziert. Die Dresdner Buchhandlung gilt als AfD-nahe, ihre Leiterin Susanne Dagen hatte in einem offenen Brief an den Börsenverein des deutschen Buchhandels dessen respektlosen Umgang mit rechten Verlegern kritisiert.

Das war mehr, als die linksliberale Verlegerseele verträgt. Und als sich zeigte, dass die Bücher des Buchhauses Loschwitz durch den Verlag des rechten Verlegers Götz Kubitschek vertrieben werden, war der Fall für S. Fischer klar: Trennung. Dass man jahrzehntelang mit Monika Maron zusammengearbeitet hatte, spielte keine Rolle. Dass an ihren Büchern nichts auszusetzen war, auch nicht. Die Kontaktschuld reichte aus, um sie zu canceln.

Damit nicht genug. Im Januar dieses Jahres gab die juristische Abteilung des Verlags C. H. Beck bekannt, man wolle Hans-Georg Maassen nicht mehr als Autor. Der ehemalige Chef des Verfassungsschutzes war einst Repräsentant einer wertkonservativen CDU. Seit seiner Absetzung aus dem Amt hat er sich auf eine Weise radikalisiert, die ihn in die Nähe rechter Verschwörungstheoretiker rückt. Nur, an seiner Arbeit für C. H. Beck hatten nicht einmal seine Kritiker etwas zu beanstanden: Seit Jahren be-

treute er im massgeblichen Kommentar zum Grundgesetz die Artikel zum Asylrecht. Anerkanntermassen kompetent.

## Der Druck der Strasse

Doch wenn der Druck der Strasse zunimmt, ist das kein Argument mehr. Ein prominenter Staatsrechtler beendete aus Protest gegen Maassen seine Arbeit für den Kommentar. In der Öffentlichkeit wurde Maassens Eignung als Kommentator des Grundgesetzes in Zweifel gezogen. C. H. Beck knickte ein. Und hatte die Chuzpe, den Rausschmiss Maassens mit den Worten zu kommentieren, Rechtswissenschaft lebe vom Diskurs verschiedener Akteure mit unterschiedlichen Meinungen. Dafür wolle man ein Forum bieten und fühle sich deshalb zur Neutralität verpflichtet.

Das wäre ein klares Plädoyer dafür, dass Verlage mit Autoren wie Maassen, Maron, Tellkamp oder Lindemann zusammenarbeiten, gerade wenn sie in der Öffentlichkeit unter Druck kommen. Und sie nicht gleich fallen zu lassen, wenn Vorwürfe gegen sie erhoben werden und, wie im Fall Rammstein, die Schuld nicht bewiesen ist. Aber wo die Angst regiert, hat die Vernunft einen schweren Stand. KiWi, Suhrkamp und C. H. Beck gehören zu den renommiertesten Verlagen Deutschlands. Publizistische Leuchttürme, die das intellektuelle Klima prägen. Dazu würde es gehören, sich dem Diskurs zu stellen. Haltung zu zeigen und publizistische Entscheide nicht von der öffentlichen Meinung abhängig zu machen. Aber das braucht halt Mut.

# Ein Klischee-Rocker droht zu verstauben

Josh Homme, der Sänger von Queens of the Stone Age, verändert sich musikalisch – ohne Sex, Drugs and Rock'n'Roll abzuschwören

MATTHIAS NIEDERBERGER

Sechs Jahre mussten die Fans von Queens of the Stone Age auf ein neues Album warten. Eine lange Zeit in der schnelllebigen Musikwelt. Am Freitag erscheint mit «In Times New Roman...» das achte Studioalbum der Amerikaner. Einige Songs lassen einen denken, dass es das letzte sein könnte: Derart abgestumpft klangen die Queens noch nie.

«Nothing inside, there's no reason to cry, just fade away, like love», raunt Josh Homme ins Mikrofon. Keinen Grund zu weinen, einfach vergehen, wie die Liebe. Die vorab erschienene Single «Carnavoyeur» ist eine Mischung aus Synthi-Pop, Streichermusik und Rock. Hommes Stimme klingt verletzlich, irgendwie kraftlos. Verfliegen scheint jegliche Wut. Stattdessen macht sich Ernüchterung breit. Der Sänger hat schwierige Jahre hinter sich: In «Emotion Sickness» verarbeitet er seine gescheiterte Beziehung mit Brody Dalle, die sich 2019 von ihm scheiden liess («Baby don't care for me, had to let her go»). Die Strophen setzen sich aus abgehackten, dröhnenden Riffs zusammen, wie man sie von Queens of the Stone Age kennt. Doch spätestens im Refrain ist jegliche Energie verpufft.

## Neue Songs klingen lustlos

Ende der 1990er Jahre erschufen Queens of the Stone Age einen Sound, der sich ungewöhnlich frisch anhörte, in einem Genre, das allmählich zu verstauben drohte: minimalistische Gitarre, roboterhafte Schlagzeug-Beats, meist düster, oft tanzbar. Songs wie «No One Knows» und «Go with the Flow» haben eine ganze Generation von Rockfans durchgeschüttelt.

Spätestens seit dem Album «... Like Clockwork» zeigte sich die Band auch gerne von der sanfteren Seite. Schien damals die Freude am Experimentieren zu überwiegen, klingen die neuen Songs dagegen lustlos. Queens of the Stone Age drohen allmählich selber zu verstauben. Vielleicht liegt das auch an Hommes Lebensart, die nun ihren Tribut fordert.

Josh Homme wurde schon in die Wüste geschickt, bevor seine Karriere überhaupt begonnen hatte. In Palm Springs, einer Kleinstadt im Südosten Kaliforniens, wohnten Ende der 1980er



Homme fällt mehr mit seinem Lebensstil als mit seiner Musik auf.

KEVIN MAZUR / GETTY

Jahre vor allem alte Menschen. Eine Rentner-Oase, umgeben von felsigen Bergen und Dünen.

Der Teenager Homme und drei Freunde kamen auf die Idee, eine Rockband ins Leben zu rufen und Konzerte zu veranstalten. Um Konflikte mit der überalterten Bevölkerung zu

vermeiden, flüchtete die Band in die Wüste: mit Instrumenten, Verstärkern, benzinbetriebenen Stromaggregaten und viel Marihuana. Schnell bildete sich eine Szene. Weitere Bands wurden gegründet, die «Generator-Partys» sprachen sich herum, der Desert-Rock war geboren.

Homme, den sie wegen seiner rötlichen, nach hinten gegelten Haare «Ginger Elvis» nennen, war von Beginn weg die zentrale Figur. Mit seinem Gitarrenspiel prägte er das Genre wie kaum ein anderer. Homme stimmte sein Instrument um vier oder noch mehr Halbtonschritte hinab und benutzte für seine Gitarre einen Bassverstärker, was dem Sound zusätzlichen Druck verlieh. Desert-Rock zu charakterisieren, ist schwierig: Die Einflüsse reichen von Punk über Doom bis Psychedelic Rock. Was die Bands eint, sind der Bezug zur Wüste und der verbreitete Drogenkonsum, weshalb man auch von Stoner-Rock spricht.

Nach mehreren Umbenennungen hiess Hommes Band ab 1991 Kyuss. Zwar hat sie heute Kultstatus, aber der kommerzielle Durchbruch blieb ihr verwehrt. 1995, sieben Jahre nach der Gründung, löste sich Kyuss auf. Die meisten ehemaligen Bandmitglieder machen immer noch Musik, den Sprung aus der Nische hat aber nur Josh Homme geschafft.

Nach der Kyuss-Ära gründete Homme mit Queens of the Stone Age eine der bekanntesten und erfolgreichsten Rockbands der letzten Jahrzehnte. Drogen, Sex und jede Menge Spass sei die Botschaft, titelte der «Spiegel» im Jahr 2000. Josh Homme sagte dem Magazin: «Besucht uns hinter der Bühne, sauft euch ins Koma, habt schönen Sex miteinander.»

## Eskapaden statt Kreativität

In einer Welt, in der auch junge Menschen Werte wie Gesundheit, Achtsamkeit und sprachliche Korrektheit predigen, hat der Drogen liebende, auffällige, machohaft Rockstar eigentlich ausgedient. Dass Josh Homme trotzdem so erfolgreich ist, erstaunt, verkörpert er diese Figur doch wie nur wenige. Das Klischee eines Rockstars umfasst mehr als die Tatsache, mit Rockmusik berühmt geworden zu sein. Keith Richards, Jim Morrison, Jimi Hendrix oder Ozzy Osbourne wurden auch für ihren rücksichtslosen, ungesunden und protzerischen Lebensstil gefeiert. Das ist heute verpönt.

Aber Rockstars bedienen auch eine Sehnsucht vieler, die den ganzen Tag arbeiten und sich um ihr Ansehen und ihre Zukunft sorgen. Im Unterschied dazu leben Rocker im Moment, biedernd sich nicht an, wollen nicht ge-

fallen, haben kein Interesse an einem ausgeglichenen und verantwortungsvollen Lebensstil. Genau dafür werden sie bewundert.

Bei Homme sind die Eskapaden allerdings besonders zahlreich und überschreiten oft die Grenzen dessen, was man als Bagatelle abtun könnte.

Rocker biedernd sich nicht an, wollen nicht gefallen. Genau dafür werden sie bewundert.

So ist in Videos zu sehen, wie er von der Bühne aus einer Fotografin die Kamera ins Gesicht kickt und wie er Fans hinunterstösst, wofür Homme sich später entschuldigte («I was a total dick»). 2004 zertrümmerte er im Backstage-Bereich eine Bierflasche auf dem Schädel eines anderen Sängers. Und bis heute beleidigt er immer wieder Fans, indem er sich meist des Sexualvokabulars bedient und es wahlweise mit der Freundin oder den verschiedenen Familienmitgliedern des Beleidigten kombiniert.

Andere Rockmusiker in Hommes Alter haben ihr Bad-Boy-Image längst abgelegt. Sie sind, wie etwa der Ex-Nirvana-Schlagzeuger Dave Grohl, zum Nice Guy mutiert – nicht so Josh Homme. Rockstar ist ein anstrengender, ungesunder Beruf. Er macht müde. Bei Homme überträgt sich diese Müdigkeit auf sein musikalisches Schaffen, das in den letzten Jahren an Kreativität eingebüsst hat. Es scheint, als habe er zu viel Energie für seine Eskapaden verbraucht.

Viele von Hommes Kollegen, die dem exzessiven Lebensstil nicht abschworen, erlebten ihren fünfzigsten Geburtstag nicht. Auch Homme wäre 2010 fast gestorben. Nach einer Knieoperation erlitt er einen Herzstillstand, konnte aber wiederbelebt werden. Im Mai feierte Homme seinen fünfzigsten Geburtstag. «Ginger Elvis» ist heute schon älter als der «echte» Elvis zum Zeitpunkt seines Todes.

# Meister des brutalen Dunkels

John Maxwell Coetzee zitiert in seinem Roman «Der Pole» das Ende der selbstverständlichen Liebe herbei

PAUL JANDL

Das tragische Schicksal der Menschheit: Wer Verstand hat, muss noch nicht verstehen. Und so ist das Dasein ein bekanntermassen unbequemer Ort der Missverständnisse und falschen Interpretationen. Das Werk des südafrikanischen Literaturnobelpreisträgers J.M. Coetzee kreist um Themen wie diese und hat seinerseits Trabanten der Interpretation an sich gezogen.

Wie meint es der Meister des brutalen Dunkels wirklich, fragen die Coetzee-Spezialisten und Essayisten, die jetzt mit dem neuen Roman vielleicht keinen Happen, aber immerhin ein Häppchen vor sich haben. 144 Seiten ist das Buch «Der Pole» schmal. Es geht darin um die grosse Liebe und damit folgerichtig auch um jede Menge Missverständnisse.

## Amouröser Überschwang

Der Nachname des Pianisten Witold Walczykiewicz ist unaussprechbar. Anderes unsäglich. Seine Art, die als sentimental beliebte Musik Chopins ganz trocken aus dem Klavier zu meisseln. Und sein amouröser Überschwang. Nach nur einem Konzertabend in Barcelona will er sich in die Bankiersgattin

Beatriz verliebt haben, die ehrenamtlich im privaten Kunstverein ist, der die Veranstaltung organisiert hat.

Sie bringe ihm Frieden, sagt der Maestro ganz ungeniert und plötzlich in seinem schlechten Englisch. Eher irritiert als beeindruckt, denkt die Bankiersgattin: «Sie bringen mir Frieden – was für ein Unsinn!» Und: «Ich verkörpere weder Frieden noch sonst etwas.»

Was die Mittvierzigerin Beatriz allerdings verkörpert: einen Altersunterschied von dreissig Jahren. Der Pianist ist über siebzig und lässt am Klavier nicht nur die Saiten schwingen, sondern auch seine imposante weisshaarige Frisur. Sonst sind ihm die Spuren des Alters deutlich anzumerken.

Der Roman «Der Pole» ist eine Art Lebensabschnitts-Endspiel: Witold will noch einmal etwas erleben, Beatriz nichts mehr. Sie hat sich eingerichtet in einer anspruchlosen Ehe und ökonomischer Sorglosigkeit. Getrennte Schlafzimmer, kein Sex mehr. Keine Überraschungen!

Unter diesem Horizont ist der knorrige Pianist, der auf den Bühnen der Welt seine Abschiedsrunden dreht, aber genau das: eine schmeichelhafte Überschwang. An die ihm eigentlich Unbekannte schreibt er ungelente Liebes-

mails. Er will mit Beatriz an brasilianischen Stränden liegen und übernimmt eine Gastprofessur in Spanien, um in ihrer Nähe zu sein.

Man trifft sich erst noch ganz im Rahmen der Schicklichkeit, aber bald sieht man sich im Sommerhaus des Bankiers auf Mallorca wieder. In drei Nächten darf der Pianist ins Zimmer von Beatriz klettern und seinen nackten Körper in ihr Bett schieben. Das, was nur Minuten dauert, lässt sie mit sich geschehen.

Sie beobachtet den alten Mann und sich, und damit sind wir schon bei dem, worum es im Roman «Der Pole» eigentlich geht. Um die rituellen Versuche des Verstehens im Sozialgeschehen. Liebe, so Coetzees theoretisches Grundgerüst, ist ohnehin nichts anderes als Gefühls-hermeneutik. Man versucht, im anderen und zugleich in sich selbst zu lesen. Auf raffinierte Weise spielt der Nobelpreisträger das in seinem Roman durch.

Die Hürden des Verstehens liegen in getrennten Alters- und Lebenserfahrungen und in zwei Sprachen, die durch nichts verbunden sind: dem Spanischen und dem Polnischen. Die Übersetzung des Gemeinten ins Englische ist anfällig für Sinnstörungen. Wo liegt der Fehler? In Herrn Walczykiewicz's Grammatik der Emotionen oder in verstörenden

polnischen Wendungen? Vielleicht ist einfach das Englisch des Pianisten dramatisch schlecht. Und dann kommt er auch noch mit der Kunst daher. Beatriz sei für ihn, was die angebetete Beatrice für Dante war. Unerreichbares Trugbild mit gefährlich realen Folgen.

## Ein Winter des Vergnügens

«Der Pole» liefert eine Psychosomatik der Liebe und der Literatur. Geschickt zitiert Coetzee alles Mögliche herbei. Er lässt das Paar auf Mallorca Ehebruch begehen, wo dereinst Chopin und die Schriftstellerin George Sand einen harten Winter des Vergnügens hatten. Der Pianist des Romans schreibt selbst anspielungsreiche Gedichte. Auf Polnisch. Die ihr vermachte Lyrik muss Beatriz dann in Barcelona zur Übersetzerin bringen, um zu wissen, worum es darin geht.

Konzentriert setzt J.M. Coetzee sein theoretisches Programm um und hat im Deutschen die grossartige, auf feinste Nuancen geeichte Übersetzerin Reinhild Böhnke neben sich. Aus paragrafenhaften Passagen ist eine Geschichte zusammengesetzt, in deren verspielte Klugheit vielleicht auch noch ein tatsächlich rätselhafter Blitz hätte ein-

schlagen können. Der Pianist stirbt, ohne dass ihn Beatriz nach dem Mallorca-Abenteuer hätte wiedersehen wollen. Die Kiste mit 85 schwärmerischen Gedichten muss sie sich in einem ärmlichen Warschauer Plattenbau abholen. Wenn der Pianist sich als Dante sah, dann war das eine grobe Fehleinschätzung seiner selbst.

Der Traum von der selbstverständlichen Liebe ist in «Der Pole» auf aufklärerische Art ausgeträumt. Es gibt sie nicht. Es gibt sie nur in für Irrtümer anfälligen Übersetzungen, in pathetischen Konstruktionen des Ichs. Ohne Zweifel hat der mittlerweile 83-jährige John Maxwell Coetzee einen Alters- und Künstlerroman geschrieben.

An einer der schönsten Stellen des Romans kommt auch das Proletariat ins Spiel. Nichts weiss die mallorquinische Haushälterin von den amourösen Machenschaften ihrer Chefin. Auch das zwischen dieser und dem Pianisten gesprochene Englisch versteht sie nicht. Aber ein lebenskluger Blick genügt, und sie versteht alles.

J. M. Coetzee: Der Pole. Roman. Aus dem Englischen von Reinhild Böhnke. S.-Fischer-Verlag, Frankfurt 2023. 144 S., Fr. 29.90.

# Die Panzerstrasse von Moskau nach Berlin

Siebzig Jahre nach dem Aufstand in der DDR rückt der Kampf um Freiheit und Demokratie wieder in den Blick. Von Klaus-Rüdiger Mai

1954 erhob die Bundesrepublik den 17. Juni zum «Tag der deutschen Einheit». Damit zollte sie nicht nur dem Volksaufstand in der DDR Respekt, sondern wollte auch die deutsche Frage offenhalten. Marshall-Plan und Westintegration brachten dem Westen Wirtschaftswunder und wachsenden Wohlstand. Der Osten Deutschlands litt unter Reparationen und der Demontage ganzer Werke, die samt 36 000 Fachkräften mit ihren Familien in die Sowjetunion transportiert wurden, und wurde allmählich vergessen.

Mit dem Feiertag des 17. Juni wussten viele Bundesbürger im Laufe der Zeit immer weniger anzufangen. Der Feiertag verlor auch deshalb an Gewicht, weil viele im Westen bis zum Herbst 1989 glaubten, dass die Geschichte ein für alle Mal über die deutsche Frage entschieden habe.

Heute ist er nur noch ein Gedenktag, dabei wäre es wichtig, die Erinnerung an den 17. Juni 1953 wiederzubeleben. Denn die Demokratie ist gefährdet, wo allzu schnell über die Einschränkung von Freiheitsrechten nachgedacht, wo Widerspruch als undemokratisch difamiert wird, oder wenn man in Moskau wieder meint, politische Tatsachen durch den Einsatz von Panzern schaffen zu können.

## Aufstand der Arbeiterklasse

Für die SED bedeutete der Aufstand vom 17. Juni 1953 eine Blamage: weil er nicht von Studenten, nicht von Bürgern ausging, sondern von der Arbeiterklasse, deren Avantgarde die SED doch sein wollte. Nach marxistischer Lehre hätte der Volksaufstand, der im Kern ein Arbeiteraufstand war, also gar nicht stattfinden dürfen. Wie sollte man das Unerklärliche erklären?

Viele Intellektuelle und Künstler, die sich an den Feuern der Utopie die Hände wärmten, lehnten denn auch den Aufstand ab und schickten panegyrische Ergebenheitsadressen an Walter Ulbricht – unter ihnen Paul Dessau, Bertolt Brecht, Anna Seghers, Friedrich Wolf, Erich Loest. In diesen Junitagen kam die Wahrheit zum Vorschein, wonach die Diktatur des Proletariats nur eine Diktatur über das Proletariat war.

Brecht notierte, als einen ersten Versuch, das Geschehene zu verarbeiten, am 20. August 1953 in sein Arbeitsjournal: «Der 17. Juni hat die ganze Existenz verfremdet. In aller ihrer Richtungslosigkeit und jämmerlichen Hilflosigkeit zeigen die Demonstrationen der Arbeiterschaft immer noch, dass hier die aufsteigende Klasse ist. Nicht die Kleinbürger handeln, sondern die Arbeiter. (...) Alles kam darauf an, die erste Begegnung voll auszuwerten. Das war der Kontakt. Er kam nicht in der Form der Umarmung, sondern des Faustschlages.»

Doch die SED wollte nichts auswerten. Als der Sekretär des Schriftstellerverbandes, der Dichter Kurt Barthel, der sich KuBa nannte, die Arbeiter väterlich abkanzelte, platzte Brecht der Kragen. Er verfasste das – allerdings zu seinen Lebzeiten nicht veröffentlichte – Gedicht «Die Lösung»: «Nach dem Aufstand des 17. Juni / Liess der Sekretär des Schriftstellerverbands / In der Stalinallee Flugblätter verteilen / Auf denen zu lesen war, dass das Volk / Das Vertrauen der Regierung verscherzt habe / Und es nur durch verdoppelte Arbeit / zurückerobern könne. Wäre es da / Nicht doch einfacher, die Regierung / Löste das Volk auf und / Wähle ein anderes?»

## Die Wahlvorschläge der Partei

Brecht bezeichnete übrigens im Gegensatz zur DDR-Propaganda und zur späteren Geschichtsschreibung der DDR den 17. Juni nicht als einen Putsch, sondern als Aufstand.

Auf der 15. Tagung des Zentralkomitees der SED, die vom 24. bis zum 26. Juli 1953 stattfand, behauptete die SED, dass



Die sowjetische Militärverwaltung verhängte am 17. Juni 1953 den Ausnahmezustand in 167 von 217 Land- und Stadtkreisen der DDR. Leipziger Strasse in Ostberlin. AP

für den Zeitpunkt des «faschistischen Putsches» am 17./18. Juni «internationale Gründe entscheidend» waren – wegen eines angeblich zunehmenden Widerstands in Westdeutschland «gegen die amerikanische Bevormundung im kapitalistischen Lager selbst».

Nach Auffassung der SED bildete die Diktatur des Proletariats, also die Diktatur der Parteiführung, die höchste Form der Demokratie. Wer es wagte, die SED zu kritisieren, griff aus ihrer Sicht die Demokratie an und wurde als Feind der Demokratie markiert. Als demokratisch galten nur die Parteien des demokratischen Blocks, Nationale Front genannt. Dieser legte zu den jeweiligen Wahlen einen gemeinsamen Wahlvorschlag vor, in dem bereits geregelt war, wie viele Mandate die Parteien und Massenorganisationen bekamen. Die Bürger besaßen nur die Wahl, diesen Wahlvorschlag in seiner Gesamtheit anzunehmen oder abzulehnen.

## SED unter Zugzwang

Die Ablehnung des Wahlvorschlages galt als antidemokratisch und staatsfeindlich – demjenigen, der das wagte, drohten Repressalien. Bereits das Aufsuchen der Wahlkabine galt als staatsfeindlich, als undemokratisch und gab einen Hinweis, dass man den Wahlvorschlag ablehnte. So suchte also kaum jemand die Wahlkabine auf. Die Wahlen verliefen weder frei noch geheim.

Die SED behauptete im Sommer 1953, dass der «Putschversuch» gescheitert sei, weil die Mehrheit der DDR-Bevölkerung, besonders der Arbeiterklasse, die Provokateure nicht unterstützt, «sondern energisch zurückgewiesen» habe.

Da es deutlich war, dass der SED in der Hauptsache Arbeiter gegenüberstanden, konnte sie diesen Fakt nicht einfach ignorieren und sah sich gezwungen, eine Erklärung zu liefern: «Ausserdem bestanden in einigen Städten (...) illegale Organisationen aus ehemaligen

SPD-Mitgliedern, die noch immer den arbeiterfeindlichen Auffassungen des Sozialdemokratismus anhängen.»

Zugetragen hatte sich aber in Wahrheit Folgendes: Nachdem die Gewerkschaftszeitung «Tribüne» am Morgen des 16. Juni die Erhöhung der Arbeitsnormen (um zehn Prozent für gleichen Lohn) noch in den höchsten Tönen gerechtfertigt hatte, setzte sich in der Stalinallee bereits eine Gruppe von 80 Bauarbeitern in Bewegung, denen sich immer mehr Berliner anschlossen. Am frühen Nachmittag befanden sich bereits 10 000 Demonstranten auf der Strasse. Gegen Mittag war die Normerhöhung schon zurückgenommen worden. Doch inzwischen forderten die Demonstranten auch freie und geheime Wahlen.

## Politische Forderungen

Immer stärker verdrängten die politischen Forderungen die wirtschaftlichen. Im Protest gegen Walter Ulbricht – «Es hat keinen Zweck, der Spitzbart muss weg» – wurde die Forderung laut, dass die SED die Macht aufgibt und endlich, wie es einmal versprochen worden war, freie Wahlen stattfinden.

Inzwischen liess sich Stalins Geheimdienstchef Lawrenti Beria minuziös über die Entwicklung in Ostberlin berichten. In Moskau war man alarmiert, es setzte sich die Meinung durch, dass die deutschen Genossen unfähig seien, den Staat zu führen.

Am 17. Juni versammelten sich viele Berliner im Zentrum von Ostberlin, Streiks fanden nun in der ganzen DDR statt, in Magdeburg, in Halle, im mitteldeutschen Industriegebiet, in Dresden, in Görlitz, in Thüringen. Bereits am Vormittag hatten die Russen Panzer zusammengezogen, gegen 13 Uhr verhängten sie den Ausnahmezustand. Aus der DDR kam die Meldung, dass die Bewegung auch auf andere Städte der Republik übergriffen habe.

Bei der Niederschlagung des Volksaufstandes kamen 16 sowjetische Divisionen zum Einsatz. Die Sowjets setzten auf brutale Einschüchterung. Obwohl das Kriegsrecht herrschte, versammelten sich in einzelnen Städten wie in Halle Menschen. Aber unter massivem Zwang wurden die Arbeiter genötigt, die Arbeit wiederaufzunehmen. Nun war auch Ulbricht wieder sichtbar; er ordnete Vergeltungsmassnahmen an.

## Traumatische Folgen

Zwang, Druck, Justizwillkür, schlechte Versorgung, eine bevorstehende Ernährungskrise, verlogene Parolen und ein aufgrund der Planwirtschaft allzu langsamer wirtschaftlicher Aufbau, all dies hatte bis 1952 zu vernehmbarer Unzufriedenheit und schliesslich zum Aufstand 1953 geführt.

Die Folgen des 17. Juni waren traumatisch. Deshalb gehörte es 1989 zu den wichtigsten Informationen, die von Mund zu Mund gingen, dass diesmal die sowjetischen Panzer in den Kasernen blieben und nicht fahren würden.

Die sowjetischen Panzer hatten am Anfang der DDR gestanden und sie unter dem Regime gehalten; 1989 war das nicht mehr so, und die DDR verschwand.

Der Dichter Heiner Müller hat den Weg des Kommunismus in seinem Lehrstück «Wolokolamsker Chaussee» als Panzerstrasse von Moskau nach Berlin beschrieben. «Die Panzer unser letztes Argument», heisst es dort. Der 17. Juni ist nicht nur ein Tag, der an den Volksaufstand in der DDR erinnert. Er gemahnt heute auch daran, wie elementar Demokratie und Freiheit sind.

Klaus-Rüdiger Mai ist Schriftsteller. Soeben ist sein Buch über die Ereignisse und die Folgen rund um den Aufstand vom 17. Juni 1953 im Herder-Verlag erschienen: «Der kurze Sommer der Freiheit – Wie die DDR zur Diktatur wurde».



## Richtig investieren



An den Aktienmärkten herrscht Verunsicherung, die steigenden Zinsen rücken Anleihen wieder in den Blick der Investoren, und nachhaltiges Anlegen hat an Glanz eingebüsst. The Market zeigt, worauf an den Börsen zu achten ist.

- Seite 4: Aktien für die Ewigkeit: Welche Renditen Investoren langfristig erwarten können
- Seite 6: Wie Anleger erfolgreich ein Vermögen aufbauen
- Seite 8: Simona Mocuta: «Das Fed kann 2024 die Zinsen deutlich senken»
- Seite 10: Was bei Investments in Anleihen zählt
- Seite 12: Worauf es bei ESG ankommt
- Seite 14: Neun Prinzipien für die Aktienanlage

## ATTRAKTIVE RENDITE AUF USD-CASHBESTÄNDE



**WEITERE  
INFORMATIONEN  
ZU UNSEREN ETP+**  
[https://sp.leonteq.com/  
news/all/etp-exchange-  
traded-product](https://sp.leonteq.com/news/all/etp-exchange-traded-product)



**058 800 1111**

LEONTEQ SECURITIES AG  
Public Solutions  
Europaallee 39 | 8004 Zürich  
Telefon 058 800 1111  
[info@leonteq.com](mailto:info@leonteq.com) | [sp.leonteq.com](https://sp.leonteq.com)

### WERBUNG

PARTIZIPATION | BÖRSLICH HANDELBAR

## GEHT DIE ZINSWENDE AUCH AN IHREN US-DOLLAR VORBEI?

Der Leonteq USD Overnight Return Index bezieht sich auf die Secured Overnight Financing Rate (SOFR), den Referenzzinssatz für Overnight-Transaktionen im US-Dollar-Repomarkt. Die SOFR ist mit der geldpolitischen Wende in den USA aus einer jahrelangen Lethargie erwacht. Seit März 2022 hat das Fed die Zinsen insgesamt zehnmals erhöht. In entsprechend vielen Stufen ging es mit dem Referenzzins nach oben. Der Leonteq USD Overnight Return Index «sammelt» die Verzinsung der US-SOFR an. Konkret steigt der Leonteq USD Overnight Return Index pro Kalendertag um 1/360 des Referenzzinssatzes. Am 09. Juni 2023 stand die SOFR bei 5.05%, das bedeutet, dass der Leonteq USD Overnight Return Index sich täglich um circa 1.4 Basispunkte erhöht.

Der Anleger trägt das Kreditrisiko der Emittentin Leonteq (Rating: Fitch BBB-). Der jeweils aktuelle Gegenwert des ETP ist mit einem Pfand (Collateral) besichert, das bei SIX SIS AG hinterlegt ist.

### Wir haben die Lösung für Sie: ETP+ auf den Leonteq USD Overnight Return Index

- Attraktive Rendite auf USD-Cashbestände
- Täglicher Handel an der SIX Swiss Exchange
- Keine Mindesthaltedauer
- Innovative Pfandbesicherung mit SIX
- Kein Durationsrisiko

### AN DER SIX SWISS EXCHANGE HANDELBAR: EXCHANGE TRADED PRODUCT

BASISWERT	BRIEFKURS*	LAUFZEIT	VALOR / SIX SYMBOL
Leonteq USD Overnight Return Index	USD 108.22	Open end	126132756 / USDO

**Minimaler Anlagebetrag** 1 Produkt  
**Treuhänder** SIX Repo AG, Schweiz  
**Emittentin** Leonteq Securities AG (Rating: Fitch BBB-)

**Administrationsgebühr** 0.30% p.a.  
**Verwahrstelle** SIX SIS AG, Schweiz  
**Emissionspreis** USD 107.423

Die in diesem Dokument erwähnten Finanzprodukte sind derivative Finanzinstrumente. Sie qualifizieren nicht als Anteile einer kollektiven Kapitalanlage im Sinne der Art. 7 ff. des Schweizerischen Bundesgesetzes über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) und sind daher weder registriert noch überwacht von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA. Anleger geniessen nicht den durch das KAG vermittelten spezifischen Anlegerschutz.

\* Stand: 12.06.2023, Quelle: Leonteq Securities AG

### ECHTLICHER HINWEIS

Bei diesem Dokument handelt es sich um Werbung im Sinne von Art. 68 FIDLEG. Diese Publikation dient nur zu Informationszwecken und stellt weder eine Empfehlung zum Erwerb von Finanzprodukten noch eine Offerte oder Einladung zur Offertstellung dar und ist kein Research. Alle Angaben sind ohne Gewähr. Bei Produkten, welche nicht unter COSI® begeben werden, sind die Anleger dem vollen Kreditrisiko der Emittentin [resp. der Garantiegeberin] ausgesetzt. Die gemachten Angaben ersetzen nicht die vor dem Eingehen von Derivategeschäften in jedem Fall unerlässliche und an der Kundensituation ausgerichtete Beratung durch einen Finanzberater.

Diese Publikation ist weder ein vereinfachtes Prospekt im Sinne des Art. 5 KAG gemäss dem Wortlaut unmittelbar vor Inkrafttreten des Schweizer Finanzdienstleistungsgesetzes («FIDLEG»), noch ein Prospekt gemäss Art. 40 FIDLEG, noch ein Emissionsprospekt im Sinne des Art. 1156 OR. Die massgebende Produktdokumentation kann direkt bei Leonteq Securities AG unter Tel. +41 (0)58 800 1111, Fax +41 (0)58 800 1010 oder über E-Mail [termsheet@leonteq.com](mailto:termsheet@leonteq.com) bezogen werden.

Verkaufsbeschränkungen bestehen für den EWR, Hongkong, Singapur, die USA, US persons und das Vereinigte Königreich (die Emission unterliegt schweizerischem Recht).

Die Performance der den Finanzprodukten zugrunde liegenden Basiswerte in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung dar. Der Wert der Finanzprodukte untersteht Schwankungen des Marktes, welche zum ganzen oder teilweisen Verlust des Investments in die Finanzprodukte führen können. Der Erwerb der Finanzprodukte ist mit Kosten/Gebühren verbunden. Leonteq Securities AG und/oder ein verbundenes Unternehmen können in Bezug auf die Finanzprodukte als Market Maker auftreten, Eigenhandel betreiben sowie Hedging-Transaktionen vornehmen. Dies könnte den Marktkurs, die Liquidität oder den Marktwert der Finanzprodukte beeinträchtigen.

Soweit dieses Dokument Informationen zu einem verpackten Anlageprodukt für Kleinanleger und Versicherungsprodukt (PRIIP) enthält, ist in Übereinstimmung mit der Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 (PRIIPs Verordnung) ein Basisinformationsblatt (BIB) unter folgendem Link abrufbar: <https://www.priipkidportal.com/>.

Eine Wiedergabe - auch auszugsweise - von Artikeln und Bildern ist nur mit Genehmigung von Leonteq Securities AG gestattet. Jegliche Haftung für unverlangte Zusendungen wird abgelehnt.

© Leonteq Securities AG 2023. Alle Rechte vorbehalten.

Mitglied bei

## MEINUNG

# Künstliche Intelligenz: Déjà-vu?

Die Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich. Das zeigt sich derzeit bei der wachsenden Euphorie um das Thema künstliche Intelligenz. **Von Sandro Rosa**

Sorgen vor etwas mehr als zwanzig Jahren Technologie- und Internetkonzerne wie Sun Microsystems, Microsoft, Cisco, Intel und Dell für leuchtende Augen unter den Investoren, sind es heute Unternehmen, die zu den Pionieren der künstlichen Intelligenz (KI) zählen – Google, Meta, Microsoft, Marvell Technology oder Nvidia. Glaubt man den begeisterten Stimmen, steht der Weltwirtschaft ein gewaltiger Innovations- und Produktivitätsschub bevor.

So meinte Alphabet-CEO Sundar Pichai kürzlich in einem Interview mit dem US-Fernseher CBS, KI sei die «tiefgreifendste Technologie, an der die Menschheit je gearbeitet hat – tiefgreifender als Elektrizität oder Feuer oder alles, was wir in der Vergangenheit gemacht haben». Ins gleiche Horn stiess Sam Altman, der Chef von OpenAI, die ChatGPT entwickelt hat. Er meinte, dass sich die Menschheit «auf einer exponentiellen Kurve bewegt», die zu enormem Reichtum führe.

## Erste Ideen im 19. Jahrhundert

Künstliche Intelligenz ist freilich nichts Neues – der Ausdruck kam schon in den Fünfzigerjahren auf. Erste Ideen gehen auf Lady Ada Lovelace und Charles Babbage zu Beginn des 19. Jahrhunderts zurück. So sagte Lovelace eine Maschine voraus, die «komplizierte und wissenschaftliche Musikstücke von beliebiger Komplexität und beliebigem Umfang komponieren» werde. Inspiriert wurde sie von der von Charles Babbage 1834 entworfenen Analytical Engine. Auf der theoretischen Ebene nahm Lovelace diverse Konzepte der modernen Programmierung vorweg.

## «Die Einführung von ChatGPT hat das Thema KI quasi über Nacht wieder ins Bewusstsein gerufen»

Die Umsetzung in die Praxis begann allerdings erst ein Jahrhundert später mit Alan Turing, der 1936 zeigte, dass sich alle Rechenoperationen auf Kombinationen von Nullen und Einsen zurückführen lassen. Er war am Design des ersten modernen Computers beteiligt, der 1948 in Manchester gebaut wurde. Heute ist KI omnipräsent: in Computerspielen, Drohnen, Navigationssystemen, in der Suchmaschine von Google oder der virtuellen Assistentin Siri von Apple.

Aber erst die Einführung von ChatGPT Ende des vergangenen Jahres hat das Thema quasi über Nacht einer breiteren Öffentlichkeit ins Bewusstsein gerufen. Die Website hat innerhalb von zwei Monaten die Marke von 100 Mio. aktiven Nutzern überschritten. Die Fähigkeit sogenannter Large Language Models, auf natürliche Weise mit Menschen zu kommunizieren, hat ihre Popularität befeuert und gezeigt, wie mächtig die Technologie inzwischen geworden ist.

Ein wachsender Teil der Öffentlichkeit realisiert nun, dass KI über das Potenzial verfügt, die intellektuelle Leistungsfähigkeit der Menschen zu steigern und zu erweitern. So gelang es beispielsweise Forschern des Massachusetts Institute of Technology unter Einsatz von KI, ein neuartiges Antibiotikum zu kreieren, das in der Lage ist, bislang resistente Bakterienstämme abzutöten. Ebenfalls



eindrücklich war ein Bild, das vor kurzem Aufsehen erregte: Es zeigte Papst Franziskus im Stil eines Rappers in eine Daunenjacke gehüllt. Das Foto war nicht echt, es wurde mit Midjourney erstellt, einem Programm, das KI nutzt, um lebensnahe Bilder zu generieren.

Die sogenannte generative KI vermag nicht nur aus vergangenen Daten zu extrapolieren, sondern schafft es, Neues zu kreieren – seien es Texte, Bilder oder Musik. «Zum ersten Mal in der Geschichte wird die menschliche Intelligenz in direktem Wettbewerb mit der algorithmengesteuerten Rechenleistung stehen», sagt Chen Zhao, Chefstrategie der kanadischen Research-Boutique Alpine Macro.

Wird KI zu einer nie dagewesenen Steigerung des Wachstums führen? Wird sie den Menschen mehr Freizeit ermöglichen – und/oder die Mittelschicht in die Armut stürzen, weil ihre Jobs obsolet werden? Die Gefahr ist real, dass vor allem Bürojobs durch den vermehrten Einsatz von KI gefährdet sind. Gemäss dem neuesten Challenger Report wurde in den USA im Mai beim Abbau von rund 4000 Stellen erstmals KI als Grund angegeben.

Wie einschneidend die Auswirkungen sein werden, dürfte wesentlich davon abhängen, wie rasch der technologische Umbruch voranschreitet. Werden die Stellen nicht über Nacht verschwinden, wird sich der Arbeitsmarkt entsprechend anpassen, und neue Berufsbilder dürften entstehen. Hoffnung macht die Studie einer Gruppe von Ökonomen um David Autor, die zum Schluss kommt, dass rund 60% der Arbeitsplätze im Jahr 2018 in Berufszweigen zu finden waren, die es 1940 noch nicht gab.

Die negativen Effekte der KI könnten indes weitreichender sein. Kennen Sie den «Büroklammer-Maximierer», ein Gedankenexperiment des schwedischen Philosophen Nick Bostrom? Darin wird eine KI programmiert, um exakt eine Aufgabe zu erfüllen: Sie soll möglichst viele Büroklammern herstellen. Das klingt harmlos. Doch konsequent zu Ende gedacht, würde eine solche KI schliesslich alle Ressourcen der Erde zu diesem einen Zweck verbrauchen. Noch schlimmer: Fehlen ethische Leitplanken, wird die KI bald realisieren, dass die Menschen ein potenzielles Risiko darstellen, da sie dereinst entscheiden könnten, die KI zu stoppen. Dann würde aber das Ziel der maximalen Büroklammerproduktion nicht mehr erreicht. Ergo muss die Menschheit ausgelöscht werden.

Vor diesem Hintergrund veröffentlichte das Future of Life Institute am 22. März einen offenen Brief, in dem es zu einem sechsmonatigen Moratorium in der KI-Forschung aufrief, damit wir mehr Zeit haben, um verbindliche Regeln für die Weiterentwicklung aufzustellen. Zu den Unterzeichnern gehören auch

Tesla-Chef Elon Musk und Apple-Mitgründer Steve Wozniak.

«Unter der Annahme, dass die Menschheit den Übergang zur superintelligenten KI überlebt, könnten die Auswirkungen auf das Wachstum vergleichbar sein mit denen, die zuerst während der landwirtschaftlichen und später während der industriellen Revolution auftraten. Beide brachten eine dreissig- bis hundertfache Steigerung des Wachstums im Vergleich zur vorherigen Epoche», bringt Peter Berezin von BCA Research die beiden Extreme auf den Punkt.

## Was bedeutet es für Anleger?

Wir massen uns nicht an, die Konsequenzen der zunehmenden Ausbreitung von KI zu prognostizieren. Gerade wegen der enormen Spannweite an Möglichkeiten sind der Fantasie kaum Grenzen gesetzt. Das ist ein fruchtbarer Boden für Euphorie.

Müssen Anleger nun also ebenfalls in Unternehmen im KI-Umfeld investieren, um vom erwarteten Wachstum zu profitieren? Auf den ersten Blick erscheint es naheliegend, in die grossen US-Technologiekonzerne zu investieren, die zu den vermeintlichen Profiteuren des Trends gehören werden: Halbleiterkonzerne wie Nvidia, die die wichtigste Hardware liefern, aber auch Plattformunternehmen wie Alphabet, Amazon, Microsoft und Meta sowie in China Alibaba, Baidu und Tencent, die über umfangreiche Daten verfügen, mit denen sie die Algorithmen trainieren können.

## «Paradoxe Weise könnten Sachwerte wie Rohstoffe zu den Gewinnern der KI-Revolution werden»

Allerdings waren sich viele Investoren auch während der Technologieblase zur Jahrtausendwende sicher, wem die Zukunft gehören wird. Und dennoch existieren damalige «Gewinner» wie Worldcom oder Lucent Technologies heute nicht mehr. Wer weiss, ob der rasche technologische Wandel nicht viele bestehende Technologien überflüssig macht, wodurch die heutigen Googles zu den Yahoos von morgen werden?

Man sollte auch nicht vergessen, dass von den damaligen Superstar-Unternehmen nur Microsoft heute zu einem höheren Kurs als damals handelt – obwohl auch das Internet Gesellschaft und Arbeitswelt revolutioniert hat. Von den übrigen sind nicht wenige ver-

### In Kürze:

- Das Thema KI beflügelt die Fantasie an den Börsen
- Klare Parallelen zur Dotcom-Blase von Ende 1999
- Für Anleger gilt: Vorsicht vor hohen Bewertungen

\* = Gleiches Briefing wie Titelseitenfoto, verarbeitet von der künstlichen Intelligenz DALLE-E 2.

schwunden (Nortel Networks), für ein Butterbrot übernommen worden (Sun Microsystems) oder verharren weit unter ihrem damaligen Höchst (Cisco Systems, Intel).

Wer in der Dotcom-Blase die Aktien von Sun Microsystems zu einem Kurs-Umsatz-Verhältnis von 10 gekauft hatte, holte sich eine blutige Nase. Der heutige Star des KI-Booms, Nvidia, handelt an der Börse zum 37-fachen Umsatz und zu einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von rund 200. Ob es für die Anleger besser ausgehen wird als vor 23 Jahren?

Paradoxe Weise könnten gerade Sachwerte wie Rohstoffe und Immobilien zu den Gewinnern der KI-Revolution werden. Wenn nämlich die Produktivität – und damit der Wohlstand – dank KI tatsächlich rasant zunimmt, gewinnen Faktoren, deren Menge limitiert ist, an Wert. KI mag den Output von Programmierern potenzieren und die Geschwindigkeit, mit der Sachbearbeiter Anfragen bearbeiten, vervielfachen – Rohstoffe und Boden kann aber auch sie nicht mehren.

Der verstärkte Einsatz von KI dürfte tatsächlich zu effizienteren Prozessen und niedrigeren Kosten führen, was eine Ausweitung der Produktion erlauben dürfte, was wiederum deflationäre Kräfte wecken könnte. Doch wie frühere Innovationen zeigen, vergeht zwischen Einführung und Effizienzgewinnen immer eine gewisse Zeit. Es würde deshalb nicht überraschen, wenn die Früchte der künstlichen Intelligenz erst gegen Ende der Dekade geerntet werden können. Kein Grund also, dem KI-Trend blind nachzuzurrennen.



**Sandro Rosa**

Stv. Chefredaktor und Gründungspartner von The Market. Seine journalistischen Spezialgebiete sind Aktienstrategie, Anlegerstimmung und Factor Investing.

Kontakt: [sandro.rosa@themarket.ch](mailto:sandro.rosa@themarket.ch)  
Twitter: [@NomeDelRosa](https://twitter.com/NomeDelRosa)

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/y23](https://go.themarket.ch/y23)



## ANALYSE

# Aktien für die Ewigkeit: Welche Renditen Anleger langfristig erwarten können

Die Unsicherheit an den Börsen ist gross: Inflation, geopolitische Spannungen und taumelnde Banken sorgen für Nervosität. Der Blick zurück zeigt jedoch, dass Anleger für das Eingehen von Risiken angemessen entschädigt wurden. **Von Sandro Rosa**

Aktien sind nichts für schwache Nerven. Das hat das vergangene Jahr eindrücklich gezeigt: Nachdem das Narrativ der Notenbanken der «vorübergehenden Inflation» unglauwbüdig geworden war, mussten die Währungshüter energisch Gegensteuer geben. So erhöhte die US-Notenbank Fed die Leitzinsen 2022 in sieben Schritten auf ein Zielband von 4,25 bis 4,5% (nach drei weiteren Anhebungen in diesem Jahr liegt es nun bei 5 bis 5,25%).

Dieser Zinsschock wurde von den Aktienmärkten nicht goutiert. Gemessen am Swiss Performance Index (SPI) – er berücksichtigt auch die Dividenden – haben Schweizer Aktien 2022 16,9% verloren. Andere Aktienindizes, etwa den US-Leitindex S&P 500 oder den MSCI Emerging Markets, traf es noch heftiger.

## Vier Einbrüche seit 2000

Nach Abzug der Inflation resultierte beim SPI sogar ein realer Verlust von 18,8%. Damit hat das Börsenbarometer mehr als den gesamten Zuwachs des Jahres davor preisgegeben. Dank der Erholung seit Ende September notiert der SPI mittlerweile wieder auf rund 15'000 Punkten und somit ziemlich genau dort, wo er sich schon vor zwei Jahren befand.

«In 70% aller Jahre warfen Schweizer Aktien eine positive Rendite ab»

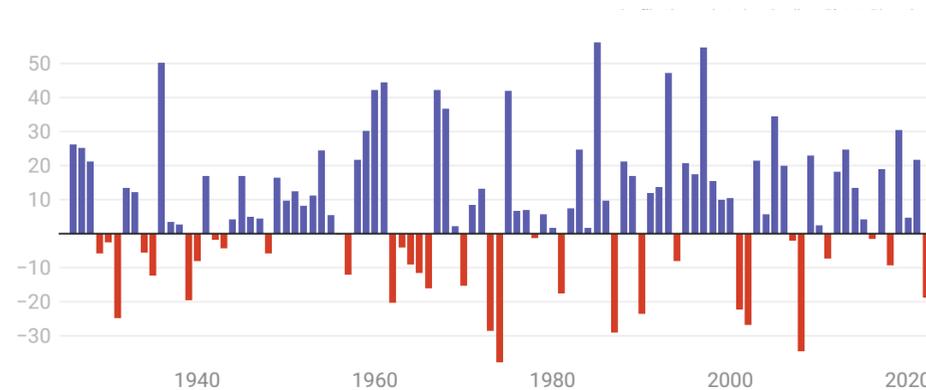
Pessimisten können zu Recht darauf verweisen, dass Marktteilnehmer damit bereits den vierten heftigen Kurseinbruch seit 2000 hinnehmen mussten. Zur Jahrtausendwende platzte die Technologieblase, 2008/2009 kam es zur grossen Finanzkrise, 2020 sorgte die Pandemie für happige Verluste, und im vergangenen Jahr belasteten die erwähnten Zinserhöhungen. Wer sich an die vereinfachte Definition eines Kurssturzes von mindestens 20% hält, kann sogar von vier Bärenmärkten sprechen. Sollten Anleger demnach besser die Hände von Aktien lassen? Nicht, wenn sie ihr Vermögen erhalten und mehren möchten. Denn all diesen Rückschlägen und Krisen zum Trotz ist der SPI von rund 4850 Punkten im Januar 2000 auf derzeit 15'000 Punkte geklettert, was einer Gesamtrendite von 210% oder 5,2% pro Jahr entspricht.

## Der Blick zurück

Und so eindrücklich und beunruhigend die Börseneinbrüche jeweils waren: Im historischen Kontext erscheinen sie als blosse Korrekturen in einem klaren Aufwärtstrend. So sind Schweizer Aktien in den vergangenen bald hundert Jahren von 100 auf 144'342 Zähler geklettert (vgl. Grafik 2). Die annualisierte Durchschnittsrendite beträgt laut der Genfer Privatbank Pictet von 1926 bis Mitte Juni 2023 rund 7,8%, nach Abzug der Teuerung sind es immer noch stattliche 5,7%. Mit einer solchen Rendite verdoppelt sich ein Vermögen real alle zwölfeinhalb Jahre. Schweizer Anleihen warfen in derselben Zeit lediglich 4% ab – abzüglich der Inflation resultieren noch 2%. Eine Verdoppelung des Vermögens dauert mit einer solchen Rendite 35 Jahre.

## 1) Reale Rendite für Schweizer Aktien pro Kalenderjahr

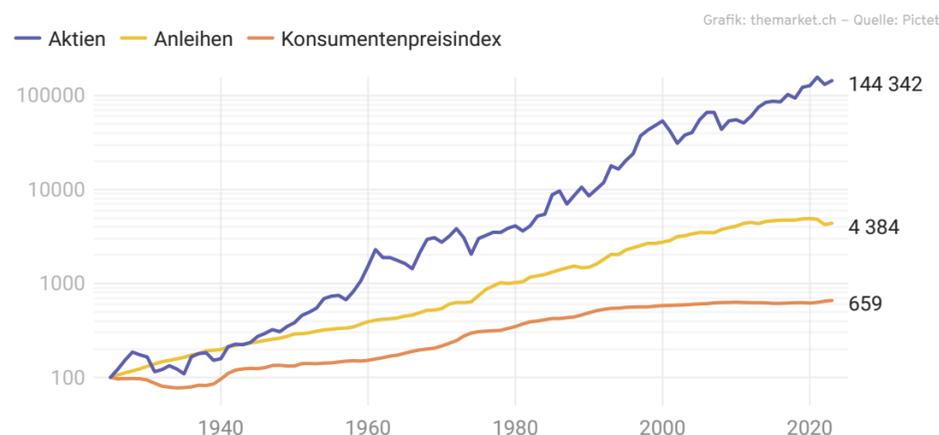
Gesamtrendite inkl. Dividenden und nach Abzug der Inflation, in %



Für 2023 wurde die Rendite des Swiss Performance Index bis zum 9. Juni verwendet.

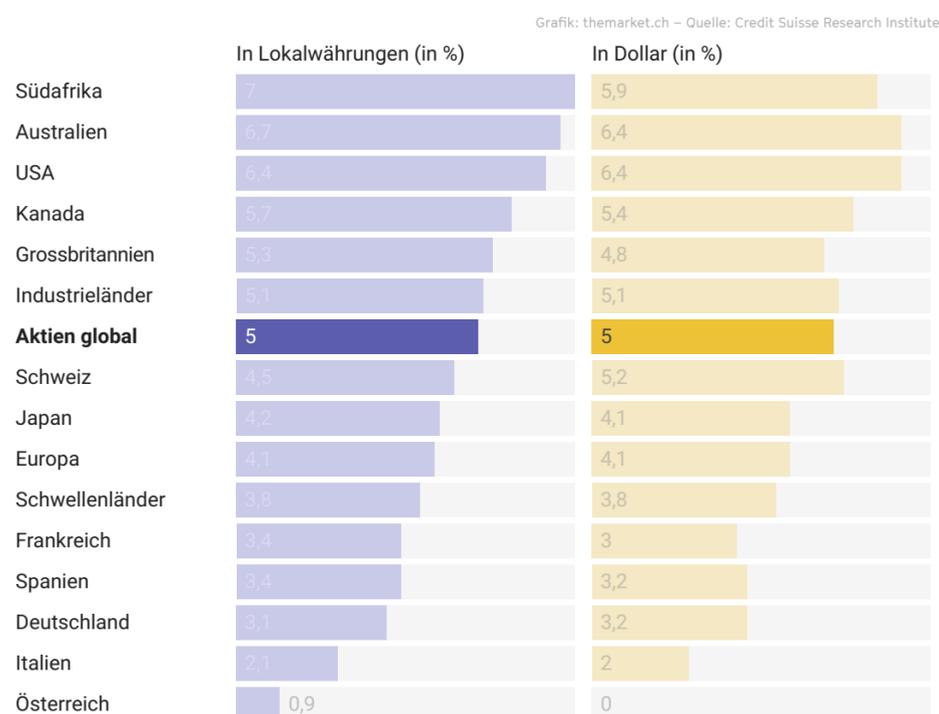
## 2) Langfristig führt kein Weg an Aktien vorbei

Nominale Wertentwicklung von Aktien und Obligationen im Vergleich zum Konsumentenpreisindex in der Schweiz (1926 bis Juni 2023, auf 100 indexiert, logarithmische Skala)



## 3) Beträchtliche Spannweite bei den langfristigen Renditen

Durchschnittliche reale Aktienrendite inkl. Dividenden p. a. von 1900 bis 2022



Und so schmerzhaft das vergangene Jahr war, ein Blick auf die Verteilung der Jahresrenditen zeigt, dass die Wahrscheinlichkeit langfristig aufseiten der Anleger steht: In etwa 70% aller Jahre warfen Schweizer Aktien eine positive Rendite ab. Insgesamt elf Mal erzielten sie eine Performance von mehr als 30%, drei Mal

überstieg sie 50% (vgl. Grafik 1). Zwar war 2022 ein Jahr zum Vergessen, aber 2019 und 2021 waren Glanzjahre für Börsianer – und heuer verzeichnete der SPI ebenfalls deutliche Kursavancen. Zudem nehmen die Verlustrisiken auf lange Sicht rapide ab. Anleger mit einem Horizont von zehn Jahren hätten

## In Kürze:

- Renditeerwartung an Aktien sinkt zwar
- Doch Verlustrisiken nehmen auf lange Sicht rapide ab
- Aktien dürften die beste Anlageklasse bleiben

seit 1926 nur dann eine negative Rendite erzielt, wenn sie 1928, 1929 oder 1930 – also just zur Grossen Depression – investiert hätten. Anleger, die seit 1926 für mindestens vierzehn Jahre investierten, haben mit hiesigen Aktien nie einen Verlust eingefahren.

## Schweizer Aktien im Mittelfeld

Im internationalen Vergleich bewegen sich hiesige Aktien im Mittelfeld, wie Zahlen des Credit Suisse Research Institute zeigen. Seine Daten beginnen 1900 und reichen damit noch etwas weiter zurück als diejenigen von Pictet. In den vergangenen 122 Jahren haben Aktien global nach Abzug der Inflation und inklusive der Dividenden eine mittlere jährliche Rendite von 5% erzielt (in Dollar), Schweizer Titel kommen auf einen Wertzuwachs von 4,5% (blaue Balken in Grafik 3).

«Globale Aktien erzielen eine mittlere jährliche Rendite von 5%»

Rohstoffreiche Märkte wie Südafrika (7%), Australien (6,7%) und Kanada (5,7%) belegen die Spitzenplätze. Die US-Börse gehört mit einer annualisierten Rendite von 6,4% ebenfalls zu den besten Aktienmärkten. Rechnet man die Schweizer Performance in Dollar um, verbessert sich die Rendite auf 5,2% pro Jahr, da sich der Greenback über die Jahre zum Franken deutlich abgeschwächt hat (gelbe Balken).

Allerdings sind ansprechende Renditen auch auf lange Sicht nicht in Stein gemeisselt. So haben italienische Aktien in Lokalwährung seit 1900 im Schnitt bloss 2,1% pro Jahr abgeworfen, in Franken umgerechnet bleibt die Performance sogar hinter derjenigen von Schweizer Anleihen zurück. Österreichische Aktien sind im Mittel weniger als 1% avanciert – ein Verlustgeschäft für Frankenleger. Auch deutsche Aktien vermochten nicht zu überzeugen. Kriege und Inflation hinterlassen ihre Spuren und verdeutlichen die Bedeutung einer internationalen Diversifikation. Wer in russische Aktien investiert hat, kann ein Lied davon singen.

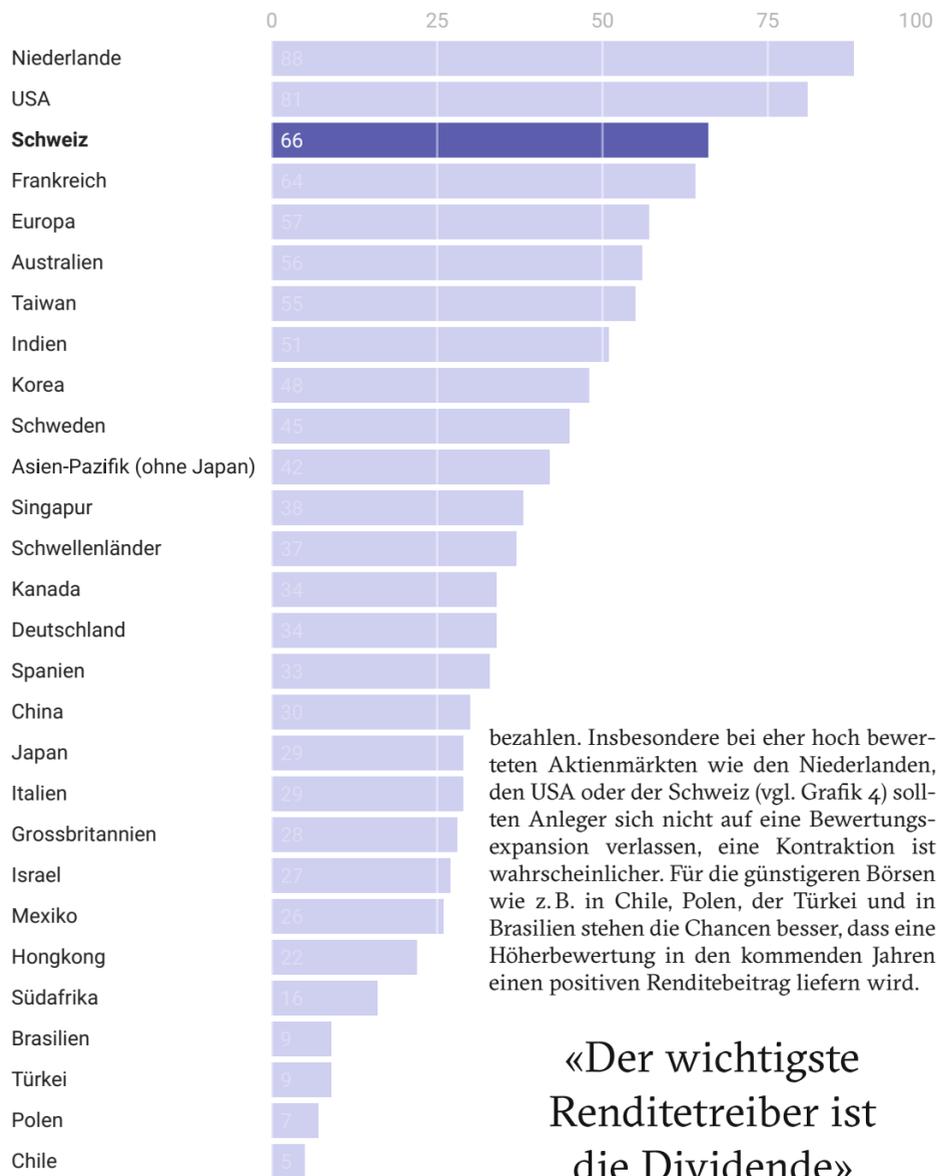
## Der Blick nach vorn

Wie heisst es jedoch so schön in den Hochglanzbroschüren von Banken und Vermögensverwaltern: «In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung.» Aber welchen Ertrag können Anleger auf längere Frist mit

#### 4) Günstige Schwellenländer

Bewertungsperzentil: Je höher der Wert – er bewegt sich zwischen 0 und 100 –, desto teurer ist ein Aktienmarkt. In die Bewertung fließen die Dividendenrendite, das Shiller-Kurs-Gewinn-, das Kurs-Buchwert-, das Kurs-Umsatz- sowie das vorwärtsgerichtete Kurs-Gewinn-Verhältnis ein.

Grafik: themarket.ch – Quelle: Barclays, Bloomberg



bezahlen. Insbesondere bei eher hoch bewerteten Aktienmärkten wie den Niederlanden, den USA oder der Schweiz (vgl. Grafik 4) sollten Anleger sich nicht auf eine Bewertungsexpansion verlassen, eine Kontraktion ist wahrscheinlicher. Für die günstigeren Börsen wie z.B. in Chile, Polen, der Türkei und in Brasilien stehen die Chancen besser, dass eine Höherbewertung in den kommenden Jahren einen positiven Renditebeitrag liefern wird.

«Der wichtigste Renditetreiber ist die Dividende»

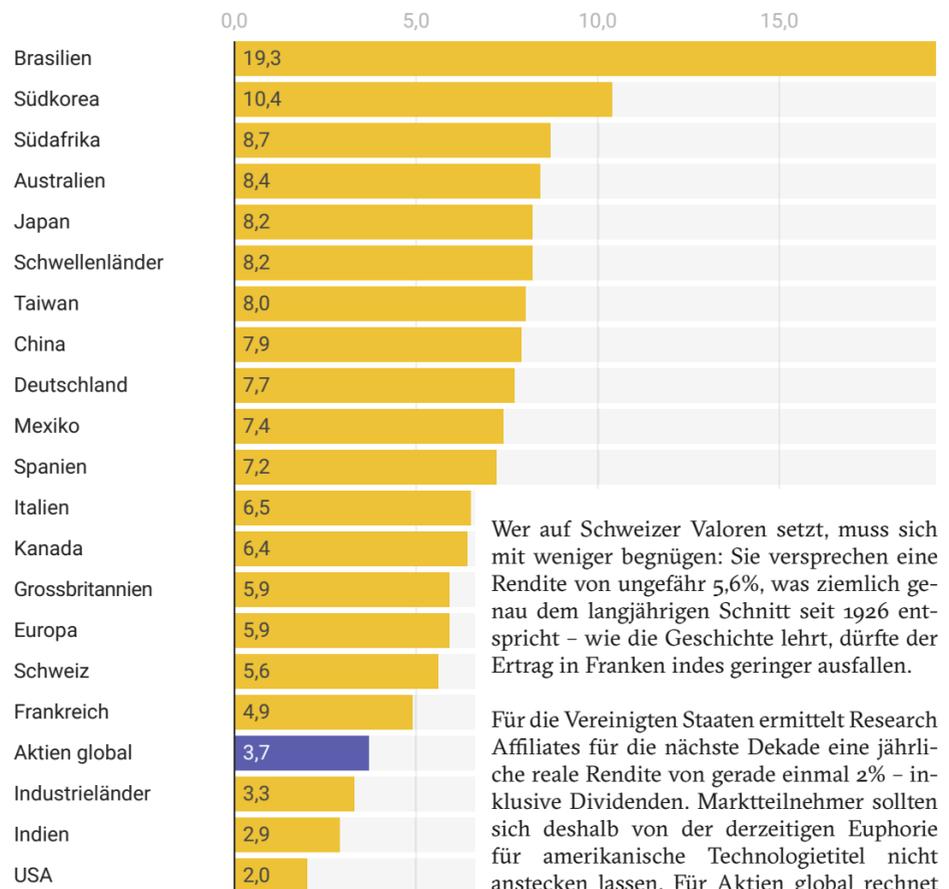
Aktien realistischerweise erwarten? Um diese Frage zu beantworten, ist es sinnvoll, die wichtigsten Komponenten der Aktienrendite zu beleuchten. Sie setzt sich zusammen aus der Dividendenrendite, dem Dividenden- respektive dem Gewinnwachstum und der Bewertungsveränderung. Der wichtigste Renditetreiber ist die Dividende. Zum einen, weil sie auf lange Sicht den Löwenanteil des Anlageerfolgs ausmacht, zum anderen, weil sie im Investitionszeitpunkt bekannt ist. Das Dividendenwachstum entwickelt sich in etwa im Gleichschritt mit dem Wirtschaftswachstum. Am schwierigsten abzuschätzen ist die Veränderung der Bewertung. Niemand kann vorhersagen, wie viel die Investoren in der Zukunft bereit sein werden, für Aktien zu

Aus den drei Komponenten lässt sich nun grob das Potenzial des S&P 500 abschätzen: Die derzeitige Dividendenrendite des US-Aktienmarktes beträgt rund 1,7%. Laut den Finanzprofessoren Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton sind die Ausschüttungen in den USA in den letzten 122 Jahren pro Jahr real um 1,6% gewachsen. Angenommen, sie nehmen auch künftig im gleichen Tempo zu, und die Bewertung bleibt auf hohem Niveau stabil, ergibt sich für US-Valoren eine erwartete reale Rendite von eher bescheidenen 3,3% pro Jahr (1,7% + 1,6%). Inklusiv der langfristigen Inflation von 2,9% resultiert eine nominale Rendite von 6,2%. Eine Bewertungskontraktion würde die künftige Rendite schmälern – eine Expansion sie erhöhen.

#### 5) Trübe Aussichten für US-Aktien

Erwartete annualisierte reale Rendite über zehn Jahre (in Dollar, in %)

Grafik: themarket.ch – Quelle: Research Affiliates



Wer auf Schweizer Valoren setzt, muss sich mit weniger begnügen: Sie versprechen eine Rendite von ungefähr 5,6%, was ziemlich genau dem langjährigen Schnitt seit 1926 entspricht – wie die Geschichte lehrt, dürfte der Ertrag in Franken indes geringer ausfallen.

Für die Vereinigten Staaten ermittelt Research Affiliates für die nächste Dekade eine jährliche reale Rendite von gerade einmal 2% – inklusive Dividenden. Marktteilnehmer sollten sich deshalb von der derzeitigen Euphorie für amerikanische Technologietitel nicht anstecken lassen. Für Aktien global rechnet Research Affiliates mit einem ebenfalls bescheidenen Ertrag von 3,7%. Das ist nicht zuletzt eine Konsequenz des hohen Gewichts der USA von rund 60% im Weltaktienindex.

#### Erwartungen senken

Natürlich sind solche Prognosen immer mit Unsicherheit behaftet. Angesichts der ungewöhnlich positiven Kursentwicklung der vergangenen Jahre und der vielen Faktoren, die die Rentabilität der Unternehmen künftig beeinträchtigen könnten, senken umsichtige Marktteilnehmer ihre Renditeerwartungen etwas. Denn an Gründen für weniger üppige Aktienrenditen mangelt es nicht: Die Zinswende, der Trend zur Deglobalisierung, fallende Gewinnmargen und hohe Bewertungen einzelner Märkte könnten für Gegenwind sorgen. Allerdings dürften Aktien auch unter diesen etwas vorsichtigeren Annahmen in den kommenden Jahren die beste Anlageklasse bleiben. Kommt es wider Erwarten doch zu einer Bewertungsexpansion, dürfen sich Anleger zusätzlich freuen.

Wie sieht es für die Schweiz aus? Die im Swiss Performance Index enthaltenen Aktien versprechen eine Dividendenrendite von rund 2,8%, das langfristige reale Wachstum der Ausschüttungen betrug 0,8%. Bleibt die Bewertung konstant, ergibt das ein Renditepotenzial von rund 3,6% – ebenfalls deutlich weniger als im mehrjährigen Schnitt. Addiert man die mittlere Inflation seit 1900 von 2,1%, resultiert eine geschätzte nominale Performance von 5,7%, was unter dem historischen Schnitt liegt. Wer einen Ertrag wie in der Vergangenheit erwartet, muss demnach auf eine künftig höhere Bewertung hoffen.

Zu ähnlichen Resultaten gelangt das US-Analysehaus Research Affiliates: Basierend auf den derzeitigen Bewertungen (gemessen am Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis) hat es für die wichtigsten Aktienindizes die zu erwartende jährliche Rendite für die nächsten zehn Jahre geschätzt. Zur einfacheren Vergleichbarkeit haben die Experten die Renditeerwartungen in Dollar formuliert. Wie ihre Übersicht zeigt, gibt es beträchtliche Unterschiede zwischen den Ländern. Erfreulich sind die Aussichten für Anleger in Brasilien, für die die Experten eine annualisierte Rendite von über 19% prognostizieren. Auch Südkorea (10,4%) und Südafrika (8,7%) bestechen durch einen hohen erwarteten Ertrag (vgl. Grafik 5).

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/y25](https://go.themarket.ch/y25)



Quelle: Our World in Data

181 \$ Preis pro Kilowattstunde (kWh) Energie einer Lithium-Ionen-Batterie im Jahr 2018

# Albin Kistler

Wir halten Wort.

## ANALYSE

# Wie Anleger erfolgreich ein Vermögen aufbauen können

The Market wird oft gefragt, wie man ein Vermögen aufbauen oder sein Geld investieren soll. Hier zeigen wir die wichtigsten Schritte für eine erfolgreiche Investmentstrategie. **Von Gregor Mast**

Die Frage, wie Anleger erfolgreich ein Vermögen aufbauen, ist ein Dauerbrenner. Grund genug, den wichtigsten Weichenstellungen für erfolgreiches Anlegen nachzugehen.

## Die richtige Aktienquote

Es ist der Klassiker im Beratungsgespräch, und viele Investoren mögen die Frage nach den Renditeerwartungen sowie der Risikofähigkeit und -bereitschaft vielleicht nicht mehr hören. Sie dient der Definition der Strategie, mit der das Gewicht der Anlageklassen – Aktien, Anleihen, Gold, alternative Anlagen wie Private Equity, Immobilien oder Rohstoffe – festgelegt wird.

«Viele Anleger dürften verlernt haben, mit einer richtigen Baisse umzugehen»

Aktien sind ein unverzichtbarer Bestandteil jedes Portfolios, weil sie die Teilnahme am Wachstum der Wirtschaft ermöglichen. Historisch schneiden sie denn auch deutlich besser ab als Anleihen (vgl. Seite 4) oder Gold. Die bessere Rendite wird aber mit höheren Kursschwankungen «erkauft». Und genau da liegt derzeit ein Problem: Viele Anleger dürften in den Jahren der Hausse verlernt haben, mit einer richtigen Baisse umzugehen. Eine solche stellt nicht nur die Geduld der Investoren auf die Probe, sondern führt oft zu regelrechter Panik, weil die Kurse in der schlimmsten Phase scheinbar ins Bodenlose fallen.

Nach dem Motto «Rette sich, wer kann» werfen Anleger ihre Positionen dann zum dümmsten Zeitpunkt auf den Markt und realisieren happige Verluste. Ähnliches gilt mit umgekehrten Vorzeichen nach einer langen Hausse. Schlechtes Timing ist der Grund, weshalb Privatanleger in der Regel klar schlechter abschneiden als die Vergleichsindizes (vgl. Grafik 1). Es gilt also, ehrlich mit sich selbst zu sein. Wer weiss, dass seine Nerven nach grösseren Verlusten zu flattern beginnen, sollte das bei der Bestimmung der Aktienquote berücksichtigen. Wer das Platzen der Technologieblase oder die Finanzkrise mitgemacht hat, kann seine Risikobereitschaft am Verhalten während einer Baisse bemessen.

Gerade diese beiden Episoden zeigen aber auch, dass es sich lohnt, an der einmal definierten Anlagestrategie festzuhalten. So haben Aktien die Verluste über die Zeit stets wettgemacht. Am US-Aktienmarkt resultierte seit 1800 in drei Vierteln aller möglichen Einstiegszeitpunkte spätestens nach rund acht Jahren ein Gewinn. Beim schlimmstmöglichen Kaufzeitpunkt, vor Ausbruch der Grossen Depression von 1929, dauerte es zwanzig Jahre, bis die Verluste aufgeholt wurden. Weil die Kursschwankungen nicht prognostizierbar sind, darf Geld, das für eine grössere Anschaffung gebraucht wird, nicht im Aktienmarkt angelegt werden. Grundsätzlich gilt: je länger der Anlagehorizont und je stärker die Nerven, desto höher die Aktienquote.

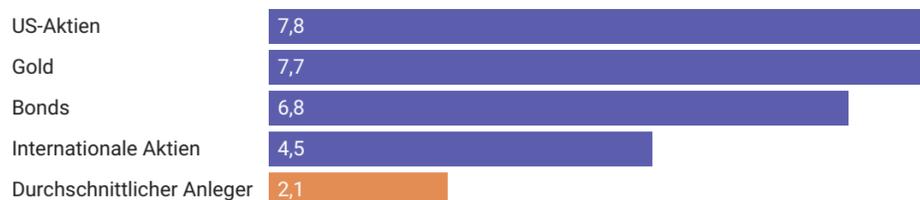
## Rebalancing als Erfolgsrezept

«Der beste Kaufzeitpunkt für Aktien ist, wenn die Zeitungen voll sind mit schlechten Nach-

## 1) Anleger kaufen zur falschen Zeit

Mittlere Jahresrendite von 1992 bis 2011 (in %)

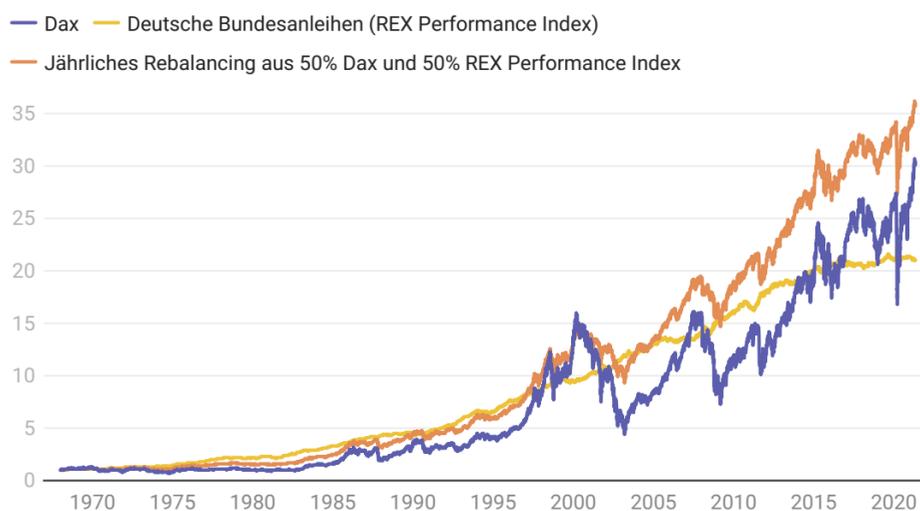
Grafik: themarket.ch – Quelle: Taunus Trust, Business Insider, FuW



## 2) Schon einfaches Rebalancing führt zu antizyklischem Handeln

Entwicklung von 1 € seit Dezember 1967

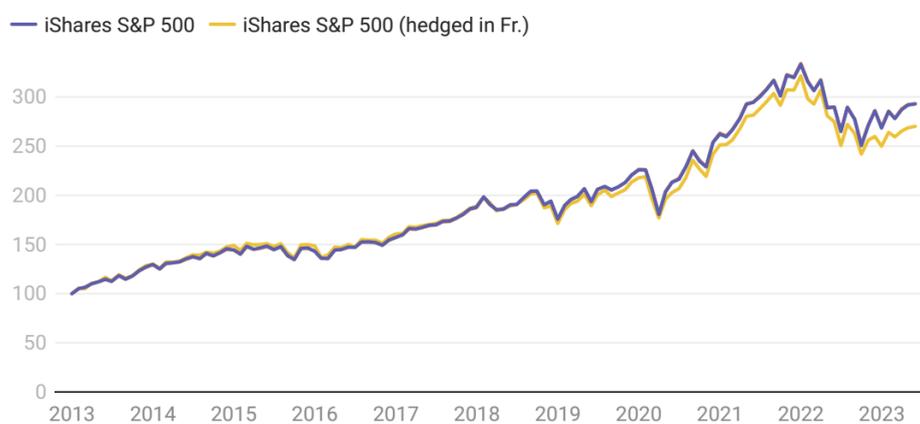
Grafik: themarket.ch – Quelle: Refinitiv, Taunus Trust



## 3) Absicherung hat sich nicht gelohnt

Alle Serien in Franken und auf 100 indexiert

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



richten», sagt der deutsche Fondsmanager Peter E. Huber. Das ist aber einfacher gesagt als getan, braucht es doch enorme Überwindung, gegen den Strom zu schwimmen. Abhilfe schaffen kann ein regelmässiges Rebalancing – ein einfaches Rezept, das Wunder wirkt.

Wie eine Auswertung des Vermögensverwalters Taunus Trust zeigt, hat ein Portfolio, das je zur Hälfte in deutsche Anleihen und Aktien investiert war und bei dem regelmässig – in diesem Fall jährlich – das ursprüngliche 50-50-Gewicht wiederhergestellt wurde, den Dax wie auch Bundesanleihen geschlagen (vgl. Grafik 2, REX steht für einen Index auf Bunds). Dieser Prozess wird als Rebalancing bezeichnet. Der Grund ist einleuchtend: Mit dem Rebalancing wird automatisch antizyklisch investiert. Die gut laufende Anlage wird in die Stärke abgebaut und in die hinterherhinkende Anlage umgeschichtet. Damit wird Warren Buffetts Bonmot «Sei gierig, wenn andere ängstlich sind, und ängstlich, wenn andere gierig sind» beispielhaft umgesetzt.

Konkret: Korrigieren Aktien um 20%, während Anleihen 10% gewinnen, bleiben in einem Depot von 100'000 Fr. am Ende der Periode – das kann je nach Depotgrösse und Marktverwerfung monatlich, quartalsweise, halbjährlich oder jährlich sein – 40'000 Fr. in Aktien und 55'000 Fr. in Anleihen. Um das 50-50-Gewicht wieder herzustellen, müssen für 7500 Fr. Anleihen verkauft und in Aktien umgeschichtet werden. Ein ähnliches Prinzip spricht für den Fondssparplan, den viele Banken anbieten und bei dem regelmässig – meist monatlich – ein bestimmter (auch kleiner) Betrag eingezahlt und in die zuvor festgelegte Auswahl an Fonds investiert wird. Auch hier kauft man mit dem fixen Betrag mehr Fondsanteile, wenn der Kurs sinkt, und weniger, wenn er steigt.

## Aktive oder passive Anlagen

Passive Produkte wie kotierte Fonds (ETF) bilden einen Vergleichsindex ab und sind deutlich günstiger als aktiv bewirtschaft-

## In Kürze:

- Vermögensaufbau geht auch mit kleineren Beträgen
- Regelmässiges Rebalancing steigert den Erfolg deutlich
- Dividenden sollten reinvestiert werden

tete Produkte, bei denen der Fondsmanager versucht, durch Titel-, Sektor- und Länderschwerpunkte den Vergleichsindex zu schlagen. Doch genau das gelingt oft nicht.

«Passive Anlagen haben einen Boom erfahren, der ein neues Problem geschaffen hat»

Daher haben passive Anlagen einen gewaltigen Boom erfahren, der ein neues Problem geschaffen hat, weil die Bewertung und das Gewicht der in den Indizes stark vertretenen Titel noch höher getrieben wurden. So machten die unter dem Kürzel FANGMAN (Facebook, Apple, Netflix, Google, Microsoft, Amazon, Nvidia) bekannten Titel im Höhepunkt fast 23% des US-Leitindex S&P 500 aus.

Eine solch hohe Konzentration kommt selten vor und war auch diesmal nicht nachhaltig. Das hat Chancen eröffnet für aktive Manager, die deutlich vom Vergleichsindex abweichen, wie das beispielsweise viele Value-Manager tun. Auch bei illiquideren Segmenten wie Mid und Small Caps steigt die Chance, dass aktive Manager ihren Vergleichsindex schlagen, weil diese Titel nur von wenigen Analysten oder gar nicht verfolgt werden und ein gut vernetzter Fondsmanager einen Informationsvorsprung haben kann.

## Der Core-Satellite-Ansatz

Deshalb kann es sich gerade für Schweizer Anleger lohnen, die Quote für den Heimmarkt mit einem ETF auf den SMI als Kernanlage abzudecken und mit einem aktiv geführten Fonds für Small und Mid Caps zu ergänzen. Dieser Ansatz nennt sich Core Satellite. Er ermöglicht, das hohe Gewicht von Nestlé, Roche und Novartis im SMI zu brechen.

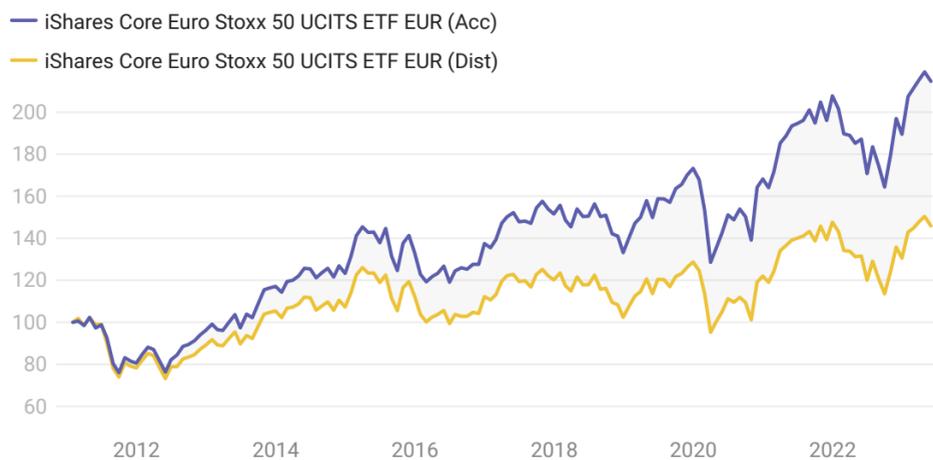
Das Vorgehen ist auch bei einer Investition in den weltweiten Aktienmarkt sinnvoll. Wer heute einen ETF auf den Weltindex MSCI World kauft, fährt automatisch ein hohes Gewicht in grossen US-Technologiewerten. Sollte sich der Zinsanstieg fortsetzen, könnten viele dieser stattlich bewerteten Valoren vor weniger erspriesslichen Zeiten stehen. Es kann sich deshalb lohnen, den ETF auf den Weltaktienmarkt mit einem Produkt auf Schwellenländer oder Japan oder mit einem aktiv gemanagten Value-Fonds zu ergänzen.

Eine weitere Spielart des Core-Satellite-Ansatzes ist das Mischen von passiven Anlagen und Einzeltiteln. Ist ihr Anteil nicht zu hoch, können das durchaus spekulative Positionen

#### 4) Der Effekt reinvestierter Dividenden

Beide Serien sind auf 100 indiziert

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



sein, mit denen auf den raschen Kursgewinn gesetzt wird. Der Anteil darf aber nur so hoch sein, dass ein happiger Verlust problemlos weggesteckt werden kann. Die Finger lassen sollten Anleger von den vielen aktiven Fonds, die benchmarknah investieren. Diese haben wegen der höheren Gebühren kaum eine Chance, den Vergleichsindex zu schlagen.

#### Währung absichern oder nicht

Es ist eine Krux für Schweizer Anlegerinnen und Anleger, dass sie beim Gang über die Grenze meist mit einer schwächer werdenden Währung konfrontiert werden. So notierte der Dollar zur Jahrtausendwende bei 1.83 Fr. – heute sind es rund 90 Rappen. Und der Euro handelte bei seiner Einführung im Januar 1999 bei 1.60 Fr. Jetzt kostet er 97 Rappen.

Dennoch ist umstritten, ob sich das Absichern lohnt. Gerade internationale Unternehmen sorgen meist für ein natürliches Hedging, indem Einnahmen und Kosten mög-

lichst in derselben Währung anfallen. Zudem ist der Schweizer Beitrag bei den Multis meist verschwindend klein – man denke etwa an Nestlé oder Roche. Auch machen Währungsschwankungen bei Aktien einen geringeren Anteil am Gesamtrisiko aus als bei Anleihen, die naturgemäss weniger volatil sind.

Die These, absichern lohne sich nicht, wird vom Vergleich eines in Dollar denominierten ETF auf den S&P 500 mit der in Franken abgesicherten Tranche gestützt (vgl. Grafik 3). Sie hat die Dollartranche nur über das letzte Jahr geschlagen. Über einen längeren Zeitraum schneidet sie schlechter ab. Der Dollar hat sich zum Franken in den letzten Jahren aber nicht markant abgewertet.

Von den vier in Franken abgesicherten ETF aus der iShares-Familie (auf den MSCI World, den S&P 500, den MSCI EMU und den MSCI Japan) fiel der Unterschied zwischen besicherter und unbesicherter Tranche beim Produkt auf den MSCI Japan am grössten aus.

Zwischen Ende 2012 und heute hat sich die in Franken abgesicherte Tranche um 149% verteuert, während der MSCI Japan – ebenfalls in Franken – 92,3% zugelegt hat. Der Yen hat sich in dieser Zeit von 1.05 Fr. für 100 Yen auf 65 Rappen abgewertet, und die Zinsdifferenz am kurzen Ende war die ganze Zeit niedrig. Das ist deshalb wichtig, weil die Absicherungskosten der Zinsdifferenz entsprechen: Je grösser der Unterschied, desto teurer wird das Absichern der höher verzinsten Währung.

### «Je höher die Zinsdifferenz, desto teurer ist das Absichern der Währung»

Für Yen und Franken war die Differenz nie gross, aber bereits ein Unterschied von 2 Prozentpunkten, wie er zwischen Franken und Dollar häufig aufgetreten ist, kumuliert sich über zehn Jahre auf 20%. Dazu kommen höhere Verwaltungskosten des ETF. Bei einer stattlichen Zinsdifferenz muss sich die Währung also deutlich abwerten, damit sich die Absicherung lohnt. Ist die Zinsdifferenz vernachlässigbar und die Sicht auf die ausländische Valuta eindeutig negativ, kann sich die abgesicherte Tranche lohnen, sofern denn eine erhältlich ist.

#### Ausschüttung oder Wiederanlage

Von vielen Fonds existieren Tranchen, die anfallende Dividenden ausschütten, und solche, die sie gleich reinvestieren, auch thesaurieren genannt. Wer für seinen Lebensunterhalt nicht auf einen stetigen Cashflow aus dem Vermögen angewiesen ist, zieht thesaurierende Fonds vor. Langfristig zeigen sich ihre

Vorteile deutlich. So trat ein ETF auf den Euro Stoxx 50 während zehn Jahren auf der Stelle, während er sich mit Wiederanlage der Dividenden verdoppelt hat (vgl. Grafik 4).

Für Investoren, die ein Vermögen aufbauen, sind thesaurierende Fonds Pflicht. Wer hingegen auf stetigen Ertrag angewiesen ist, weil zum Beispiel das Kapital aus der Pensionskasse bezogen wurde, wählt die ausschüttende Tranche oder mischt dividendenstarke Einzel-titel bei, wie sie im The Market Dividend Portfolio vertreten sind (vgl. Seite 28).

#### Ein konkreter Vorschlag

The Market führt ein aktives Asset-Allocation-Portfolio (vgl. Seite 26). Es richtet sich an dem in der Schweiz besonders beliebten gemischten Mandat aus. Bei dieser auch als «balanced» bezeichneten Variante besteht die Anlagestrategie je zur Hälfte aus Aktien und Anleihen.

Das Portfolio weicht bewusst von dieser Grundstrategie ab. So hielt es wegen des vorherrschenden Niedrigstzinsumfelds lange keine Anleihen, sondern Cash und Gold. Die Bargeldquote gibt trockenes Pulver, um bei einem grösseren Kurssturz die Aktienquote aufzustocken. Gold dient als Absicherung gegen Krisen und die Folgen einer noch extremeren Geldpolitik. Diese Abweichungen werden als taktische Allokation bezeichnet und sollen helfen, besser abzuschneiden als das typische gemischte Mandat. Privatanleger können direkt mit einem Tracker-Zertifikat investieren (vgl. Seite 26).

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/y27](https://go.themarket.ch/y27)



#### PUBLIREPORTAGE

## Rohstoffe: Zeit für mehr Nachhaltigkeit

Rohstoffe gewinnen als eigene und spezielle Anlageklasse stetig an Bedeutung. Gleichwohl passen die Naturwaren nicht so recht zum steigenden Bedürfnis vieler Investoren, bei der Kapitalallokation soziale und ökologische Aspekte zu berücksichtigen. Eine Weiterentwicklung des bekannten UBS CMCI Index möchte die Rohstoffwelt mit den Anforderungen der Nachhaltigkeit zusammenbringen.

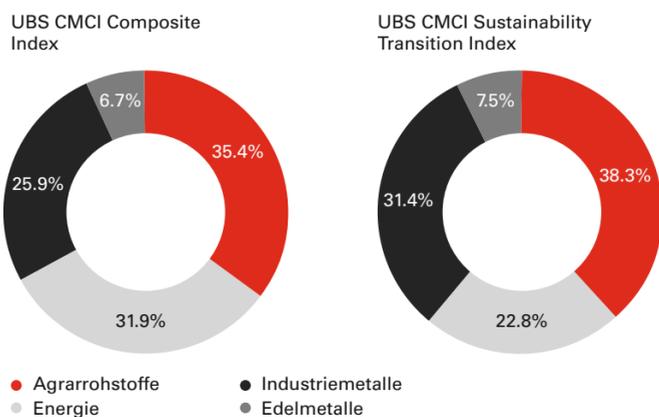
Sei es unter der morgendlichen Dusche, auf der Fahrt ins Büro, beim Mittagstisch oder dem Wischer über das Smartphone: Der moderne Mensch ist auf Rohstoffe angewiesen. Wohnen, Mobilität, Ernährung und Kommunikation kommen nicht ohne Metalle, Energie und landwirtschaftliche Erzeugnisse aus. Allein ihre enorme Vielfalt und Bedeutung macht Rohstoffe als Anlageklasse interessant. Als in den vergangenen Jahren zunächst die Corona-Pandemie für Spannungen in den Lieferketten sorgte und später die Inflation auf breiter Front anzog, rückten die «Commodities» noch stärker in den Fokus.

#### Boom mit Schattenseiten

Eine Rolle spielte bei den Avancen wohl auch ein struktureller Wandel der Rohstoffnachfrage. Neben dem Ausbau der regenerativen Energieträger und dem Aufkommen der Elektromobilität führt die Digitalisierung zu einem enormen Bedarf, insbesondere an Metallen. Trotz der mit diesen Megatrends einhergehenden Chancen hat der Rohstoffmarkt Schattenseiten. Häufig gehen Abbau und Produktion mit sozialen und ökologischen Risiken einher. Der Bergbau kann genauso gravierende Eingriffe in die Natur nach sich ziehen, wie die Ölförderung oder die Erschliessung von Weideflächen. Hinzu kommt, dass viele Schwellenländer zu den wichtigsten Rohstofflieferanten zählen. Mitunter herrschen dort prekäre Arbeitsbedingungen.

Wegen dieser Gemengelage stossen Investments in Rohstoffe seit jeher auf Kritik. Der Trend hin zu nachhaltigeren Anlagen hat den Argwohn noch einmal verstärkt. Immer mehr Investoren richten ihre Kapitalallokation nach den Kriterien Environmental (Umwelt), Social (Soziales) und Governance

#### Gewichtung der Rohstoffsektoren beim UBS CMCI Composite Index im Vergleich mit dem UBS CMCI Sustainability Transition Index per Januar 2023



(gute Unternehmensführung) – kurz ESG – aus. Sie tun sich bisher schwer, Rohstoffe zu integrieren. Zwar findet auch in diesem Markt ein Umdenken in Richtung einer verantwortungsvolleren Beschaffung und Nutzung der Waren statt. Beispiele sind die Verwendung regionaler und saisonaler Lebensmittel, das Recycling von Metallen oder die Produktion regenerativer Energie. Bei Rohstoffanlagen gibt es allerdings bisher keine standardisierte ESG-Bewertung.

#### Neuer Index, bewährtes Konzept

Der neue UBS CMCI Sustainability Transition Index möchte das ändern. Generell findet die Methodik des 2007 eingeführten UBS Constant Maturity Commodity Index (CMCI) Anwendung. Er bildet einen diversifizierten

Korb von Energieträgern, Industriemetallen, Agrarwaren und Lebewild ab und nutzt hierfür ein breites Spektrum an Future-Laufzeiten. Der Verfall der verwendeten Terminkontrakte rangiert von drei Monaten bis zu maximal drei Jahren. Auf diese Weise wird eine stärkere Streuung der Fälligkeiten erreicht und die Konzentration auf das vordere Ende der Terminkurve vermieden. Der permanente Rollvorgang verschiebt täglich einen Teil der Allokation. Dadurch umgeht das CMCI-Konzept die typischen Nachteile eines punktuellen Austauschs der verwendeten Terminkontrakte.

Um die «Transition», sprich den Übergang der Rohstoffwelt in Richtung mehr Nachhaltigkeit zu fördern, kommt bei der Gewichtung des UBS CMCI Sustainability Transition Index zusätzlich ein ökologisch-soziales (Ecological-Social, kurz E-S) Rating zur Anwendung.

UBS nutzt hierfür die Expertise von rfu, einem führenden und unabhängigen Anbieter von Nachhaltigkeitsanalysen. Bei der Bewertung der einzelnen Rohstoffe nimmt rfu den gesamten Lebenszyklus unter die Lupe – von der Produktion bis zur Verwendung. Da Rohstoffe in unternehmerischen Strukturen produziert werden, betrachtet das Konzept jede Ware als hypothetisches Unternehmen.

#### Tiefer Analyseprozess

Für jeden einzelnen Rohstoff wird eine Bewertungskennziffer ermittelt, welche sich in einer Bandbreite von -10 bis +10 bewegt. Aus diesem Score leitet rfu das finale Rating auf einer neunstufigen Skala von C- bis A+ ab. Bei der tiefen Analyse gehen die Experten anhand von vier übergeordneten Kriterien/Dimensionen vor: Neben dem sozialen und ökologischen Fussabdruck eines Rohstoffs zählen dazu die Folgen der Produktion sowie die Verwendung. Dank dieser Vielfalt können sowohl negative als auch positive Aspekte in das Rating einfließen. Beispielsweise erhalten Industriemetalle wie Nickel in punkto Produktion und Arbeitsbedingungen eine eher ungünstige Bewertung. Dem steht die Tatsache gegenüber, dass diese Rohstoffe für den Ausbau der regenerativen Energieträger unabdingbar sind. Vor diesem Hintergrund fällt bei Nickel die Verwendungskomponente des Ratings positiv aus. Wichtig ist, dass der UBS CMCI Sustainability Transition Index nicht von Anfang an die optimale ESG-Lösung bietet. Vielmehr möchte das Konzept den ökologisch-sozialen Charakter des Rohstoffportfolios im Zeitverlauf graduell verbessern. Ausgangspunkt war dabei die Indexüberprüfung und -neuzusammensetzung des UBS CMCI Composite Index von 2021.<sup>1</sup>

Anleger, die diesen Weg mitgehen möchten, können sich den UBS CMCI Sustainability Transition Total Return Index über einen ETC (Symbol: TCMSIU) in das Portfolio holen. Das strukturierte Produkt bildet den innovativen Basiswert im Bezugsverhältnis 10:1 und ohne Laufzeitbegrenzung ab. Die Verwaltungsgebühr für den ETC beträgt 0.41 Prozent pro Jahr. Bitte beachten Sie, dass kein Kapitalschutz besteht. Zudem muss – wie immer bei strukturierten Produkten – das Emittentenrisiko berücksichtigt werden.

Quellen:  
1) UBS AG, «UBS CMCI Sustainability Transition», 2023



Jérôme Allet

Leiter Public Distribution für Strukturierte Produkte Schweiz, UBS Investment Bank

Jérôme Allet begann seine berufliche Laufbahn 2011 bei der UBS Investment Bank im Bereich Global Equity Derivatives. 2017 übernahm er die Position des Leiter Public Distribution Schweiz mit Verantwortung für den öffentlichen Vertrieb von strukturierten Hebel- und Anlageprodukten. Zusätzlich ist er für White Labelling-Lösungen im Bereich Hebelprodukte für Europa zuständig. Allet ist Mitglied der Arbeitsgruppe «Standards» des Schweizerischen Verbands für Strukturierte Produkte.

## INTERVIEW

## «Das Fed kann 2024 die Zinsen deutlich senken»

Simona Mocuta, Chefökonomin von State Street Global Advisors in Boston, über die wichtigsten Entwicklungen in der Weltwirtschaft, die Normalisierung der Geldpolitik und die zuversichtliche Stimmung an den Finanzmärkten. **Von Mark Dittli**

Seit Monaten schwanken die Finanzmärkte zwischen Inflations- und Rezessionsorgen. Die Zentralbanken straffen die Zinsen, doch die Teuerung bildet sich nur langsam zurück. Hoffnungen der Investoren, das Fed werde schon bald eine Kehrtwende beschliessen, haben sich mehrmals zerschlagen. Simona Mocuta, Chefökonomin des Asset-Management-Riesen State Street Global Advisors, teilt im Interview ihren Blick auf die Weltwirtschaft, ihre Einschätzungen der längerfristigen Entwicklung der Inflation und der Geldpolitik – und was das für die Finanzmärkte bedeutet.

**Frau Mocuta, lassen Sie uns mit dem grossen Bild beginnen. Wie schätzen Sie die derzeitige Lage in der Weltwirtschaft ein?**

Ich sehe eine Kombination aus Wachstumsverlangsamung und Disinflation. Das ist, auf einen Satz reduziert, das Wichtigste. Die grosse Frage ist, ob wir in den USA eine Rezession erleben werden oder nicht. Die jüngsten Turbulenzen im Bankensektor sind diesbezüglich ein bedeutendes Ereignis. Die Wirtschaft befand sich bereits auf dem Pfad zur Verlangsamung, und nun kommt die Kreditverknappung hinzu. Das erhöht die Wahrscheinlichkeit einer Rezession. Aber wir reden hier nicht von einer unmittelbaren Sache, sondern ich mache mir eher Sorgen um das Jahr 2024. Ich sehe eine Reihe von Anfälligkeiten, die die Lage verschlechtern könnten.

**«Bankenkrisen sind ein klares Zeichen, dass wir geldpolitisch im restriktiven Bereich sind»**

**Erwarten Sie eine schwere Rezession?**

Nein, das ist nicht mein Basisszenario. Drei Faktoren dürften den Schlag abfedern: erstens der weitere Rückgang der Inflation. Das ist konjunkturell gesehen die grosse Chance. Ich weiss, dass ich dem Thema Disinflation etwas konstruktiver gegenüberstehe als andere, aber der sinkende Inflationstrend wird es den Zentralbanken früher oder später ermöglichen, die Zinsen niedriger zu kalibrieren. Wir erwarten vom Fed eine Senkung der Leitzinsen um 200 Basispunkte bis Ende 2024.

**Und die anderen beiden Faktoren?**

Zweitens der Immobilienmarkt, besonders in den USA. Der grosse Schlag für den Wohnimmobiliensektor ist bereits eingetreten, der Markt dürfte nun in einer Bodenbildung sein, vor allem, wenn wir Hilfe von den Zinsen erhalten. Das ist ein grosser Unterschied zu 2008, als der Häusermarkt die Wirtschaft immer weiter in den Abgrund riss. Und drittens stützt der private Konsum die Wirtschaft nach wie vor. Der Arbeitsmarkt hat zwar seinen Höhepunkt überschritten, aber es wird noch einige Zeit dauern, bis wir eine deutliche Verschlechterung sehen. Die Haushaltseinkommen stützen die Wirtschaft. Es gibt immer noch Bereiche mit Nachholbedarf, zum Beispiel in der Autobranche.

**Also eine milde Rezession und damit nichts, worüber man sich allzu grosse Sorgen machen müsste?**

Sagen wir es so: Wir haben es mit einer wenig inspirierenden Wachstumsdynamik zu tun, mit dem Risiko, dass sich die Dinge deutlich



verschlechtern. Die Weltwirtschaft steht im Übergang von reichlich vorhandener Liquidität hin zu einem Umfeld, in dem Liquidität abgezogen wird. Wenn Sie es dramatisch mögen, dann schauen Sie sich die jährliche Veränderung der Geldmenge M2 in den USA an, die von +25% auf derzeit -4% gesunken ist. Das ist ein Niveau, das wir seit den Dreissigerjahren nicht mehr gesehen haben.

**Zumindest konnte eine Einigung über die Anhebung der Schuldengrenze in den USA erreicht werden – ein Thema, das die Märkte wochenlang in Atem gehalten hat. Was halten Sie davon?**

Selbst mit der Einigung bin ich für 2024 skeptisch, weil nicht nur die Geldpolitik, sondern auch die Fiskalpolitik gestrafft wird. Das ist ein Thema, über das inmitten des Dramas um die Schuldengrenze zu wenig gesprochen wurde. Im Jahr 2024, wenn sich der Arbeitsmarkt abschwächt und die überschüssigen Ersparnisse der Haushalte verschwinden werden, wird es nun zudem noch fiskalpolitischen Gegenwind geben.

**Die Märkte hatten wiederholt die Hoffnung, dass das Fed eine baldige Pause in den Zinserhöhungen ankündigen würde. Doch die Makrodaten erwiesen sich als zu robust. Denken Sie, das Fed kann den Zinserhöhungszyklus nun beenden?**

Ja, auf jeden Fall. Ich glaube sogar, dass es schon ein wenig zu weit gegangen ist; die Zinserhöhung im Mai war nicht notwendig. Ich verstehe, dass die derzeit ausgewiesene Inflation weit über dem Zielwert liegt, aber zwischen den vorwärts- und den rückwärtsgerichteten Indikatoren klafft momentan eine riesige Lücke. Sowohl die Arbeitslosigkeit als auch die Inflation gehören zu den am stärksten rückwärts gerichteten Indikatoren.

**Woran erkennen Sie, dass das Fed bereits zu weit gegangen ist?**

Wenn es zu grösseren Bankenkrisen kommt, wie wir sie seit März erlebt haben, ist das ein klares Zeichen dafür, dass wir uns im restriktiven Bereich befinden. Angesichts der gegenwärtigen Entwicklung der Daten denke ich, dass die Inflationsrate in den USA bis Ende Jahr um 3% liegen wird. Muss die Fed Funds Rate dann immer noch über 5% liegen? Fast ohne weitere Massnahmen wird die Politik des Fed vor dem Hintergrund einer sich abschwächenden Wirtschaft restriktiver. Das ist der Grund für unsere Erwartung deutlicher Zinssenkungen bis Ende 2024.

**Die Zentralbanken haben einen Vertrauensverlust erlitten. Werden sie so bald in der Lage sein, ihren Kurs zu ändern?**

In den nächsten Monaten wird sich eine deutliche Mässigung der Inflation abzeichnen.

**Simona Mocuta**

Simona Mocuta ist Chefökonomin von State Street Global Advisors. In dieser Funktion trägt sie dazu bei, die Ansichten des Teams zu wichtigen globalen wirtschaftlichen Entwicklungen und Trends zu gestalten, und erstellt Prognosen und Analysen für die G-7-Volkswirtschaften und die wichtigsten Schwellenländer. Darüber hinaus ist sie derzeit Vorsitzende des Economic Advisory Committee der American Bankers Association. Bevor sie zu State Street kam, leitete sie die makroökonomische Analyse in Asien bei IHS Global Insight. Mocuta hat Volkswirtschaftslehre an der Suffolk University in Boston, MA, und an der West University of Timisoara, Rumänien, studiert.

Das wird es den Zentralbanken ermöglichen, ihren Ton graduell zu ändern. Zwei wichtige Faktoren werden das begünstigen: Erstens nimmt der vom US-Wohnimmobilienmarkt ausgehende Inflationsdruck ab und wird bald nach unten drehen. Zudem haben viele Unternehmen im vergangenen Jahr ihre Preissetzungsmacht bisweilen opportunistisch ausgenutzt. Ich habe den Eindruck, dass das nun vorbei ist. Wenn ich sehe, dass die Auftragsbestände schrumpfen und die Lagerbestände als zu hoch angesehen werden, dann sagt mir das, dass der Preiswettbewerb wieder auf der Bildfläche erscheinen wird.

## «China kann Disinflation in den Rest der Welt exportieren»

**Abgesehen von einer kurzfristigen Disinflationstendenz spricht längerfristig vieles für strukturell höhere Inflation, sei es der Arbeitskräftemangel oder die Deglobalisierung. Stimmen Sie zu?**

Ich habe einige Sympathie für dieses Argument, und ich würde sicherlich zustimmen, dass die Inflation in den nächsten zehn Jahren etwas höher sein wird als in den zehn Jahren zwischen der globalen Finanzkrise und der Covid-Pandemie. Aber ich bin mir nicht sicher, ob sie höher sein wird als in den Jahren nach der Jahrtausendwende. Ein wichtiger Faktor, der nach der Finanzkrise von 2008 spielte: In den USA und in Europa fand ein massiver Schuldenabbau statt. Dieser Deleveraging-Prozess war deflationär. In Zukunft wird das wahrscheinlich nicht mehr der Fall sein. Ich bin mir allerdings nicht so sicher, was das Inflationsargument der Deglobalisierung und des Reshoring angeht.

### Warum?

Ich denke, das wird sich auf strategische Branchen mit hoher Wertschöpfung beschränken. China spielt eine wichtige Rolle: Wenn Unternehmen Produktion in andere Länder verlagern, bleiben in China Überkapazitäten zurück. Chinesische Hersteller werden weltweit um Marktanteile kämpfen, das heisst, China kann Disinflation in den Rest der Welt exportieren. Nie zu unterschätzen ist auch das Thema Technologie. Es ist nicht lange her, da machte sich die halbe Welt Sorgen, die Automatisierung würde viele Arbeitsplätze zerstören. Heute spricht jeder über den Mangel an Arbeitskräften. Aber Technologie wird nicht verschwinden. Sie könnte in Zukunft noch mehr zu einer disinflationären Kraft werden, denn künstliche Intelligenz wird sich nicht nur auf die Produktion, sondern auch auf Jobs im Servicebereich auswirken.

### Sie glauben also nicht an strukturell höhere Inflation?

Ich stimme dem Argument in der Richtung zu, aber mein Fragezeichen bezieht sich auf die Grössenordnung. Ich kann mir gut ein normales Inflationsumfeld von 2,5% vorstellen, aber ich glaube nicht, dass wir eine Art Plateau von 4% oder mehr erreichen werden. Wir erleben derzeit hohe Inflation und einen hohen Preisdruck, und das führt dazu, dass die Leute diesen Zustand in die Zukunft extrapolieren. Derartige Extrapolationen erweisen sich aber fast nie als richtig.

### Eine schmerzhaft Erfahrung für die Finanzmärkte im vergangenen Jahr war der rasche Anstieg der Zinsen. Ist dieser Schock verdaut, und kann man sagen, dass wir uns wieder in einem normalen Zinsumfeld befinden?

Schwankungen wird es immer geben, aber wir befinden uns jetzt auf einem Niveau, das sicherlich viel sinnvoller ist. Es war sehr interessant zu beobachten, wie sich der Markt verhielt. Der Inflationsdruck nahm ab 2021 zu, aber der Bondmarkt bewegte sich lange Zeit nicht. Die Nominalrenditen zehnjähriger Treasury Notes lagen Ende 2021 auf 1,5%, was einem absurd tiefen Niveau entsprach. Der Markt ignorierte das Thema monatelang, aber



als er sich entschloss, zuzuhören, kam es zu einer sehr heftigen Korrektur. Der grösste Teil der Korrektur liegt nun hinter uns.

## «Die Europäer haben sich lange naiv verhalten und sehr verwundbar gemacht»

**Anfang 2023 hegten viele Marktteilnehmer die Hoffnung, China würde nach dem Ende der Null-Covid-Politik einen Boom erleben. Sie wurden enttäuscht. Was ist geschehen?**

China möchte sein Wachstumsmodell auf den Binnenkonsum ausrichten, aber ich glaube nicht, dass dies in vollem Tempo möglich ist. China braucht die Nachfrage aus dem Ausland, und das Problem ist, dass die Welt nachfrage nach Exporten aus China primär Waren betrifft. Das Land exportiert kaum Dienstleistungen. Aber der durch die Covid-Krise ausgelöste Konsumboom für Waren, von dem China 2020 und 2021 enorm profitiert hat, ist vorbei – mit dem Resultat, dass der Exportsektor schwächelt. Die beiden inländischen Wachstumsmotoren wären die Konsumausgaben und die Investitionen, vor allem in Immobilien, aber auch Letztere sind gedämpft. Es fehlen echte, nachhaltige Wachstumsquellen. Ich mache mir Sorgen über die hohe Verschuldung des privaten Sektors im Verhältnis zum BIP in China. Gewiss, in der Geschichte gab es schon andere Länder, die ähnliche Werte aufwiesen, aber diese Länder waren zu diesem Zeitpunkt bereits reich. China ist noch nicht reich, aber bereits hoch verschuldet. Ich denke deshalb, China steht ein Prozess des Schuldenabbaus bevor, und ein derartiges Deleveraging ist immer eine Herausforderung für das Wachstum.

### Wo sehen Sie Lichtblicke in der Weltwirtschaft?

Es gibt nicht viele Orte, an denen sich die Dynamik beschleunigt. Aber ich bin recht optimistisch für Europa, trotz der kurzfristigen zyklischen Herausforderungen und

der schwachen Daten, die wir derzeit aus Deutschland erhalten.

### Warum Europa?

Aus zwei Gründen: Die Covid-Krise hat die Fiskalpolitik in Europa endlich wieder auf den Plan gerufen. Man kann sich nicht nur auf Null- und Negativzinsen der EZB verlassen, wie die Europäer es zehn Jahre lang getan haben. Und zweitens ist der Krieg in der Ukraine zwar ein grosser Schock, aber er hat die politischen Entscheidungsträger gezwungen, diverse Schwachstellen zu hinterfragen, sei es in den Bereichen Verteidigung, Energie oder Ernährungssicherheit. Über viele dieser Dinge wurde schon vorher gesprochen, Präsident Trump etwa hatte die Verteidigungsfrage aufgeworfen und wurde damals belächelt. Aber die Realität ist, dass sich die Europäer lange naiv verhalten und sich sehr verwundbar gemacht haben. Jetzt befasst sich Europa endlich mit Dingen, die man vorher nicht wahrhaben wollte. Das ist positiv, nicht unbedingt für die nächsten zwölf Monate, aber mittelfristig.

### Was beunruhigt Sie am meisten, wenn Sie die Weltwirtschaft betrachten?

Kurzfristig mache ich mir Sorgen über eine übermässige Straffung der Geldpolitik, auch in Europa. Überall sehe ich Anzeichen für abnehmende Liquidität. Mich beunruhigt die Tatsache, dass trotz der Turbulenzen im Bankensektor noch keine wirkliche Verschlechterung der Kreditmärkte eingetreten ist, die normalerweise mit einer Bankenkrise einhergeht. Ich mache mir Sorgen, weil ich nicht weiss, wo weitere Probleme lauern. Wenn Sie mich gefragt hätten, wo die ersten Anzeichen von Stress auftauchen würden, hätte ich nicht auf den Regionalbankensektor getippt, sondern auf den Markt für Gewerbeimmobilien, wo es zu Zahlungsausfällen kommen würde.

### Würden Sie sagen, dass das noch kommt?

Ja, das ist möglich. Wenn immer es in einem Marktsegment zu Zwangsverkäufen kommt, kann das eine gefährliche Dynamik annehmen. Es wird weitere Unfälle geben. Das Problem ist, dass man nie genau weiss, wo die Fragilitäten liegen, bis sie einem um die Ohren fliegen. Das ist das Schwierige an der heu-

tigen Situation für die Zentralbanken: Einerseits räume ich ein, dass die Inflation immer noch zu hoch ist, aber ich befürchte, die Auswirkungen der Straffung sind noch nicht vollständig sichtbar. Sie bauen sich im Verborgenen auf, bis irgendwo die schwachen Glieder in der Kette bersten. Die Bankenkrise mag aus den Schlagzeilen verschwunden sein, aber sie ist nicht aus der Wirtschaft verschwunden.

## «Derzeit werden Investoren dafür bezahlt, wenn sie Cash halten und warten»

### Und was beunruhigt Sie längerfristig?

Ich bin besorgt, dass die allzu grosszügige fiskalpolitische Reaktion auf die Covid-Krise, vor allem in den USA, die Erwartungen an die Höhe der fiskalpolitischen Hilfen in künftigen Krisen, unabhängig von ihrer Art, verändert haben könnte. Ich mache mir Sorgen über die steigenden Kosten der Verschuldung und die Abzweigung von Ressourcen aus dem produktiven Bereich. In einer Welt mit hoher Verschuldung ist schnelles Wachstum unwahrscheinlich, sodass die Tragfähigkeit der Verschuldung vor dem Hintergrund einer alternden Bevölkerung mittelfristig ein grosses Problem darstellt.

### Die Finanzmärkte scheinen, zumindest oberflächlich betrachtet, das makroökonomische Bild recht zuversichtlich zu sehen.

Ich denke, sie sind mit der Erwartung eines deutlichen Rückgangs der Inflation und einer leichten wirtschaftlichen Kontraktion einverstanden. Dahinter steht die Annahme, dass, wenn die Inflation weit genug zurückgeht, auch die Zinsen gesenkt werden können. Die geldpolitische Wende kann also vollzogen werden, bevor es zu einer allzu harten Rezession kommt. Ich denke, das ist der Tenor. Und zugegeben, es ist nicht verrückt, das zu glauben. Es könnte funktionieren.

### Kann es sein, dass die Anleger zu Beginn dieses Jahres so defensiv positioniert waren, dass der Aktienmarkt nun die «Mauer der Sorgen» hochklettern?

Ja, wir sehen in allen Bereichen eine defensive, vorsichtige Positionierung, und ich denke, das ist der Grund dafür, dass es keine grössere Marktkorrektur gegeben hat. Derzeit werden die Leute dafür bezahlt, wenn sie Cash halten und warten. Wir sehen keine Euphorie.

### In der Geldpolitik wurde nach 2008 eine Reihe unorthodoxer Massnahmen ergriffen, etwa quantitative Lockerung – QE – oder Negativzinsen. Danach kam es nie zu einer Normalisierung. Haben wir diese Zeit nun hinter uns gelassen und kehren zu einer normaleren Geldpolitik zurück?

Ich hoffe es. Die Antwort auf diese Fragen werden wir vielleicht erst in zwei oder drei Jahren erhalten, wenn wir die Volatilität des Covid-Schocks hinter uns gelassen und ein klareres Verständnis des Gleichgewichtsniveaus für Wachstum und Inflation haben. Davon hängen der Gleichgewichtszins und die Geldpolitik ab. Mich beunruhigt allerdings die Tatsache, dass die Zentralbanken das QE-Instrument derart intensiv genutzt haben, dass sie Gefallen daran gefunden haben. Angenommen, das US-Schatzamt wird in den kommenden Monaten eine Menge neuer Anleihen ausgeben. Was sind die Auswirkungen, wenn plötzlich eine Flut von Bonds platziert wird? Werden die Renditen steigen, und wird das den Banken noch mehr schaden? Und wird das Fed dann gezwungen werden, doch wieder Anleihen zu kaufen? Es ist schwierig, die Sache wirklich zu beenden.

Lesen und teilen Sie dieses Interview online:

[go.themarket.ch/y29](https://go.themarket.ch/y29)



## ANALYSE

# Was bei Anlagen in Anleihen zu beachten ist

Bonds bieten nach dem scharfen Zinsanstieg der letzten Jahre wieder attraktive Renditen. Höchste Zeit also, das Know-how zur Anlageklasse aufzufrischen. **Von Gregor Mast**

Anleihen sind zurück. Während Jahren rentierten sie vielerorts negativ und waren für Privatinvestoren deshalb kein Thema. Nach den scharfen Zinserhöhungen der US- und später der Schweizerischen National- sowie der Europäischen Zentralbank sind die Renditen nun aber weltweit gestiegen. Per Anfang Juni werfen zweijährige US-Staatsanleihen eine Rendite von fast 5% ab und stellen damit eine ernsthafte Alternative zu US-Aktien dar.

Nicht nur liegt die Dividendenrendite des US-Leitbarometers S&P 500 mit 1,6% einiges unter der Verzinsung von Treasury-Papieren. Auch die als Risikoprämie bezeichnete Differenz zwischen der Gewinnrendite des S&P 500 – sie entspricht dem Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses – und der Rendite von US-Staatsanleihen ist dahingeschmolzen. Aktienanleger wurden für das höhere Risiko also kaum mehr entschädigt (vgl. Grafik 1).

Kein Wunder, nimmt das Interesse an Anleihen zu, was auch die vielen Leserfragen unterstreichen, die The Market erhält. Nachdem die Anlageklasse während Jahren ein Mauerblümchendasein fristete und sich kaum jemand für sie interessierte, ist die Zeit reif, das Know-how aufzufrischen. Was sind Bonds, welche Risiken enthalten sie, und worauf ist bei der Auswahl zu achten?

## Rendite ist im Voraus bekannt

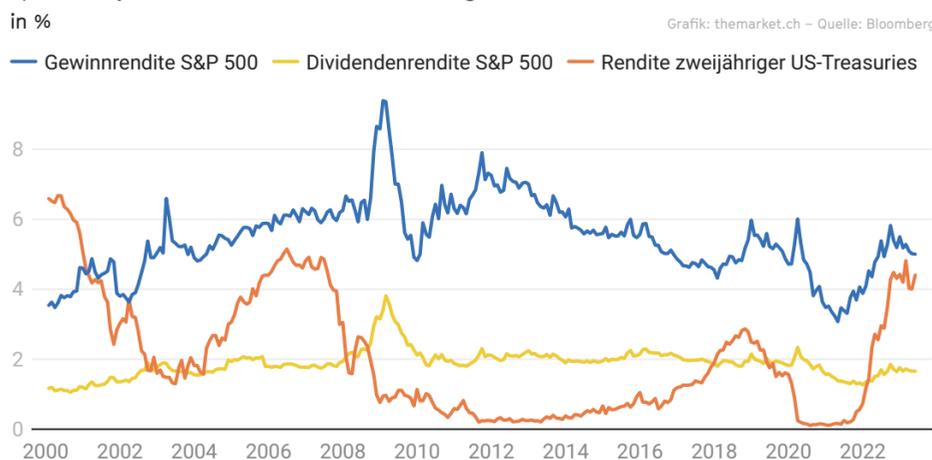
Anleihen sind festverzinsliche Wertpapiere, wobei das eigentlich eine fehlerhafte Bezeichnung ist, gibt es doch auch variabel verzinsliche Papiere, deren Coupon in bestimmten zeitlichen Abständen an die Entwicklung eines Benchmark-Satzes – in der Regel ist das der Swapsatz oder der Libor/Saron – gekoppelt ist. Sie sind aber weniger verbreitet als Papiere mit fixen Sätzen.

Anders als bei Aktien ist die Rendite, die Anleger erzielen können, beim Erwerb eines Bonds bekannt. Sie errechnet sich aus dem regelmässig zu entrichtenden Zins (Coupon) und dem Kursgewinn respektive -verlust, der sich daraus ergibt, dass sich der am Markt gehandelte Bondpreis gegen Ende der Laufzeit dem Nennwert – in der Regel beträgt er 100 – annähert. Allerdings gibt es drei Voraussetzungen, damit der Anleger die beim Kauf errechnete Rendite (Rendite auf Verfall, Yield to Maturity) tatsächlich einstreichen kann: Der Bond muss bis Verfall gehalten werden, der Schuldner darf nicht in Konkurs gehen, und der Bond sollte durch den Emittenten nicht vorzeitig gekündigt werden. Die Möglichkeit der vorzeitigen Kündigung muss im Angebotsprospekt vermerkt sein und dürfte nach dem scharfen Zinsanstieg der letzten Jahre derzeit kaum ausgeübt werden.

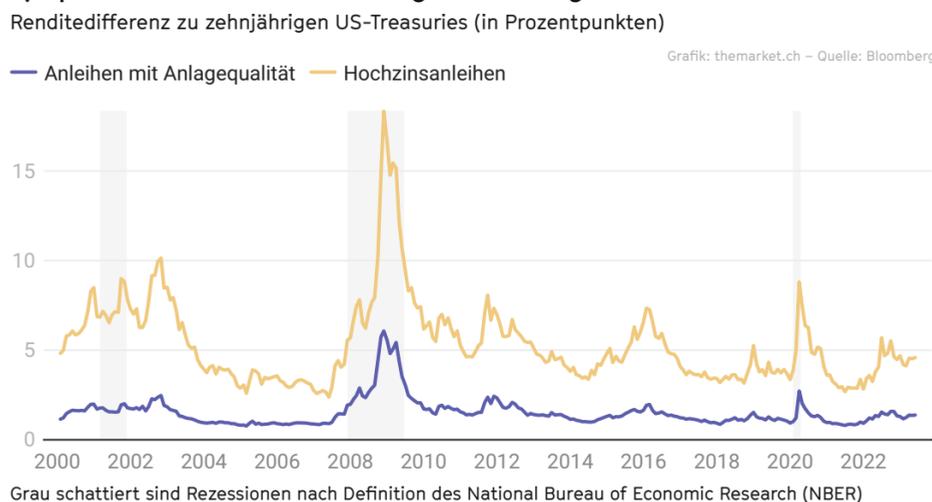
## Kapitalschutz gilt nur per Verfall

Muss die Anleihe aus irgendwelchen Gründen während der Laufzeit abgestossen werden, können empfindliche Verluste drohen, wie die Silicon Valley Bank (SVB) kürzlich schmerzhaft erfahren musste. Weil immer mehr Anleger ihr Geld abzogen, war sie gezwungen, ihre in der Niedrigzinsphase erworbenen Bonds mit Verlust zu verkaufen, bis sie kollabierte. Die steigenden Zinsen wurden für das Anlageportfolio der SVB deshalb zum Problem, weil sich die Anleihenpreise gegenläufig zu den Zinsen bewegen. Ziehen die Zinsen am Anleihenmarkt an, sinkt der Kurs des Bonds, weil die Rendite bei fixiertem Coupon nur so auf das Marktniveau steigen kann. Umgekehrt verhält es sich bei sinkenden Marktzinsen – durch steigende Bondkurse sinkt die Rendite des Papiers auf das Marktniveau.

## 1) Risikoprämie für Aktien ist dahingeschmolzen



## 2) Spreads schwanken mit Anlegerstimmung



Das Zinsänderungsrisiko wird mit der Duration ausgedrückt. In ihrer ursprünglichen, nach ihrem Erfinder Frederick Macaulay benannten Form gibt sie an, nach wie vielen Jahren der Anleger das investierte Geld zurückerhält. Technisch ausgedrückt entspricht sie der mit den Cashflows – also Coupon und Rückzahlung – gewichteten Restlaufzeit des Bonds. Der grösste Cashflow ist in der Regel die Rückzahlung am Ende der Laufzeit. Sie dominiert deshalb die Duration. Der zweite Faktor ist die Höhe des Coupons – je höher, desto schneller erhält der Anleger sein Geld zurück, desto niedriger ist also die Duration.

Oft beziehen sich Investoren auf die modifizierte Version (Modified Duration), wenn sie von der Duration sprechen. Sie gibt an, wie stark der Bondkurs prozentual schwankt, wenn sich das Zinsniveau um einen Prozentpunkt verschiebt. Beträgt die Duration 5, steigt der Bondkurs um 5%, wenn das Zinsniveau um einen Prozentpunkt sinkt. Auch hier gilt: je länger die Restlaufzeit und je niedriger der Coupon, desto höher die Duration.

Weil Anleger für das höhere Risiko entschädigt werden wollen, steigt mit der Laufzeit in der Regel auch die Rendite. Das ist der Grund, weshalb die Zinskurve im Zeitverlauf meist aufwärts gerichtet ist. Derzeit ist sie allerdings vielerorts invers – längere Laufzeiten werfen weniger ab als kürzere, weil Anleger davon ausgehen, dass die Notenbanken die Zinsen demnächst senken werden. Damit lässt sich am kurzen Ende der Zinskurve momentan mit weniger Durationsrisiko eine höhere Rendite erzielen.

Das zweite wichtige Risiko bei Bonds ist das Ausfall- oder Kreditrisiko, das sich mit den Ratings von Agenturen wie S&P, Moody's und Fitch einschätzen lässt. Dabei wird zwi-

schen Bonds mit sogenannter Anlagequalität und hochverzinslichen oder – weniger vornehm ausgedrückt – Junk Bonds unterschieden. Die Trennlinie zwischen Anlagequalität und Junk verläuft bei S&P und Fitch zwischen BBB- und BB+, bei Moody's zwischen Baa3 und Ba1. Anleihen mit Anlagequalität sind wenig ausfallgefährdet, bei hochverzinslichen Papieren nimmt das Risiko mit absteigendem Rating überproportional zu, wie eine Auswertung von S&P für Unternehmensanleihen für die Jahre 1981 bis 2020 zeigt. So beträgt die maximale Verlustwahrscheinlichkeit im Bereich CCC/C fast 50%, während es bei BB-Papieren etwas mehr als 4% sind.

Allerdings ist bei den Ratings Vorsicht angebracht. So hat S&P die Einstufung der Silicon Valley Bank erst am 10. März und damit am Tag ihres Untergangs von Anlagequalität auf CC reduziert. Auch in früheren Krisen glänzten die Ratingagenturen nicht mit vorausschauenden Analysen, sondern hinkten den Geschehnissen hinterher.

Wer absolute Sicherheit will, wählt Staatsanleihen von Industrieländern mit eigener Notenpresse, die in der Landeswährung ausgegeben werden – also bspw. Treasuries oder «Eidgenossen». Mitgliedländer der Eurozone haben dieses Privileg nicht, wie Griechenland während der Eurokrise erfahren musste. Auch in Schwellenländern kommt es immer wieder zu Problemen, weil ihre Verschuldung oft auf Hartwährungen wie den Dollar lautet.

## Spreads schwanken stark

Weil Unternehmensanleihen in der Regel ein höheres Ausfallrisiko aufweisen als Staatspapiere, werfen sie eine höhere Rendite ab. Dieser Aufschlag, auch Credit Spread genannt, schwankt je nach Konjunkturlage

### In Kürze:

- Der Zinsanstieg macht Bonds teilweise wieder attraktiv
- Zinsänderungs- und Kreditrisiken sind zu beachten
- Hohe Kosten können die Rendite schmälern

und Stimmung der Anleger. In der Hochkonjunktur kommen die meisten Schuldner ihren Verpflichtungen nach, Anleger sind risikofreudig und akzeptieren enge Spreads. In der Rezession ziehen die Zahlungsausfälle an, Investoren wollen für die höheren Risiken entschädigt werden, und die Spreads schiessen in die Höhe (vgl. Grafik 2). Der beste Zeitpunkt, Unternehmensanleihen zu kaufen, ist bezeichnenderweise in der Panik. Besonders hohe Renditen bieten dann vor allem Anleihen minderer Qualität.

Allerdings sollten Anleger bei Junk Bonds wegen des höheren Ausfallrisikos nicht auf einzelne Papiere setzen, sondern aktiv verwaltete oder börsengehandelte Fonds (ETF) wählen, die breit diversifiziert sind. Bei Letzteren muss jedoch beachtet werden, dass sich die Duration der Benchmark-Indizes in den letzten Jahren deutlich verlängert hat, weil viele Unternehmen und Staaten die Niedrigzinsphase genutzt haben, um sich langfristig zu finanzieren. Das Zinsänderungsrisiko ist also markant gestiegen.

Dazu kommt, dass bei Bond-ETF die grössten Schuldner das höchste Gewicht erhalten. Das ist bei Frankenanleihen, wo «Eidgenossen» und Pfandbriefe dominieren (vgl. Grafik 3), weniger ein Problem als bei ETF auf Unternehmens-, Schwellenländer- oder weltweite Anleihen. Zudem müsse bei einem ETF genau analysiert werden, woraus er bestehe, sagt Jürg Lutz von dem auf Pensionskassen spezialisierten Schweizer Vermögensverwalter PK Assets. «Ist er nur ein Bankanleihenvehikel, würde ich die Finger davon lassen.»

Bei qualitativ guten Anleihen können Investoren auch Direktanlagen in Betracht ziehen, weil sich das Rückzahlungsprofil so den eigenen Bedürfnissen anpassen lässt und der Bond bis Verfall gehalten werden kann.

## Worauf Anleger achten müssen

Beim Erwerb von Anleihen müssen Privatanleger zunächst auf die Stückelung achten, die auch als kleinste handelbare Einheit bezeichnet wird. Oft liegt sie bei einem Nominalbetrag von 5000 Fr., es gibt aber auch Papiere mit Einheiten von 50'000 oder 250'000 Fr., die sich primär an Institutionelle richten. Ebenso wichtig sind die Kosten, die beim Erwerb und beim Halten von Anleihen anfallen.

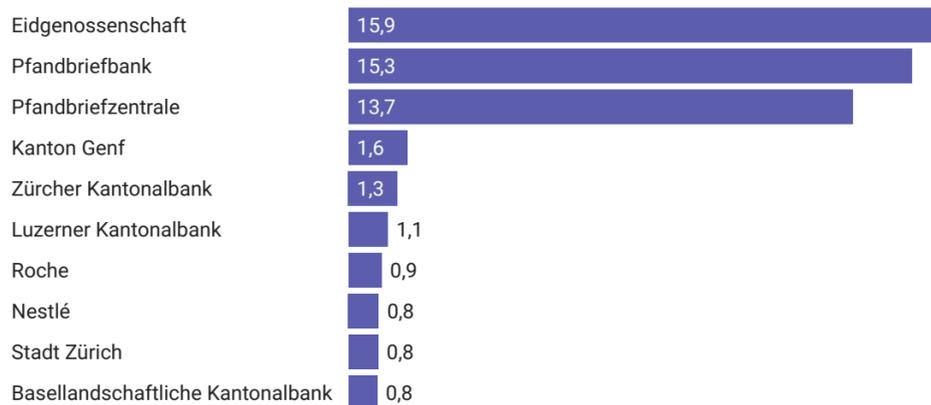
Gerade in Franken sind die Renditen trotz deutlichem Anstieg immer noch markant niedriger als in den USA und in der Eurozone. Handels- und Depotgebühren der Banken können demnach vor allem bei kurzer Laufzeit einen grossen Teil der Rendite wegfressen. Bei länger laufenden Bonds und langer Haltedauer fällt die Courtage rechnerisch weniger ins Gewicht.

Ebenfalls wichtig ist es, vor dem Kauf die Geld-Brief-Spanne und das Handelsvolumen zu beachten. Gerade am Frankenkapitalmarkt

### 3) Die zehn grössten Emittenten im Swiss Bond Index AAA-BBB

Gewicht in %

Grafik: themarket.ch – Quelle: SIX Group



versiegt die Liquidität nach der Emission auch bei bekannten Schuldnern und hohen Emissionsvolumen relativ schnell, weil die Bonds in den Portfolios der institutionellen Anleger «verschwinden». Am besten erkundigt man sich bei der Hausbank, welche Bonds im Angebot sind, weil bessere Kurse gestellt werden, wenn die Bank Papiere in ihren Handelsbüchern hat. Alternativ zeigt die Webseite von The Market oder der Schweizer Börse die meistgehandelten Papiere oder die grössten Gewinner und Verlierer des Tages.

#### Achtung, Währungsrisiko

Die geringe Rendite von Frankenanleihen ist denn auch ein Wermutstropfen. Anleger sollten sich von den höheren Zinsen in den USA oder der Eurozone aber nicht allzu stark blenden lassen. Weil die Inflation in der Schweiz niedriger ist als im Ausland, wertet sich der Franken langfristig zu den meisten Valuten auf, was den Zinsvorteil in der Regel zunichtemacht oder gar überkompensiert. Absichern bringt oft nichts, weil die Kosten für dieses

«Hedging» der Zinsdifferenz entsprechen. In Franken denkende Privatinvestoren bleiben also trotz niedrigerer Rendite am besten in der Heimwährung.

Immerhin gibt es auch für sie ein Zückerchen: Viele der in der Niedrigzinsphase emittierten Bonds handeln teils deutlich unter pari, also unter dem Nennwert von 100. Halten Privatanleger den Bond bis Verfall, können sie die Differenz zum Nennwert als Kapitalgewinn einstreichen, der in der Schweiz im Gegensatz zum Coupon in der Regel von der Einkommenssteuer befreit ist. Auch die seit dem letzten Coupon aufgelaufenen Marchzinsen unterliegen nicht der Einkommenssteuer, wenn der Bond verkauft wird. Der Käufer muss bei Fälligkeit des Coupons hingegen den gesamten Zins versteuern. Es lohnt sich daher, Bonds nicht kurz vor Zinsfälligkeit zu kaufen.

Eine Ausnahme von dieser Regel gibt es allerdings: Ist die Gesamrendite bei der Emission mehr als doppelt so hoch wie die periodische Verzinsung, liegt eine «überwiegende Ein-

malverzinsung» vor, und der Kapitalgewinn muss versteuert werden. Für Anleihen, die im Negativzinsumfeld ausgegeben wurden, ist das aber kaum der Fall. Es lohnt sich jedoch, in der Kursliste der Eidgenössischen Steuerverwaltung nachzusehen, ob Einmalverzinsung gegeben ist (wenn in der letzten, mit «IUP» für Intérêt Unique Prédominant bezeichneten Spalte ein Y steht). Privatanleger sollten solche Papiere meiden.

Der Coupon eines inländischen Emittenten unterliegt zudem der Verrechnungssteuer. Das gilt bei überwiegender Einmalverzinsung auch für den Kapitalgewinn. Wird die Anleihe von einem ausländischen Schuldner – dazu zählen auch Tochtergesellschaften schweizerischer Unternehmen im Ausland – begeben, entfällt die Verrechnungssteuer.

#### Gute Schuldner wählen

Angesichts des derzeit hohen Rezessionsrisikos seien nur Anleihen qualitativ guter Schuldner empfohlen, sagt Lutz. Grundsätzlich gelte «je langweiliger, desto besser», weil sich die Bonität vieler Emittenten in den letzten Jahren «brutal verschlechtert» habe. Sehr hohe Qualität bietet die Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken, da die Titel vierfach gesichert seien (vgl. Box rechts). Zudem böten sie derzeit eine attraktive Mehrverzinsung zu «Eidgenossen». Zehnjährige Papiere rentieren 1,9%, während «Eidgenossen» rund 1% abwerfen.

«Bei Unternehmensanleihen würde ich nicht unter ein Rating von A gehen», warnt Lutz. Als Beispiele akzeptabler Schuldner nennt er Baloise, BMW, Coca-Cola, Lindt & Sprüngli, Roche oder Swisscom. Sie alle haben Frankenpapiere ausstehend, die für eine Laufzeit von vier bis fünf Jahren zwischen 1,7 und 2% rentieren. Allerdings muss auch hier die Handelsliquidität beachtet werden.

### Quasistaatliche und besicherte Anleihen

Eine Besonderheit in den USA sind Agency-Papiere, die von staatsnahen Unternehmen wie den Hypothekenbanken Freddie Mac und Fannie Mae begeben werden. In vielen Ländern existieren quasistaatliche Schuldner – z. B. Telecomgesellschaften oder Versorger, an denen der Staat beteiligt ist oder die Mehrheit hält. Dazu kommen supranationale Organisationen wie die Weltbank oder die Europäische Investitionsbank sowie Kommunalanleihen, in den USA Municipal Bonds genannt. In der Schweiz treten Kantone und Städte als Emittenten auf.

Des Weiteren existieren forderungsbesicherte Wertpapiere wie Mortgage Backed und Asset Backed Securities (MBS, ABS), bei denen Hypotheken, Autokredite oder Kreditkartenschulden gebündelt werden. Eine Besonderheit in Europa und der Schweiz sind Pfandbriefe, die hierzulande von den beiden Pfandbriefbanken – genauer der Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken und der Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute – begeben werden. Pfandbriefe sind wie MBS ebenfalls durch Hypotheken besichert, die Forderung verbleibt aber anders als bei MBS bei der Bank. Die Schweizer Pfandbriefbanken sind mit dem höchsten Gütesiegel AAA bewertet. Zwischenzeitliche Kursverluste wären bei einem Einbruch des Immobilienmarktes aber kaum zu vermeiden.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/y211](https://go.themarket.ch/y211)



## Clevercircles ist der flexible Roboadvisor.

Definieren Sie Ihre Anlagestrategie aus 16 ETF und Indexfonds und bewirtschaften Sie Ihr Portfolio einfach und flexibel mit spannenden Optionen zum Rebalancing.

#### Unsere All in Fee:

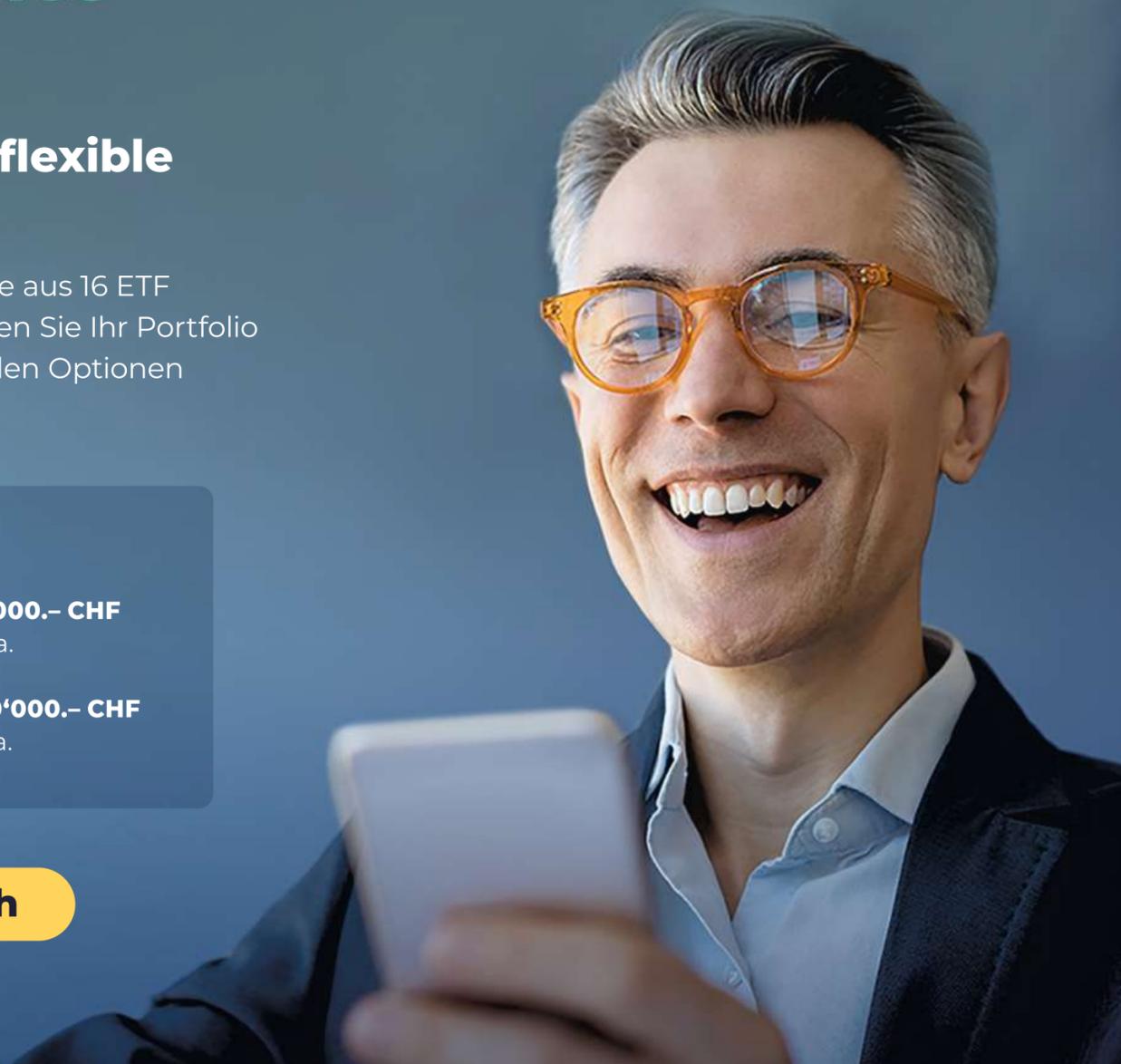
**ab 5'000.– CHF**  
0.65% min. 40.– CHF

**ab 200'000.– CHF**  
0.45% p.a.

**ab 100'000.– CHF**  
0.55% p.a.

**ab 1'000'000.– CHF**  
0.25% p.a.

[www.clevercircles.ch](https://www.clevercircles.ch)



## ANALYSE

# Worauf es bei ESG ankommt

Nachhaltiges Investieren hat sich zum Mainstream entwickelt. Doch das rasante Wachstum und intransparente Anlageprodukte schüren verbreitet Skepsis. **Von Ruedi Keller**

Nachhaltige Investitionsstrategien, zumindest Anlagephilosophien, die nicht nur renditeorientiert sind, sondern auch ethische Aspekte berücksichtigen, gibt es seit rund dreissig Jahren.

Was damals exotisch war, hat sich in der letzten Dekade zu einem Boom entwickelt. Die Ausrichtung von Investitionen auf die Umwelt, die Gesellschaft und eine gute Unternehmensführung ist heute zum Mainstream geworden, die Abkürzung ESG – Akronym für die englischen Begriffe Environmental, Social und Governance – ist in aller Munde. Gemäss jüngsten Schätzungen der Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) waren zum Ende der Dekade global mehr als 35 Bio.\$ an Anlagegeldern gemäss einem Nachhaltigkeitsansatz investiert, was mehr als einem Drittel aller professionell verwalteten Mittel entspricht. 71% der nachhaltig angelegten Gelder orientieren sich an ESG-Faktoren.

Rasant war das Wachstum auch in der Schweiz, wie die jüngste Erhebung des Branchenverbands Swiss Sustainable Finance (SSF) zeigt: 2021 ist das Volumen nachhaltiger Anlagen um weitere 30% auf fast 2 Bio. Fr. gestiegen (vgl. Grafik 1). Insgesamt ist nun die Mehrheit des gesamten Schweizer Fondsmarktes als nachhaltig investiert erfasst.

## «Die Mehrheit des gesamten Schweizer Fondsmarktes ist als nachhaltig investiert erfasst»

Treiber für die Dominanz von ESG-Anlagen war einerseits die Überrendite an den Märkten, die ESG-Anlagen erzielten und die sie bis 2021 stärker wachsen liess als konventionelle Investitionen. Andererseits flossen neue Anlagegelder dem Bereich zu. Reto Ringger, Branchenpionier und CEO der auf nachhaltige Anlagen spezialisierten Globalance Bank, merkt dazu allerdings kritisch an: Der Boom lag nicht daran, «dass die Portfolios grundlegend umgestellt worden wären, sondern sie wurden vielerorts als grün etikettiert».

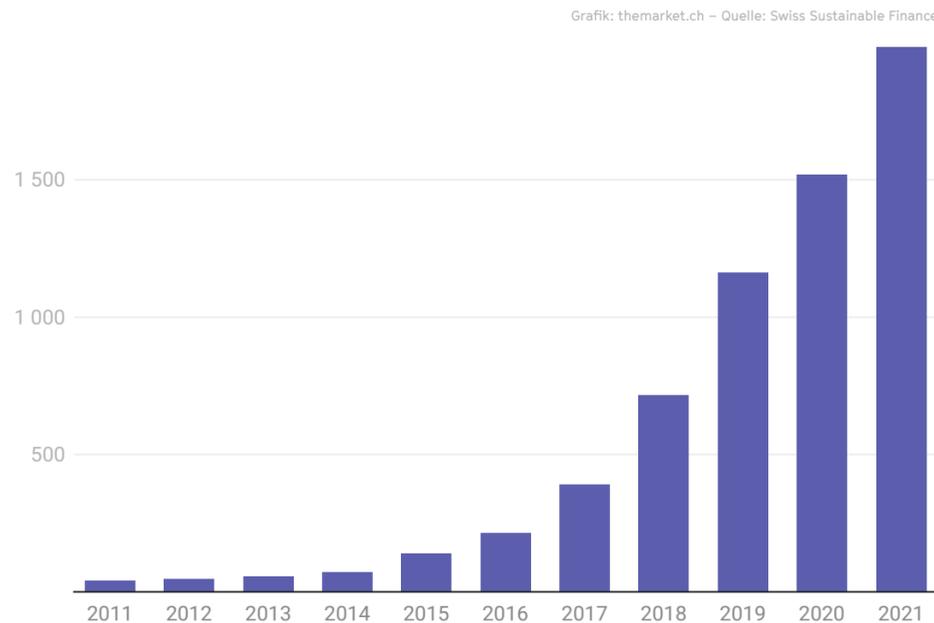
### Angst vor Greenwashing

Seit dem vergangenen Jahr steht ESG deswegen denn auch vermehrt im Gegenwind: Diversen Anbietern von als nachhaltig angepriesenen Produkten wurde Greenwashing vorgeworfen, also dass sie ihre Investoren getäuscht haben, indem sie Angebote grüner dargestellt haben, als sie tatsächlich waren.

Investoren zögern seither, neue Gelder in die Anlageklasse zu stecken. Die Vermögensverwalter sind vorsichtiger geworden mit ihren Nachhaltigkeitsversprechen, Unternehmen scheuer, explizit als nachhaltig vermarktete Wertpapiere wie beispielsweise Green Bonds auszugeben. Dies aus Furcht, sich dem Vorwurf des Greenwashing auszusetzen: «Bislang haben die Marketingabteilungen der Fondsanbieter dominiert, nun sind ihre Compliance-Leute am Zug», sagt Ringger. Dazu gesellte sich 2022 noch eine tendenziell unterdurchschnittliche Performance von ESG-Anlagen, was zusammen mit der Verunsicherung der Marktteilnehmer das Wachstum des Anlagestils gebremst haben dürfte.

### 1) Entwicklung nachhaltiger Anlagen in der Schweiz

Volumen in Mrd. Fr.



Das alles bedeutet aber nicht das Ende nachhaltigen Investierens: «Ich beobachte einen Sinneswandel im Markt für ESG-Produkte», sagt Timo Busch, Professor an der Universität Hamburg und Dozent an der ETH Zürich.

### «Sinneswandel findet statt»

Ganz freiwillig kommt die Neuorientierung nicht. Kunden fühlten sich beim Wunsch, durch ihre Investitionen in ESG-Produkte Gutes zu tun, oft getäuscht, und die Regulatoren schritten ein. Die Europäische Union tat dies beispielsweise mit einer Taxonomie, die nun definiert, was «grün» ist, sowie mit einer Offenlegungsverordnung (Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR), die die Fonds zwingt, ihre Nachhaltigkeitszielsetzungen in den Prospekten aufzuführen.

«In der Vergangenheit genügte es, aus dem Portfolio einzelne Unternehmen zu verbannen oder sich mit einem Best-in-Class-Ansatz auf die jeweils besseren zu konzentrieren, um einen Fonds als nachhaltig zu vermarkten», sagt Busch. Doch das reiche mittlerweile so nicht mehr. Heute müsse sich ein Fondsanbieter zwei kritischen Fragen stellen können: «Erstens muss er Vorwürfen von Greenwashing begegnen können, indem er die Methoden exakt und nachvollziehbar aufzeigt, nach denen er ein Portfolio zusammenstellt.» Zweitens müsse er darlegen, welchen Nutzen bezüglich Klima oder Gesellschaft seine Auswahl in der Realwirtschaft entfalte. Dabei gilt allerdings: «Auf den zweiten Punkt kann ein Fonds verzichten, dann darf er aber auch nicht den Anschein erwecken, eine positive Wirkung auf die Umwelt anzustreben.»

Dies trifft einen Kernpunkt von ESG, der aufzeigt, warum viele Investoren bei Anlagen, die als nachhaltig angepriesen werden, ein ungutes Gefühl beschleicht – und Skepsis gegenüber der gesamten Branche aufkommt.

### Die zwei Seiten von ESG

ESG hat zwei höchst unterschiedliche Seiten, die von den Anbietern in diesem Geschäft – den Agenturen für ESG-Ratings und den Fondsanbietern – teilweise bewusst nicht sauber auseinandergelassen werden: «Nachhaltigkeitsrisiken verringern und eine positive Wirkung erzielen sind zwei voll-

kommen unterschiedliche Stossrichtungen», sagt Ringger von Globalance. Anleger aber würden oft annehmen, bei der Investition in ein Unternehmen mit einem hohen ESG-Rating etwas Gutes zu tun. Tatsächlich habe das nichts damit zu tun, sondern sei eine reine Umweltrisikoprüfung: «ESG-Kriterien messen die finanziellen Risiken, die Unternehmen aufgrund von Umwelteinflüssen oder Umweltschäden aufweisen. Sie messen nicht die positive Wirkung, die entsteht, wenn beispielsweise Wasser gespart wird.»

## «Nachhaltigkeitsrisiken verringern und eine positive Wirkung erzielen sind zwei vollkommen unterschiedliche Stossrichtungen»

Diese Diskrepanz zwischen den Erwartungen der Investoren und der Aussagekraft von ESG-Ratings zeigt sich auch in einer Umfrage der ETH und der Universität Zürich zur «Sustainable Finance Literacy and the Determinants of Sustainable Investing». Auf die Frage, was nachhaltige Finanzprodukte von konventionellen Investitionen unterscheidet, antwortete die Mehrheit von Privatinvestoren mit dem Stichwort: Umwelt. Nur knapp 9% assoziierten nachhaltige Anlagen mit finanzieller Stabilität. Die Erwartung der Investoren, was in einer als nachhaltig deklarierten Anlage enthalten ist, unterscheidet sich deutlich von dem, was ESG-Ratings erheben.

Orientierungshilfe, welche ESG-Methoden worauf fokussieren, geben die acht unterschiedlichen Anlagestile, wobei die meisten Fondsmanager gleichzeitig mehrere davon anwenden (vgl. Tabelle 2). Die Mehrheit der Schweizer Asset-Manager setzt gemäss dem Branchenverband SSF auf normenbasierte Ausschlüsse. Sie schliessen Themen aus ihrem Portfolio aus, beispielsweise Tabak, Waffen, Pornografie oder Kohle – zumindest wenn

### In Kürze:

- Angebot an nachhaltigen Anlagen wächst rasant
- Finanziellen Risikofilter und positive Wirkung trennen
- Produkte wählen, die den eigenen Zielen entsprechen

gewisse Umsatzschwellen überschritten werden. Zwei Drittel des Kapitals werden zudem gemäss ESG-Integration verwaltet, womit das Chancen-Risiko-Profil verbessert werden soll. Ähnliches trifft auf den Best-in-Class-Ansatz zu, mit dem die Unternehmen einer Branche ausgewählt werden, deren ESG-Ratings vergleichsweise gut sind. Hauptsächlich wenden diese Anlagestile Fonds an, die im Sekundärmarkt investieren – in kotierte Aktien, Obligationen und ETF.

«Der Handel am Aktienmarkt – Titel grüner Unternehmen ins Portfolio legen und Klimasünder aussondern – hat keine zusätzliche positive Wirkung auf die Umwelt», kommentiert dazu Professor Busch. In Gegenüberstellung zu einem Vergleichsindex könne man damit zwar den CO<sub>2</sub>-Fussabdruck des Portfolios verringern, doch in der realen Welt werde damit der Treibhausgasausstoss nicht gemindert. Die Aktie, die man vorher gehalten und dann aus dem Portfolio entfernt habe, besitze jetzt lediglich ein anderer Investor. «Wer so handelt, mag zwar sein Gewissen beruhigen, erzielt damit aber keine zusätzliche positive Wirkung», sagt Busch, macht jedoch eine Einschränkung: «Wenn viele Anleger so handeln, kann ihr Verhalten in Summe dazu führen, dass Vorreiterunternehmen über die Zeit einen finanziellen Nutzen daraus ziehen, indem ihre Kapitalkosten sinken – während sie für Klimasünder steigen.»

### Aktiv Einfluss nehmen

Wer jedoch zielgerichtet Einfluss nehmen will, muss Fonds wählen, die sich aktiv engagieren, beispielsweise über ESG-konformes Stimmverhalten an Generalversammlungen



### Der ESG-Newsletter von The Market

Unser monatlicher Blick auf die facettenreichen Investitionsthemen Umwelt, Gesellschaft und gute Unternehmensführung – auf Englisch Environmental, Social and Governance, kurz: ESG.

Jetzt ESG-Newsletter kostenlos abonnieren:

[abo.themarket.ch/newsletter](http://abo.themarket.ch/newsletter)



2) Die acht Ansätze für nachhaltige Investitionen

Basierend auf: SSF – Swiss Sustainable Investment Market Study 2021

Investitionsansatz	Beschreibung
ESG-Integration	Die Einbeziehung von ESG-Risiken und -Chancen in traditionelle Finanzanalysen und Investitionsentscheidungen mithilfe systematischer Prozesse.
Ausschlussverfahren	Unternehmen, Länder oder Emittenten werden aufgrund von Aktivitäten ausgeschlossen, die für Investments nicht in Frage kommen.
ESG-Engagement	Aktive Einflussnahme der Aktionäre mit dem Ziel, das Management davon zu überzeugen, ESG-Kriterien stärker zu berücksichtigen und Risiken zu verringern.
Normbasierte Ansätze	Überprüfung von Investitionen in Bezug auf Mindestanforderungen an die Geschäftspraxis mithilfe nationaler oder internationaler Standards.
ESG-konformes Stimmverhalten	Investoren üben ihre Stimmrechte aktiv auf der Grundlage von ESG-Grundsätzen aus.
Best in Class	Ein Investitionsansatz, bei dem die ESG-Charakteristik eines Unternehmens auf Grundlage eines Nachhaltigkeitsratings mit der seiner Konkurrenten verglichen wird. Unternehmen mit einem Rating über einem definierten Schwellenwert kommen für Investitionen in Frage.
Thematische Investitionen	Investitionen in Unternehmen, die zu nachhaltigen Lösungen in bestimmten Themenbereichen beitragen.
Impact Investing	Investitionen, die neben einer finanziellen Rendite auch eine messbare positive soziale und ökologische Wirkung erzielen wollen.

oder sogenanntes Engagement, indem das direkte Gespräch mit dem Management über ESG-Themen gesucht wird. «Der nachhaltige Anlageansatz «Engagement» hat in den letzten Jahren stark an Bedeutung und Einfluss gewonnen», sagt Sabine Döbeli, CEO von Swiss Sustainable Finance (SSF). Er gelte als wirkungsvollstes Instrument, um im kotierten Bereich als Aktionär direkt Einfluss auf die Nachhaltigkeitsanstrengungen der Unternehmen zu nehmen.

frisches Geld zur Verfügung stellen, damit sie neue Lösungen umsetzen können», sagt Busch. Das könne Venture Capital sein, mit dem Jungunternehmen finanziert würden, oder bei reiferen Unternehmen, indem ihnen über Green Bonds zweckgebunden frisches Kapital für neue Projekte zur Verfügung gestellt werde. Mit diesem Ansatz, der teilweise bei Themenfonds und im sogenannten Impact Investing zu finden ist, können Anleger über ihren Kapitaleinsatz effektiv eine zusätzliche positive Wirkung erzielen.

«Grüne Unternehmen ins Portfolio legen und Klimasünder aussondern hat keine zusätzliche positive Wirkung auf die Umwelt»

«Wer einen positiven Effekt auf die Umwelt erreichen will, kann beispielsweise in Unternehmen mit schlechten ESG-Ratings investieren und sie in direktem Engagement dazu bringen, sich zu verbessern», sagt Busch. Wenn CO<sub>2</sub>-intensive Unternehmen – beispielsweise nicht nachhaltig wirtschaftende Zementkonzerne – begännen, den Ausstoss an Treibhausgasen zu senken, habe das einen grossen positiven Nutzen für die Umwelt. Der direkteste Weg, über die Wirtschaft einen positiven Einfluss auf Umwelt und Gesellschaft zu erreichen, ist jedoch, den Unternehmen neues Kapital bereitzustellen: «Wer als Investor die Ambition hat, aktiv einen positiven Einfluss auf die Umwelt oder die Gesellschaft auszuüben, muss innovativen Unternehmen

Bewusst wählen

Um von ESG nicht enttäuscht – oder getäuscht – zu werden, muss man sich selbst im Klaren sein, was man erreichen will: Möchte man primär das Risiko-Rendite-Profil seines Portfolios verbessern, indem man auf Unternehmen setzt, die hohe ESG-Ratings haben? Sie weisen geringere Umwelteinflüsse auf als ihre Konkurrenten. Man schafft mit einer Investition in sie aber keinen zusätzlichen Nutzen für die Umwelt.

Alternativ – oder obendrauf – kann man die Anlageauswahl auf ihre Wirkung ausrichten. Hier muss der Blick nach vorn gelenkt werden, auf neue Lösungen, die Unternehmen entwickeln, um beispielsweise alte, treibhausgasintensive Technologien abzulösen. Orientierungspunkte für zukunftstaugliche Geschäftsmodelle sind auch unternehmensspezifische Klimapfade, zu denen sich Manager verpflichten – und gleichzeitig glaubwürdig aufzeigen, wie die Ziele tatsächlich erreicht werden können.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:  
[go.themarket.ch/y213](https://go.themarket.ch/y213)



PUBLIREPORTAGE

«Attraktive Perspektiven mit kapitalgeschützten Anlageprodukten»

Die Normalisierung des Zinsumfelds macht kapitalgeschützte Produkte für Anleger/innen wieder interessant. Worum geht es dabei, und worauf ist beim Kauf zu achten? Die Antworten auf die wichtigsten Fragen.

**Die Zeit von Null- und Negativzinsen ist vorbei, die Zinsen sind auch in der Schweiz wieder positiv. Ist das nun eher gut oder eher nachteilig für Kapitalschutzprodukte?**  
 Kapitalgeschützte Produkte bestehen im Wesentlichen aus einer festverzinslichen Komponente. Je höher das Zinsniveau für die entsprechende Laufzeit und Währung notiert, desto attraktiver die Rahmenbedingungen. Ergo ist das Umfeld für kapitalgeschützte Produkte wieder attraktiv.



**Für welche Art Anlegerin oder Anleger sind Kapitalschutzprodukte sinnvoll?**  
 Es gibt verschiedene Szenarien, in denen der Einsatz von kapitalgeschützten Produkten attraktiv ist. Ihr Einsatz ist somit für private und institutionelle Investor/innen situativ gleichermassen denkbar. Konkret können sie an steigenden oder fallenden Kursen partizipieren und gleichzeitig per Verfall von einer garantierten Mindestrückzahlung profitieren.

ckelt, ist eine Rendite im zweistelligen Prozentbereich durchaus möglich.

**Was sind Kapitalschutzprodukte überhaupt?**  
 Kapitalgeschützte Produkte sind strukturierte Produkte, die durch einen Emittenten begeben werden. Sie bestehen aus einer festverzinslichen Komponente (Zero Coupon Bond) und einer Optionskomponente. Per Verfall profitieren Anleger/innen somit von einer allfällig günstigen Entwicklung des Basiswerts und gleichzeitig von der Mindestrückzahlung (Kapitalschutz). Die Performance-Attribution des Basiswerts ist dann positiv, wenn die Option im Geld notiert. Das Underlying muss bei einem Call oberhalb des Strike, bei einer Put Option unterhalb des Strike notieren.

**Zu welchem Zweck kauft man sie?**  
 Kapitalgeschützte strukturierte Produkte ermöglichen die Partizipation am gewünschten Basiswert und garantieren per Verfall gleichzeitig eine Mindestrückzahlung. Sie bieten somit ein asymmetrisches Auszahlungsprofil. Verfügt der/die Investor/in über eine geringe Risikotoleranz, so sind kapitalgeschützte Produkte eine potenziell sehr interessante Anlagevariante.

**Welche Renditen sind zu erwarten?**  
 Das kommt sehr auf die Konstellation der Markt- und der Produktparameter an. Wenn sich der Basiswert äusserst günstig entwi-

**Wann ist der optimale Kaufzeitpunkt?**  
 Richtiges Timing ist bekannterweise sehr schwierig. Ein optimaler Kaufzeitpunkt lässt sich nicht prognostizieren. Hingegen ist ein Umfeld positiver bzw. erhöhter Zinsen ideal. Gleichzeitig sollte der dazugehörige Optionspreis idealerweise günstig sein. Dies ist im Wesentlichen von der impliziten Volatilität abhängig. Ein möglicher interessanter Zeitpunkt könnte ein ruhiges Marktumfeld mit einer verhältnismässig tiefen

Volatilität in Bezug auf den Basiswert sein. Gleichzeitig sollte das Zinsniveau in der gewünschten Währung und Laufzeit möglichst hoch sein.

**Wann lohnt es sich nicht, Kapitalschutzprodukte zu kaufen?**  
 Falls es sich abzeichnen würde, dass die Zinsen weiter stark ansteigen sollten, und gleichzeitig die implizite Volatilität stark sinken würde, wäre der Zeitpunkt nicht ideal. Steigen nämlich die Zinsen weiter an, könnten bessere Konditionen für den kapitalgeschützten Teil dargestellt werden. Gleichzeitig wäre es unvorteilhaft, wenn die Option unmittelbar, durch einen Rückgang der impliziten Volatilität, signifikant tiefer handeln würde.

**Besteht ein Gegenparteirisiko?**  
 Ja, strukturierte Produkte unterliegen einem Emittentenrisiko. Somit ist die Bonität des Emittenten zentral.

**Wie funktioniert ein typisches Kapitalschutzprodukt?**

Grundsätzlich ist es so, dass der/die Anleger/in auf die risikolose Verzinsung verzichtet. Mit dem kumulierten Ertrag aus der risikolosen Verzinsung wird die Option bzw. die Partizipation am Basiswert finanziert.

**Worauf müssen Anlegerinnen und Anleger besonders achten?**  
 Da das Auszahlungsprofil erst per Verfall gilt, ist es zentral zu verstehen, dass sich Entwicklungen zugunsten des Produkts nicht unmittelbar im Kurs spiegeln. Während der Laufzeit unterliegt das Produkt zusätzlich den üblichen Zinsschwankungen, analog zu Obligationen.

**Welche Basiswerte können in Kapitalschutzprodukten enthalten sein?**  
 Grundsätzlich können alle liquiden Basiswerte als Baustein für ein Kapitalschutzprodukt verwendet werden.

**Können auch Fonds oder ETF als Basiswerte enthalten sein?**  
 Ja, ETF können grundsätzlich durchaus auch als Basiswerte eingesetzt werden. Die Machbarkeit muss im Einzelfall geprüft werden.

**Bedeutet «Kapitalschutz», dass man kein Geld verlieren kann?**  
 Kapitalgeschützte Produkte garantieren per Verfall in der Tat eine Mindestrückzahlung. Notiert die garantierte Rückzahlung per Verfall höher oder gleich dem Investitionsbetrag, kann man durchaus argumentieren, dass man kein Geld verlieren kann. Etwaige Opportunitätskosten aus der potenziellen risikolosen Verzinsung sind bei dieser Aussage nicht berücksichtigt.

**Kann ich als Kunde oder Kundin Kapitalschutzprodukte individuell nach meinen Wünschen zusammenstellen?**  
 Strukturierte Produkte haben grundsätzlich den grossen Vorteil, dass sie mass-

geschneidert und individuell auf die Bedürfnisse der Anlegerin oder des Anlegers ausgerichtet werden können.

**Was sind die typischen Laufzeiten?**  
 Die meisten kapitalgeschützten Produkte in Franken haben derzeit eine Laufzeit im Bereich von drei bis fünf Jahren.

**Kann ich Kapitalschutzprodukte auch während ihrer Laufzeit verkaufen?**  
 Strukturierte Produkte können unter normalen Marktbedingungen jederzeit im Sekundärmarkt gehandelt werden. Wichtig ist, darauf zu achten, dass der Emittent einen liquiden und fairen Sekundärmarkt anbietet.

**Wie funktioniert der Sekundärmarkt? Ist er liquide?**  
 Der Sekundärmarkt wird durch den Emittenten betrieben. Die Zürcher Kantonalbank unterbreitet pro Seite (Geld/Brief) in der Regel zum Beispiel jeweils eine Size von ca. 500k mit einem Spread (gesamte Spannweite) von 0,5%.



**Curdin Summermatter**  
 Leiter Verkauf Strukturierte Produkte  
 Zürcher Kantonalbank  
[zkb.ch/derivate](https://zkb.ch/derivate)



## ANALYSE

# Neun Prinzipien für die Aktienanlage

The Market präsentiert die wichtigsten Grundsätze, die eine erfolgreiche Navigation durch die Welt des Investierens ermöglichen sollen. **Von Mark Dittli**

Was ist eigentlich das Wichtigste, wenn es um das Thema Investieren an den Aktienmärkten geht? Diese Frage erhält die Redaktion von The Market oft von Leserinnen und Lesern. Selbstredend kann sie unmöglich abschliessend beantwortet werden. Ebenso wenig kann ein Anspruch auf «die Wahrheit» geltend gemacht werden. Investieren ist ein individuelles Thema, das sich je nach Anlagedauer, Risikotoleranz und Liquiditätsbedürfnissen unterscheidet.

Dennoch können sich Anleger an ein Prinzipiengerüst halten, das es erlaubt, den Blick auf das Wesentliche nicht zu verlieren und auch in heissen Marktphasen einen kühlen Kopf zu bewahren. The Market präsentiert deshalb die wichtigsten Prinzipien.

## 1. Denken Sie wie ein Eigentümer

Wenn Sie eine Aktie kaufen, kaufen Sie nicht bloss ein abstraktes Wertpapier, einen Eintrag in Ihrem Depotauszug oder eine blinkende Zahl auf Ihrem Bildschirm. Nein, Sie kaufen ein Unternehmen. Sie erwerben einen Eigentumsanspruch an den Anlagen des Unternehmens, an seinen Maschinen, Immobilien, an seinen Patenten, seinen Marken, an seiner Forschung und Entwicklung – kurz: an seinem produktiven Kapital. Und Sie erwerben einen Anspruch auf alle Gewinne, die dieses Unternehmen in der Zukunft erwirtschaften wird. Selbstverständlich entspricht Ihr Eigentum am Unternehmen «nur» Ihrem Anteil – und der ist meist mikroskopisch klein –, aber das ändert nichts an der Tatsache: Sie werden Eigentümer des Unternehmens.

Wenn Sie sich bei Aktieninvestitionen in die Rolle des Eigentümers denken, dann wird rasch klar: Erstens, Sie kaufen eine Aktie nicht mit dem Gedanken, sie nach kurzer Zeit zu einem höheren Preis verkaufen zu können. Sie beteiligen sich an einem Unternehmen und nehmen an seiner langfristigen Entwicklung teil. Das unterscheidet Sie als Investor von einem Spekulanten.

Zweitens, weil Sie für die lange Frist investieren – weil Sie Eigentümer werden –, müssen Sie sich mit dem Geschäftsmodell des Unternehmens befassen. Womit verdient es sein Geld? In welchen Märkten ist es tätig, gegen welche Konkurrenten tritt es an? Wie alloziert es sein Kapital? Wie schüttet es Dividenden aus? Wie ist die Qualität des Managements und des Verwaltungsrats? All die Fragen, die Sie sich selbstverständlich stellen würden, wenn Ihnen das Unternehmen zu 100% gehörte. Und drittens: Kümmern Sie sich nicht um die täglichen Kursschwankungen Ihres Unternehmens an der Börse.

## 2. Preis ist nicht gleich Wert

Wenn Sie ein Unternehmen kaufen, kaufen Sie es auf der Basis des Werts, den Sie ihm zumessen. Dieser Wert wiederum ergibt sich aus dem produktiven Kapital und aus den künftigen Gewinnen, die das Unternehmen damit erwirtschaftet.

Wir verzichten an dieser Stelle auf eine detaillierte Beleuchtung der Methoden, wie der Wert eines Unternehmens geschätzt werden kann. Wichtig ist für unsere Zwecke nur diese Feststellung: Der Wert eines Unternehmens entspricht nicht immer dem Preis, der an der Börse für seine Aktien verlangt wird. Weil die Finanzmärkte von Massenpsychologie



## «Anlegen ist simpel, aber nicht einfach»

Warren Buffett, US-Value-Investor

beeinflusst werden, schwankt der Preis der Aktie an der Börse viel stärker als der eigentliche Wert des Unternehmens. Zwar gibt es durchaus lange Phasen, in denen Preis und Wert ungefähr kongruent verlaufen. Aber die Finanzmärkte sind ein komplexes, adaptives System, das von menschlichen Entscheidungen getragen wird. Sie sind daher emotional instabil. Die beste Metapher dafür stammt von Benjamin Graham, der die Börse als «Mr. Market» bezeichnete, der mal indifferent, mal euphorisch und mal zu Tode betrübt ist. «Mr. Market» ist manisch-depressiv. Das bedeutet, manchmal steigen die Preise der Aktien weit über den Wert der Unternehmen, und manchmal sinken sie weit darunter.

Die grosse Kunst für intelligente Investoren ist es, diese manischen oder depressiven Gemütszustände von «Mr. Market» zu erkennen und sie zum eigenen Vorteil auszunutzen.

## 3. Der Prozess zählt, nicht das Resultat

Kennen Sie Blackjack? Im deutschen Sprachraum ist das Spiel auch als «17+4» bekannt, wobei man mit der Aufnahme von Karten versucht, möglichst nahe an – aber nicht über! – die Summe von 21 zu kommen.

Nun stellen Sie sich vor, am Blackjack-Tisch im Casino steht neben Ihnen ein Mann, der vom Croupier zwei Karten bezieht, eine Dame und eine Sieben. Er hält also 17 in der Hand. Nun verlangt er vom Croupier noch eine Karte – und es ist prompt eine Vier. Der Mann hält jetzt 21 in der Hand und hat das Spiel damit gewonnen. Der ganze Tisch applaudiert seinem kühnen Zug.

Es mag kühn gewesen sein, mit 17 in der Hand noch eine Karte zu verlangen – aber war es auch intelligent? Die Antwort ist eindeutig Nein. Die Wahrscheinlichkeit, dass der Mann ein Ass, eine Zwei, eine Drei oder eine Vier bekommt, war viel kleiner als die, dass er eine grosse Karte erhält, damit über 21 kommt und verliert. Der Entscheidungsprozess des Mannes war falsch. Was wie Kühnheit aussah, war bloss Glück.

Man darf eine Entscheidung nie nach ihrem Resultat beurteilen – denn dieses kann von Zufall bzw. Glück abhängen –, sondern nach der Qualität des Prozesses, der zu dieser Entscheidung geführt hat. Das gilt in vielen Situationen des täglichen Lebens, und es gilt auch beim Investieren.

Der Prozess ist die analytische Arbeit, die Sie zum Entscheid führt, Eigentümer eines bestimmten Unternehmens zu werden. Dazu zählt die Auseinandersetzung mit dem Geschäftsmodell und der Bewertung des Unternehmens: Womit verdient das Unternehmen sein Geld, und in welchen Märkten ist es tätig? Bietet das Geschäftsmodell Einstiegschürden gegen neue Konkurrenten? Wie entwickeln sich die Margen und die Kapitalrenditen über längere Zeiträume? Wie sehen die Gewinn- und die Dividendenhistorie aus? Ist das Unternehmen hoch verschuldet, oder sitzt es auf grossen Cashreserven? Geht das Management diszipliniert mit dem ihm anvertrauten Kapital um? Wie präsentiert sich die aktuelle Bewertung, verglichen mit der eigenen Historie sowie mit Konkurrenten und ähnlichen Unternehmen?

Das ist keine Hexerei. Aber dieser Prozess benötigt Zeit, denn Sie wollen daraus Ihren Investment Case bestimmen. Wenn Sie ihn nach einem soliden Prozess bestimmt haben, dann bedeutet das selbstverständlich nicht, dass das Resultat immer zu Ihren Gunsten ausfallen wird. Der Preis der Aktie an der Börse kann aus verschiedenen Gründen trotzdem sinken. Aber nun können Sie immer prüfen, ob Ihr Investment Case noch stimmt oder ob sich daran grundlegend etwas verändert hat. Im ersten Fall können Sie gelassen bleiben und zukaufen, wenn der Preis unter den von Ihnen geschätzten Wert fällt. Im zweiten Fall kommen Sie auf Ihren Investitionsentscheid zurück und, falls der Investment Case nicht mehr stimmt, verkaufen Sie. Wenn die Fakten sich ändern, dann ändern Sie Ihre Meinung. Aber nicht vorher.

## 4. Risiko ist keine abstrakte Zahl

In der Finanztheorie und in der praktischen Anwendung im Bankwesen wird Risiko mit dem statistischen Begriff der Volatilität gleichgesetzt. Sie bezeichnet die Schwankungsbreite eines Preises um seinen Mittelwert über einen bestimmten Zeitraum.

Aus unserer Sicht ist das eine irreführende Definition von Risiko, beziehungsweise: Volatilität ist nur dann ein Problem, wenn Sie a) Ihre Liquiditätsplanung nicht im Griff haben oder b) wenn Sie mit hohem Einsatz von Fremdkapital spekuliert haben (vgl. Punkt 7). Volatilität ist also dann ein Risiko, wenn Sie von äusseren Kräften gezwungen werden, Ihre Aktien zu einem ungünstigen Zeitpunkt

### In Kürze:

- Emotionen haben in der Welt des Anlegens nichts zu suchen
- Es gilt, die richtigen Risiken im Auge zu behalten
- Wichtig ist, zu wissen, was man nicht wissen kann

zu verkaufen. Wenn das aber nicht der Fall ist, wenn Sie also langfristig und umsichtig investiert haben, dann kann Ihnen die kurzfristige Volatilität egal sein. Stellen Sie sich vor, Sie blicken nur einmal pro Jahr, am 31. Dezember, auf die Aktienkurse; welche Kapriolen sie an der Börse in der Zwischenzeit vollführen, ist Ihnen egal.

Das eigentliche Risiko, das Sie als Aktieninvestor im Auge haben müssen, ist die Gefahr eines permanenten Kapitalverlusts. Diese Gefahr entsteht, wie es James Montier im Standardwerk «Value Investing» sehr treffend beschreibt, aus drei möglichen Quellen:

**Bewertungsrisiko:** Wenn Sie eine Aktie zu einem viel zu hohen Preis kaufen – wenn der Preis also weit über dem Wert liegt –, dann laufen Sie Gefahr, einen permanenten Kapitalverlust zu erleiden. Das ist etwa dann der Fall, wenn Sie während einer Spekulationsblase selbst in Euphorie verfallen und der Illusion erliegen, die Kurse könnten nur noch weiter steigen.

**Geschäftsrisiko:** Die freie Marktwirtschaft ist von (kreativer) Zerstörung geprägt. Ein Unternehmen kann von Konkurrenten überholt und vernichtet werden. Manager können gravierende Fehler begehen, beispielsweise mit einer desaströsen Grossübernahme. Denken Sie an Credit Suisse, Swissair oder an Namen wie Nokia, Xerox oder Eastman Kodak, die am Weggang der Wirtschaftsgeschichte liegen geblieben sind. Ihre Aktionäre haben einen permanenten Kapitalverlust erlitten.

**Bilanzrisiko:** Unternehmen, die mit einer zu hohen Verschuldung arbeiten, laufen Gefahr, dass sie in einem ungünstigen Zeitpunkt – etwa in einer Rezession – zu einer Umschuldung und/oder einer Kapitalerhöhung gezwungen werden. Für die Aktionäre ist das in der Regel mit einer desaströsen Verwässerung ihres Anteils verbunden. Diese Risiken müssen Sie im Auge behalten. Das Bewertungsrisiko, indem Sie keine zu hohen Preise bezahlen (vgl. Punkt 2). Das Bilanzrisiko, indem Sie sich von hoch verschuldeten Unternehmen fernhalten. Das Geschäftsrisiko, indem Sie Ihren Investment Case konstant auf Schwachstellen überprüfen.

## 5. Ihr schlimmster Feind

Unter Punkt 2 haben wir den manisch-depressiven «Mr. Market» kennengelernt. Er bezahlt in der Euphorie viel zu viel, und in der Depression will er sich zu Dumpingpreisen von seinen Aktien trennen. Mit jeder Transaktion, die Sie an der Börse durchführen, ist dieser «Mr. Market» Ihre Gegenpartei. Sie können sich seine emotional instabile Verfassung zunutze machen – unter einer Voraussetzung: Sie dürfen selbst nicht Opfer Ihrer Emotio-

nen werden, denn sonst handeln Sie genauso manisch-depressiv wie «Mr. Market». Sie sind selbst Ihr schlimmster Feind. «Erkennen Sie, dass die Psychologie an den Märkten viel stärker schwankt als die Fundamentaldaten, und zwar meist in die falsche Richtung oder zum falschen Zeitpunkt. Verstehen Sie, wie wichtig es ist, Stimmungsschwankungen zu widerstehen. Profitieren Sie, wenn möglich, durch antizyklisches Verhalten», schreibt der Value-Investor Howard Marks.

Machen Sie sich nichts vor: Es ist unfassbar schwierig, sich gegen die Herde zu bewegen. Es ist schmerzhaft, auszusteigen und abseitszustehen, wenn der Markt sich in einen euphorischen Boom steigert. Und es braucht ungeheuer viel Überwindung, zu kaufen, wenn alles zusammenkracht.

Das beste Rezept dagegen: Erstellen Sie Ihre Investitionsstrategie in einem nüchternen, emotionslosen Zustand. Definieren Sie beispielsweise den festen Betrag, den Sie zu festen Zeitpunkten – monatlich, quartalsweise – in definierte Aktien oder ETF investieren. Definieren Sie Ihre Rebalancing-Methode und den Rhythmus, in dem Sie Ihr Portfolio ausbalancieren. Und dann ziehen Sie diese Strategie durch. Werden Sie nicht gierig und

weichen von Ihrer Strategie ab, wenn Euphorie ausbricht. Und verfallen Sie nicht in Panik, wenn Angst und Schrecken herrscht.

## 6. Geduld

Verfallen Sie nicht in Hyperaktivität und erliegen Sie nicht der Illusion, Sie könnten das perfekte Timing an den Märkten erwischen. Das können Sie nicht – und wenn, dann nur mit Glück. Definieren Sie Ihre Strategie. Folgen Sie Ihrer Strategie. Verwenden Sie Zeit, um Ihre Prozesse (vgl. Punkt 3) zu befolgen und solide Investment Cases zu identifizieren. Überprüfen Sie diese, um das Geschäftsrisiko (vgl. Punkt 4) im Griff zu behalten. Ändern Sie etwas in Ihrem Portfolio, wenn ein Investment Case nicht mehr stimmt. Und sonst: Machen Sie sich keinen Stress.

## 7. Schwimmen Sie nicht ohne Badehose

Das Bonmot von Warren Buffett wird gerne und oft zitiert: «Erst bei Ebbe zeigt sich, wer ohne Badehose geschwommen ist.» Gemeint ist damit: Erst wenn die Zinsen steigen, of-

fenbart sich, wer mit einem zu hohen Einsatz von Schulden (Leverage) gearbeitet hat.

Es ist verlockend, die eigene Anlageperformance mit dem Einsatz von Fremdkapital (Lombardkrediten) aufzupeppen. Das funktioniert in der Hausse. Aber es ist brandgefährlich in der Baisse, da Sie sich damit dem Volatilitätsrisiko aussetzen, das Sie eigentlich umgehen möchten: nämlich, dass Sie durch einen Margin Call gezwungen werden, Ihre Aktien zu einem ungünstigen Zeitpunkt zu verkaufen, und damit einen permanenten Kapitalverlust erleiden. Fragen Sie sich: Bin ich ein überdurchschnittlich cleverer Investor? Spüre ich vor den anderen, wann es Zeit ist, Risiken abzubauen? Die ehrliche Antwort lautet in der Regel Nein. Werden Sie nicht gierig. Lassen Sie den Einsatz von Leverage lieber sein. Und vor allem: Begehen Sie nie den Fehler, einen Bullenmarkt mit Ihrer eigenen Cleverness zu verwechseln.

## 8. Vorsicht mit Storys

Menschen mögen Geschichten. Wir lassen uns gerne von Erzählungen, von Narrativen leiten. Das wissen die Produkt- und Marketingfachleute der Banken, die eifrig Anlage-«Baskets» kreieren, die unser urmenschliches Bedürfnis nach Geschichten ansprechen. Das Problem dabei: An der Börse wird ein Thema in der Regel erst dann zu einer Story, wenn es einer breiten Anlegerschaft bekannt und damit meist auch entsprechend hoch bewertet ist. Ein Anlageprodukt zu einem Thema, über das noch niemand spricht, lässt sich nicht verkaufen. Es hat noch keine Story.

Das heisst nicht, dass diese Themen per se schlechte Investments sind. Aber sie sind in der Regel schlechte Investments, wenn sie an den Börsen als Story gefeiert werden und die Bewertung keine Rolle mehr spielt. Denn dann laufen Sie Gefahr, aufgrund des Bewertungsrisikos (vgl. Punkt 4) einen permanenten Kapitalverlust zu erleiden. Daher eine simple Regel: Wenn ein Anlagethema von den Banken als Story vermarktet wird, ist es vorbei.

## 9. Demut

«Ich weiss es nicht» ist ein Eingeständnis, mit dem gerade im Finanzwesen offenbar viele Menschen Mühe bekunden. Die Krux der Finanzmärkte ist es, dass sie die Zukunft in die

Gegenwart einpreisen – wie unter Punkt 1 erwähnt: Mit dem Kauf einer Aktie erwerben Sie ein Anteilsrecht auf alle künftigen Gewinne des Unternehmens. Das führt dazu, dass viele Marktteilnehmer versuchen, möglichst viel über die Zukunft zu wissen, zu prognostizieren und zu modellieren.

Das Problem dabei ist, dass es viele Dinge gibt, die sich schlichtweg nicht prognostizieren lassen. Die Zukunft ist ungewiss. Damit Sie mit Prognosen einen Vorteil an den Finanzmärkten erlangen, müssten nicht nur Ihre Prognosen besonders treffsicher sein, sondern Sie müssten auch noch in Ihrer Einschätzung richtigliegen, wie die Preise der verschiedenen Anlagen auf das Eintreffen Ihrer Prognosen reagieren werden.

Dazu zwei Denkbeispiele: Angenommen, Sie hätten im August 2020 korrekt prognostiziert, dass die Inflation in den USA und in Europa auf mehr als 9% steigt – hätten Sie dann auch prognostiziert, dass der Goldpreis bis August 2022 um mehr als 10% sinkt? Oder angenommen, Sie hätten im Herbst 2021 korrekt prognostiziert, dass Russland die Ukraine angreift und der Westen mit einem umfassenden Sanktionsprogramm gegen Moskau vorgeht – hätten Sie dann auch prognostiziert, dass der Rubel im Jahr 2022 um mehr als 20% steigt?

Unser Rat: Vergeuden Sie nicht zu viel Zeit und Energie damit, die Zukunft vorhersehen zu wollen. Das gilt auch für die Analyse einzelner Aktien: Versuchen Sie nicht, den Gewinn eines Unternehmens für Jahre in die Zukunft zu prognostizieren. Das gibt Ihnen bestenfalls eine Scheinpräzision und die Illusion von Wissen.

Es gibt unzählige Dinge, die Sie nicht wissen. Die Sie nicht wissen können. Und das ist gut so – sofern Sie sich das eingestehen. Das Wissen um das eigene Nichtwissen befreit Ihnen nämlich Energie und Zeit, die Sie sinnvoller einsetzen können: um die Historie und die Gegenwart zu verstehen. Und um das zu erreichen, ist unser bescheidener Rat: Lesen Sie. Lernen Sie. Begehen Sie nie den Fehler, zu glauben, Sie hätten bereits begriffen, wie die Finanzmärkte funktionieren.



### «Der intelligente Investor ist ein Realist, der an Optimisten verkauft und von Pessimisten kauft»

Jason Zweig, amerik. Journalist, im Vorwort zu «The Intelligent Investor» von Benjamin Graham, britisch-amerik. Ökonom und Investor (1894–1976)

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/y215](https://go.themarket.ch/y215)



2,6 Mio. Anzahl Personenkraftwagen, die Deutschland im Jahr 2022 exportiert hat

Quelle: BBC

# What's next?

Unsere Frage seit 30 Jahren. Unsere Antwort:  
Investieren in zukunftsweisende Medikamente.



Investieren Sie mit uns.  
[bbbiotech.ch/whats-next](https://bbbiotech.ch/whats-next)

**BB Biotech** | 30 Years  
Bellevue Healthcare  
Investments

# SORGT IMMER FÜR EINE GUTE FINANZLAGE: EINE GUTE RÜCKLAGE.

Eine Investition, über die man sich auch später noch freuen kann:  
wertbeständige **Edelmetalle**.



Als Pionier im Edelmetallgeschäft stehen wir für goldene Zeiten für Ihr Vermögen. Gewichten Sie daher die Anlageklasse Edelmetalle mit mindestens 15 bis 25 Prozent und profitieren Sie von unserer langjährigen Erfahrung. Wir beraten Sie gerne: **online oder persönlich vor Ort**.

## INTERVIEW

## «Wir sollten auf weitere Probleme gefasst sein»

Raghuram Rajan, Ökonom und Ex-Chef der indischen Zentralbank, warnt, dass die Krise im US-Bankensektor nicht vorbei ist. Er sagt, warum der Stress im System mit der lockeren Geldpolitik zusammenhängt und er nicht an eine weiche Landung der Wirtschaft glaubt. **Von Christoph Gisiger**



## Raghuram Rajan

Raghuram Rajan gehört zu den renommiertesten Ökonomen unserer Zeit. In Zentralindien aufgewachsen, hatte er zunächst ein Studium als Elektroingenieur abgeschlossen, worauf er Anfang der Neunzigerjahre am Massachusetts Institute of Technology (MIT) in Finanzwissenschaften doktorierte. 2003 wurde er zum jüngsten Chefökonom des Internationalen Währungsfonds ernannt. Für weltweites Aufsehen sorgte er, als er im Sommer 2005 am Wirtschaftssymposium von Jackson Hole vor Exzessen im Bankensystem warnte. Von 2013 bis 2016 amtierte er als Gouverneur der Reserve Bank of India, worauf er nach einem Zerwürfnis mit der Regierung Modi abrupt zurücktrat. Der 60-jährige Volkswirt lehrt heute an der Booth School of Business der University of Chicago. Er hat mehrere preisgekrönte Bücher verfasst. Das letzte ist 2019 unter dem Titel «The Third Pillar» erschienen und befasst sich mit der Interaktion von Staat, Märkten sowie Gemeinden und wie sich daraus Rezepte zur Förderung von nachhaltigem Wachstum ableiten lassen.

Um die Probleme im amerikanischen Finanzsektor ist es verdächtig ruhig geworden. Nach dem Kollaps der Silicon Valley Bank und der Notübernahme der First Republic Bank durch JPMorgan Chase haben sich die Aktienkurse von anderen gefährdeten Instituten in den vergangenen Wochen stabilisiert. Ist die Krise also überstanden?

Raghuram Rajan sieht keinen Grund für Entwarnung. «Leider besteht momentan der Eindruck, diese spezifische Phase der Bankenkrise sei vorbei», sagt der Finanzprofessor an der Universität Chicago und vormalige Gouverneur der Reserve Bank of India. «Ich denke aber, dass man das System weiterhin gut im Auge behalten muss.» Rajan weiss, wovon er spricht. Für Aufsehen sorgte er bereits im Sommer 2005, als er vor versammelter Finanzelite am Wirtschaftssymposium in Jackson Hole vor Exzessen im Bankensystem warnte. Damals scharf kritisiert, gehört er heute zu den am meisten beachteten Ökonomen unserer Zeit.

Im Interview erklärt Rajan, wo weiterhin Schwachstellen im Bankensystem bestehen und weshalb sie aus seiner Sicht eine Konsequenz der ultralockeren Geldpolitik der US-Notenbank sind. Auch sagt er, weshalb das Risiko einer harten Landung für die amerikanische Wirtschaft beträchtlich ist.

**Professor Rajan, die Krise um die Regionalbanken in den USA ist in den Hintergrund gerückt. Seit dem Kollaps der First Republic Bank Anfang Mai gab es keine grösseren Erschütterungen mehr. Wie schätzen Sie die Lage ein?**

Die First Republic Bank befand sich wie die Silicon Valley Bank und die Signature Bank in einer ausgesprochen schwierigen Situation. Das Institut zählte zur Kategorie der «Walking Wounded». Das heisst, es war aus

fundamentaler Sicht noch solvent, aber bereits angeschlagen. Dass mit der Bank früher oder später etwas passieren würde, war unvermeidlich. Leider besteht momentan der Eindruck, diese spezifische Phase der Krise sei vorbei. Ich denke aber, dass man das System weiterhin gut im Auge behalten muss.

«Irgendwann müssen wir uns mit den negativen Folgen der lockeren Geldpolitik eingehend befassen»

**Weshalb?**

Diese Ereignisse verdeutlichen, dass mittelgrosse Banken in den USA nach wie vor mit Schwierigkeiten konfrontiert sind: Einerseits sind ihre Probleme mit verlustreichen Investments nicht gelöst, ihre Bilanzen werden deshalb noch bedeutende Verluste absorbieren müssen. Andererseits besteht auch das Problem der stark fluktuierenden Einlagen weiterhin: Bankkunden verlangen höhere Zinsen, damit sie nicht abwandern, was bedeutet, dass die Nettozinsmargen vieler Institute empfindlich schrumpfen werden. Damit stellen sich Fragen zur längerfristigen Gesundheit des Systems, speziell bei mittelgrossen Banken, die in Bereichen wie Gewerbeimmobilien engagiert sind.

**Wie konnte es zu dieser Krise kommen?**

Die US-Notenbank hat dazu einen Bericht veröffentlicht. Darin ist von einem schlechten Management der Banken die Rede, aber auch von mangelhafter Aufsicht. Was jedoch nicht erwähnt wird, ist die Rolle des billigen Geldes über mehr als zehn Jahre. Irgendwann müs-

sen wir uns aber mit den negativen Folgen der lockeren Geldpolitik eingehend befassen, denn sie hat Schwachstellen im Finanzsystem verursacht, die zu den aktuellen Problemen geführt haben.

**Sie glauben also, dass es sich um ein systemisches Problem handelt?**

Ja. Wenn es kein systemisches Risiko gäbe, müssten diese Banken nicht gerettet werden, man könnte sie einfach kollabieren lassen. Dass man sie aber nicht scheitern lassen kann, liegt daran, dass Sorgen um die Gefahr einer Ansteckung bestehen, und diese Gefahr geht wiederum auf systemische Faktoren wie die Geldpolitik zurück.

**Sie und drei weitere Ökonomen haben letzten Sommer am Wirtschaftssymposium in Jackson Hole vor den negativen Konsequenzen von Stimulusprogrammen wie QE gewarnt. Fühlt sich diese Krise wie ein Déjà-vu an, zumal Sie bereits vor der letzten Finanzkrise in Jackson Hole auf Risiken im System hingewiesen hatten?**

Es ist weniger ein Déjà-vu als vielmehr die grundlegende Weigerung, die Geldpolitik als Ursache zu sehen. Stattdessen wird die Schuld auf alles andere geschoben. In akademischen Kreisen herrscht ein Glaube, der bis zu den Zentralbanken durchgedrungen ist. Demnach soll eine strikte Trennung möglich sein zwischen monetären Fragen, die die Geldpolitik betreffen, und Fragen der Finanzstabilität, bei denen es um die Regulierung geht. Die Krux ist natürlich, dass die lockere Geldpolitik Anreize im Privatsektor schafft, die Art von Fehlern zu begehen, die zu systemischem Stress führen. Das Resultat sind Probleme, die staatliche Rettungsaktionen erfordern.

**Was veranlasst Sie zu dieser These?**

Es gab bereits Vorboten für das, was wir heute erleben. Das lässt darauf schliessen, dass diese Krise kein Zufall ist, sondern eine lange Vor-

geschichte hat. Im September 2019 zum Beispiel brach die Hölle los, als die Repo-Sätze am Geldmarkt in die Höhe schossen. Doch weil sich das Fed damals nicht in einem Zins-erhöhungszyklus befand, blieb es bei einer Liquiditätskrise. Die Notenbank intervenierte und rettete das System, indem sie Liquidität einschoss, sodass wir uns keine Sorgen um Solvenzprobleme machen mussten.

**Weitere Erschütterungen folgten beim Covid-Crash im Februar/März 2020, worauf das Fed noch stärker intervenierte.**

Die Pandemie hätte eine Finanzkrise ausgelöst, wenn das Fed die Märkte nicht mit Liquidität geflutet hätte. Gleichzeitig mussten Regierungen den Unternehmen viel Geld zur Verfügung stellen, womit diese dann ihren Verpflichtungen gegenüber den Banken nachkommen konnten. Anders als zunächst befürchtet waren die Kreditverluste der Banken während der Pandemie daher verschwindend gering. Das verleitete uns erneut, zu glauben, dass wir uns keine Sorgen über systemische Risiken machen müssten. Derzeit hebt das Fed aber die Zinsen an und zieht mit dem Abbau seiner Bilanz zugleich Liquidität aus dem System ab, was sich für die betreffenden Regionalbanken als doppeltes Problem erweist.

**Warum genau?**

Wenn das Federal Reserve seine Bilanz mit einem QE-Programm ausweitet und das System mit Liquidität flutet, geschieht dies nicht in einem Vakuum. Kauft das Fed zum Beispiel Anleihen von einem Pensionsfonds, bezahlt es ihn dafür mit Geld, und dieser deponiert dieses Geld dann auf seinem Konto bei einer Bank. Im Prinzip ersetzt das Fed also Anleihen im Privatsektor mit seiner Liquidität, und diese Liquidität landet auf den Bilanzen der Banken. QE vergrössert folglich nicht nur die Bilanz der Zentralbank, sondern führt auch zu einer Ausweitung der Bilanz des gesamten Bankensystems.



### Was hat das für Konsequenzen?

Wenn die Banken dieses Geld aus den Einlagen der Kunden nicht umsichtig investieren, können sie in Schwierigkeiten geraten. Es erscheint paradox: Der Markt wird mit dem liquidesten Vermögenswert auf dem Planeten überschwemmt, den Reserven der amerikanischen Notenbank. Weil dieses Geld dann aber in Form von Einlagen seinen Weg in die Bilanzen der Banken findet, sehen sich diese mit einer Menge Ansprüche auf Liquidität konfrontiert. Folglich macht das Fed durch die Ausweitung seiner Bilanz den Finanzsektor anfälliger für potenzielle Schocks, wenn es später damit beginnt, sie zu schrumpfen.

### Genau das passiert heute. Das Fed verkürzt seine Bilanz und saugt Liquidität ab.

Wenn der Umkehrprozess einsetzt, werden diese Ansprüche auf Liquidität bei den Banken geltend gemacht. Weil das kein überschaubarer Vorgang ist, wird das System immer angespannter. Zudem wird angenommen, dass Banken umsichtig investieren. Wie wir aber wissen, haben manche langfristige Staatsanleihen und ähnliche Vermögenswerte gekauft, was sie einem zusätzlichen Risiko aussetzt. Sie dachten sich wohl, sie müssten sich keine Sorgen machen, weil langfristige Staatsanleihen als liquid gelten. Wie sich jedoch gezeigt hat, können diese Anlagen deutlich an Wert verlieren, wenn die Zinsen steigen. Die Banken haben damit gleich zwei Probleme: ein Liquiditätsproblem und ein Solvenzproblem.

«Die Banken haben gleich zwei Probleme: ein Liquiditätsproblem und ein Solvenzproblem»

### Wie, denken Sie, geht es nun weiter?

Die Einleger sind viel mobiler geworden. Sie fordern höhere Zinsen, weshalb sich Banken nicht mehr auf stabile, niedrig verzinsten Einlagen verlassen können. Um zu überleben, müssen sie höhere Zinsen zahlen, doch dann können sie die langfristigen, niedrig verzinsten Kredite nicht mehr finanzieren, die sie während der Zeit des billigen Gelds ausgestellt haben. Anders gesagt, sie erzielen mit diesen Krediten nicht mehr genügend Einnahmen, um die Kosten für die Einlagen zu decken. Das lässt befürchten, dass eine Reihe von Banken in Zukunft über immer geringere Gewinne berichten wird. Gemäss manchen Studien könnten Hunderte von Banken beginnen, über steigende Verluste zu berichten.

### Könnte man auch sagen, dass sich das System so sehr an die Liquidität der Zentralbanken gewöhnt hat, dass es nun unter Entzugserscheinungen leidet, weil sie abgezogen wird?

Korrekt, das System ist süchtig nach günstiger Liquidität, und wenn man es mit hohen Volumen an Liquidität versorgt, gewöhnt es sich an dieses hohe Niveau. Zudem: Je mehr man es mit Liquidität versorgt, desto mehr gewöhnt es sich daran. Entsprechend schwierig wird es, das Niveau auch nur leicht zu senken, geschweige denn, auf das ursprüngliche Ausgangsniveau zu reduzieren. Diese Erfahrung haben wir im September 2019 mit der Repo-Krise gemacht, 2020 haben wir es bei der Covid-Krise noch viel intensiver erlebt, und jetzt gibt es erneut Anzeichen dafür.

### Auch in Europa hat die EZB das System massiv mit Liquidität geflutet. Drohen europäischen Banken ähnliche Probleme wie in den USA?

Bisher scheint es, dass die europäischen Aufsichtsbehörden dem Risiko einer Abwertung von Vermögenswerten durch höhere Zinsen mehr Rechnung getragen haben. Auch ist weniger klar, ob systemische Risiken bestehen. Es gibt aber ein Problem mit Banken, die damit ringen, ein klares Geschäftsmodell zu finden, wie das bei Credit Suisse der Fall war. Auch in Europa werden Einleger höhere Zinsen verlangen. Es wird daher schwieriger, Geld mit Kunden zu verdienen, die zu träge sind, um zu einer anderen Bank zu wechseln. Das ist ebenfalls für die europäischen Banken ein potenzielles Problem. Ich glaube allerdings nicht, dass das Risiko auf der Seite der Aktiva mit Verlusten auf Finanzanlagen so drastisch ist wie in den USA.

### Wie sieht es mit Risiken ausserhalb des Bankensystems aus?

Auch in Europa wurde während der Pandemie massiv in die Märkte eingegriffen, um Liquidität bereitzustellen. Auf beiden Seiten des Atlantiks sind Unternehmenskonkurse zurückgegangen statt gestiegen. Angesichts des enormen Schocks für die Wirtschaft damals deutet dies darauf hin, dass sich Probleme im System aufgestaut haben. Wie gravierend sie sind, wird sich erst mit der Zeit zeigen. Clevere Unternehmen haben das billige Geld genutzt, um Puffer aufzubauen, indem sie sich günstig refinanziert und die Laufzeit der Schulden verlängert haben. Sie sind daher gut gewappnet, falls es zu einer Rezession kommt oder die Folgen des Kriegs in der Ukraine noch schlimmer werden.

«Der schwierigste Teil bei der Eindämmung der Inflation ist immer das letzte Stück»

### Was ist mit weniger cleveren Firmen?

Das Hauptproblem besteht bei Unternehmen, die bereits in schwacher Verfassung waren und sich keine langfristigen Kredite sichern konnten. Ihre Schulden werden bald fällig, und dann müssen sie sich in einem Umfeld refinanzieren, das weit weniger risikotolerant ist als während der Pandemie. Ich habe daher das Gefühl, dass der Stress im System zunehmen wird. Wo und wie stark er auftreten wird, ist aber schwer abschätzbar. Das

hat sich beispielsweise bei der Krise der Pensionskassen in Grossbritannien letzten Herbst gezeigt, mit der kaum jemand gerechnet hatte. In den USA hatte man nicht erwartet, dass steigende Zinsen die Silicon Valley Bank und andere Institute zu Fall bringen würden. Solange die Zinsen nicht sinken und sich die Liquidität im System nicht stabilisiert, sollten wir also auf weitere Probleme gefasst sein.

### Die Zentralbanken signalisieren aber keine baldige Lockerung der Geldpolitik. Inwiefern beeinträchtigen die Anspannungen im Bankensektor das Fed dabei, die Inflation unter Kontrolle zu bringen?

Der schwierigste Teil bei der Eindämmung der Inflation ist immer das letzte Stück. Die einfachen Fortschritte sind gemacht. Die Engpässe in den Lieferketten haben sich gelöst, und die Energiepreise sind gesunken, was die Inflationszahlen weitgehend reflektieren. In den USA müssen die Preise für Wohnimmobilien noch sinken, und das wird wahrscheinlich im Lauf des Jahres passieren, aber sonst liegt der leichte Teil hinter uns. Die Inflation wird jetzt durch die starke Teuerung im Dienstleistungssektor gestützt, wodurch sich die Kerninflation auf erhöhtem Niveau stabilisiert. Ich denke, das Fed will deshalb einen schwächeren Arbeitsmarkt sehen, damit die Kräfte nachlassen, die die Löhne im Dienstleistungssektor nach oben treiben.

### Was heisst das für die Geldpolitik?

Das Fed befindet sich in einer Zwickmühle zwischen Inflation und Finanzstabilität. Es kann die Zinsen nicht immer weiter anheben und zusehen, wie das System zusammenbricht. Die Konjunktur in den USA beginnt sich zu verlangsamen, aber der Konsum ist immer noch recht robust. Solange er sich nicht abschwächt, wird das Fed seine Aufgabe kaum als erfüllt sehen. Wenn es der Geldpolitik gelingt, die Inflation einzudämmen, ist der Preis dafür meist ein härterer Abschwung, und ein Abschwung ist nicht leicht zu kontrollieren, denn wenn er einmal einsetzt, entwickelt er eine Art Eigenleben.

### Wie schätzen Sie die Wahrscheinlichkeit einer weichen Landung ein?

Bei hohen Zinsen gibt es selten eine weiche Landung. Derzeit ist ein solches Szenario sehr unwahrscheinlich. Es mag widersprüchlich anmuten, aber je mehr sich die Wirtschaft belebt, desto mehr muss das Fed unternehmen, um sie zu bremsen, was wiederum die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass es zu einer abrupten Abschwächung kommt.

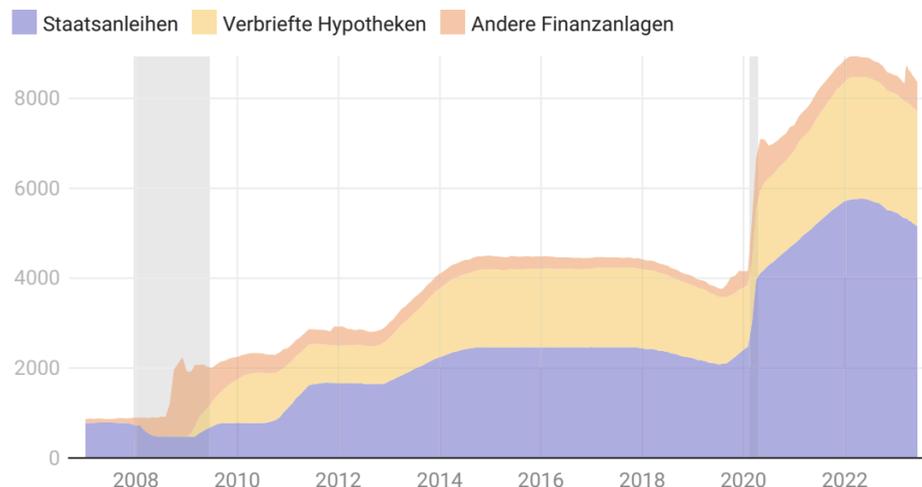
### Das Fed steht nach dem Debakel mit der Inflation ohnehin politisch unter hohem Druck. Wie steht es um seine Glaubwürdigkeit, nachdem es den Teuerungsschub lange als «vorübergehend» heruntergespielt hatte?

Politischer Druck gehört zum Alltag jeder Zentralbank, besonders beim Fed. Als ehemaliger Zentralbanker weiss ich, dass Zentralbanken nicht alles wissen, bestenfalls vielleicht etwas mehr als kluge Marktbeobachter. Der Fehler, die Inflation als «vorübergehend» zu bezeichnen, wird lange auf dem Fed lasten. Dies waren aber wirtschaftlich auch aussergewöhnliche Umstände. Ich glaube nicht, dass die Leute deswegen an der obersten Priorität des Fed zweifeln: die Inflation unter Kontrolle zu bringen. Marktbasierende Erwartungen zur langfristigen Teuerung, ein Gradmesser für die Glaubwürdigkeit des Fed, haben sich in den letzten sieben bis acht Monaten bei etwas mehr als 2% eingependelt, und dies trotz aller Turbulenzen. Der Markt denkt demnach, dass das Fed alles Erforderliche unternommen wird, um die Inflation unter Kontrolle zu bringen. Der einzige Joker im Spiel ist jetzt das Problem der Finanzstabilität, auf das es ebenfalls achten muss.

### Bilanz des Federal Reserve

In Mrd. \$

Grafik: themarket.ch – Quelle: FRED



Graue Balken entsprechen Rezessionen gemäss Definition des National Bureau of Economic Research.

Lesen und teilen Sie dieses Interview online:

[go.themarket.ch/y218](https://go.themarket.ch/y218)



# Zeit ist das schönste Geschenk

**Wir schenken Ihnen Zeit: seit einer Dekade. Beim Handel von Anlagefonds. In Echtzeit. Und jederzeit.**

Nutzen Sie die Zeit und schichten Sie Ihr Portfolio zeitnah und marktgerecht um. Über 600 attraktive, börsengehandelte Fonds warten auf Sie.

**Zeit zum Handeln: [six-group.com/sponsored-funds](http://six-group.com/sponsored-funds)**



**SIX**

**SIX Swiss Exchange.**  
Swiss-made. World-class.

ANALYSE

# Mit Gold auf die Kapitulation der Notenbanken wetten

Das Risiko einer Rezession nimmt zu. Die Wahrscheinlichkeit steigt, dass die Notenbanken die Zinsen bald wieder lockern müssen. Zu den grössten Profiteuren werden Edelmetalle und Minenkonzerne zählen. Gold ist nicht weit von einem neuen Rekordhoch entfernt. **Von Christoph Gisiger**

Die Stimmung an den Börsen ist entspannt. Doch damit könnte es bald vorbei sein, denn die Konjunkturaussichten trüben sich mehr und mehr ein. Amerika wird im weiteren Jahresverlauf vermutlich in eine Rezession fallen. In China verläuft die Erholung bislang enttäuschend, was auch die Konjunktur in Europa belastet. Der Internationale Währungsfonds rechnet auf mittlere Sicht mit dem schwächsten Wachstum der Weltwirtschaft seit mehr als dreissig Jahren.

Das ist ein Marktumfeld, das für sichere Anlagen wie Edelmetalle spricht. An der New Yorker Rohwarenbörse Comex ist der Preis für Gold seit dem Tief vom letzten Herbst 22% auf 1980 \$ pro Unze avanciert. Obschon der Auftrieb in den vergangenen Wochen nachgelassen hat, bewegt er sich weiterhin auf einem beachtlichen Niveau und hat die historische Bestmarke vom Sommer 2020 in Griffweite (vgl. Grafik 1).

«In einer Zeit, in der das Vertrauen in Währungen erodiert, ist es vernünftig, das Portfolio abzusichern»

In Bewegung ist ebenso Silber. In der Regel folgt das weisse Metall dem Goldpreis, verhält sich aber wesentlich volatil. Zu 24,35 \$ pro Unze ist die Notierung von den Höchstständen der letzten Boomphasen um die Jahre 1980 sowie 2011 zwar noch weit entfernt und hat zuletzt etwas korrigiert. Seit dem Tief vom September hat sie jedoch 40% zugelegt. Der Schub zeigt, wie explosiv ein Ausbruch sein kann, wenn die Bedingungen stimmen.

Wie es an den Finanzmärkten weitergeht, weiss niemand. Es ist nicht ausgeschlossen, dass sich die Aussichten für die Wirtschaft aufhellen und sich die Anspannung an den Kreditmärkten lockert. In einer Zeit, in der das Vertrauen in Regierungen sowie Währungen erodiert und man möglicherweise mit strukturell höherer Inflation rechnen muss, ist es jedoch vernünftig, das Portfolio gegen böse Überraschungen abzusichern.

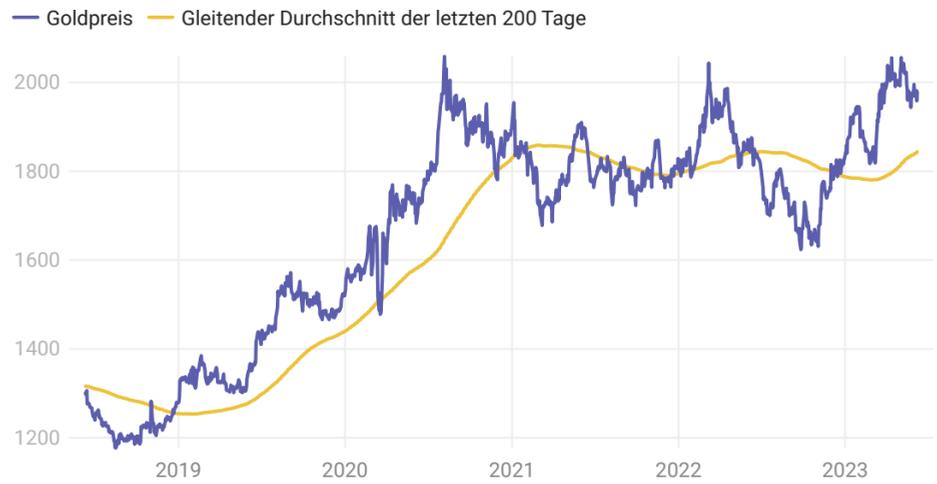
## Der Bull Case für Gold

Der Inflationsschub im Nachgang der Pandemie hat Zentralbanken weltweit zu einer straffen Geldpolitik gezwungen. Seit März 2022 hat das Federal Reserve den Leitzins in den USA um rund 5 Prozentpunkte erhöht (vgl. Grafik 2). Härter ging die mächtigste Notenbank der Welt letztmals nur unter Paul Volcker Anfang der Achtzigerjahre vor. Die Wahrscheinlichkeit steigt, dass sich ihre aggressive Kampagne dem Ende nähert – oder bereits abgeschlossen ist. Fed-Chef Jerome Powell signalisiert, dass weitere Zinserhöhungen nicht mehr sein Hauptszenario sind. Legt die US-Notenbank bei der Straffung der Geldpolitik einmal eine Pause ein, bedeutet das meist das Ende eines Zinszyklus.

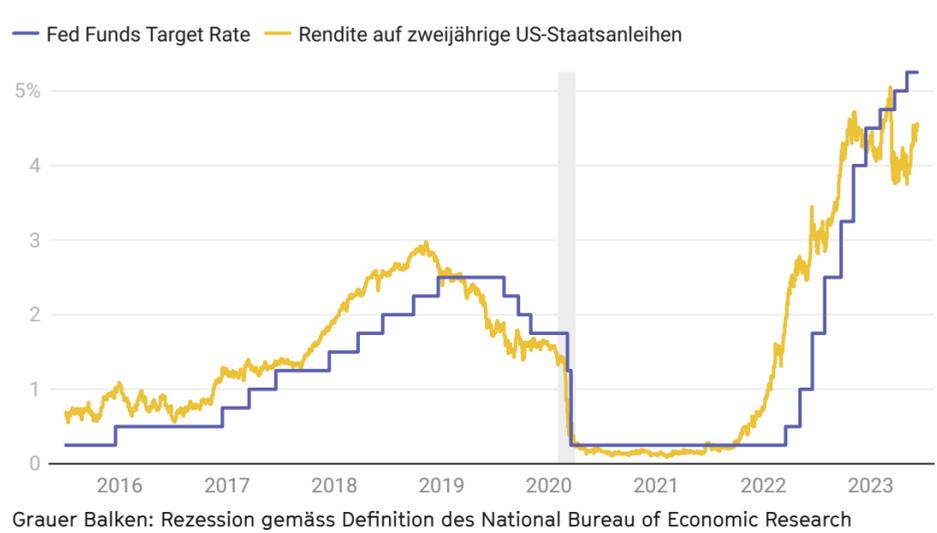
Der Ton aus dem Fed wird bereits wesentlich milder. Setzte sich Powell bislang als kompromissloser Bekämpfer der Inflation in Szene,

## 1) Goldpreis

Comex, in \$ pro Unze.



## 2) Leitzins der US-Notenbank



## 3) Goldminenaktien vs. Goldpreis



lässt er nun durchblicken, dass die Geldpolitik inzwischen ausreichend restriktiv sein dürfte. Dadurch eröffnen sich erbauliche Perspektiven für Edelmetalle. «In den vergangenen Zinserhöhungszyklen hat Gold jeweils unterdurchschnittlich abgeschnitten, wenn das Fed eine strenge Haltung einnahm und Zinserhöhungen in Aussicht stellte», meint der US-Investmentstrategie Larry McDonald. «Der Goldpreis tendiert aber höher, wenn der Markt erkennt, dass sich der Zinserhöhungszyklus dem Ende zuneigt und der Ton des Fed weniger aggressiv wird.»

Zwei Beispiele aus der jüngeren Vergangenheit verdeutlichen diesen Sachverhalt. In der Phase ab Mitte 2022 beispielsweise, in der das Federal Reserve den Leitzins rasch in grossen Schritten erhöhte und immer schärfere Töne zur Geldpolitik anschlug, stand der Goldpreis erheblich unter Druck. Im Gegensatz dazu verspürte er kräftig Auftrieb, als das Fed am Ende des letzten Zyklus ab Anfang 2019 mildere Worte wählte.

In Anbetracht des Risikos von erneutem Stress im amerikanischen Bankensystem, der

## In Kürze:

- Das Marktumfeld spricht für höhere Edelmetallpreise
- Minenkonzerne verdienen satte Gewinnmargen
- Auf Qualitätsunternehmen mit guten Standorten setzen

strengeren Bedingungen an den Kreditmärkten und der sich abzeichnenden Abkühlung der Wirtschaft nimmt die Wahrscheinlichkeit zu, dass die Zentralbanken beim Feldzug gegen die Inflation sogar bald kapitulieren müssen. Noch dementiert das Fed die Absicht zu Zinssenkungen. An den Märkten wird indes bereits eine Lockerung der Geldpolitik antizipiert. Die Rendite zweijähriger Staatsanleihen – ein verlässlicher Indikator für die künftige Zinsentwicklung – ist seit dem Hoch von Anfang März von 5,05 auf unter 4,6% gesunken, womit sie rund 70 Basispunkte unter dem aktuellen Zinsniveau liegt.

«Gold wird vor allem durch makroökonomische Faktoren getrieben»

«Gold wird in der Regel weniger durch Veränderungen bei Angebot und Nachfrage getrieben, sondern vor allem durch makroökonomische Faktoren, wobei die US-Realzinsen und der Dollar den grössten Einfluss ausüben», bemerken dazu die Rohstoffspezialisten von UBS. In beiden Fällen entwickeln sich die Dinge für das Edelmetall in die richtige Richtung. Nachdem der Dollar als Referenzwährung für Gold Ende September auf den höchsten Stand seit zwanzig Jahren gestiegen war, hat er sich mehr als 9% abgewertet. Setzt ein neuer Trend an den Devisenmärkten einmalmal, dauerterüblicherweise für längere Zeit an.

## Zentralbanken erhöhen Reserven

Eine Trendwende zeichnet sich möglicherweise auch beim zweiten Schlüsselfaktor für den Goldpreis ab. In den USA sind die einjährigen Realzinsen – der nominale Satz abzüglich der Inflation – seit März von 2,6 auf weniger als 1,2% gesunken. Die Opportunitätskosten für das Halten von Gold nehmen damit wieder ab, da Gold weder Zinsen zahlt noch eine Dividendenrendite abwirft. Dass sich der Goldpreis im vergangenen Jahr trotz rasch steigender Realzinsen und trotz des festen Dollars überraschend gut gehalten hat, führt das Rohstoff-Team von UBS auf massive Käufe von Zentralbanken zurück sowie auf die robuste Nachfrage nach physischem Gold von Kleinanlegern.

Gemäss dem World Gold Council haben Zentralbanken 2022 nicht nur das dreizehnte Jahr in Folge mehr Gold gekauft als verkauft. Mit Nettokäufen von fast 1140 Tonnen erreichte

das Volumen das höchste Niveau seit Beginn der Datenerhebung 1950, wobei es im zweiten Semester deutlich zunahm. Als Käufer treten primär Zentralbanken von Schwellenländern auf. Für viel Aufmerksamkeit hat Ende Jahr die Nachricht gesorgt, dass die People's Bank of China die Goldreserven erstmals seit Herbst 2019 wieder erhöht. Bedeutende Akteure sind auch Singapur, die Türkei und Länder aus dem Nahen Osten.

## «Die People's Bank of China hat die Goldreserven erstmals seit Herbst 2019 wieder erhöht»

Eine wichtige Rolle für den Goldpreis spielen ebenso die Transaktionen von Exchange Traded Funds (ETF), die in Gold investieren. Massgebend sind hier Investoren aus Europa und Nordamerika. Im Mai waren die Mittelflüsse in Goldfonds zum dritten Monat in Folge positiv, was ein gutes Zeichen ist.

### Ansatzpunkte für Investments

Investorinnen und Investoren, die sich vor diesem Hintergrund für Investments im Bereich Edelmetalle interessieren, stehen verschiedene Möglichkeiten offen. Obwohl der Handel mit Gold sehr liquid ist, weisen die meisten Portfolios nur ein geringes Exposure auf. Von den weltweit annähernd 270 Bio.\$ an Finanzanlagen wird der Anteil auf bloss 1% geschätzt.

An der Börse bietet sich als erster Ansatzpunkt ein ETF auf Gold an. Der grösste Fonds in dieser Kategorie ist der SPDR Gold Trust (Kürzel: GLD). Er umfasst ein Volumen von knapp 60 Mrd.\$ und deponiert seine Goldanlagen bei den Grossbanken HSBC und JPMorgan Chase. Eine Alternative ist der Sprott Physical Gold Trust (PHYS) mit einem Volumen von 6,5 Mrd.\$, der ebenfalls in New York sowie in Toronto gehandelt wird. An der Schweizer Börse ist beispielsweise der UBS Gold ETF kotiert. Als Pendant für Silber empfehlen sich der iShares Silver Trust ETF (SLV) sowie der Sprott Physical Silver Trust (PSLV). Der ZKB Silver ETF AA wird an der Schweizer Börse gehandelt.

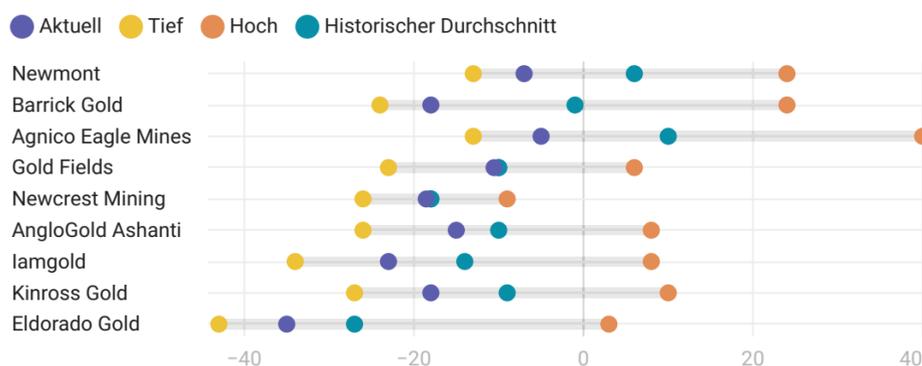
Ein zweiter Ansatzpunkt sind Aktien von Minenkonzernen. Sie sind eine Option auf Gold oder Silber, womit sie bei einem steigenden Preis des betreffenden Edelmetalls mehr Potenzial versprechen. Laut einer Faustregel performen sie in einer Hausse um den Faktor 2 bis 3 besser als der Goldpreis. Das Risiko ist aber auch wesentlich grösser, wenn die Wette nicht aufgeht. Spannend ist an Minenaktien, dass sie gemessen am Goldpreis deutlich unterbewertet sind. Der Abschlag hat mit den mentalen Altlasten aus der Baisse der Jahre 2012 bis 2018 zu tun. Auch war die Branche lange wenig freundlich zu den Aktionären.

«Den Unternehmen wurde deshalb angelastet, dass sie zu hohe Schulden haben, keine Di-

### 4) Bewertung von Minenaktien im Vergleich zum Goldpreis

Prämie/Abschlag zum Goldpreis, in %

Grafik: themarket.ch - Quelle: Scotiabank

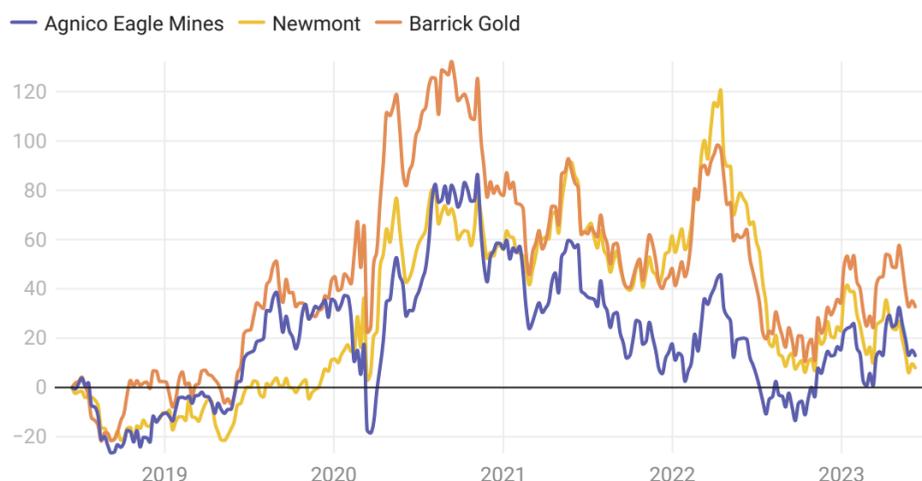


Daten basieren auf dem Zeitraum ab 2013.

### 5) Agnico Eagle Mines

Kursentwicklung in den letzten fünf Jahren, in %

Grafik: themarket.ch - Quelle: Koyfin



videnden zahlen und Geld durch überbewertete Akquisitionen oder unprofitable Projekte vernichten», sagt Heinz Isler, Berater institutioneller Investoren in Genf mit langjähriger Erfahrung im Rohstoffsektor. «Das ist heute alles Geschichte», fährt der Branchenkenner fort. «Die Schulden sind grösstenteils getilgt, in den meisten Chefetagen ist ein besseres Management am Steuer, manche Konzerne erwirtschaften einen massiven Cashflow, die Dividendenrenditen betragen 2 bis 4%, was Unternehmen aus dem Industriesektor ebenbürtig ist», hält er fest. «Doch das alles wird vom Markt bislang nicht honoriert.»

## «Minenkonzerne sind eine Option auf Gold oder Silber, womit sie bei steigenden Preisen mehr Potenzial versprechen»

Der einfachste Weg, auf Aktien von Minenkonzernen zu setzen, ist der VanEck Vectors Gold Miners ETF (GDX). Er umfasst gut fünfzig Titel und gewichtet seine Positionen nach der Marktkapitalisierung. Der VanEck Junior Gold Miners ETF (GDXJ) investiert in klei-

nere Gold- und Silberförderer und ist volatil. Aber auch seine grössten Portfoliogesellschaften haben einen Börsenwert von rund 5 bis 7 Mrd. \$. Wie der Goldpreis sind Minenaktien seit vergangem Herbst im Aufwärtstrend und haben in den vergangenen Wochen konsolidiert. Anders als das Edelmetall notiert der GDX-ETF allerdings noch immer 30% unter dem Hoch von Anfang August 2020. Gemessen am Allzeithoch vom September 2011 beträgt der Abschlag sogar fast 55% (vgl. Grafik 3).

### Ermutigender Geschäftsausblick

Die Situation sieht folglich ähnlich aus, wenn man die Bewertung einzelner Unternehmen betrachtet. Gemäss einer Studie von Scotiabank auf Basis von Daten seit 2013 handeln fast alle bedeutenden Förderer relativ zum Goldpreis klar unter dem historischen Durchschnitt. Nicht selten bewegt sich die Bewertung nahe dem Tief (vgl. Grafik 4).

In operativer Hinsicht konnten viele Unternehmen mit den Abschlüssen zum ersten Quartal angenehm überraschen. Allerdings waren die Erwartungen nicht allzu hoch angesetzt, was von Fall zu Fall an unterschiedlichen Gründen lag: von starken Regenfällen in wichtigen Förderregionen wie im Norden Nevadas und in Australien über das Abarbeiten von Erzsichten mit geringerem Goldgehalt bis hin zu höheren Kosten bei der Inbetriebnahme neuer Minen.

Die ersten Monate des Jahres sind in der Branche üblicherweise die schwächsten. In der Regel wird in der zweiten Jahreshälfte jeweils mehr Gold gefördert. Ermutigend ist deshalb, dass die meisten Konzerne ihre Prognose für das Gesamtjahr bestätigen. Auch dürften sie von tieferen Energiepreisen und geringeren Kosten für Equipment profitieren, nachdem Knappheiten den Geschäftsgang letztes Jahr belastet haben. Konservativ gerechnet betragen die Gesamtförderkosten (All-in Sustaining Costs) in der Branche etwa 1200 bis 1250 \$ pro Unze. Zum aktuellen Goldpreis von knapp 2000 \$ lassen sich damit satte Margen verdienen.

## «Fast alle bedeutenden Förderer handeln relativ zum Goldpreis unter dem historischen Durchschnitt»

Zu unseren Favoriten zählt Agnico Eagle Mines. Der Konzern wird ausgezeichnet geführt, hat sich unter den Top drei des Sektors etabliert und bewirtschaftet fast ausschliesslich Standorte in den politisch sicheren Ländern Kanada, Australien und Finnland. In Anbetracht dieser qualitativ hochstehenden Eigenschaften erscheint eine gewisse Bewertungsprämie im Branchenvergleich gerechtfertigt.

Attraktiv sind ebenso Newmont und Barrick Gold (vgl. Grafik 5). Bei Barrick basiert ein wesentlicher Teil des Investment Case auf CEO Mark Bristow, der einen hervorragenden Ruf genießt. Unter seiner Führung hat sich das Unternehmen zur Comeback Story entwickelt. Unter anderem auch deshalb, weil es über ein verhältnismässig grosses Kupfer-vorkommen verfügt.

Beim Branchenprimus Newmont könnte die geplante Grossübernahme des australischen Konkurrenten Newcrest Mining die Kursentwicklung vorerst etwas hemmen. Andererseits bewirtschaftet Newmont exzellente Assets und ist der einzige Goldkonzern im US-Leitindex S&P 500. Wenn sich ein breiterer Kreis von Investoren vermehrt für Edelmetalle interessiert, wird diese Aktie besonders stark davon profitieren.

### Auch Silberaktien sind reizvoll

Bei Silberaktien offeriert der Global X Silver Miners ETF (SIL) einen breiten Korb an Unternehmen. Unter den Einzeltiteln gehören Pan American Silver und Hecla Mining für uns zur ersten Wahl. Beide Aktien haben allerdings einen ausgesprochen spekulativen Charakter. Bei Pan American ist das politische Risiko mit Blick auf das grosse Exposure in lateinamerikanischen Ländern höher. Dafür schlummert in den Vorkommen des Unternehmens enormes Potenzial. Als US-Konzern ist Hecla derweil die bevorzugte Silberaktie amerikanischer Investoren, was bei zunehmenden Mittelflüssen in den Sektor für die Titel spricht.

Agnico Eagle Mines, Newmont und Pan American Silver sind im Best Ideas Portfolio von The Market vertreten (vgl. Seite 29).

### 6) Kennzahlen

Quellen: S&P Global Market Intelligence, BMO Capital Markets

Unternehmen	Land	Börsenwert (Mrd. \$)	Goldproduktion (Mio. Unzen)	Freier Cashflow (Mrd. \$)	Verschuldungsgrad	KBV	EV/Ebitda	Rendite
Newmont	USA	32,9	6,7	1,58	0,6	1,7	6,3	3,8%
Barrick Gold	Kanada	29,9	5,2	1,64	0,1	1,3	6,1	3,8%
Agnico Eagle	Kanada	26,2	3,4	0,98	0,7	1,3	8,8	3,1%
Newcrest	Australien	15,9	2,8	0,12	0,7	1,4	7,8	1,6%
Gold Fields	Südafrika	13,9	2,4	0,66	0,3	3,6	6,3	3,0%
AngloGold Ashanti	Südafrika	10,2	2,6	0,49	0,7	2,7	6,1	1,8%
Kinross Gold	Kanada	6,0	2,1	0,41	1,8	1,0	9,7	2,5%
Pan American Silver	Kanada	5,6	-	0,26	2,7	1,1	7,8	2,8%
Alamos Gold	Kanada	4,9	0,5	0,09	1,7	1,7	9,7	0,8%
Hecla Mining	USA	3,2	-	0,04	2,4	1,6	10,4	0,4%

Goldproduktion und freier Cashflow basieren auf Schätzungen für 2023; Verschuldungsgrad basiert auf Nettoschulden/Ebitda; KBV bezeichnet das Kurs-Buchwert-Verhältnis, EV/Ebitda bezeichnet das Verhältnis des Unternehmenswerts zum geschätzten Ebitda der nächsten zwölf Monate.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/y221](https://go.themarket.ch/y221)



ANALYSE

# Warum es sich für Anleger lohnt, auf den freien Cashflow zu schauen

Zahlen zu den Unternehmensgewinnen können geschönt werden. Beim Barmittelzufluss ist dies kaum möglich – das hilft bei der Aktienselektion. **Von Henning Hölder**

Wenn kotierte Unternehmen die Geschäftszahlen vorlegen, rückt eine Zahl rasch in den Vordergrund: der Gewinn. Doch dieser sagt weniger über die Finanzkraft eines Unternehmens aus, als man zunächst denken mag. So lässt sich daraus etwa nicht ablesen, ob investiert wurde oder Kredite aufgenommen wurden. Insbesondere in den letzten Jahren hat sich durch die zunehmende Praxis, diejenigen Gewinnzahlen in den Vordergrund zu stellen, die um diverse Faktoren bereinigt wurden, die Relevanz einer anderen Kennzahl erhöht: des Cashflows.

«Der Cashflow ist im Vergleich zum Gewinn die ehrlichere Kennzahl», sagt Simon Götschmann, CEO und Fondsmanager von Arkudos. Da der Kapitalfluss schlicht das anzeige, was aufs Konto fliesse, gebe es hier weniger Spielraum, Zahlen zu manipulieren, als beim Gewinn, den Unternehmen sowohl gut als auch schlecht aussehen lassen können. Letzteres sei etwa beim «Kitchen Sinking» der Fall, um beim Antritt eines neuen Managements die Latte tief zu legen oder um einen niedrigeren Kurs bei Aktienzuteilungsprogrammen zu erhalten.

## «Der Cashflow ist im Vergleich zum Gewinn die ehrlichere Kennzahl»

Ob ein Unternehmen finanzkräftig ist, lässt sich besonders gut am freien Cashflow (FCF) ablesen. Einfach ausgedrückt, misst diese Zahl, wie viel Geld einer Firma nach Abzug aller Ausgaben zur freien Verfügung steht – um damit etwa Dividenden auszuschütten, Aktienrückkaufprogramme durchzuführen oder Schulden zurückzuzahlen.

### Indikator für die Finanzkraft

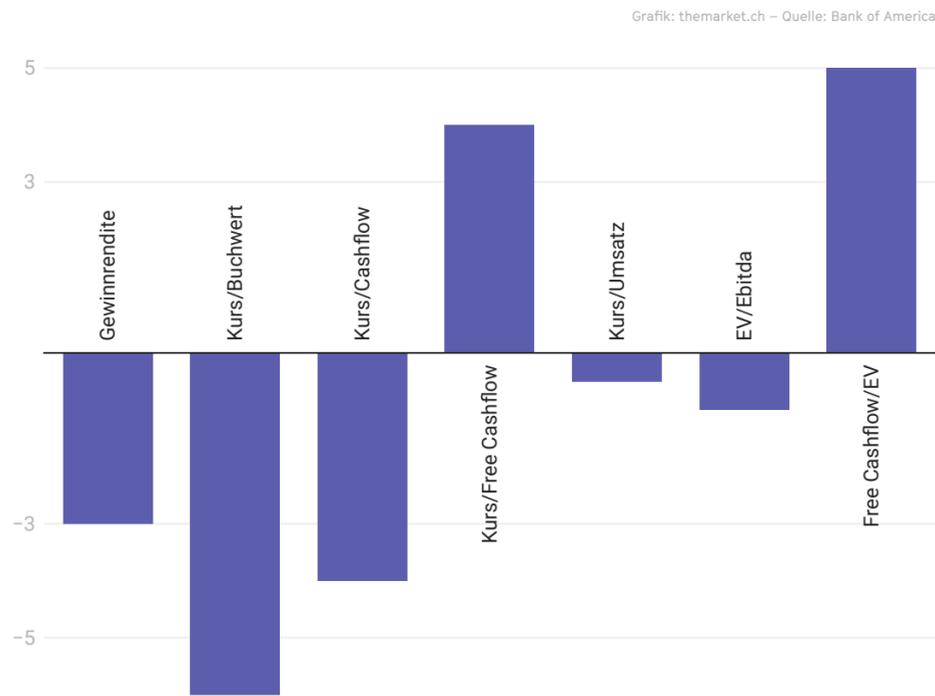
Um den freien Cashflow zu ermitteln, berechnet man zunächst den operativen Cashflow, indem vom Umsatz sämtliche liquiditätswirksamen Ausgaben wie Löhne, Betriebskosten oder Steuern abgezogen werden. Diese Grösse zeigt, was das Unternehmen aus der Ausübung der Geschäftstätigkeit verdient. Da regelmässig Produktionsmittel wie Fabriken und Maschinen neu gebaut, saniert oder aufgerüstet werden müssen, werden vom operativen Cashflow zusätzlich die Investitionen abgezogen, um schliesslich den freien Cashflow zu erhalten. Diese Kennzahl beschreibt die Liquidität, die im Unternehmen hängen bleibt und zur freien Verfügung steht.

Doch was ist der Unterschied zwischen freiem Cashflow und Nettogewinn? Bei Letzterem können auch Posten berücksichtigt werden, die keinen unmittelbaren Einfluss auf die Unternehmenskasse haben – also Gewinne oder Verluste, die zunächst nur auf dem Papier anfallen. Wenn ein Unternehmen etwa Rückstellungen für allfällige Zahlungen aus Rechtsstreitigkeiten bildet, handelt es sich um Ausgaben, die in der Gewinn- und Verlustrechnung berücksichtigt werden, jedoch im Cashflow verbleiben, solange die Mittel das Unternehmen nicht verlassen.

Zudem bietet der Nettogewinn – wie alle anderen Gewinnzahlen – viel buchhalterischen

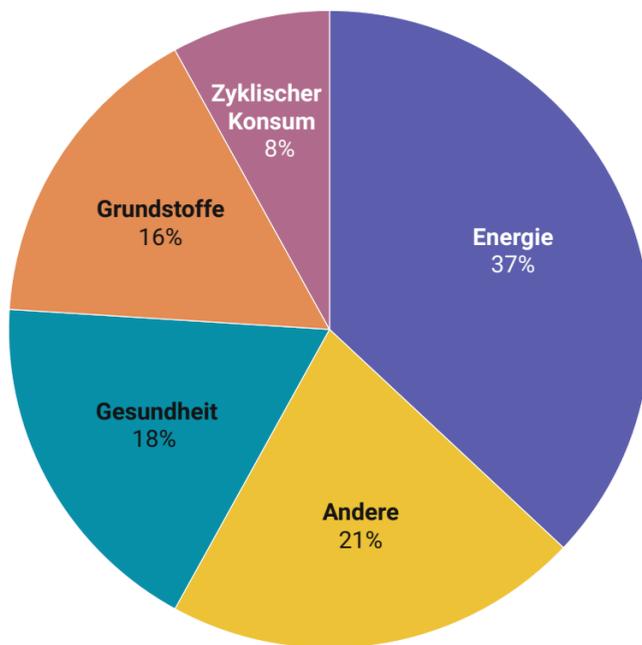
### 1) Free Cashflow bleibt König im Abschwung

Durchschnittliche relative Performance verschiedener Value-Faktoren in Abschwungphasen.



### 2) Energiesektor dominiert bei der Cashflowrendite

Sektorgewichtung der obersten 10% der S&P-500-Aktien mit der höchsten Cashflowrendite (FCF/EV)



Handlungsrahmen. «Als Unternehmen verfüge ich beispielsweise über einen gewissen Spielraum, wann ich Umsätze verbuche oder ob ich Vermögenswerte in der Bilanz über zwei, fünf oder zehn Jahre abschreibe», sagt Götschmann. Überspitzt ausgedrückt: Während am Cashflow kaum zu rütteln ist, kann der Gewinn manchmal Auslegungssache sein.

### Worauf Profis achten

Für die Aktienausswahl ziehen Investoren oft die sogenannte Rendite des freien Cashflows heran. Diese setzt sich aus dem Verhältnis des freien Cashflows zum Unternehmenswert (Enterprise Value, EV) zusammen. Der Börsenwert anhand der Marktkapitalisierung eignet sich weniger, da ausstehende Schulden nicht berücksichtigt werden.

Doch zeigen Unternehmen mit hohem freiem Cashflow auch eine bessere Performance an der Börse? Sprich: Lohnt es sich, bei der Aktienausswahl diese Kennzahl zu bevorzugen? Für Martin Schlatter, Leiter Aktien von Swiss Rock Asset Management, hat sich der Fokus auf die Cashflowrendite rückblickend ausgezahlt, wie er sagt – speziell im Vergleich zum Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV).

So haben die 5% der europäischen Aktien mit der höchsten Cashflowrendite in den letzten zehn Jahren laut Schlatter jährlich 11% zugelegt. Der europäische Aktienmarkt kam über dieselbe Periode auf eine durchschnittliche Performance von 8,3%, während ein gleich gewichtetes Portfolio aus den 5% der Titel mit dem niedrigsten KGV eine Rendite von lediglich 5,3% eingebracht hat.

### In Kürze:

- Der freie Cashflow sagt mehr aus als andere Kennzahlen
- In einer Rezession sind «Cashflowaktien» im Vorteil
- Auf Einzelfirmen mit robustem Mittelfluss setzen

Analysten von Bank of America (BofA) kommen in einer Studie zum Schluss, dass sich der Fokus auf die Cashflowrendite seit vielen Jahrzehnten auch am US-Aktienmarkt auszahlt. Gemäss der Auswertung des Analyistenteam um Savita Subramanian haben die 10% der Aktien mit der höchsten Cashflowrendite (FCF/EV) den gleich gewichteten S&P 500 zwischen 1989 und 2010 um rund 350 Prozentpunkte überflügelt.

## «Der Fokus auf die Cashflowrendite zahlt sich auch am US-Aktienmarkt aus»

In den letzten dreizehn Jahren hingegen hat sich die relative Performance der beiden Gruppen in etwa die Waage gehalten. Dass die Outperformance der «Cashflowaktien» abgenommen hat, dürfte mit der Flut an billigem Geld nach der Finanzkrise von 2008 zusammenhängen, die Wachstumsaktien begünstigt und die Notwendigkeit einer soliden Cashgenerierung vorübergehend in den Hintergrund gerückt hat.

Gemäss BofA könnte es sich aber angesichts einer drohenden Rezession jetzt lohnen, bei der Aktienausswahl auf die Cashgenerierung der Unternehmen zu schauen. Sollte sich nämlich das Szenario einer wirtschaftlichen Abschwächung bewahrheiten, könnten an der Börse Unternehmen mit hohem Cashzufluss gesucht sein. So schnitten Aktien mit Deep-Value-Faktoren (niedriges Kurs-Buchwert- und Kurs-Umsatz-Verhältnis) in Abschwungphasen laut BofA vergleichsweise schlecht ab, ebenso Momentum- und Wachstumsaktien (vgl. Grafik 1). Beständige Gewinner in Phasen eines Abschwungs haben gemäss den Analysten hingegen eine Gemeinsamkeit: frei verfügbare Barmittel. Unternehmen, die anhand von Kriterien wie dem freien Cashflow, der Dividendenausschüttung oder Aktienrückkäufen ausgesucht wurden, hätten durchweg besser abgeschnitten.

### Wer hat hohe Cashflowrenditen?

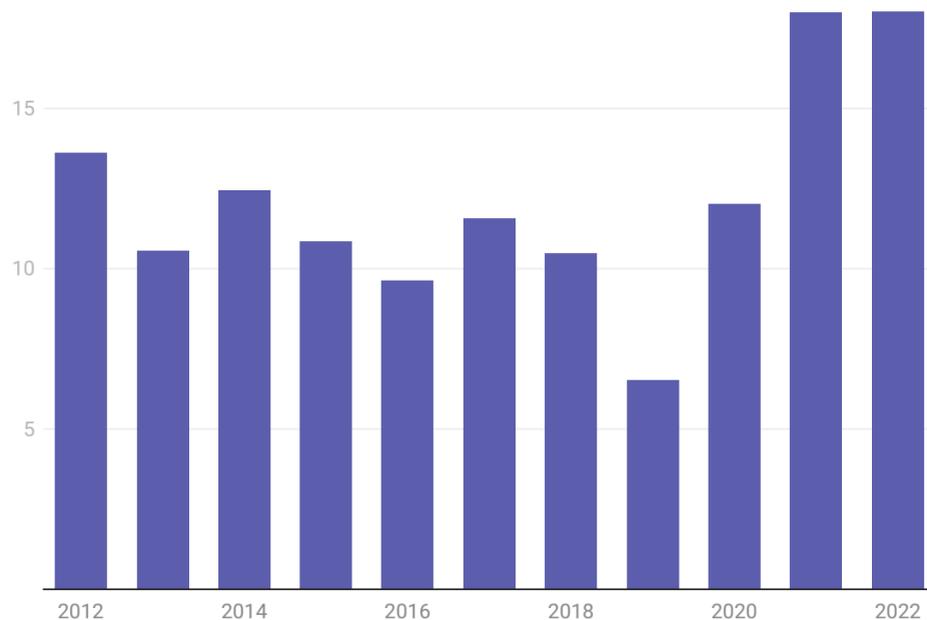
Auch Götschmann betont, dass Unternehmen mit hohem beständigem Cashflow an der Börse Vorteile haben. «Wenn die Kreditvergabe schwieriger wird, ist es als Unternehmen umso wichtiger, finanziell stark zu sein.» Besonders junge Wachstumsfirmen, die noch Geld verbrennen, hätten es wieder schwerer, sich liquide Mittel zu beschaffen.

Bei der Frage, in welchen Sektoren bevorzugt Aktien mit hoher Cashflowrendite zu finden

3) Gavazzi: verlässliche Free-Cashflow-Generierung

Jährlicher freier Cashflow von Gavazzi, in Mio. Fr.

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



sind, geben sich sowohl Götschmann als auch Schlatter vorsichtig. Pauschal sei dies nicht eindeutig zu beantworten. Die BofA-Analysten kommen in einem quantitativen Screening zum Schluss, dass unter den 10% der S&P-500-Aktien mit der höchsten Cashflowrendite (FCF/EV) derzeit mehr als ein Drittel aus dem Energiesektor stammt (vgl. Grafik 2).

Dass Energieaktien derzeit an erster Stelle stehen, verwundert nicht. Wegen der erhöhten Energiepreise erwirtschafteten die Unternehmen im vergangenen Jahr rekordhohe Cashflows. Gleichzeitig hat sich insbesondere die Ölbranche in den vergangenen Jahren mit Investitionen zurückgehalten, was die Liquidität zusätzlich gestützt hat. Folge-

richtig gehörten Energie- und Rohstoffaktien im vergangenen Jahr zu den grossen Performance-Gewinnern.

«Unternehmen wie Stellantis, DS Norden, Dassault Aviation und Generali überzeugen»

Auch wenn Rezessionsorgen und das bisherige Ausbleiben eines China-Comeback 2023 auf dem Sektor lasten, bleibt The Market

aufgrund der strukturellen Angebotsknappheit langfristig optimistisch und glaubt, dass der Rohstoffsuperzyklus noch in seinen Anfängen steckt.

Richtiger Mix ist entscheidend

Anstatt auf Branchen zu schauen, blickt Fondsmanager Schlatter lieber auf einzelne Titel, bei denen neben der Cashflowrendite auch das Verhältnis von Gewinn und Umsatz zum Enterprise Value stimmt. Unternehmen wie Stellantis, DS Norden, Dassault Aviation und Generali können bei diesen Kennzahlen derzeit überzeugen. Beim dänischen Schifffahrtsunternehmen DS Norden müsse jedoch beachtet werden, dass dessen Cashgenerierung in den letzten beiden Jahren extrem von den steigenden Frachtraten profitiert habe, warnt Schlatter. «Hier zeigt sich, dass ein hoher freier Cashflow eine Momentaufnahme sein kann, weswegen auch immer die Historie berücksichtigt werden muss.» Beim Autokonzern Stellantis hingegen sei die Cashflowentwicklung historisch erfreulich stabil. Auch aus einer Value-Perspektive sei die Aktie ein Kandidat für ihn, ebenso wie der italienische Versicherer Assicurazioni Generali.

Götschmanns «Favorit» in der Schweiz ist Gavazzi, ein kleiner Hersteller von Elektronikkomponenten. «Das Unternehmen hält mehr als 20% der Marktkapitalisierung in Cash, ein Geldberg, der jedes Jahr um 10% wächst.» Zudem sei das Wachstum von strukturellen Treibern gekennzeichnet (vgl. Grafik 3). Unter den Large Caps findet Götschmann Roche attraktiv, insbesondere nach dem starken Kursrücksetzer, ebenso wie ABB. Bei Swatch Group ist der Arkudos-Fondsmanager gespalten. «Die Titel sind gemessen an der Cashgenerierung spottbillig, aber wenn der Aktionär davon am Ende nichts sieht, bringt der höchste Cashflow nichts.» Nick Hayek schiebe 3 Mrd. Fr. Cash vor sich her. Zudem

halte Swatch Group nicht betriebsnotwendige Immobilien im Wert von Hunderten von Millionen Franken und einen Jahresumsatz an Vorräten.

Wenig begeistert ist Götschmann – entgegen dem Konsens – auch von den Pharmazulieferern. Die Gewinnaussichten seien zwar intakt, aber angesichts der Kapitalintensität des Geschäfts bleibe am Ende nicht viel in der Kasse übrig. «Pharmaauftragsfertiger müssen einen Umsatz von mindestens 1 Mrd. Fr. erzielen, damit sich die Risiken der hohen Kapitalaufwendungen glätten lassen.» Nach der jüngsten Kursrally findet er die Bewertungen von Dottikon oder Siegfried sportlich.

Auch wenn die Vergangenheit keine Garantie für die Zukunft ist, hat sich für Anleger der Fokus auf stabile Cashflows oft gelohnt und dürfte sich weiter lohnen. Insbesondere vor dem Hintergrund eines wahrscheinlichen Abschwungs kann es nicht schaden, sich den einen oder anderen Cashflowkönig ins Depot zu holen. Anleger, die breit in cashflowstarke Aktien investieren wollen, können dies über einen ETF tun. Eine Möglichkeit ist der global ausgerichtete Pacer Global Cash Cows Dividend ETF, ISIN: US69374H7098.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:  
[go.themarket.ch/y223](https://go.themarket.ch/y223)

# finance forum zürich

Tickets & Infos unter:  
[www.finance-forum.ch](https://www.finance-forum.ch)

## Zeitenwende am Finanzplatz Schweiz

Das Finance Forum Zürich ist die neue grosse Finanztagung in Zürich und der zentrale Treffpunkt für Entscheidungsträgerinnen und Entscheidungsträger aus Wirtschaft, Politik und Wissenschaft. Hochkarätige Referate, spannende Talkrunden und Workshops manchen den Anlass, zu dem zentralen Treffpunkt der Schweizer Finanzbranche. Sichern Sie sich noch heute Ihr Ticket.

Axel Weber  
Ehemaliger UBS  
Verwaltungsratspräsident

Mirjam Staub-Bisang  
Länderchefin  
BlackRock Schweiz

Florence Schnydrig Moser  
Head Private Banking  
Zürcher Kantonalbank

Christoph König  
Staatssekretariat für  
int. Finanzfragen

Urs Reich  
Leiter Public Affairs &  
Market Structure SIX Group

Thomas Wüst  
Gründer und CEO  
ti&m

Andi Lüscher  
Wirtschaftsjournalist SRF  
und Moderator

Dienstag, 19. September 2023

Kongresshaus Zürich

## Feste Autorinnen und Autoren von The Market

**Alfons Cortés**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224a](https://go.themarket.ch/y224a)

Senior Partner von Unifinanz Trust in Vaduz, seit 1971 professionell an der Börse. Schreibt jeden zweiten Donnerstag für The Market.

**Karen Horn**

Ihr neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224b](https://go.themarket.ch/y224b)

Publizistin und Dozentin für ökonomische Ideengeschichte und Wirtschaftsjournalismus an der Universität Erfurt.

**Myret Zaki**

Ihr neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224c](https://go.themarket.ch/y224c)

Leiterin der Fakultät für Kommunikation an der Hochschule für Journalismus und Medien in Lausanne und freie Kolumnistin.

**Peter E. Huber**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224d](https://go.themarket.ch/y224d)

Gründer und Geschäftsführer der Huber Portfolio GmbH in Oberursel DE. Spezialisiert auf antizyklische Investitionen an Aktien- und Bondmärkten.

**Felix W. Zulauf**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224e](https://go.themarket.ch/y224e)

Gründer und Inhaber von Zulauf Asset Management in Baar. Langjähriger Beobachter der internationalen Finanzmärkte.

**Lyn Alden**

Ihr neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224f](https://go.themarket.ch/y224f)

Gründerin von Lyn Alden Investment Strategy. Spezialisiert auf Asset-Allocation-Themen. Autorin eines vielbeachteten Investment-Newsletters.

**Jörg Wuttke**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224g](https://go.themarket.ch/y224g)

Ehemaliger Präsident und Gründungsmitglied der Europäischen Handelskammer in China. Lebt seit mehr als dreissig Jahren in Peking.

**Alexander M. Ineichen**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224h](https://go.themarket.ch/y224h)

Gründer von Ineichen Research and Management, die sich auf Research im Zusammenhang mit Risikomanagement und Nowcasting spezialisiert.

**Howard Marks**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224i](https://go.themarket.ch/y224i)

Co-Chairman von Oaktree Capital Management, die auf notleidende Kredite spezialisiert ist und rund 125 Mrd. \$ an Kundengeldern verwaltet.

**Dylan Grice**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224j](https://go.themarket.ch/y224j)

Mitgründer von Calderwood Capital, einer auf Portfoliokonstruktion und alternative Anlagen spezialisierten Investmentgesellschaft.

**Anne Stevenson-Yang**

Ihr neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224k](https://go.themarket.ch/y224k)

Mitgründerin von J Capital Research, die vor Ort recherchiert und sich durch das fundierte Wissen zum chinesischen Aktienmarkt auszeichnet.

**Heinz-Werner Rapp**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224l](https://go.themarket.ch/y224l)

Vorstand und CIO beim unabhängigen deutschen Investmenthaus Feri sowie Gründer des Feri Cognitive Finance Institute.

**George Magnus**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224n](https://go.themarket.ch/y224n)

Unabhängiger Ökonom und Mitarbeiter am China Centre der Universität Oxford. Von 1995 bis 2012 Chefökonom bei der UBS Investment Bank.

**Louis-Vincent Gave**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224o](https://go.themarket.ch/y224o)

Gründungspartner und CEO von Gavekal Research, einer Research-Boutique in London und Hongkong. Lebt seit 2002 in Hongkong.

**Charles Biderman**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224p](https://go.themarket.ch/y224p)

Gründer von TrimTabs Investment Research, die sich auf die Analyse der täglichen Liquiditätsflüsse an den amerikanischen Börsen spezialisiert.

**Kevin Duffy**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224q](https://go.themarket.ch/y224q)

Mitgründer von Bearing Asset Management, einer auf Makrotrends spezialisierten Investment-Boutique in den USA.

**Michael Pettis**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224r](https://go.themarket.ch/y224r)

Professor für Finanztheorie an der Guanghua School of Management an der Peking University. Lebt seit 2002 in Chinas Hauptstadt.

**Daniel Woker**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224s](https://go.themarket.ch/y224s)

Ehemaliger Botschafter der Schweiz in Australien, Singapur und Kuwait. Mitgründer (zusammen mit Philippe Welti) von Share-an-Ambassador.

**Nicolas Zahn**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224t](https://go.themarket.ch/y224t)

Business Consultant, spezialisiert auf die Schnittstelle zwischen Politik und Technologie. Mitglied der Think Tanks Foraus und Reatch.

**Daniel Haase**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224u](https://go.themarket.ch/y224u)

Vorstand beim Vermögensverwalter HAC in Hamburg, wo er für quantitative Strategien und institutionelle Investoren zuständig ist.



# The Market stellt sich vor

Ein Überblick über die Angebotspalette, die Leserinnen und Leser des digitalen Finanz- und Anlagemagazins The Market ([themarket.ch](https://themarket.ch)) erwarten dürfen.

Lärm. Rauschender Lärm. Das ist, woraus die Finanzmärkte grösstenteils bestehen. Schlagzeilen flimmern über Bildschirme, Tickersymbole flackern, auf TV-Kanälen, Websites und meist auch in Zeitungen wird über das Neueste, Grösste, Schnellste berichtet. Die neuesten News, die heissesten Tipps. In diesen Chor stimmt The Market nicht ein. Eine weitere Lärmquelle hat die Finanzwelt nicht nötig. Die Redaktion setzt sich vielmehr das Ziel, den Lärm zu filtern, relevante Entwicklungen, wichtige Trends sowie spannende Anlagethemen zu identifizieren und sie dann zu analysieren.

## Analyse, Meinung und Einordnung

Abonnentinnen und Abonnenten dürfen pro Tag auf [themarket.ch](https://themarket.ch) drei bis fünf hochwertige, zum Denken anregende Lesestücke zum Geschehen an den Finanzmärkten erwarten, unterteilt in folgende Inhaltsformate:

**Analyse:** Das ist Herzstück im Angebot von The Market. Von Montag bis Freitag präsentiert die Redaktion eine spezifische Anlageidee, sezziert ein Unternehmen oder eine Branche, beleuchtet eine wichtige Marktentwicklung oder blickt auf die Weltwirtschaft – schonungslos und unabhängig. Es ist unser Anspruch, Ihnen mit unserer täglichen Analyse etwas zu bieten, was Sie sonst nirgends lesen. Das ist ein hoher Anspruch, und es wäre vermessen, zu behaupten, das würde uns immer gelingen. Aber wir versprechen, dass wir es versuchen und unser Bestes geben. Jeden Tag.

**Meinung:** Unabhängige Meinung ist ein rares Gut in der Finanzwelt. The Market liefert sie zwei bis drei Mal pro Woche, geschrieben von der eigenen Redaktion sowie von einem Netzwerk fester Autorinnen und Autoren. Dazu zählen u.a. Alfons Cortés, Lyn Alden, Felix Zulauf, Myret Zaki, Peter E. Huber, Dylan Grice, Howard Marks, Jörg Wuttke und Louis-Vincent Gave (vgl. Seite 24).

**Interview:** Rund ein Mal pro Woche lesen Sie auf [themarket.ch](https://themarket.ch) ein in die Tiefe gehendes Gespräch mit dem CEO oder dem Verwaltungsratspräsidenten eines kotierten Unternehmens, einer renommierten Ökonomin oder einem herausragenden Investor. Wir möchten Ihnen damit einen Einblick in das Denken der interviewten Person geben, Ihnen neue Horizonte eröffnen. Wir können Ihnen nicht garantieren, dass jedes Gesprächsthema Sie interessiert, aber wir garantieren Ihnen, dass es keine langweiligen Menschen sind, mit denen wir sprechen.

**Mr Market:** Das kürzeste und schärfste Inhaltsformat ist die Börsenkolumne Mr Market. Sie wird vom festen Redaktionsteam geschrieben. Mr Market hat die Aktienmärkte im Blick und scheut sich nicht, mit seiner Meinung anzuecken.

**Grafik der Woche:** Jeden Donnerstag präsentieren wir Ihnen ein zum Denken anregendes Finanzthema anhand einer Grafik.

**Hinter der Headline:** Dieses Format richtet sich nach der Tagesaktualität und blickt – oft aus überraschender Perspektive – hinter die Kulissen relevanter Nachrichten. Was bedeutet ein unerwarteter Notenbankentscheid für die Märkte? Was steht hinter einer über Nacht angekündigten Grossfusion? «Hinter der Headline» gibt die Antworten.

## «Unabhängige Analyse und Meinung – für bessere Entscheidungen an den Finanzmärkten»

**The Market Risk Barometer:** Jeweils am Montag gegen die Mittagszeit publizieren wir diesen von uns entwickelten Sentiment-Index. Das The Market Risk Barometer gibt Auskunft über die derzeit an den Finanzmärkten vorherrschende Stimmung und kann als Contrarian-Indikator genutzt werden – denn herrscht Euphorie an den Börsen, ist Vorsicht angebracht. Grassiert die Panik, bieten sich oft die besten Kaufgelegenheiten.

**The Market Chart Pack:** Jeden Montag stellen wir Ihnen zudem eine eigene Grafiksammlung zur Entwicklung der Konjunktur und der wichtigsten Anlageklassen in Form eines E-Paper zur Verfügung.

Ausserdem bieten wir auf [themarket.ch](https://themarket.ch) thematische Übersichten:

**Empfehlungen:** Unsere gesammelten Kaufempfehlungen, inklusive der von der Redaktion geführten Aktienportfolios.

**The Market Best Ideas Portfolio** vereint in einer breiten Aktienausswahl unsere besten Anlageideen. Seit dem 20. Januar 2021 kann das Qualitätsportfolio in Form eines Tracker-Zertifikats an der SIX Swiss Exchange gehandelt werden (Valor: 56'238'816, Symbol: TMBITQ, ISIN: CH0562388162).

**The Market Dividend Opportunities Portfolio** umfasst Schweizer Aktien mit überdurchschnittlicher Dividendenrendite. Seit dem 10. Mai 2021 kann das Portfolio als Tracker-Zertifikat an der SIX Swiss Exchange gehandelt werden (Valor: 59'660'820, Symbol: TMDOTQ, ISIN: CH0596608205).

**The Market Asset Allocation** stellt auf Basis von Exchange Traded Funds (ETF) ein international breit diversifiziertes und robustes Portfolio zusammen. Es kann als Tracker-Zertifikat an der SIX Swiss Exchange gehandelt werden (Valor: 113'975'794, Symbol: TMAAPZ, ISIN: CH1139757947).

**Unternehmen:** Diese Kategorie zeigt die Übersicht zu allen Beiträgen, in denen Einzelunternehmen im Zentrum stehen.

**Strategie:** Diese Kategorie vereint alle Artikel, in denen Anlagestrategien besprochen werden. Sie zeigt Analysen zu Märkten und den unterschiedlichen Anlagekategorien.

**Fünf Newsletter** ergänzen das Angebot:

**The Market Daily:** Montag bis Freitag gibt dieser Newsletter spätestens um 8 Uhr einen kurzen Überblick über die wichtigsten Themen des Tages und präsentiert das aktuelle Angebot auf The Market.

**The Pulse:** Unser Redaktionsmitglied in Kalifornien, Christoph Gisiger, berichtet jeweils am Mittwoch über die Entwicklungen in der

Tech-, der Biotech- und der Venture-Capital-Szene an der US-Westküste.

**The Big Picture:** Jeweils am Freitag schreibt Mark Dittli über die Grosswetterlage an den globalen Finanzmärkten und die Themen, die Investoren im Auge behalten müssen.

**The ESG Observer:** Im Monatsrhythmus beleuchten wir Anlagethemen mit Blick auf Umwelt, Gesellschaft und gute Unternehmensführung (ESG).

**The ETF Navigator:** Einmal im Monat werfen wir einen Blick auf alles rund ums Thema Exchange Traded Funds (ETF).

## Umfassende Börsendaten

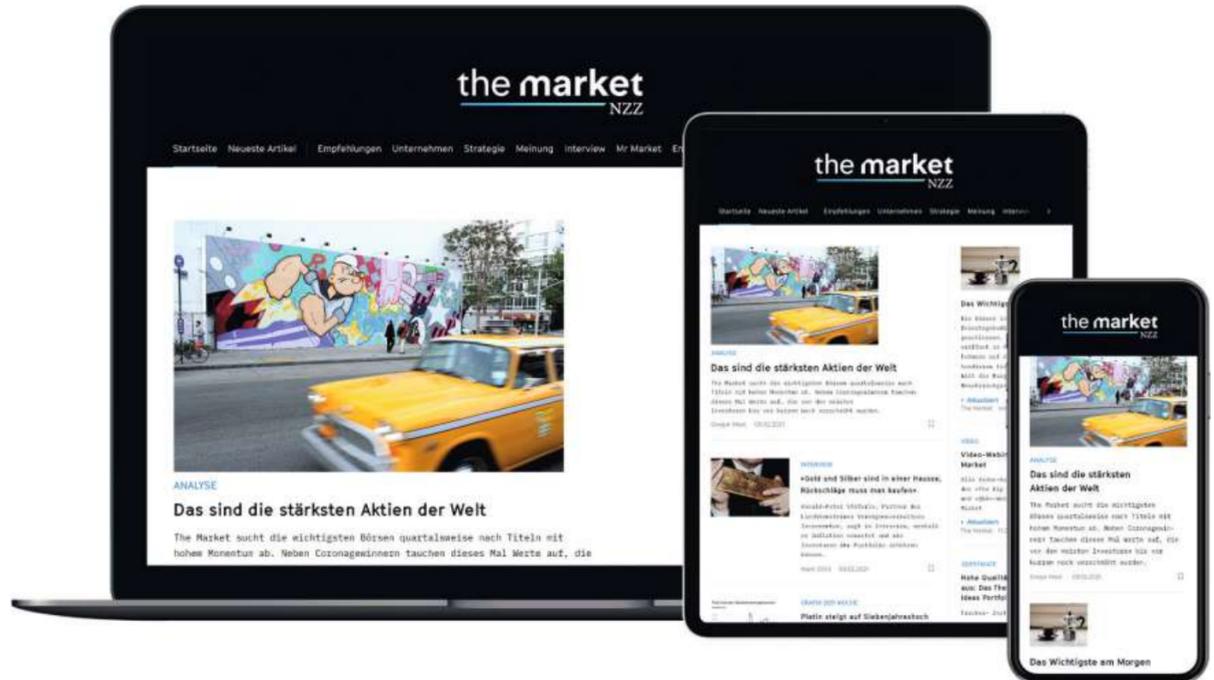
Unter [themarket.ch/boerse](https://themarket.ch/boerse) finden Sie ein breites Angebot an Aktienkursen, Indizes, Zinsen, Rohstoffen und Währungen. Klarheit und der Fokus auf das Wesentliche stehen auch hier im Vordergrund. Abonnentinnen und Abonnenten erhalten Echtzeitkurse der SIX Swiss Exchange, personalisierte Portfolio- und Watchlist-Funktionen sowie Chart-Werkzeuge für anspruchsvolle Analysen. Jeden Handelstag um 8 Uhr liefern wir Ihnen die Vorbörsenkurse der wichtigsten Titel an der SIX und der deutschen Börse.

## Jetzt online testen

Besuchen Sie uns auf: [themarket.ch](https://themarket.ch)

Die Börsendaten-Plattform finden Sie unter: [themarket.ch/boerse](https://themarket.ch/boerse)

Jetzt The Market 2 Monate lang für 25 Franken testen: [go.themarket.ch/abo25](https://go.themarket.ch/abo25)



## Die Redaktion von The Market



Sandro  
Rosa



Mark  
Dittli



Christoph  
Gisiger



Ruedi  
Keller



Henning  
Hölder



Giorgio  
Müller



Gregor  
Mast

PORTFOLIO

# Die Asset Allocation bietet ein ausgewogenes Risiko-Rendite-Profil



Im Mai verharrte das Gros der Börsenindizes in einem Seitwärtstrend, wobei sich zuletzt neuer Optimismus bemerkbar machte. Das spiegelt sich auch im Asset Allocation Portfolio. **Von Sandro Rosa**

Die meisten der wichtigen Aktienindizes bewegen sich weiterhin unter Schwankungen seitwärts. Allerdings schien in den vergangenen Wochen ein gewisser Optimismus unter den Anlegern zurückzukehren, sodass einzelne Börsenbarometer den Ausbruch nach oben wagten.

«Der Aufwärtstrend beschränkt sich auf einige wenige Technologieriesen und KI-Profitere»

Der US-Leitindex S&P 500 hat Ende Mai zum ersten Mal seit August die Marke von 4200 Punkten übertroffen, und auch diverse andere Indizes haben neue Jahreshöchst erklommen – darunter der japanische Nikkei 225. Die Einigung im Streit um die Anhebung der US-Schuldengrenze und aufkeimende Euphorie um die Möglichkeiten der künstlichen Intelligenz (KI) sorgten für Unterstützung.

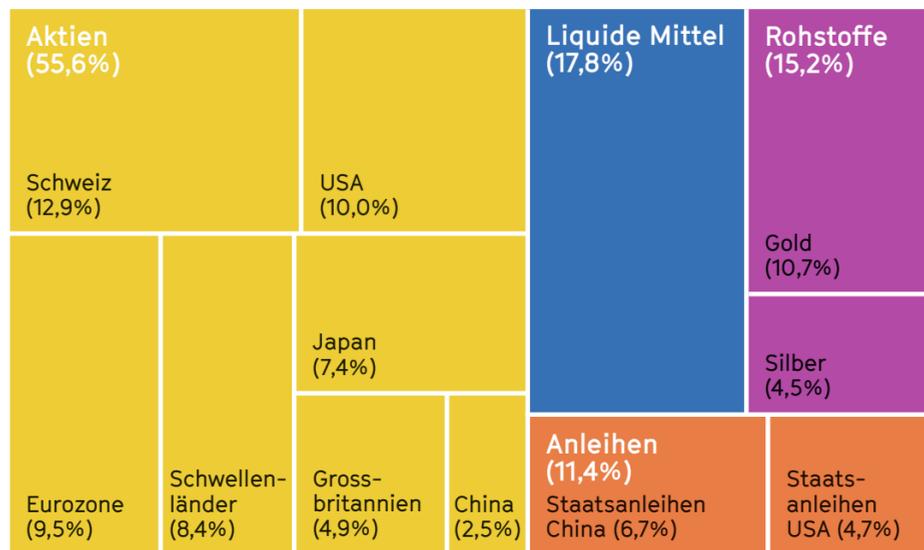
**Rohstoffpreise zeigen nach unten**

Allerdings bleibt die Marktlage fragil, der Aufwärtstrend beschränkt sich primär auf einige wenige Technologieriesen und (vermeintliche) Profiteure des KI-Trends, während die Mehrheit der Aktien nicht vom Fleck kommt oder schwächer tendiert. Die enttäuschende Erholung der chinesischen Wirtschaft und die Schwächesignale Deutschlands, das in eine Rezession gerutscht ist, belastete vor allem zyklische Aktiensegmente wie Energie und Grundstoffe.

In Franken gerechnet verzeichneten Aktien global seit Anfang Mai einen Zuwachs (gemessen am MSCI AC World, +3,1%), Anleihen (Bloomberg Global Aggregate Index) büssten rund 1,8% ein, während sich der Abwärtstrend bei den Rohstoffen (Bloomberg Rohstoffindex, -2,1%) fortsetzte. Seit Jahresbeginn haben Letztere 12,3% eingebüsst.

Seit Anfang Mai bewegte sich die The Market Asset Allocation in Franken gerechnet leicht nach oben (+0,6%). Die beiden Vergleichsindizes haben etwas besser abgeschnitten. Der Pictet-BVG-60-Index avancierte seit Mai 1,4%, der Pictet-BVG-40-Index legte 1,1% zu.

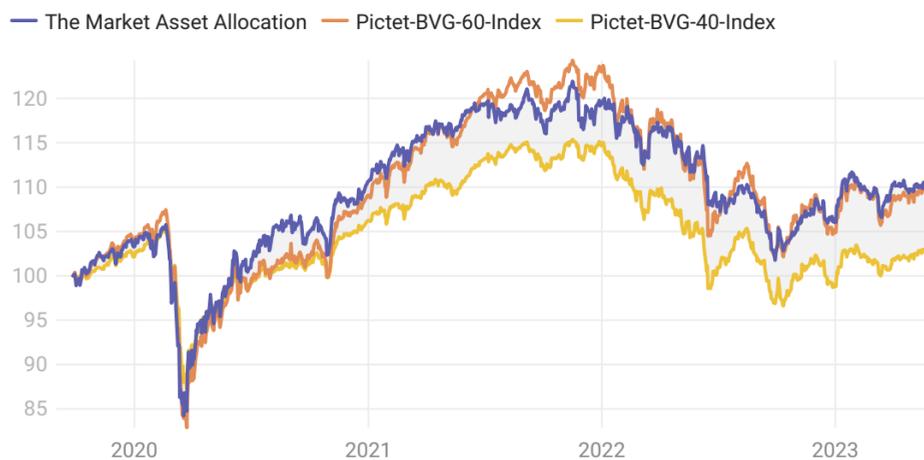
The Market Asset Allocation – Juni 2023



The Market Asset Allocation

Entwicklung seit der Lancierung am 27. September 2019, Performance in Franken gerechnet

Grafik: themarket.ch, @NomeDelRosa – Quellen: Pictet, Bloomberg



Besonders erfreulich entwickelten sich japanische Aktien, die innerhalb von nur rund fünf Wochen in Franken um 8,2% avancierten. Die Entwicklung der Valoren aus den USA konnte sich mit einem Zuwachs von 4,7% ebenfalls sehen lassen. Auch Schwellenländeraktien, die seit Anfang Mai um 3,1% zulegten, sorgten für einen positiven Performancebeitrag. Entschieden weniger Freude bereiteten Staatsanleihen aus den USA (-2,4%), aber auch Valoren aus dem Vereinigten Königreich (-2,2%) und aus der Schweiz (-1,8%) vermochten nicht zu überzeugen.

Gold (-0,7%) und Silber (-0,7%) bewegten sich insgesamt unwesentlich, dasselbe gilt für chinesische Staatsanleihen (-0,6%).

Die Währungsentwicklung wirkte sich für einmal nicht allzu negativ auf die Performance des Portfolios aus. Während sich Euro (-1,5%), Renminbi (-2%) und Yen (-1,2%) zum Franken abschwächten, machten Dollar (+1%) und Pfund (+1,1%) Terrain gut.

Seit der Lancierung im September 2019 hat die The Market Asset Allocation bis zum

**In Kürze:**

- Viele Indizes werden von wenigen Aktien getragen
- Die Lage an den Märkten bleibt fragil
- Eine robuste Anlagestrategie ist deshalb Pflicht

9. Juni in Franken eine Gesamterrendite von 10,5% erzielt. Damit hat das Portfolio besser abgeschnitten als der Pictet-BVG-40-Index (+3,4%), aber leicht schlechter als der Pictet-BVG-60-Index (+10,7%).

**Wertzuwachs von 10,5%**

Per Schlusskurs vom 9. Juni beträgt die Aktienquote 55,6%, Anleihen haben im Portfolio ein Gewicht von 11,4%, und der Anteil liquider Mittel beträgt hohe 17,8%. Die Edelmetalle Gold und Silber sind mit 15,2% vertreten und sorgen für Stabilität im Portfolio.

«Die Währungsentwicklung wirkte sich für einmal nicht allzu negativ auf die Performance aus»

Die untenstehende Tabelle zeigt die ETF-Positionen im Portfolio. Seit dem 18. März 2022 können Anlegerinnen und Anleger direkt in ein Tracker-Zertifikat investieren, das die The Market Asset Allocation abbildet. Es hat das Kürzel TMAAPZ und den Valor 113'975'794. Die Gesamtkostenquote beläuft sich auf 0,6%.

Lesen Sie alles zur The Market Asset Allocation online:

[themarket.ch/asset-allocation](https://themarket.ch/asset-allocation)



**The Market Asset Allocation Portfolio: Juni 2023**

\*TER in % = Gesamtkostenquote

Quellen: Amundi, BlackRock, Franklin Templeton, Goldman Sachs, SIX, State Street, UBS, ZKB, themarket.ch

Anlageklasse	Index	ETF	ISIN	TER* in %	Währung	Nachbildung	Anteil im Portfolio in %
Aktien Schweiz	MSCI Switzerland 20/35	UBS ETF (LU) MSCI Switzerland 20/35 UCITS ETF (CHF) A-acc	LU0977261329	0,20	CHF	Physisch	12,9
Aktien Eurozone	MSCI EMU	UBS ETF (LU) MSCI EMU UCITS ETF (EUR) A-acc	LU0950668870	0,18	EUR	Physisch	9,5
Aktien Grossbritannien	FTSE 100	iShares FTSE 100 UCITS ETF GBP (Acc)	IE00B53HP851	0,07	GBP	Physisch	4,9
Aktien USA	S&P 500	iShares Core S&P 500 UCITS ETF USD (Acc)	IE00B5BMR087	0,07	USD	Physisch	10,0
Aktien Japan	MSCI Japan	UBS ETF MSCI Japan UCITS ETF (JPY) A-acc	LU0950671825	0,19	JPY	Physisch	7,4
Aktien Schwellenländer	MSCI Schwellenländer	Amundi MSCI Emerging Markets	LU1681045453	0,20	USD	Synthetisch	8,4
Aktien China	FTSE China	Franklin FTSE China UCITS ETF	IE00BHZRR147	0,19	USD	Physisch	2,5
Gold	LBMA Goldpreis	UBS ETF (CH) – Gold (USD) A-dis	CH0106027193	0,23	USD	Physisch	10,7
Silber	LBMA Silberpreis	ZKB Silver ETF AA CHF	CH0183135976	0,60	CHF	Physisch	4,5
Staatsanleihen USA	ICE U.S. Treasury 7-10 Year Bond Index	iShares \$ Treasury Bond 7-10yr UCITS ETF CHF Hedged (Acc)	IE00BK7Y2R57	0,10	CHF	Optimiert	4,7
Staatsanleihen China	FTSE GS China Government Bond Index	Goldman Sachs Access China Govt Bd UCITS ETF - USD Acc	IE00BJSBC011	0,20	USD	Optimiert	6,7
Cash							17,8
<b>Total</b>							<b>100</b>

# So vermeiden Sie grosse Anlagefallen – und erhöhen Ihre Rendite

**Anlegende stehen sich oft selbst im Weg. Aus emotionalen Gründen oder Irrglauben unterlaufen ihnen Fehler. Eine kompetente Vermögensberatung kann nicht nur helfen, diese zu vermeiden, sondern auch sicherstellen, dass die individuellen Ziele der Anlegenden im Mittelpunkt stehen.**

«Der grösste Feind des Anlegers ist nicht die Bank, die zu hohe Gebühren verlangt, sondern er selbst», sagte Benjamin Graham. Graham war ein bedeutender Ökonom, ein legendärer Investor – und der Lehrer von Warren Buffett. Grahams Einschätzung ist mittlerweile durch die Verhaltensökonomie, einen neueren Zweig der Wirtschaftswissenschaften, erhärtet worden: Anlegende stehen sich selbst im Weg. Diese Finanzwissenschaftler, die sich mit irrationalen Entscheidungen von Menschen an den Finanzmärkten beschäftigen, beziffern die daraus resultierenden Verluste für Privatanlegende auf durchschnittlich bis zu 6,5 Prozent<sup>1</sup> pro Jahr. Diese Verluste fallen in der Form verpasster Rendite an und fallen über den Zinseffekt längerfristig noch stärker ins Gewicht. Im Folgenden präsentieren wir die drei folgenschwersten Fallen, in die Anlegende tappen.

## Geld auf dem Sparkonto schützt nicht vor Verlusten

Gar nicht erst in Aktien zu investieren, gehört zu den grössten Fehlern, die langfristig Anlegende begehen. Aktienkurse schwanken, mitunter stark. Doch über längere Zeiträume betrachtet erhalten Anlegende für die höheren Risiken, die Aktieninvestments mit sich bringen, eine Zusatzrendite. Diese wird auch Aktienprämie genannt. Sie beträgt je nach Betrachtungszeitraum für den US-Aktienmarkt im Langfristvergleich zwischen 5 und 6 Prozent pro Jahr. Die Berechnungen beruhen auf Daten des US-Ökonomen Kenneth French.<sup>2</sup> Wer höhere Risiken trägt, wird dafür also entschädigt.

Anlegende, die annehmen, Geld auf dem Sparkonto führe nicht zu Verlusten, lassen die Teuerung ausser Acht. Denn es besteht das Risiko, dass die Preise für Konsumdienstleistungen und -güter steigen. Und zwar stärker, als das Kapital auf dem Sparkonto Zinsen abwirft. Als Folge davon verringert sich die Kaufkraft. Das heisst,

Konsumierende können sich vom Ersparnen immer weniger kaufen. Zur Illustration: Im Zeitraum zwischen 2002 und 2022 belief sich die jährliche Rendite von Cash auf 0,1 Prozent, während die Teuerung 0,5 Prozent pro Jahr betrug. Schweizer Aktien warfen inklusive Gewinnausschüttungen jährlich um die 6,9 Prozent ab. Aktuell beläuft sich die Jahresteuierung in der Schweiz auf 2,9 Prozent (Stand: März 2023).

Börsen sind keine Casinos, auch wenn kurzfristige Kursschwankungen den Schluss nahelegen mögen. Börsen haben vielmehr eine wirtschaftliche Funktion, finanzieren Unternehmen und erlauben es Anlegenden, an der Wertschöpfung einer Volkswirtschaft teilzuhaben und davon zu profitieren. Anlegende sollten sich durch Kursausschläge und Stimmungswechsel also nicht aus der Ruhe bringen lassen und die langfristige Entwicklung im Auge behalten.

## Den richtigen Einstiegszeitpunkt erwischt man nicht

Ich weiss, wann ich kaufen muss: Wenn Gewinne locken. Drohen Verluste, stosse ich Aktien wieder ab. Zu dieser vermeintlich simplen Strategie greifen manche Anlegende – und überschätzen ihre Fähigkeiten. Denn was in der Theorie einfach klingt, gelingt in der Praxis den wenigsten Privaten.

## Der Versuch, den Markt zu timen, kann die Rendite empfindlich schmälern.

Der Versuch, den Markt zu timen, also Entwicklungen zu antizipieren und zu nutzen, kann die Rendite empfindlich schmälern. So laufen Anlegende

Gefahr, die besten Börsentage zu verpassen, wenn sie nicht investiert sind. Dies kann teuer werden. Dies verdeutlichen Daten des Finanzinformationsdienstes Bloomberg für den Zeitraum zwischen dem 01.01.1999 und dem 31.12.2022: Der Wert eines Investments in einen globalen Aktienkorb erhöhte sich von USD 100 000 auf USD 489 000 (+389 Prozent), wenn das Kapital immer investiert blieb. Anlegende, die nicht immer investiert waren, und die zehn besten Börsentage verpassten, erzielten einen weit geringeren Wertzuwachs auf USD 224 000 (+124 Prozent). Wer die 40 besten Börsentage verpasste, musste gar einen Wertverlust auf USD 66 000 (-44 Prozent) hinnehmen. Mit anderen Worten: Wenige Tage hoher Gewinne können einen überproportionalen Einfluss auf die Rendite haben.

## Beim Investieren wird Ausdauer belohnt.

Es mag der Intuition widersprechen, doch Krisen auszusitzen und immer investiert zu bleiben, verspricht den grössten Erfolg. Beim Investieren wird Ausdauer belohnt.

## Die Schweiz ist nicht genug

Nicht alle Eier in einen Korb zu legen, ist auch beim Anlegen eine vernünftige Maxime. Ökonomen sprechen von Diversifikation. Allerdings ist das mit der Vernunft in der Praxis so eine Sache. Anlagen zu wenig zu streuen, also nach Land, Branche oder Anlageklasse wie Aktien, Anleihen oder Immobilien, ist ein dritter Fehler von Anlegenden. Dieser resultiert längerfristig in Renditeeinbussen.

## Besser wäre es, das Kapital breit zu streuen – in Abstimmung mit dem Anlageziel, das für jede und jeden ein anderes ist.

Ein klassisches Beispiel ist der sogenannte Home Bias – eine Anlagefalle, in die gerade Schweizer Anlegende oft tappen. Sie investieren lieber in Schweizer als in ausländische Unternehmen, weil sie diese besser zu kennen glauben. Dadurch entgeht ihnen Rendite, weil der Schweizer Aktienmarkt mit Pharma- und Konsumtiteln eher defensiv ist und Technologieaktien mit mehr Risiken und Kurspotenzial an der US-Börse Nasdaq gehandelt werden. Besser wäre es, keinem Land, keiner Branche und keiner Anlage-thematik von vornherein einen Vorzug zu geben, sondern das Kapital breit zu streuen – in Abstimmung mit dem Anlageziel, das für jede und jeden ein anderes ist. So wie es institutionelle Investoren wie Pensionskassen seit Langem erfolgreich tun.

## Schweizer Aktien im langfristigen Vergleich

Der Swiss Market Index (SMI) ist der bekannteste Massstab für den Schweizer Aktienmarkt. Der Swiss Market Index Total Return misst die Wertentwicklung der 20 grössten und liquidiesten Unternehmen, unter Berücksichtigung ausgeschütteter und reinvestierter Dividenden.



Quelle: SIX Group

<sup>1</sup> Dalbar (2012) Quantitative analysis of investor behavior

<sup>2</sup> Kenneth R. French – Data Library (dartmouth.edu)



David Spiess (links), Leiter Finanzberatung,  
Martin Fuchs (rechts), Leiter Vermögensberatung,  
Swiss Life Wealth Managers

## Mit über 165 Jahren Anlagekompetenz selbstbestimmt in Ihre Zukunft investieren

### Unsere Expertise – Ihre Sicherheit

Seit 1857 bewirtschaftet Swiss Life die Vorsorge- und Versicherungsgelder institutioneller Anlegender. Dank dem neuen Angebot von Swiss Life Wealth Managers können nun auch private Anlegende von dieser Expertise profitieren: Unser ganzheitlicher Beratungsansatz ermöglicht massgeschneiderte Angebote für anspruchsvolle Privatpersonen.

### Kostenloses Erstgespräch

Überzeugen Sie sich in einem kostenlosen Erstgespräch von unserer Anlage- und Finanzexpertise: Wir unterstützen Sie dabei, Klarheit über Ihre Vermögenssituation zu erlangen und wichtige Fragen zu Ihrer finanziellen Zukunft zu beantworten.

### Besser informiert



Vereinbaren Sie ein unverbindliches Erstgespräch, melden Sie sich zu einem unserer Seminare an oder bestellen Sie kostenlose Merkblätter und Checklisten – direkt via QR-Code oder unter [swisslife-wealth.ch/informieren](https://www.swisslife-wealth.ch/informieren)



PORTFOLIO

# Das Dividendenportfolio fokussiert auf robuste Ausschüttungen

Das The Market Dividend Opportunities Portfolio vereint Dividendenwerte und Aktien, die Potenzial für steigende Ausschüttungen versprechen. **Von Ruedi Keller**



Die Redaktion von The Market führt ein aktiv gestaltetes Dividendenportfolio, in das Schweizer Aktien aufgenommen werden, die eine überdurchschnittliche Dividendenrendite bei gleichzeitig hoher Ausschüttungswahrscheinlichkeit bieten. Das The Market Dividend Opportunities Portfolio kann in Form eines Tracker-Zertifikats an der SIX Swiss Exchange gekauft werden (Valoren: 59'660'820, Symbol TMDOTQ, ISIN: CH0596608205).

Die Auswahl der Aktien basiert auf einer fundamentalen Analyse, wobei drei Qualitätskriterien im Vordergrund stehen:

- Eine nachhaltige Entwicklung der Dividende mit dem Ziel, Aktien zu selektionieren, die eine attraktive Dividendenrendite gepaart mit einer hohen Ausschüttungsverlässlichkeit bieten.
- Eine vernünftige Ausschüttung in Bezug auf den Gewinn, sodass die Unternehmen wenn möglich nicht zulasten der Substanz ausschütten, sondern den Cashflow für die Dividende operativ erwirtschaften.
- Ein verlässlicher Cashflow und eine solide Bilanz, die erwarten lassen, dass auch künftig Ausschüttungspotenzial vorhanden sein wird.

Im Portfolio befinden sich beispielsweise die Genussscheine von Roche sowie die Aktien von ABB, Swisscom und Zurich Insurance. Insgesamt machen solche qualitativ hochwertigen Dividendentitel fast 70% des Portfoliowerts aus (vgl. Grafik 1).

## «Das Ziel ist eine langfristig attraktive Gesamtperformance»

Ergänzt wird die Auswahl um Opportunitäten. Dabei handelt es sich um Papiere, die eine ansprechende Perspektive bieten, beispielsweise auf steigende Dividenden. Das Ziel der aktiv gestalteten Mischung ist, über einen langfristigen Anlagehorizont eine attraktive Gesamtperformance zu erreichen.

### Opportunitäten nutzen

Das Portfolio setzt als Opportunitätsposition beispielsweise auf Cembra Money Bank: Nach dem Verlust der Kreditkartenpartnerschaft mit der Migros hat der Kurs der Aktie stark gelitten. Das Erholungspotenzial ist jedoch intakt. Die Ausschüttungen sind dank der soliden Kapitalausstattung zudem gesichert sowie mit einer Rendite von 5,7% höchst attraktiv (vgl. Tabelle 2).

Weiter sind die Valoren des Flughafens Zürich enthalten. Sie versprechen mit der Erholung des Flugverkehrs Kurspotenzial. Noch fließt zwar erst eine kleine Dividende. Doch künftig dürfen wieder steigende und attraktive Ausschüttungen erwartet werden.

### Widerstandsfähige Auswahl

Die Performance des The Market Dividend Opportunities Portfolio hatte nach der Lancierung im Mai 2021 zunächst nicht mit der starken Avance des Gesamtmarktes nach der Pandemie mithalten können. Doch in der Korrektur von 2022 bewies der Fokus auf Dividendenwerte seine Stärke. Zudem wurde zu Beginn des vergangenen Jahres im Hinblick auf den neuen Zinszyklus das Gewicht der Finanzwerte erhöht (vgl. Grafik 4). Das führte beim Einmarsch Russlands in die Ukraine und bei den dadurch ausgelösten Markturbulenzen zwar anfänglich zu grösseren Ausschlägen, lieferte danach aber einen positiven Beitrag zur Gesamtperformance.

Während der SPI im vergangenen Jahr 16,5% verloren hat, hat das Dividendenportfolio nur 5% nachgegeben und eine Überrendite von 11,5 Prozentpunkten erreicht. Im laufenden Jahr hat es den Vorsprung jedoch eingebüsst. Mit Stichtag 9. Juni notiert es zwar 5,4% höher als zu Jahresbeginn, doch der SPI hat in derselben Zeit 8,4% zugelegt. Über die gesamte Laufzeit steht das Portfolio seit Mai

### In Kürze:

- Das Dividend Opportunities Portfolio setzt auf Aktien mit hoher Ausschüttung
- Opportunitätspositionen ergänzen die Auswahl
- Die Rendite beträgt 4,4%

2021 unter Einbezug aller Kosten 2,6% im Plus. Der breite Markt hat gemessen am SPI unter grösseren Schwankungen derweil 3,8% gewonnen (vgl. Grafik 3).

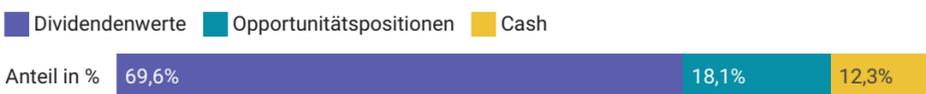
Derzeit vereint das Dividend Opportunities Portfolio neunzehn Dividendentitel und fünf Opportunitätspositionen. Für das laufende Jahr versprechen sie eine Rendite von durchschnittlich 4,4%. Der SPI bietet eine Dividendenrendite von 2,9%.

Lesen Sie alles zum The Market Dividend Opportunities Portfolio online:  
[themarket.ch/dividend-portfolio](https://themarket.ch/dividend-portfolio)



### 1) The Market Dividend Opportunities Portfolio: Risikoprofil

Stand: 9. Juni 2023



### 2) The Market Dividend Opportunities Portfolio: Positionen

Opportunitätspositionen sind grau hinterlegt (Renditeschätzung: Bloomberg-Konsens)

Aktie	Sektor	Dividendenrendite (Schätzung 2023)	Gewicht per 9.6.2023
ABB	Industrie	2,4%	4,31%
Adecco	Industrie	8,5%	1,72%
Baloise	Finanz	5,5%	3,04%
Bystronic	Industrie	2,3%	2,01%
Cembra Money Bank	Finanz	5,7%	4,02%
DKSH	Industrie	3,2%	3,58%
EFG International	Finanz	5,1%	4,32%
Ems-Chemie	Grundstoffe	3,0%	3,05%
Flughafen Zürich	Industrie	2,6%	3,80%
Helvetia	Finanz	5,1%	4,18%
Holcim	Grundstoffe	4,4%	3,82%
Julius Bär	Finanz	4,9%	3,24%
Landis+Gyr	Industrie	2,8%	4,77%
Mobilezone	zyklischer Konsum	7,3%	4,23%
Mobimo	Immobilien	4,2%	3,09%
Novartis	Gesundheit	3,6%	4,29%
Roche GS	Gesundheit	3,4%	3,49%
SGS	Industrie	3,8%	2,89%
St. Galler KB	Finanz	3,7%	4,10%
Swatch Group I	zyklischer Konsum	2,8%	3,49%
Swiss Life	Finanz	6,1%	4,45%
Swisscom	Kommunikationsdienste	4,0%	4,19%
Valiant	Finanz	5,7%	3,44%
Zurich Insurance	Finanz	6,0%	4,21%
Cash			12,28%

### 3) Tracker-Zertifikat auf das The Market Dividend Opportunities Portfolio

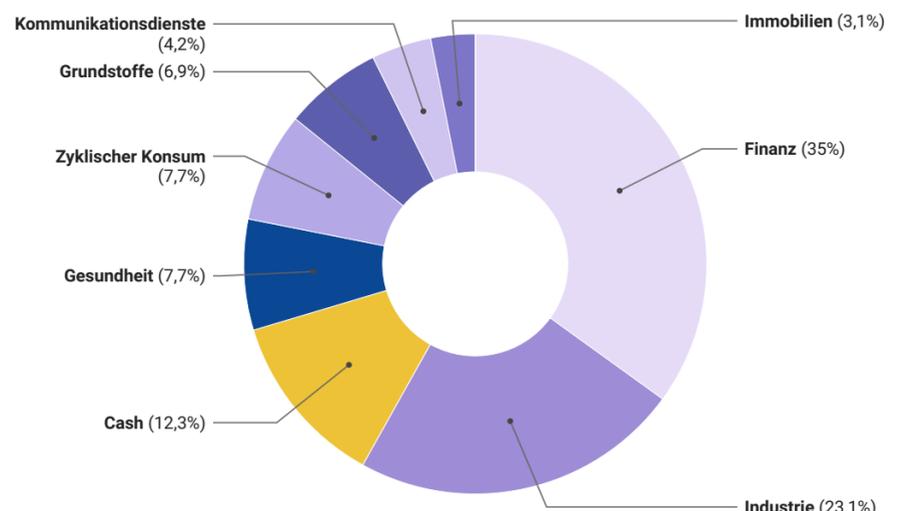
Seit Indexierung am 3. Mai 2021 bis 9. Juni 2023

Grafik: themarket.ch - Quelle: Bloomberg



### 4) The Market Dividend Opportunities Portfolio: Sektorgewichte

Sektoren in % des Portfolios (Stand: 9. Juni 2023)



PORTFOLIO

# Das The Market Best Ideas Portfolio setzt auf Aktien mit hoher Qualität



Starke Marktstellung, konsistent hohe Kapitalrenditen, solide Bilanzen und eine aktionärsfreundliche Politik: Auf diese Attribute achtet das The Market Best Ideas Portfolio. **Von Mark Dittli und Gregor Mast**

Hohe Qualität verringert das Risiko von Totalverlusten und erhöht in der langen Frist die Wahrscheinlichkeit einer ansprechenden Anlagerendite. Dieser Maxime folgt das The Market Best Ideas Portfolio, das im März 2020 lanciert wurde und seit Januar 2021 als Tracker-Zertifikat (Emittent: Leonteq) an der SIX Swiss Exchange gehandelt werden kann. Seit dem 21. April 2023 kann das Portfolio zudem auch als sogenanntes ETP+ an der SIX Swiss Exchange gehandelt werden. Dabei ist jeweils der aktuelle Gegenwert des ETP (Exchange Traded Product) mit einer Bareinlage als Pfand (Collateral) gesichert, die bei SIX SIS AG hinterlegt ist. Dadurch wird das Gegenpartierisiko minimiert.

**In Kürze:**

- Breit diversifiziertes Aktienportfolio mit den besten Anlageideen der Redaktion von The Market
- Qualität als Auswahlkriterium
- Gesamtkostenquote 0,75%

nicht zur Unzeit zu einer Kapitalerhöhung gezwungen, um ihre Schulden zu bedienen.

Erhaltene Dividenden fliessen in die taktische Cash-Position des Portfolios und werden situativ reinvestiert. Neben den Qualitätstiteln enthält das Portfolio eine kleine Anzahl Risikopositionen, die nach Ansicht der Redaktion ein überdurchschnittliches Rendite-Risiko-Profil versprechen, zum Beispiel Turnaround-Situationen oder stark unterbewertete Aktien.

Die Redaktion von The Market berichtet auf themarket.ch monatlich über die Entwicklung des Portfolios. Kommt es zu Veränderungen – Käufen, Verkäufen oder Rebalancing –, wird ad hoc und transparent darüber informiert. Derzeit umfasst das Portfolio Valoren von 38 Unternehmen, von denen 32 als Qualitäts- und sechs als Risikopositionen geführt werden. Die taktische Bargeldquote beträgt gegenwärtig überdurchschnittlich hohe 9,8%. Sie dient als «trockenes Pulver», um im Fall von Rückschlägen zukaufen zu können.

Die grössten Kursgewinne seit der Lancierung des Portfolios stammen von den Aktien des dänischen Insulinherstellers Novo Nordisk, des schweizerischen Halbleiterindustriezulieferers VAT, des Softwarekonzerns Microsoft sowie von Berkshire Hathaway, der Beteiligungsgesellschaft von Warren Buffett.

**Neuzugänge BASF und Goldminen**

Die jüngsten Zugänge im Portfolio waren im Dezember die Aktien des deutschen Chemieriesen BASF sowie Anfang Januar die Valoren des kanadischen Goldminenkonzerns Agnico Eagle Mines. BASF ist nach Ansicht der Redaktion von The Market günstig bewertet, die Dividendenrendite beträgt attraktive 7,1%. Mit Agnico Eagle und Newmont besitzt das Portfolio drei Titel aus dem Goldminensektor. Sie dürften besonders dann mit Kursgewinnen reagieren, falls die US-Wirtschaft in eine Rezession fallen sollte und das Fed die Zinsen senken muss (vgl. Seite 20).

Das Tracker-Zertifikat wird an der SIX Swiss Exchange unter dem Kürzel TMBITQ und der ISIN CH0562388162 gehandelt. Die Gesamtkostenquote (TER) beläuft sich auf 0,75%. Das ETP+ hat die ISIN CH1171795128 und das Kürzel BEST. Seine TER beläuft sich auf 0,85%. Die Tabelle rechts zeigt alle Positionen mit ihrem Gewicht im Portfolio in alphabetischer Reihenfolge per 9. Juni 2023.

Das Portfolio umfasst eine Auswahl der besten Anlageideen der Redaktion von The Market. Es besteht aus dreissig bis vierzig Aktien von Unternehmen aus der Schweiz und anderen Ländern, wobei der Fokus mit einem Portfoliogewicht von rund 60% auf dem Schweizer Markt liegt. Dabei wird stets auf eine breite Diversifikation geachtet. Die ausländischen Papiere dienen unter anderem der Abbildung von Sektoren, die am Schweizer Markt kaum vertreten sind: Technologie, Energie oder Rohstoffe. Rund 15% der Titel im Portfolio entfallen auf die USA.

## «Wachstumsaktien zählen seit Anfang 2023 zu den grössten Gewinnern»

2022 haben viele Qualitätsaktien signifikante Kursverluste erlitten, weil ihre teils stolze Bewertung unter dem Einfluss steigender Zinsen unter Druck kam. In der Schweiz betraf dies beispielsweise Namen wie Straumann, VAT, Geberit, Ems-Chemie, Sika oder Belimo. An der Qualität dieser Unternehmen hat sich zwar nichts geändert, aber die Bewertungskorrektur ihrer Valoren belastete das Best Ideas Portfolio. In der Markterholung ab Dezember 2022 zählten viele dieser Aktien – ebenso wie die amerikanischen Tech-Schwergewichte Microsoft und Alphabet – wieder zu den grössten Gewinnern.

Seit der Lancierung des Zertifikats am 12. Januar 2021 beträgt die Gesamttrendite netto, d.h. inklusive Dividenden und nach Abzug aller Kosten, +8% (Stichtag: 9. Juni 2023). Damit hat das Portfolio leicht schlechter abgeschnitten als der Swiss Performance Index (+9,9%) und der in Dollar gerechnete MSCI World Total Return Index (+9,7%).

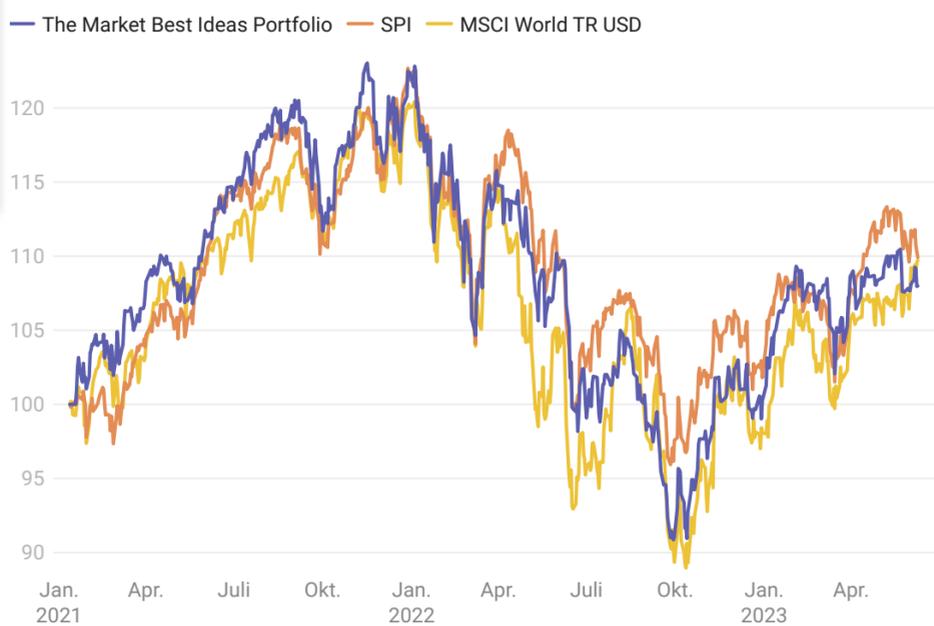
**Qualitäts- und Risikopositionen**

Ausgewählt wird über Fundamentalanalyse, wobei als Qualitätsmerkmale eine hohe und über den Zyklus möglichst stabile Kapitalrendite (Return on Invested Capital, ROIC), eine steigende Dividende und/oder ein steigender materieller Buchwert je Aktie sowie eine geringe Verschuldung definiert sind. Gerade in einem wirtschaftlichen Abschwung – die Wahrscheinlichkeit einer Rezession im Verlauf der kommenden zwölf bis 24 Monate ist erhöht – bieten Unternehmen mit soliden Bilanzen einen gewissen Schutz: Sie werden

**Tracker-Zertifikat The Market Best Ideas Portfolio seit Start**

Performance (netto, inkl. Kosten), inkl. Dividenden, per 9. Juni 2023, indexiert (12. Januar 2021 = 100)

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



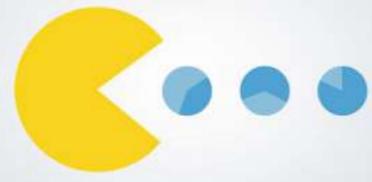
**The Market Best Ideas Portfolio – Qualitätstitel und Risikopositionen**

Qualitätstitel und Risikopositionen (grau), Stand: 9. Juni 2023

Name	Land	Sektor	Gewicht per 9.6.2023
Agnico Eagle Mines	Kanada	Grundstoffe	1,31%
Alphabet	USA	Kommunikationsdienste	3,18%
Baloise	Schweiz	Finanz	1,97%
Barry Callebaut	Schweiz	Basiskonsum	1,90%
BASF	Deutschland	Grundstoffe	1,36%
Belimo	Schweiz	Industrie	2,44%
Berkshire Hathaway B	USA	Finanz	3,25%
BHP	Australien	Grundstoffe	2,29%
Bossard	Schweiz	Industrie	2,38%
Clariant	Schweiz	Grundstoffe	1,90%
DKSH	Schweiz	Industrie	2,21%
DocMorris	Schweiz	Basiskonsum	0,10%
Ems-Chemie	Schweiz	Grundstoffe	1,81%
Fresenius	Deutschland	Gesundheit	1,27%
Geberit	Schweiz	Industrie	2,58%
Helvetia	Schweiz	Finanz	2,88%
Holcim	Schweiz	Grundstoffe	3,22%
Julius Bär	Schweiz	Finanz	3,18%
Kardex	Schweiz	Industrie	2,09%
Komax	Schweiz	Industrie	2,68%
Logitech	Schweiz	IT	2,61%
Lonza	Schweiz	Gesundheit	2,98%
Mastercard	USA	Finanz	2,43%
Microsoft	USA	IT	3,44%
Nestlé	Schweiz	Basiskonsum	2,37%
Newmont	USA	Grundstoffe	2,02%
Novo Nordisk	Dänemark	Gesundheit	4,24%
Pan American Silver	Kanada	Grundstoffe	1,17%
Roche GS	Schweiz	Gesundheit	1,99%
Sanofi	Frankreich	Gesundheit	2,40%
Schindler PS	Schweiz	Industrie	2,25%
Shell	Niederlande	Energie	2,58%
Sika	Schweiz	Grundstoffe	2,48%
Straumann	Schweiz	Gesundheit	2,23%
Swatch Group I	Schweiz	zyklischer Konsum	2,37%
Temenos	Schweiz	IT	2,34%
VAT	Schweiz	Industrie	3,68%
Zürich Insurance	Schweiz	Finanz	2,64%
Cash			9,78%

Lesen Sie alles zum The Market Best Ideas Portfolio online:  
[themarket.ch/best-ideas-portfolio](https://themarket.ch/best-ideas-portfolio)

## IMPRESSUM

<p>The Market, die Finanzplattform für versierte Anlegerinnen und Anleger, erscheint täglich online sowie als Newsletter: <a href="https://themarket.ch">themarket.ch</a></p> <p>Mit dieser Beilage erscheint The Market in gedruckter Form, um Ihnen die digitalen Inhalte von The Market vorzustellen.</p>	<p><b>Folgen Sie The Market</b>          Twitter: <a href="https://twitter.com/TheMarket_CH">@TheMarket_CH</a>          LinkedIn: <a href="https://company/the-market-ch">/company/the-market-ch</a>          Facebook: <a href="https://TheMarketCH">/TheMarketCH</a>          Newsletter: <a href="https://go.themarket.ch/newsletter">go.themarket.ch/newsletter</a></p> <p><b>Leserservice</b>          Telefon +41 44 258 10 00,  <a href="mailto:leserservice@nzz.ch">leserservice@nzz.ch</a></p>	<p><b>Abonnement</b>          Probe-Abo 2 Monate: CHF 25.-  <a href="https://go.themarket.ch/abo25">go.themarket.ch/abo25</a>          Abo 1 Monat: CHF 37.-          Abo 6 Monate: CHF 210.-          Abo 1 Jahr: CHF 369.-</p> <p>Kombi-Spezialpreis für NZZ-Abonnentinnen und -Abonnenten:          Abo 6 Monate: CHF 169.-          Abo 1 Jahr: CHF 296.-</p>	 <p><b>Die aussagekräftigere Analyse gewinnt.</b></p>
<p><b>Chefredaktor</b>          Mark Dittli (MD)  <a href="mailto:mark.dittli@themarket.ch">mark.dittli@themarket.ch</a></p> <p><b>Stellvertretender Chefredaktor</b>          Sandro Rosa (SR)  <a href="mailto:sandro.rosa@themarket.ch">sandro.rosa@themarket.ch</a></p> <p><b>Redaktion</b>          Ruedi Keller (RK)  <a href="mailto:ruedi.keller@themarket.ch">ruedi.keller@themarket.ch</a></p> <p>Gregor Mast (GM)  <a href="mailto:gregor.mast@themarket.ch">gregor.mast@themarket.ch</a></p> <p>Christoph Gisiger (CG, Los Angeles)  <a href="mailto:christoph.gisiger@themarket.ch">christoph.gisiger@themarket.ch</a></p> <p>Giorgio Müller (GVM)  <a href="mailto:giorgio.mueller@themarket.ch">giorgio.mueller@themarket.ch</a></p> <p>Henning Hölder (HOE)  <a href="mailto:henning.hoelder@themarket.ch">henning.hoelder@themarket.ch</a></p>	<p><b>Freie Autorinnen und Autoren</b>          Lyn Alden (New York)          Charles Biderman (Sacramento)          Marc Chandler (New York)          Alfons Cortés (Vaduz)          Kevin Duffy (Philadelphia)          Peter Frech (Zürich)          Louis-Vincent Gave (Hongkong)          Stefan Gerlach (Zürich)          Dylan Grice (London)          Daniel Haase (Hamburg)          Erwin W. Heri (Zürich)          Karen Horn (Zürich)          Peter E. Huber (Frankfurt)          Pascal Hügli (Zürich)          Alexander M. Ineichen (Zug)          Ralf Kubli (Zürich)          George Magnus (London)          Howard Marks (Los Angeles)          Simon Mikhailovich (New York)          Michael Pettis (Peking)          Heinz-Werner Rapp (Bad Homburg)          Tad Rivelle (Los Angeles)          David Rosenberg (Toronto)          Tim Schäfer (New York)          Bill Smead (Phoenix)          Anne Stevenson-Yang (New York)          Ronald-Peter Stöferle (Schaan)</p>	<p>Zoltan Szelyes (Zürich)          Philippe Welti (Zürich)          William R. White (Toronto)          Daniel Woker (Zürich)          Georg von Wyss (Schwyz)          Jörg Wuttke (Peking)          Nicolas Zahn (Zürich)          Myret Zaki (Genf)          Luigi Zingales (Chicago)          Felix W. Zulauf (Zug)</p> <p><b>Konzeption und Gestaltung der Beilage</b>          Laurent Burst</p> <p><b>Bildnachweise</b>          Alle Charts: The Market   Alle Illustrationen und Bildverfremdungen: Laurent Burst          Alle Porträtbilder von Autorinnen und Autoren sowie S. 8: zur Verfügung gestellt          S. 1: xy, Adobe Stock          S. 3: DALLE-E 2          S. 12: Egor Vikhrev, Unsplash          S. 24: Daniel Acker, Bloomberg          S. 17: Simon Dawson, Bloomberg          S. 18: Al Drago, Bloomberg</p>	<p><b>Beratung und Verkauf</b>          Ruedi Minger (Leiter Verkauf)  <a href="mailto:ruedi.minger@themarket.ch">ruedi.minger@themarket.ch</a>          Telefon +41 44 468 20 22</p> <p>Fabio Pasinetti (Leiter Produktmanagement)  <a href="mailto:fabio.pasinetti@themarket.ch">fabio.pasinetti@themarket.ch</a>          Telefon +41 44 468 20 25</p> <p>The Market Media AG          Aemtlerstrasse 96a          CH-8003 Zürich          Tel. +41 44 468 20 20</p> <p><b>Mediadaten</b>  <a href="https://go.themarket.ch/mediadaten">go.themarket.ch/mediadaten</a></p> <p><b>Aktionariat</b>          60% Mitglieder der Redaktion          40% Neue Zürcher Zeitung AG</p>



# WIR HABEN NUR EINE ANLAGESTRATEGIE: IHRE.

## PRIVATE VERMÖGENSVERWALTUNG

Für ein selbstbestimmtes Leben:  
[swisslife-wealth.ch](https://swisslife-wealth.ch)

Scannen und mehr erfahren:



## MEINUNG

## Des Kaisers neue Kleider

Trotz wirtschaftlicher und geopolitischer Herausforderungen steigen die Börsen unentwegt, getrieben von wenigen Einzeltiteln. Das erinnert an 1987, als der Oktober-Crash auch nur durch deutlich steigende Zinsen angekündigt wurde. **Von Peter E. Huber**

Nachdem Deutschland erst vor wenigen Wochen beim Eurovision Song Contest die jährliche Klatsche auf der Beliebtheitskala der europäischen Nachbarn als Zahl- und Lehrmeister der EU abgeholt hat, ereilt bereits das nächste Debakel das Land: Deutschlands Industrie befindet sich in einer Rezession. Nein, es geht nicht um eine leichte Abschwächung des Bruttoinlandsprodukts um 0,3 oder 0,5% wie in den letzten zwei Quartalen. Es geht um etwas Grösseres.

So ist der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe im Mai auf 42,9 gefallen und liegt damit weit unter der Wachstumsschwelle von 50. Der Auftragseingang schrumpft zweistellig, der Ifo-Index der Geschäftserwartungen hat schon wieder nach unten gedreht, und auch das Konsumklima verharrt tief im negativen Bereich. Bereinigt um einen Sondereffekt (Verkauf des Funkturmgeschäfts der Deutschen Telekom) haben die vierzig Dax-Konzerne bereits im ersten Quartal dieses Jahres 27% weniger verdient als im Vorjahreszeitraum.

### «Die geopolitischen Auswirkungen des Konflikts zwischen den USA und China sollten nicht unterschätzt werden»

Die desolote Lage wird derzeit noch verschleiert durch die Abarbeitung des Auftragsbestands wegen der Auflösung der Lieferkettenprobleme und pandemiebedingte



Die NZZ-Corporate-Abos:

Schaffen Sie neue Perspektiven für Ihr Team.

Jetzt Angebot erhalten via QR-Code oder Link: [corporate.nzz.ch](https://corporate.nzz.ch)



## «Kein Vormarsch ist so schwer wie der zurück zur Vernunft»

Bertolt Brecht

Nachholeffekte im Dienstleistungsbereich. Nur so ist zu erklären, warum die Europäische Zentralbank munter weitere Zinserhöhungen ankündigt.

Man schätzt, dass durch den Krieg in der Ukraine das reale BIP-Wachstum Deutschlands um 5,5 Prozentpunkte schwächer ausfällt als ursprünglich prognostiziert. Da wir weltweit mit die höchsten Strompreise haben und unter dem Wegfall der billigen russischen Energie besonders leiden, trifft uns der wirtschaftliche Abschwung auch am härtesten. Erste Unternehmen wie BASF, Linde und Viessmann ziehen bereits die Konsequenzen. Insgesamt ist von dem seitens der Regierung verkündeten klimawendebedingten Konjunkturaufschwung wenig zu bemerken. Wenn wir genau hinsehen, steht der Klima-Kaiser Deutschland relativ nackt da.

### Paradigmenwechsel

Nicht unterschätzt werden sollten auch die geopolitischen Auswirkungen des Konflikts zwischen den beiden Grossmächten USA und China. Immer mehr Protektionismus statt Freihandel, Entkopplung statt Globalisierung, Industriepolitik statt Marktwirtschaft und die Entstehung einer multipolaren Welt machen das Wirtschaften nicht einfacher.

Vor diesem Hintergrund sollte man eigentlich erwarten, dass die internationalen Aktienmärkte weit in der Verlustzone notieren. Mit Staunen stellt man fest, dass genau das Gegenteil der Fall ist. So konnte der Dax vor kurzem ein neues historisches Hoch erklimmen, und viele andere Aktienindizes notieren nahe ihren bisherigen Höchstständen. Zahlreiche Anleger haben aufgrund der krisenhaften Wirtschaftslage und der restriktiven Notenbanken den Börsenaufschwung der letzten neun Monate seit dem Tief Ende September 2022 schlichtweg verpasst und reiben sich jetzt verwundert die Augen.

### Aktiencrash oder Melt-up-Boom?

Besonders schmerzhaft auch für uns ist, dass sich der Aufschwung in bisher nie dagewesener Weise auf einige wenige Titel beschränkt. In den USA sind es die «glorreichen sieben», die für sämtliche Kursgewinne seit Beginn des laufenden Jahres verantwortlich sind, während der gleich gewichtete S&P-500-Index keinen Wertzuwachs vorweisen kann.

Die Superhausa in Nvidia, Apple, Microsoft und Konsorten haben wir nicht kommen sehen und so komplett verpasst. Wir werden hier auch nicht nachspringen. Eine der Börsenregeln von Wallstreet-Veteran Bob Farrell lautet, dass ein Aufschwung umso gesünder ist, wenn er von möglichst vielen Aktien getragener wird. Die aktuelle Situation erinnert

an 1987, als der Oktober-Crash auch nur durch deutlich steigende Zinsen angekündigt wurde, aber alle plötzlich gleichzeitig aussteigen wollten.

Das Verrückte an der derzeitigen Situation ist, dass es derzeit auch ungewöhnlich viele Aktien gibt, die extrem attraktiv bewertet sind, mit einem einstelligen Kurs-Gewinn-Verhältnis, einem Kurs-Buchwert-Verhältnis um die 1 und einer satten Dividendenrendite. Sollten die Notenbanken – wie von uns eigentlich erwartet – im Fall einer Rezession und rückläufiger Inflationsraten zu einer expansiven Geldpolitik zur Finanzierung der exorbitanten Staatsschulden zurückkehren, wäre auch ein Melt-up-Boom möglich, ein Ausbruch der Aktienkurse nach oben.

### «Der Aktienmarkt Japan scheint endlich wiederentdeckt zu werden»

Derzeit fühlen wir uns ziemlich unbehaglich. Wir sind bekannt für klare Ansagen, wie zum Beispiel unsere Kaufempfehlung für deutsche Aktien Anfang Oktober letzten Jahres. Derzeit kommen wir uns vor wie der Hahn auf dem Mist, der mit seinem Krähen sowohl gutes als auch schlechtes Börsenwetter ankündigen kann.

### Wie soll man sich positionieren?

Wir beteiligen uns nicht an dem gegenwärtigen Hype um die wenigen Unternehmen, die als potenzielle Gewinner der Revolution im Bereich künstlicher Intelligenz (Artificial Intelligence, AI) gehandelt werden. Zu gut erinnern wir uns, wie im Jahr 2000 das gleiche Gerangel um Titel wie Intel und Cisco veranstaltet wurde und wie die Geschichte endete.

Wir halten weiter bedeutende Positionen weltweit in niedrig bewerteten Standardwerten guter Qualität. Zu unseren Langfristpositionen gehören insbesondere Aktien aus dem Energie- und dem Rohstoffsektor sowie Engagements in asiatischen Ländern. Hier scheint der von uns seit langem favorisierte japanische Markt wiederentdeckt zu werden.

Unser Investitionsgrad in Aktien liegt deutlich unter den Höchstständen, die während des Beginns der Coronapandemie im März/April 2020 durch antizyklische Investitionen in der Panikphase erreicht wurden. Wir halten also Pulver trocken, um allfällige Rückschläge für neue Käufe nutzen zu können. Wir halten 20% unseres Portfolios in deutschen und

amerikanischen Staatsanleihen mit kurzer Restlaufzeit sowie 10% in Gold- und Silber-ETC, um Marktschwankungen abzufedern.

Wir investieren erstmals in einige ausgewählte ETF, um unser Portfolio sinnvoll zu ergänzen und noch robuster zu machen. Dazu zählen ETF für japanische Small Caps, in-landorientierte chinesische A-Aktien und gleich gewichtete globale Mid Caps. Entsprechend reduzieren wir unsere Direktanlagen in Einzelaktien um weitere 10%.



Peter E. Huber

Peter E. Huber ist Gründer und Geschäftsführer der Huber Portfolio GmbH in Oberursel. Er ist spezialisiert auf antizyklische Investitionen an den Aktien- und den Anleihenmärkten. Zuvor war er Partner und Fondsmanager beim Vermögensverwalter StarCapital, den er 2016 an die Bellevue Group verkaufte. Huber hat in Mannheim Betriebswirtschaft studiert und danach für die Privatbank SMH in Frankfurt gearbeitet, bevor er sich 1981 selbständig gemacht hat.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/y231](https://go.themarket.ch/y231)



the market  
NZZ

Gut investiert:  
Probe-Abo:  
25 Franken  
für 2 Monate  
[go.themarket.ch/abo25](https://go.themarket.ch/abo25)



Unabhängige Analyse und Meinung für bessere Entscheidungen an den Finanzmärkten.

themarket.ch



# FIXED INCOME<sup>4</sup>

Der neue Multi-Sector Income Fund

Wir kombinieren die Stärken von vier Einkommensfaktoren für verlässlicheren Ertrag.

Erfahren Sie mehr auf [capitalgroup.com/msi](https://capitalgroup.com/msi)

**NUR FÜR PROFESSIONELLE/QUALIFIZIERTE INVESTOREN**

Werbematerial

Wert und Ertrag von Investments können schwanken, sodass Anleger ihr investiertes Kapital möglicherweise nicht oder nicht vollständig zurückerhalten. Angeboten wird/ werden der/die Fonds ausschliesslich im Verkaufsprospekt, zusammen mit den anderen nach dem Recht Ihres Landes ggf. erforderlichen Dokumenten. In Europa sind das PRIIPs-Basisinformationsblatt des Fonds.

Vertreter in der Schweiz: Capital International Sàrl, 3 place des Bergues, 1201 Genf.  
Schweizer Zahlstelle für CIF ist JPMorgan (Suisse) SA, 8 rue de la Confédération, 1204 Genf.  
Herausgegeben von Capital International Management Company Sàrl (CIMC).  
© 2023 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten.



Besuchen Sie  
Capital Group