



## Thomas Mayer

Der Leiter der Denkfabrik Flossbach von Storch verurteilt die Ignoranz von Notenbankern und Mainstream-Ökonomen. 15

## Wolodimir Selenski

Der ukrainische Präsident und frühere TV-Komiker muss beweisen, dass er sein Land im Krieg führen kann. 14

## Christian Mumenthaler

Der Konzernchef von Swiss Re erklärt, wie der Rückversicherer enttäuschte Anleger 2022 neu begeistern wird. 8

## Goldene Zeiten für Aktivisten



Viele Aktien sind immer noch günstiger als vor der Pandemie – ungeachtet der Nervosität rund um den Krieg in der Ukraine. Sie leiden unter gedämpfter Nachfrage, stark gestiegenen Inputkosten, manchmal auch unter Fehlentscheidungen des Managements. Das erhöht den Handlungsspielraum von aktivistischen Investoren, die mit vergleichsweise kleinen Anteilen Einfluss auf Unternehmen nehmen und so deren Aktienkurse nach oben treiben wollen.

«Wir erwarten ein goldenes Zeitalter für Aktivisten. Die Aktienpreise sind gesunken und bei einzelnen Unternehmen gibt es einiges an Verbesserungspotenzial», sagt Malcolm McKenzie von der Beratungsgesellschaft Alvarez & Marsal (A&M). Er hilft Unternehmen in der Transformation und analysiert Aktivisten und ihr Vorgehen. Die Pandemie habe die Kluft zwischen den besten und den schlechtesten Unternehmen vergrößert.

In Europa identifiziert A&M derzeit 148 Unternehmen, die ins Visier von Aktivisten kommen könnte, knapp 10% mehr als zur letzten Auswertung vor einem halben Jahr. Die Lieblingsobjekte sind Industriegesellschaften. Dahinter folgen die Sektoren Konsumgüter, Technologie und Gesundheit. Zudem haben Unternehmen mit schlechtem ESG-Rating eine höhere Wahrscheinlichkeit, ins Visier von Aktivisten zu geraten, wobei in Europa vor allem die Kriterien für Umwelt und Soziales interessieren. «Die Konsumenten wollen nachhaltige Produkte, und dort dürften Aktivisten den Hebel ansetzen. Sie beschleunigen den Wandel», sagt McKenzie.

Ohne konkrete Titel zu nennen, sieht er in der Schweiz neun Ziele – etwas weniger als zuletzt. «In der Schweiz haben Aktivisten vergleichsweise einen schweren Stand, weil die finanzielle Performance oft gut ist und die Markthürden für Aktivisten höher sind.» Trotzdem kursieren einige Namen. Unter den Konsumtiteln haben Duffry und Valora immer noch Aufholpotenzial. Wobei dort die Zusammensetzung des Aktionariats für einen Aktivisten nicht ganz einfach ist. Im Gesundheitssektor gelten Basilea oder Novartis als Nachzügler mit strategischen Möglichkeiten. Beide Titel empfiehlt FuW zum Kauf. Im Industriebereich könnte Landis+Gyr Umbaufantasien wecken, auch Adecco gilt als notorisch unterbewertet.

Unterstützung erhalten die Aktivisten von der Politik. Die Revision des schweizerischen Aktienrechts, das Anfang 2023 in Kraft tritt, wird die Schweiz insofern aktionärsfreundlicher machen, als dass die Einberufung einer Generalversammlung bei kotierten Unternehmen nur noch 5% des Aktienkapitals benötigt (früher 10%). Für die Traktandierung sinkt der Schwellenwert von 10% auf 0,5%. Es wird somit einfacher, Lärm zu machen. Grundsätzlich suchen Aktivisten keine schlechten Gesellschaften, sondern gute oder mittelmässige, die sie verbessern können. Die beste Verteidigung ist die Erhöhung der eigenen Performance. RI

## Derivatus

Die Terminkurven von Öl Seite 19

## Börse Schweiz

Generöse Dividendenvorschläge Seite 27

## Monitor

Viel Unruhe an den Märkten Seite 28

## Der Ukraine-Schock

Trotz einer leichten Beruhigung der Finanzmärkte ist es für eine Entwarnung noch zu früh.



BILDER: UKRAINIAN POLICE DEPARTMENT PRESS SERVICE VIA AP, GETTY IMAGES

Die Hoffnung auf eine friedliche Lösung der Ukraine-Krise hat sich als naives Wunschdenken erwiesen: Der Einmarsch russischer Truppen im souveränen Nachbarstaat hat die Welt erschüttert und Schockwellen durch die globalen Finanzmärkte gesendet.

Zwar haben sich die Zeichen gegen den Wochenschluss aufgehellt. Doch der Krieg steht erst an seinem Beginn – und mit ihm die mannigfaltigen Auswirkungen auf Unternehmen, Konjunktur und die Finanzmärkte: Bereits bestehende Belastungsfaktoren wie Inflation und Rohstoffmangel werden sich weiter verschärfen.

**Bestehende Belastungsfaktoren wie Inflation und Rohstoffmangel werden sich weiter verschärfen.**



tungsfaktoren wie Inflation und Rohstoffmangel werden sich weiter verschärfen und die Notenbanken in ihrer Geldpolitik vor schwierige Entscheidungen stellen.

Angesichts der zahlreichen Unwägbarkeiten dürfte die Volatilität an den globalen Finanzmärkten hoch bleiben. Panik ist allerdings nicht angebracht. Denn die Historie zeigt, dass regionale Auseinandersetzungen die Börsen selten dauerhaft belastet haben. Dies setzt freilich voraus, dass der Krieg in der Ukraine ein regionaler bleibt. SEITEN 16 BIS 19

## Banken klotzen Hypotheken

Statt zwischen 3 und 4% wie in den Vorjahren betrug das Wachstum des Schweizer Hypothekemarktes 2021 gemäss Experten über 4%. Der Wettbewerb um die Hypothekarkunden hat sich verschärft. Weil die Banken in der Coronakrise dank Bundesgarantie bei Firmenkunden kaum Kreditverluste befürchten mussten, konnten sie im Hypothekarbereich klotzen und einen Teil des Bodens gutmachen, den sie an Pensionskassen verloren hatten, konstatiert Stefan Heitmann, CEO des Hypothekenvermittlers MoneyPark. Im Gegensatz zu Banken haben Pensionskassen keine Möglichkeit, fast unbegrenzt Hypotheken zu vergeben. SEITE 5

## Fantasie zu Wasserstoff

Klimaneutral taugt er zum Hoffnungsträger der Energiewende.

Wenn dem Klimawandel Einhalt geboten werden soll, müssen regenerativen Energien fossile Brennstoffe ersetzen. Klimaneutraler, sogenannter grüner Wasserstoff könnte dabei eine wichtige Rolle spielen. Das kleinste Element im Universum kann als chemischer Energiespeicher dienen, Stromnetze stabilisieren, Lastwagen antreiben oder den Koks bei der Stahlherstellung ersetzen.

Schon heute verwendet die Industrie grosse Mengen an grauem Wasserstoff, der aus Gas oder Kohle gewonnen wird, was hohe Kohlendioxidemissionen zur Folge hat. Grüner Wasserstoff entsteht aus der Elektrolyse von Wasser, wenn

der nötige Strom aus Sonne, Wind oder Wasserkraft kommt. Skeptiker weisen auf die riesigen Mengen regenerativer Energie, die dafür erforderlich wären. Der Einsatz grünen Wasserstoffs sei deswegen nur dort vernünftig, wo es keine andere Möglichkeit gebe, fossile Energieträger zu ersetzen.

Viele Unternehmen sind mittlerweile auf den Wasserstoffzug aufgesprungen und wecken am Aktienmarkt Fantasie. Für Anleger bieten sich zwei Optionen: thematisch reine Gesellschaften, die das volle Risiko der Branchenentwicklung tragen, und solche, die auch anderweitig abgestützt sind. SEITEN 6, 7

## Holcim rentiert



Der Zement- und Baustoffkonzern hat 2021 nach langen Mühen eine Kapitalrendite von mehr als 8% erreicht. Nun fasst er ein höheres Ziel ins Auge. Auch wenn ein zentraler Kritikpunkt bleibt, Holcim ist auf einem guten Weg. SEITE 9

## Zehnder belohnt die Aktionäre

Der Bauzulieferer steigert Umsatz und Gewinn kräftig. Die Dividende soll merklich steigen. Der Aktienrückkauf geht weiter. SEITE 9

## Pendlerströme

Der Retailer und Brezelbäcker Valora hängt stark von den Pendlern ab und blickt deshalb mit Optimismus nach vorne. Es gibt sogar wieder eine Dividende. Doch für die zuletzt gut gelaufenen Aktien wird die Luft dünner. SEITE 10

## Wie man auf Offerten reagiert

Übernahmen gehören zum Börsengeschehen dazu. Jüngstes Beispiel ist Vifor Pharma. Damit betroffene Aktionäre im Prozess richtig agieren, hat FuW die wichtigsten Schritte zusammengestellt. SEITE 11

## IPO-Kandidaten

Mehrere KMU interessieren sich für das neue Sparks-Segment der Schweizer Börse. Für Institutionelle sind Engagements schwierig. Gefragt sind Privatanleger. SEITE 12

## Unternehmen

Adecco	12, 27	Kardex	18
Air Liquide	7	Kudelski	5
Also	18	Linde	7
Baselland. KB	5, 14	Meta	14
Basler KB	5	SFC Energy	7
Belimo	18	SGKB	14
BKW	18	Siegfried	8, 27
Bobst	9, 18, 27	SIG	18
Bucher	18	Sika	18
Burkhardt C	7	Smart Valor	14
Credit Suisse	18, 27	Sulzer	18
EFG	5	Swiss Re	8, 27
Elma	5	Thyssenkrupp	7
Feintool	7	UBS	18, 27
Givaudan	18	Valora	10, 27
Holcim	9, 18	Vetropack	18
Interroll	18	Vifor Pharma	11
Julius Bär	18, 27	Zehnder	9, 14, 27



**SONDERBEILAGE PRIVATE BANKING VOM 26. MÄRZ 2022**  
Anzeigenschluss 11. März

Mit Tradition in die Moderne

Buchen Sie Qualität

+41 44 248 58 11  
anzeigen@fuw.ch  
www.goldbach.com

**GOLDBACH**

Albin Kistler

## ZUHÖREN KÖNNER

Wir freuen uns, wenn Sie uns herausfordern.

Wir halten Wort.

# Putins Krieg, Putins Schande

Der Kreml-Herr beseitigt die Friedensordnung auf dem Kontinent und lebt seinen grossrussischen Traum. Europa muss zur ernüchternden Erkenntnis kommen: Diplomatie ohne Divisionen ist zahnlos. **MANFRED RÖSCH**

Aufgestanden ist er, welcher lange schlief, aufgestanden unten aus Gewölben tief. In der Dämmerung steht er, gross und unbekannt, und den Mond zerdrückt er in der schwarzen Hand.

Das sind die ersten Verse aus dem Gedicht «Der Krieg», das der deutsche Expressionist Georg Heym 1911 veröffentlichte. Aufgestanden ist er, der Krieg, seit Russlands Diktator (betiteln wir ihn standesgemäss, verweigern wir ihm die Ehrbarkeit des «Präsidenten») am Donnerstag früh den Angriff befohlen hat. Putin, der sein Christentum zelebriert, wird sich folgerichtig vor Gott zu verantworten haben, der in des Diktators vaterländisch verengter Vorstellungswelt freilich ein Russe sein dürfte.

Nicht dass es in Europa nach dem Waffenstillstand am 8. Mai 1945 nie mehr geknallt hätte – in grösserem Stil namentlich in Jugoslawiens Zerfallskriegen –, doch einen blanken Überfall auf einen Nachbarstaat hat es nicht mehr gegeben. Wohin Putins Krieg führen wird, wann der angeblich in Judo geschulte, ergo scheint's stets kühl kalkulierende Herrscher sein eigenes Land, die Ukraine, Europa und die ganze Welt noch führen wird – wir wissen es nicht. Die Rationalität von Machtmenschen darf nie überschätzt werden. Auch Hitler galt als berechnend und gerissen, bis er das Blatt überreizte. Dieser Vergleich ist übrigens zulässig; vergleichen heisst schliesslich nicht gleichsetzen.

## Ein blutiger Palmarès

An dieser Stelle ist auch daran zu erinnern, dass die Sowjetunion am 17. September 1939 Polen von Osten her überfiel, nachdem Hitler-Deutschland am 1. September von Westen her eingedrungen war. Rote und braune Truppen führten am 22. September in Brest gemeinsam eine Siegesparade durch. Bevor Moskau sich mit dem Westen verbündete, hatte es sich mit Hitler arrangiert. Es ist daran zu erinnern, dass Stalins Rote Armee am 30. November 1939 über Finnland (früher ein russisches Grossfürstentum, also abtrünnig) herfiel. Der Gedanke, die finnische Grenze so nahe an Leningrad zu haben – für Stalin unerträglich. Bleibt zu hoffen, dass sich die Ukrainer ähnlich wehren wie die Finnen, die Stalins Invasoren bluten liessen. Es ist daran zu erinnern, dass Lenins Soldateska 1920 nach Westen vorsties, um die Revolution zu exportieren; die Polen schlugen sie an der Weichsel in extremis zurück. Putin fügt diesem Palmarès nun eine weitere Waffentat hinzu.

Uno-Generalsekretär António Guterres hat, er kann ja nicht anders, Putin hilflos dazu aufgefordert, seine Truppen nach Russland zurückzuholen. Genau das tut Putin nach eigenem Verständnis: Er sendet seine Krieger (sonst hat er nichts und niemanden) bloss heim auf heilige russische Erde; die reicht mindestens bis an die polnische Grenze. Was auch immer an Putins Schmerzen substantiell, mehr als nur phantomhaft gewesen sein mag: Mit dem Marschbefehl hat er alle womöglich legitimen nationalen Sicherheitsanliegen diskreditiert. Was auch immer der Westen vielleicht oder tatsächlich an Fehlern gemacht, an Sünden begangen haben mag – das ist jetzt gegenstandslos und jedenfalls bei weitem keine hinlängliche Begründung für diesen perfiden Angriff.



**«Die Rationalität von Machtmenschen darf nie überschätzt werden.»**



Einen Angriff auf einen Staat übrigens, dem Putin und seine Helfershelfer erklärermassen die Souveränität ohnehin absprechen, zwischen den Zeilen spürbar seit jeher, nun ausdrücklich. Belarus ist sowieso kaum noch mehr als eine russische Provinz. Die Bataillon der Marionette Lukaschenko müssen gegen die Ukraine mitmarschieren. Hitler fand Österreich übrigens auch nicht souverän, nur schlug ihm dort Begeisterung entgegen, als er es heim ins Reich holte.

Reiferen Semestern ist die Kreml-Tonlage der vergangenen Monate bekannt. Gejammer über die Niedertracht des Westens, über dessen bössartige Provokationen, Gewäsch über Hilferufe der von Genozid (!) bedrohten Landsleute im Donbas, Gefasel über Nazi-Staffeln in Kiew: Diese lästige Lügenleier ist ein ödes Thema mit Variationen, das in ähnlichem Stil zu Zeiten des Kalten Krieges über den Eisernen Vorhang erscholl, bis zum Auslösen von Brechreiz. Das abgrundtiefe Resentiment des früheren KGB-Büttels Putin gegenüber dem Westen, das spätestens in seiner Brandrede an der Münchner Sicherheitskonferenz 2007 publik wurde, ist nun aufgebrochen wie eine Eiterbeule.

Was nun? Hoffen, dass dieser Krieg nicht in einen Weltkrieg ausartet (Putin schwafelt neuerdings, in seinem beunruhigend schärfer werdenden Halbstarkegehebe, vermehrt direkt oder implizit von Atomwaffen). Hoffen, dass die Gefechte, falls es nicht bloss zum Durchmarsch mit baldiger Einsetzung eines Statthalters à la Quisling kommt, auf die Ukraine beschränkt bleiben. Die Nato wird den bedrängten ukrainischen Truppen oder allenfalls einem entstehenden Maquis wohl Waffen und Munition liefern, soweit das praktisch möglich ist, doch kämpfen müssen die Ukrainer selbst.

Der bis zum Zynismus gewiefte Realpolitiker Bismarck sagte 1878 im Zusammenhang mit dem Interessenausgleich der Grossmächte auf dem Balkan, dass «das Glück südslawischer Hammeldiebe nicht die gesunden Knochen eines einzigen pommerschen Musketiers» wert sei (die Grenzen der politischen Korrektheit waren damals noch vage). So etwa wird es sein.

Was immerhin leicht beruhigend wirkt, ist die gedämpfte Stellungnahme Pekings. Spekulationen, China könnte versucht sein, gerade jetzt Taiwan anzugreifen, scheinen sich nicht zu bestätigen. Xi Jinping verhält sich nüchtern und dürfte keine Konfrontation mit den USA riskieren wollen – zum grossen Glück für die Welt.

Was nun einsetzt, ist ein Wirtschaftskrieg, der beiden Seiten schadet, Russland jedoch mehr, dessen Wirtschaft ohnehin jämmerlich schwach ist. Putin und seine, ja, Mafia hatten nie ein Interesse am Erstarren eines Mittelstands, einer Bürgerschicht, die etwas zu verlieren und ein gesundes Selbstbewusstsein hat, die einen verlässlichen Rechtsstaat will und sich nicht gängeln lässt.

Einzig von hier kann Heilung kommen: dass das duldsame, von der Propaganda hirngewaschene Volk endlich etwas Tapferes tut und diese parasitäre «Elite» hinwegfegt. Wenn der bescheidene allgemeine Wohlstand weiter schwindet, wenn Särge heimgebracht werden und das Internet von degoutanten Bildern aus der Ukraine überquillt, könnte das die Säulen des Regimes untergraben. Doch das ist einstweilen ein frommer Wunsch.

## Auftakt zu einer düsteren Epoche

Bereits Tatsache ist der vollkommene, auf Jahre hinaus irreparable Vertrauensverlust zwischen dem Westen und Russland. Alles, was seit 1975 (Helsinki-Abkommen) und dem Ende des Ostblocks 1989 in Europa erreicht wurde, ist Makulatur. Noch dem blauäugigsten Friedensfreund im Westen muss klar sein, dass der Diktator am lachhaft langen Tisch auf Gesprächstherapie nicht reagiert. Tatsache ist auch die weitestgehende internationale Isolation Russlands. Es beginnt jetzt eine neue Epoche, keine angenehme.

Namentlich bei den Europäern müsste die an sich banale Einsicht reifen, dass Diplomatie Divisionen braucht. Wer das «Gespräch sucht», wie die Floskel heisst, wird es nicht finden ohne geladene Waffe im Gepäck. Heisst, ganz simpel: Aufrüsten, auch wenn's kostet; Unterwerfung ist keine verlockende Alternative. Putins Selbstdemaskierung ist das beste Revitalisierungsprogramm für die Nato. Finnland und Schweden werden abwägen müssen, was ihre Neutralität noch wert ist. Neutral ist und bleibt die Schweiz, doch sie wird nun wohl dringlicher debattieren, wie ernst sie es mit der Bewaffnung hält: Stichwort Kauf moderner Kampfjets.

Der 24. Februar 2022 wird in die Geschichte eingehen. Am Ende vielleicht sogar als der Tag, an dem sich Russen und Ukrainer endgültig entzweiten.

## Aktien treu bleiben

**Das Befürchtete ist eingetroffen.** Russland hat den Krieg erklärt und marschiert in der Ukraine ein. Die Aktienmärkte reagierten zunächst mit markanten Abgaben, haben sich inzwischen aber einigermaßen gefangen. Und nun? Es gilt weiter, was ich an dieser Stelle vergangene Woche geschrieben habe. Kriege haben meist nur einen kurzfristigen Kurseinfluss.

Nicht selten sind solche Ereignisse aus Aktienmarktsicht gar Kaufgelegenheiten. Doch vergessen Sie nicht, dass die Märkte schon vor dem Konflikt volatil waren und sich das nochmals verschärft hat. Themen wie Inflation, Zinserhöhungen und die Konjunktur per se sind nicht vom Tisch, und auch eine weitere Eskalation dürfte sich zumindest kurzfristig nochmals in den Kursen spiegeln.

**Viele Strategen haben sich dazu geäussert, wie Investoren jetzt reagieren sollen.** Umzusetzen sind solche Strategien vor allem für Privatanleger nicht immer ohne Schwierigkeiten. Die Anleitung für den Portfolioschutz von Mark Haefele, dem Chief Investment Officer der UBS, hat mir da mit am besten gefallen.

Kurz zusammengefasst seine fünf Massnahmen: Erstens ist ein gut diversifiziertes Portfolio der Schlüssel zum Erfolg. Zweitens hilft die Investition in Rohstoffe, geopolitische Wirren auszugleichen. Drittens sind Anlagen in Dollar (Fluchtwährung) besonders vielversprechend. Viertens sind Unternehmen, die vom weltweiten Wachstum profitieren, immer eine Investition wert, und fünftens sind defensive Werte, und dazu zählt der UBS-CIO nicht zuletzt Pharma, eine gute Beimischung. Das kann ich so unterschreiben. Aktienpositionen nicht abbauen, sondern höchstens etwas umschichten.



**JAN SCHWALBE**  
Chefredaktor  
zum Thema  
Aktien und Krieg

**FINANZ und WIRTSCHAFT invest**



Jetzt können Sie in das **FuW-Eco-Portfolio** investieren, und zwar ganz einfach mit einem Anlagezertifikat, das an der Börse SIX Swiss Exchange gehandelt wird. Wir sind überzeugt, dass Unternehmen, die eine CO<sub>2</sub>-Reduktionsstrategie verfolgen, an der Börse besser abschneiden als andere.  
**Valorennummer: 56238777**



Ebenfalls gibt es das **FuW-Risk-Portfolio** als Zertifikat. Unser Portfolio setzt seit 25 Jahren erfolgreich auf vielversprechende Schweizer Aktien mit dem gewissen Kick. Beim Investitionsentscheid gilt ein kurzer bis mittlerer Anlagehorizont, um auch von Spezial-situationen zu profitieren.  
**Valorennummer: 37270457**



Abgerundet wird unser Angebot vom **FuW-Value-Portfolio** mit internationaler Ausrichtung. In der seit über zehn Jahren geführten Auswahl stehen reizvolle Value-Aktien mit Fokus Nordamerika und Europa.  
**Valorennummer: 37270456**  
Mehr Infos zu allen Portfolios finden Sie auf [fuw.ch/invest](http://fuw.ch/invest)

## Rochade im Partido Popular

Pablo Casado nicht mehr Hoffnungsträger von Spaniens Konservativen. **SINFORIANO DE MENDIETA**

Wie in einem Bühnenstück von Shakespeare hat sich in diesen Tagen in Spanien ein aussergewöhnliches politisches Drama abgespielt: Der bisherige Hoffnungsträger der Konservativen und damit des gesamten Mitte-rechts-Spektrums, Pablo Casado, ist in Windeseile von den eigenen Gefolgsleuten schonungslos demontiert worden. Am Schluss versagte ihm sogar die engste Entourage die Unterstützung, und obwohl sich Casado bis zuletzt kämpferisch gegen das unvermeidliche Ende seiner Zeit als Präsident des Partido Popular stemmte, war der Druck von allen Seiten zu gross geworden für den 41-jährigen Politiker. Wie war das möglich?

Wie in Shakespeares Tragödien ging es auch hier um einen Machtkampf, um endlose Intrigen und Eifersüchteleien. Seit Mitte 2018 im Amt, war er damals mit dem Anspruch losgezogen, die Korruption restlos aus der Partei zu verbannen, einen Neubeginn zu wagen, die geteilte Rechte zu einen und als zukünftige Regierungspartei das Vertrauen der Mehrheit der Spanier wiederzugewinnen. Casado entpuppte sich als guter Redner und effizienter Parlamentarier, der dem jetzigen sozialistischen Regierungschef, Pedro Sánchez, mit bohrenden Fragen zusetzte und seine Propaganda und die sonstigen politischen Machenschaften aufdeckte.

Noch vor acht Monaten sahen ihn die meisten Umfragen deutlich als zukünftigen Regierungschef. Casado gewann in verschiedenen Regionalwahlen, so auch vor kurzem in Castilla-León, wenngleich

nicht so deutlich wie erwartet. Hier konnte die Rechts-aussen-Formation Vox deutlich hinzugewinnen, was für zusätzliche Spannungen im Vorstand des PP sorgte. Seinen unfassbaren Fehltritt beging Casado jedoch, indem er einen falsch kalkulierten und eigentlich infantilen Machtkampf mit der sehr erfolgreichen konservativen Präsidentin der Region Madrid, Isabel Ayuso, zu lange führte und nicht fähig war, den selbst inszenierten Konflikt rasch zu beenden. Ayuso hatte in der Hauptstadt mit einer liberalen Politik für einen starken Wirtschaftsaufschwung gesorgt, hatte in

**«Wie bei Shakespeare ging es um endlose Intrigen und Eifersüchteleien.»**

den letzten Wahlen die absolute Mehrheit gestreift und gilt als Bollwerk gegen die Linkskoalition der Zentralregierung.

Ihre Popularität war und ist in ganz Spanien gross, sodass ziemlich schnell Spekulationen aufkamen über einen stärkeren Protagonismus Ayusos auf nationaler Ebene. Damit begannen die Eifersüchteleien, die sich zum wachsenden Unbehagen der PP-Wähler und der gesamten Öffentlichkeit zu lange hinzogen und in eine eigentliche Schlammschlacht mündeten, als Casado die Madrider Regionalpräsidentin der Vetternwirtschaft bezichtigte, jedoch keine deutlichen Beweise

vorlegen konnte. Offenbar ging es um den Kauf von Hygienemasken für die Madrider Regionalregierung, an dem ein Bruder Ayusos beteiligt sein soll. Die Partei und die wichtigsten Regionalbarone waren aber nicht bereit, auf eine so aussichtsreiche Politikerin wie Ayuso zu verzichten, und formierten sich überraschend schnell gegen den eigenen Chef, der völlig verputzt nicht in der Lage war, die Gegenkräfte zu sehen und schliesslich die Machtverhältnisse richtig einzuschätzen.

Zu stark hatte sich Casado hinter seine Prätorianergarde, allen voran seinen ungeliebten und am Ende unbeliebten Generalsekretär, Teodoro Egea, gestellt. Nahezu über Nacht erhärtete sich der allgemeine Eindruck, Casado sei zwar ein guter Kerl, aber führungsschwach und würde sich nicht trauen, die letzte steinige Meile auf dem Weg zum Erfolg zu gehen. Verblüffend und blamabel, wie viele seiner Parteifreunde über ihn hergefallen sind.

Am Mittwoch hat er sich im Parlament mit einer knappen, eleganten Rede verabschiedet. Er hat sich mit seinen Vorstandskollegen darauf verständigt, bis zum vorgezogenen Parteitag Anfang April weiter als Präsident zu fungieren. Sein Nachfolger soll Alberto Núñez-Feijóo (60) werden, eine Politgrösse, die vier Mal in Folge die Regionalwahlen in Galicien gewonnen hat. Es gilt, die Risse im PP rasch zu kitten und den Wählern deutlich zu machen, dass die Partei den Willen und den Mut hat, eine Regierungsalternative für Spanien zu sein. Den Absichten müssen jetzt Taten folgen

Aktuell auf [www.fuw.ch](http://www.fuw.ch)

## Swift als ultimative Finanzkeule des Westens

Der Ausschluss russischer Banken aus dem Finanztransaktionssystem Swift wäre die ultimative wirtschaftliche Daumenschraube, die Putin angesetzt werden könnte. Ohne Zugang zu Swift wird der internationale Handel fast verunmöglicht. Doch das Messer ist zweischneidig.

[www.fuw.ch/260222-1](http://www.fuw.ch/260222-1)

## FuW-Apps



Behalten Sie täglich von morgens bis abends den Überblick über Wirtschafts- und Finanzthemen mit dieser neuen News-App von «Finanz und Wirtschaft». Lesen Sie aktuelle Artikel, Hintergründe und Beiträge, die es nur in der App gibt.



Die neue E-Paper-App von «Finanz und Wirtschaft» bringt die Zeitung im gewohnten Layout auf Ihr Smartphone oder Tablet. Die App bietet einen Lesemodus, einfache Navigation dank Zeitungsübersicht und ein ausführliches Ausgabenarchiv.

Beide Apps sind für FuW-Abonnenten gratis. Jetzt downloaden.

**KRIEG IN DER UKRAINE**



# STRATEGEN RATEN ZU RUHE

Die Aktienmärkte dürften nach der russischen Invasion in die Ukraine volatil bleiben. Strategen sehen aber auch Einstiegsmöglichkeiten.

**MARTIN LÜSCHER**

An den Märkten hat sich die Panik gelegt. Nachdem die europäischen Börsen am Donnerstag den Einmarsch Russlands in die Ukraine mit deutlichen Einbußen quittiert hatten, folgte in den USA und in Europa am Tag danach die Gegenbewegung (vgl. Grafiken 1 und 2). Laut Matthias Geissbühler, CIO von Raiffeisen Schweiz, dürfte die Volatilität kurzfristig hoch bleiben. «Die Anleger werden die neue Situation aber rasch einpreisen», schreibt er auf Anfrage. «In der Vergangenheit hat sich zudem gezeigt, dass regionale kriegerische Ereignisse die Märkte kaum dauerhaft belasten.»

Laut Christian Gattiker, Chefstrategie der Bank Julius Bär, sollen Investoren Ruhe bewahren. «Bei solchen externen Schocks war dies in der Vergangenheit jeweils die beste Devise», schreibt er. Vor Kurzschlussreaktionen warnt auch Fabienne Hockenjos: «Panikreaktionen machen sich in politisch getriebenen Börsen nicht bezahlt», schreibt die CIO der BLKB.

## Einsteigen oder nicht?

Eine fundamentale Einstiegsmöglichkeit kann Gattiker so kurz nach der Eskalation nicht identifizieren. «Dazu ist die Situation noch zu sehr im Fluss.» Ein Einstieg wäre rein spekulativ. Auch für Anastassios Frangulidis, Chefstrategie von Pictet Asset Management, ist es der falsche Moment, um über Käufe zu reden, wie er im Gespräch erklärt. Anders sieht dies Christoph Schenk. «Für risikofähige Anleger bietet sich jetzt ein guter Einstiegszeitpunkt», sagt der CIO der ZKB.

«Die Aktienmärkte sind nicht wegen der wirtschaftlichen Entwicklung eingebrochen. Die Börsenweisheit, dass politische Börsen kurze Beine haben, dürfte sich bestätigen.» Dem pflichtet Hockenjos bei: «In der Vergangenheit haben sich vergleichbare Konflikte für die Aktienmärkte oft als Kaufgelegenheiten herausgestellt. Aus diesen Gründen würden wir die Rückschläge an den Finanzmärkten zu einer

Aufstockung respektive einem Rebalancing der Positionen nutzen.»

Taktische Chancen sieht Geissbühler von Raiffeisen Schweiz. «Wir nutzen die Gelegenheit und kaufen bei europäischen Aktien zu. Die Aktienquote in unseren ausgewogenen Strategien erhöht sich damit von 43,5 auf die neutrale Quote von 45%.» Für europäische Titel sprächen die Bewertungen sowie die aufgrund der Zinswende anhaltende Rotation von Wachstums- in Substanzwerte. «Umgekehrt nehmen wir bei Gold Gewinne mit und reduzieren die Quote auf 6%, sind damit aber noch leicht übergewichtet.»

Kritischer eingestellt gegenüber einem höheren Engagement in Europa ist Frangulidis. «Europa ist als Region am stärksten betroffen von der Eskalation: über die Abhängigkeit im Energiebereich sowie im

aushalten, die europäische Wirtschaft wird mehr Mühe haben.» Dies sieht auch Hockenjos so: «Das grösste Risiko hinsichtlich einer überschwappenden Wirtschaftsschwäche dürfte in Europa vorzufinden sein, beispielsweise ein Lieferstopp für Öl und Gas von Russland an Europa. Betroffen wären davon besonders Italien und Deutschland, und es würde die Konjunkturerholung in Europa kurzfristig bremsen.» Nur mit einem begrenzten wirtschaftlichen Einfluss rechnet Schenk. «Mit einem Anteil von 3% am globalen BIP sind Russland und die Ukraine keine Schwergewichte. Aus wirtschaftlicher Sicht stehen vor allem Russlands Erdöl- und Gasexporte sowie das Risiko anhaltend hoher oder gar weiter steigender Energiepreise im Vordergrund», sagt er.

**«Die Belastung der Börsen durch den Krieg in der Ukraine ist wohl nur vorübergehender Natur.»**



Finanzbereich angesichts des Exposure europäischer Banken in Russland», erklärt er. «Die Stärke der Konjunktur in Europa könnte in Frage gestellt werden. Das macht die europäischen Sektoren Banken und Energie verletzlicher. Obwohl sie bisher noch sehr gut ausgesehen haben.»

## Gefahr von Flurschäden

Für Gattiker führt die Eskalation zu einer «höheren Wahrscheinlichkeit, dass es sich nicht nur um einen Stimmungsschock handelt, sondern es auch über Verwerfungen an den Börsen und bei den Energiepreisen zu wirtschaftlichen Flurschäden kommt». Das geopolitische Ringen wird laut Gattiker wohl weitergehen und zu weiteren Verwerfungen an den Märkten führen. «Ein Hin und Her zwischen Hoffen und Bangen dürfte die Nerven weiter strapazieren, bis auch die ökonomischen Kosten des Konflikts klar werden.» Im Hauptszenario geht Gattiker aber davon aus, dass die wirtschaftlichen Schäden zeitlich und räumlich beschränkt bleiben.

Frangulidis ist sich diesbezüglich nicht so sicher. «Bis Mittwoch hätte ich gesagt, dass das beherrschende Thema an den Märkten eine Bewertungskorrektur aufgrund der strafferen Geldpolitik und der steigenden Realzinsen ist. Nun könnte es aber zu einer Wachstumskorrektur kommen. Die globale und die amerikanische Wirtschaft werden die geopolitische Krise

## Währungshüter sind gefordert

Die steigenden Energiepreise sorgen laut Schenk dafür, dass sich der erwartete Inflationsrückgang weiter verzögert. Das wiederum erhöhe die Unsicherheit hinsichtlich der Geldpolitik. Daran, dass die Geldpolitik gestrafft werde, ändere sich aber nichts. «Das Fed wird auf dem Zinserhöhungspfad vielleicht einen Schritt auslassen, davon abweichen wird es nicht. Im März kommt der erste Zinsschritt.»

Geissbühler sieht das ähnlich. «Die Ukraine-Krise wird die Anleger auch in den nächsten Tagen beschäftigen, danach wird sich der Fokus aber rasch auf die Geldpolitik richten, denn die Zinswende in den USA steht unmittelbar bevor.» Die Volatilität werde in den kommenden Monaten entsprechend erhöht bleiben (vgl. Grafik 3). Geissbühler rechnet wie bisher mit einer weniger starken Straffung, als aktuell von den Marktakteuren erwartet wird. «Sollte sich das bewahrheiten, dürften sich die Märkte ab der zweiten Jahreshälfte stabilisieren und sich leicht nach oben bewegen.»

Schwieriger ist die Lage für die Europäische Zentralbank (EZB). «Die absehbaren Sanktionen dürften die westlichen Ökonomien auf direktem Weg nur geringfügig treffen. Allerdings verschlechtert sich die Prognosesicherheit nochmals deutlich, und das trifft die EZB inmitten der Vorbereitungen zum Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik», argumentiert Hockenjos. Sie rechnet damit, dass die EZB dem Leitzinserhöhungspfad – wie er momentan im Markt eingepreist ist – nicht eins zu eins folgen wird und der Zeitplan unklarer geworden ist.

Als Absicherung gegen die Turbulenzen empfiehlt Geissbühler Cash und Gold. Staatsanleihen seien bei steigenden Zinsen ungeeignet. Ähnlich sieht dies Hockenjos. «Zwar zeigen Anleihen von Staaten mit höchster Bonität in der aktuellen Situation den »gewohnten« Safe-Haven-Charakter. Allerdings dürften die jüngsten Kursbewegungen bei den Obligationen kurzfristiger Natur sein», erklärt sie. Die Auswirkungen von Sanktionen auf die globale Konjunktur erachtet sie als überschaubar. Gleichzeitig dürfte der Konflikt aber die Rohstoffpreise zusätzlich anheizen. Beide Faktoren sprechen laut Hockenjos mittelfristig für steigende Nominalzinsen und damit wieder sinkende Staatsanleihenkurse.



**ZIVILE EINHEITEN UKRAINE**  
Seit Wochen bereiten sich Zivilisten auf den Ernstfall vor. In Kiew werden mittlerweile echte Waffen verteilt.



**WOLODIMIR SELENSKI**  
Der Präsident der Ukraine ist zu Friedensgesprächen bereit, um Leben zu retten.

## UKRAINE



# PUTIN TRITT EINE KONFLIKT-

Der Angriff Russlands auf die Ukraine wird Die Atommacht wird aber mit

**ANDRÉ KÜHNLENZ**

Der Überfall Russlands auf die Ukraine lässt auch die Beobachter ratlos zurück, die Wladimir Putin bis zuletzt einen Rest von rationalem Denken unterstellt haben. Der russische Präsident rief «die Entmilitarisierung und Entnazifizierung» der Ukraine als Ziel der Invasion aus.

Das eine Schlagwort bedeutet offenbar eine empfindliche Schwächung der ukrainischen Armee, und das andere könnte sogar für einen angestrebten Regierungsumsturz in Kiew stehen. Über die genauen Absichten und Ziele lässt der Kreml wie üblich die ganze Welt nur rätseln.

## Keine Besetzung geplant

Zumindest eine Okkupation schliesst Putin bislang aus. Der Kreml hat offenbar die Lehren aus Afghanistan und dem Irak gezogen: «Die Armee eines Gegners kann zwar besiegt werden, aber das garantiert nicht die Kontrolle über das Land», schreibt Alexander Baunow, Chefredaktor von Carnegie.ru, der Website der US-Denkfabrik.

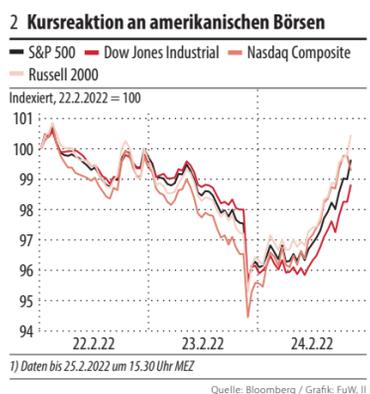
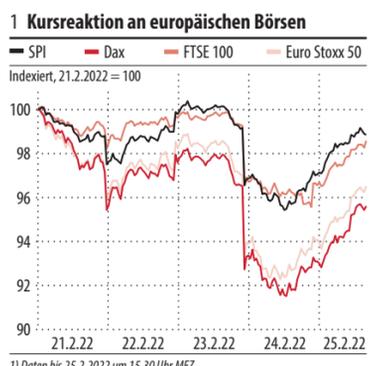
Die Attacke lässt sich allerdings in keinen Zusammenhang mit den Sicherheitsbedenken bringen, die die Führung Russlands seit vier Monaten immer wieder gegenüber den Nato-Staaten und den USA vorbringt. Sie dienten bisher als Begründung dafür, dass der Kreml den Konflikt mit der

Ukraine und dem Westen immer weiter eskalieren liess. Inklusiv der presserischen Kriegsdrohung.

Wie eine Rückkehr an den Verhandlungstisch aussehen kann, ist derzeit aber völlig offen. Putins Vorgehen ist auch deswegen kaum verständlich, weil es in den vergangenen Wochen durchaus Versuche gegeben hatte, eine zentrale Forderung Moskaus zu erfüllen: So brachten Regierungskreise in Paris und selbst in Kiew die Möglichkeit einer Neutralität der Ukraine ins Spiel.

Allerdings sind weder die US-Regierung noch die Nato in ihren schriftlichen Antworten auf die Forderungen des Kreml zum Nichtbeitritt zur Nato eingegangen. Noch gab es von der EU für die Ukraine die Perspektive eines Beitritts als Ausgleich. Bei den anderen zentralen Fragen wie der militärischen Nato-Infrastruktur und Rüstungskontrollen auf dem Gebiet Osteuropas hatte der Westen dagegen Gesprächsbereitschaft signalisiert.

Für den Kreml war dies zu wenig, wie jetzt klar wird – wenn er denn überhaupt zu Verhandlungen bereit war. Schliesslich besagt eine weitverbreitete Interpretation unter westlichen Analysten und Politikern, dass es Moskau gar nicht um eine neue Sicherheitsarchitektur geht. Demnach sei auch die Nato-Mitgliedschaft der Ukraine nur ein Vorwand dafür, jede Demokratisierung in den Nachbarländern Russlands zu unterwandern.





**RUSSISCHE TRUPPEN**  
Aus mehreren Richtungen rücken die russischen Truppen vor, darunter auch in Richtung der Hauptstadt Kiew.



**RUSSLAND**



**WLADIMIR PUTIN**  
Russlands Präsident hat die «Entmilitarisierung» und «Entnazifizierung» der Ukraine ausgerufen.

BILDER: SERGEI SUPINSKI/AFIP; KONSTANTIN MIHALCHEVSKY/SPUTNIK/AFIP; INFOGRAFIK: FUW/CLAUDIO KÖPPEL

# SANKTIONEN TREFFEN AUCH EUROPA

Die von der EU und anderen Staaten verhängten wirtschaftlichen Strafmassnahmen haben Rückkopplungseffekte. Die EU und die Schweiz sind unterschiedlich stark exponiert.

ANDREAS NEINHAUS

Die viel besprochene Einigkeit der europäischen Staaten hat erst einmal gehalten. Einstimmig hat die EU am Mittwoch Sanktionen gegen Russland beschlossen. Die Strafmassnahmen wählt sie allerdings eher vorsichtig aus. Hunderte von Personen, die staatliche Entwicklungsbank VEB sowie zwei weitere Banken sind auf eine schwarze Liste gesetzt worden. Es gilt ein Einreiseverbot, die in der EU geparkten Vermögen werden eingefroren, und es dürfen keine Geschäfte mehr mit sanktionierten Personen und Organisationen eingegangen werden. Einen Tag zuvor hatte Deutschlands Kanzler Olaf Scholz die umstrittene Gaspipeline Nord Stream 2 gestoppt. De facto ändert sich damit aber nichts. Die Freigabe ist schon seit Monaten blockiert. «Deutschland hat eine Pipeline geschlossen, die gar nicht offen war», bringt es Paul Donovan von UBS auf den Punkt.

Bereits am Donnerstag drängten die USA im Rahmen der G-7 die Partner dazu, die Massnahmen aufzurüsten. Präsident Biden forderte «zerstörerische Sanktionen» gegen den russischen Aggressor. Die US-Sanktionen sind auf fünf weitere und diesmal grosse russische Banken ausgeweitet worden, u. a. die staatlichen Institute Sberbank und VTB Bank. Russische Staatsanleihen dürfen nicht mehr gehandelt werden. Der EU-Rat hat am Donnerstag beschlossen, die eigenen Massnahmen auszuweiten und zu verschärfen, u. a. auf die Lieferung von Komponenten an die russische Luftfahrtindustrie und strengere Visaregeln. Das drastischste Verbot – der Ausschluss aus dem weltweiten Zahlungssystem Swift – wurde aber nicht beschlossen. Deutschland, Italien, Ungarn und Zypern stimmten wegen gesamtwirtschaftlicher Bedenken, wie der Bezahlung der russischen Gaslieferungen, dagegen. Die Schweiz übernimmt die internationalen Sanktionen nicht tel quel. Der Bundesrat hat sich am Donnerstag für die Variante entschieden, die er auch im Jahr 2014 ausserkoren hatte, als die EU nach der Annexion der Krim Sanktionen gegen Russland verhängt hatte. Es wurden Massnahmen beschlossen, um die Umgehung der Strafmassnahmen zu vermeiden.

## Stagflationsgefahr steigt

Sanktionen sind stets ein zweischneidiges Schwert. Sie treffen das Zielland, sie können aber auch daheim wirtschaftliche Kosten verursachen. Ein Jahr nach den Strafmassnahmen von 2014 kippte Russland in eine Wirtschaftskrise, und der Rubel stürzte ab. Die westlichen Exporte nach dem Riesenreich brachen daraufhin ein. Beispielsweise nahmen die Schweizer Warenausfuhren nach Russland um rund 1 Mrd. Fr. ab.

Europa ist abhängig von russischem Gas, wenn auch je nach Land unterschiedlich stark. Italien, Österreich und Deutschland sind besonders betroffen. Bis zu 19% ihres Energiekonsums decken sie mit Gas aus Russland ab. Die Schweiz liegt mit einem Anteil von 7% im europäischen Mittelfeld. Ökonomen fürchten, dass die Notierungen noch höher steigen und damit die Konjunktur abwürgen – auch in der Schweiz. Der Gasanteil am Primärenergiebedarf sei hierzulande zwar moderat, weil Gas keine Rolle bei der Stromerzeugung spiele, dennoch heizten rund 20% der Schweizer Privathaushalte mit Gas, erläutert Alexander Koch, Konjunktur- und Energieexperte von Raiffeisen Schweiz.

In einem Kommentar schreibt er: «Die Schweizer Gasversorgungsunternehmen müssen mit der schrittweisen Anpassung ihrer Lieferverträge den Kostenschub weitergeben. Darüber hinaus werden viele energieintensive Unternehmen stark be-

## Sanktionen

Diese Woche hat die EU die Einschränkungen auf jene 351 Parlamentarier in der Duma ausgeweitet, die für die Unabhängigkeit der selbsternannten Republiken Donezk und Luhansk gestimmt hatten, sowie auf weitere Personen, Diplomaten und Organisationen. Für sie gelten: Einreise- und Durchreiseverbote, das Einfrieren der Vermögenswerte im Ausland sowie das Verbot, ihnen Gelder zur Verfügung zu stellen. Auf die schwarze Liste kommen mehrere Banken, die nach Angaben der EU-Kommission 70% des russischen Bankensektors ausmachen. Sie können in der EU nicht mehr Geld verleihen oder aufnehmen und ihre Aktien können nicht mehr gehandelt werden. Für den russischen Energiesektor sowie die Flugzeugindustrie tritt ein Exportverbot in Kraft, das die Modernisierung und den Unterhalt der beiden Branchen erschweren soll.

**«Eine Stagflationsphase in den Mitgliedsländern der Europäischen Union ist möglich geworden.»**



troffen sein, da die Industrie ihren Energiebedarf zu über 25% mit Gas deckt.»

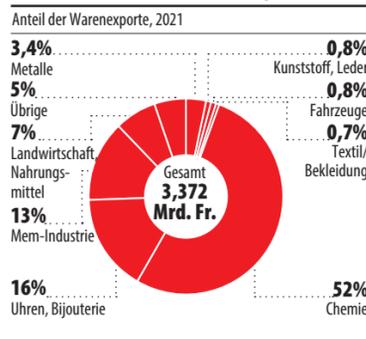
Eine Stagflationsphase in der EU ist möglich geworden. Die deutsche Commerzbank spricht von einem Damoklesschwert, das über den Konjunkturaussichten hänge. Würde Russland bei einer weiteren Eskalation der Krise den Gasnachfrage zudrehen, würde das den wirtschaftlichen Aufschwung zumindest zeitweise unterbrechen.

## Verletzbar über Gas hinaus

Russland ist der fünfgrößte Handelspartner der EU. Von den Exporten ins Nicht-EU-Ausland werden 5% nach Russland verkauft. Die EU-Ausfuhren nach Russland sind breiter diversifiziert als die Importe. Maschinen, Fahrzeuge und Fahrzeugteile stellen mit 44% das Gros der Exporte. Chemiewaren machen 21% aus, landwirtschaftliche Erzeugnisse rund 9%. Europas Wirtschaft ist also in verschiedenen Bereichen anfällig, falls die Nachfrage aus Russland einbricht. Hinzu kommen Dienstleistungsexporte der EU (Tourismus, Finanzen etc.) im Wert von 19 Mrd. €, wobei die EU doppelt so viele Dienstleistungen nach Russland exportiert, als sie von dort importiert.

Angel Talavera, Ökonom des britischen Wirtschaftsforschungsinstituts Oxford Economics, relativiert das Risiko allerdings: Die einzelnen EU-Länder seien

## Was die Schweiz nach Russland exportiert



deutlich weniger exponiert. «Rechnet man auch die Exporte von einem EU-Staat in die restliche EU mit ein, macht der russische Exportanteil im Warenhandel im Durchschnitt nur knapp 2% aus», sagt er.

## Schweiz ist gewappnet

Claude Maurer, Chefökonom Schweiz der Credit Suisse, sieht die Schweiz im Vorteil gegenüber der EU. In Bezug auf die Inflation, bei den Zinssausichten und beim Wirtschaftswachstum sei sie äusserst vorteilhaft positioniert. Sollte die deutsche Konjunktur im Zuge der Ukraine-Krise an Fahrt verlieren, bekäme das auch die Schweiz zu spüren. Demnach dürfte sich der Franken bei einer weiteren Eskalation in der Ukraine weiter aufwerten.

Aber Maurer sieht momentan eher eine grössere Schwungkraft der Schweizer Konjunktur statt eine kleinere – allein schon wegen der früher als erwartet gekommenen Öffnung nach der Pandemie. Und die Nationalbank würde eine übermässige Aufwertung bekämpfen. Für eine Anpassung der Wachstumsprognose sei es noch zu früh, sagt Alexis Körber vom Institut Bak Economics. Auch er blickt wie Koch vor allem auf allfällige Kaufkraftverluste, falls die Energiepreise in der Schweiz länger als erwartet hoch bleiben.

Gesamtwirtschaftlich spielt Russland für die Schweiz nur eine Nebenrolle. Im Warenexport steht es auf Rang neunzehn. Mit einem Anteil von 1,1% ist der Handelspartner etwa von gleicher Bedeutung wie Südkorea oder Polen. 2021 verkauften Schweizer Unternehmen Güter im Wert von 3,2 Mrd. Fr. nach Russland.

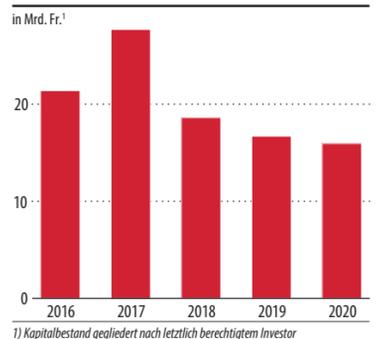
Und russische Direktinvestitionen in der Schweiz sind seit drei Jahren auf dem Rückzug. Der Kapitalbestand erreichte 2016 sein bisheriges Hoch mit knapp 28 Mrd. Fr. Das entsprach damals 2% aller ausländischen Direktinvestitionen in der Schweiz. Im Coronajahr 2020, dem letzten Jahr, für das die Nationalbank Zahlen ausweist, ist der Anteil auf 1,3% geschrumpft (16 Mrd. Fr.). Russland steht unter den europäischen Investoren in der Schweiz damit an sechster Stelle.

«Aus volkswirtschaftlicher Sicht ist die Bedeutung Russlands als Wirtschafts- und Handelspartner gering», sagt Maurer. Das gelte natürlich nicht für einige Unternehmen in der Schweiz, die engere Beziehungen pflegen würden.

## Euro wertet sich ab



## Russische Direktinvestitionen in der Schweiz



# GEFÄHRLICHE SPIRALE LOS

harsche Sanktionen des Westens auslösen. einer erheblichen Vergeltung reagieren.

«Die Möglichkeiten des Westens, den Lauf der Dinge kurzfristig zu beeinflussen, sind leider recht begrenzt», sagt Samuel Charap, Analyst bei der Rand Corporation, einer Denkfabrik der US-Armee. «Sie sind zwar absolut notwendig, aber wir sollten nur eine bescheidene Wirksamkeit erwarten.» Gemeint sind die Sanktionen, die EU und USA derzeit auf den Weg bringen. Ein militärisches Eingreifen hatte der Westen immer ausgeschlossen, weil dies die Gefahr eines Krieges der Nato mit der Atommacht Russland einschliesst.

## Moskaus Vergeltung

Doch die richtige Wahl der Antwort ist nicht so einfach: «In diesem wichtigen Moment muss Amerika seine Reaktion sorgfältig abstimmen, um eine Eskalation zu vermeiden, die zu einem potenziell verheerenden heissen Krieg mit Russland führen könnte», sagt Dmitri Alperowitsch, Chef der geopolitischen Denkfabrik Silverado Policy Accelerator in Washington. In einem Beitrag für den «Economist» schreibt der Fachmann, dass viele im Westen die harten Sanktionen zunächst als gerechte Strafe für Russlands eklatante Verletzung der ukrainischen Souveränität begrüßen mögen.

Aber: Diese Reaktion wird wahrscheinlich erhebliche russische Vergeltungsschritte auslösen. So kann Russland die Ausfuhr strategischer Res-

ourcen in den Westen einschränken, darunter Getreide, Düngemittel, Titan, Palladium, Aluminium, Nickel und Holz, Gas und Öl.

«Russland ist der weltweit grösste Exporteur von Düngemitteln, ohne die die Lebensmittelpreise auf der ganzen Welt in die Höhe schnellen würden», warnt Alperowitsch. Auch das Verbot von Überflugrechten für westliche Fluggesellschaften auf Strecken nach Asien sei eine Möglichkeit: So könnte die ohnehin hohe Inflation in Europa und den USA noch mehr steigen. «Dies würde rasch zu erheblichen wirtschaftlichen Schäden führen und gleichzeitig die westlichen Lieferketten noch mehr unter Druck setzen.»

Russland dagegen könnten die Devisenreserven in Höhe von 630 Mrd. \$ eine Zeit lang helfen. Zugleich würden die wirtschaftlichen Auswirkungen die USA mitten im Wahlkampf treffen, was den Kongress eventuell zu einer Lockerung der Sanktionen zwingen würde.

Am Ende könnte Russland den Konflikt aber noch weiter eskalieren: zum Beispiel durch Cyberangriffe auf amerikanische und europäische Finanzinstitute und auf die Energieinfrastruktur. Wenn dann schon alle Wirtschaftssanktionen in Kraft sind, müsste der Westen mit eigenen offensiven Cyberangriffen reagieren. «Es könnte damit enden, dass der Konflikt den Cyberspace verlässt und sich zu einem heissen Konflikt ausweitet», warnt Alperowitsch.

# RICHTIG MIT DEN SCHOCKWELLEN UMGEHEN

Die Geschäftstätigkeit der meisten Schweizer Unternehmen ist gegenüber dem Krieg resilient. Immun gegen den Ukraine-Konflikt sind sie dennoch nicht.

**JEFFREY VÖGELI  
UND STEFAN KRÄHENBÜHL**

Für Vetropack ist mit dem Einmarsch russischer Truppen in die Ukraine und der Bombardierung von Zielen nahe der Hauptstadt Kiew ein Worst-Case-Szenario eingetreten. Der Westschweizer Hersteller von Flaschen und anderen Glasbehältern führt dort eine Fabrik, die, so der Stand vom Juni 2020, etwa 7% zum Umsatz beisteuert.

Noch vor acht Jahren, als Russland 2014 die Krim annektierte, waren es gar 15% der Einnahmen, die auf den Erzeugnissen des Standorts in Gostomel basierten. Trotz dieser Reduktion – Vetropack hat seitdem weitere Werke in anderen Ländern zugekauft – gehört sie zu den unmittelbar am stärksten betroffenen Gesellschaften im Swiss Performance Index.

Kein Wunder also, performte am Donnerstag fast kein Schweizer Industrietitel schlechter. Doch während Vetropack nun mit den kurzfristigen Auswirkungen umgehen muss – die Produktion im Werk wird heruntergefahren –, kommen auch

langfristig grosse Herausforderungen auf das Unternehmen zu.

«Die direkten Auswirkungen sind das eine», sagt Christian Arnold, Analyst bei Stifel Schweiz. «Indirekt wirken sich auch die höheren Energiekosten aus, die man jetzt wahrnimmt. Und das betrifft dann die energieintensiven Gesellschaften, etwa Zementproduzenten. Oder Unternehmen, die ölbasierende Materialien brauchen, wie die chemische Industrie.»

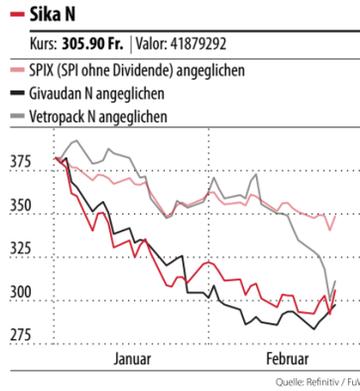
## Europa verliert

Denn auch wenn etwa mit Sulzer oder Bucher (Stifel schätzt, dass 3% des Umsatzes aus Russland stammen), mit Bobst oder Belimo (geschätzt 1 bis 2%) weiteren Unternehmen direkte Einbussen durch den Konflikt drohen: Die Wirtschaft insgesamt ist vor allem von den Folgen betroffen, die über das Staatsgebiet der Ukraine hinausgehen.

«Generell kann man sagen: Europa ist der Verlierer», sagt dazu Eugi Burgener, Analyst bei Mirabaud. «Die steigenden Energiekosten werden jedem wehtun.»

## «Am Ende geht es um Pricing Power. Wer die Kosten weitergeben kann, steht besser da.»

OMAR BREM, Chefanalyst ZKB



Die höheren Preise für Öl und Gas und damit auch für Strom kommen zur mancherorts bereits hohen Inflation hinzu. Zudem könnten der Krieg selbst und die Durchsetzung von Sanktionen dafür sorgen, dass sich die Situation der weltweiten Lieferketten weniger schnell entspannt, als man noch vor wenigen Wochen hoffen konnte.

## Qualitätsmerkmale zählen

Neben der globalen Diversifikation, über die viele Schweizer Konzerne verfügen, ist in diesem Umfeld die Fähigkeit wichtig, höhere Preise weiterzugeben. Das zeigte sich bereits angesichts des Inflationsschubs, der vergangenes Jahr eingesetzt hatte. Unternehmen wie Nestlé oder Sika registrierten zwar höhere Preise im Einkauf, rechnen aber damit, sie weitergeben zu können. Die Inflation dürfte so zwar auf die Bruttomarge drücken, das Gewinnniveau gut aufgestellter Gesellschaften ist aber nicht gefährdet.

«Am Ende geht es um Pricing Power», sagt Omar Brem, Chefanalyst bei der Zür-

cher Kantonalbank. «Wer die Kosten weitergeben kann, steht besser da.»

Das könnte erklären, warum etwa Givaudan mit einem Abschlag von gut einem halben Prozent vergleichsweise wenig Federn liessen. Nestlé oder Geberit verloren am Donnerstag zwar deutlich mehr, blieben jedoch auch in der vorderen Hälfte des SMI-Tableaus.

Angesichts der verworrenen Situation ist eine langfristige Prognose über die Auswirkungen des Konflikts schwierig. Anleger können sich jedoch an denselben Qualitätsmerkmalen orientieren, die auch in anderen Krisen funktionieren: «Qualität steht im Vordergrund. Auch eine stabile Dividende ist wichtig, sie sichert gegen unten ebenfalls etwas ab», sagt Brem.

Dementsprechend bleiben Sika ein Kauf. Der Bauchemiekonzern hatte ohnehin Preiserhöhungen für das laufende Jahr geplant, er wird so auch höhere Rohmaterial- und Energiekosten verdauen können. Auch Kleinere wie etwa Bossard oder EMS-Chemie können ihre Kosten überwälzen und dürften die Schockwellen der Krise entsprechend gut verdauen.

Anzeige

# Givaudan

## EINLADUNG ZUR ORDENTLICHEN GENERALVERSAMMLUNG 2022

am Donnerstag, den 24. März 2022 um 10.30 Uhr  
bei Givaudan SA, Boardroom,  
5, Chemin de la Parfumerie, 1214 Vernier.

**Hinweis: In Anbetracht der andauernden COVID-19 Pandemie findet diese Generalversammlung im Einklang mit Artikel 27 der COVID-19 Verordnung 3 des Schweizerischen Bundesrates ohne persönliche Teilnahme der Aktionäre statt.**

### Traktanden

1. Genehmigung des Lageberichts, der Jahresrechnung und der Konzernrechnung 2021
2. Konsultative Abstimmung über den Vergütungsbericht 2021
3. Verwendung des Bilanzgewinns
4. Entlastung des Verwaltungsrates
5. Wahlen
6. Abstimmungen über die Vergütung der Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung

### Dokumentation

Aktionäre erhalten als Beilage zu ihrer Einladung ein Weisungsformular. Aktionäre, die an der Generalversammlung abstimmen wollen, werden gebeten, das ausgefüllte Anmeldeformular umgehend per Post an die folgende Adresse zurückzusenden: Computershare Schweiz AG, Givaudan SA, Postfach, 4609 Olten, Schweiz.

Der Integrierte Jahresbericht 2021, der den Lagebericht enthält und der Bericht über Governance, Vergütung und Finanzen, der die Jahresrechnung, die Konzernrechnung, den Vergütungsbericht sowie die Berichte der Revisionsstelle enthält, stehen den Aktionären am Sitz der Gesellschaft zur Verfügung. Diese Dokumente sind auch auf der Internetseite von Givaudan unter <https://www.givaudan.com/investors/financial-results/resultscentre> abrufbar. Der vollständige Integrierte Jahresbericht 2021 und der vollständige Bericht über Governance, Vergütung und Finanzen sind auf Englisch veröffentlicht.

Eine Kurzfassung des Integrierten Geschäftsberichts («2021 In a Nutshell») auf Englisch ist elektronisch unter [www.givaudan.com](http://www.givaudan.com) verfügbar. Kurzfassungen auf Deutsch («2021 in Kürze») und Französisch («2021 en bref») sind ab dem 24. März 2022 elektronisch unter [www.givaudan.com](http://www.givaudan.com) verfügbar. Ab diesem Datum ist die Kurzfassung auch in allen drei Sprachen auf Anfrage als Papierversion erhältlich.

### Stimmberechtigung

Aktionäre, die per Ablauf des 9. März 2022, 17.00 Uhr im Aktienregister mit Stimmrecht eingetragen sind, sind berechtigt, an der Generalversammlung abzustimmen. Sie erhalten ihr Stimmmaterial nach der Einsendung des beiliegenden Anmeldeformulars oder indem sie sich an die oben stehende Adresse wenden.

In der Zeit vom 9. März, 17.00 Uhr bis und mit 24. März 2022 werden keine Übertragungen von Aktien im Aktienregister vorgenommen, die zur Ausübung des Stimmrechts an der Generalversammlung berechtigen. Aktionäre, die vor der Generalversammlung ihre Aktien ganz oder teilweise veräußert haben, sind entsprechend nicht mehr stimmberechtigt. Bereits zugestellte Stimmmaterialien sind zu retournieren oder entsprechend gegen neue umzutauschen.

### Stimmrechtsvertretung

In Anbetracht der andauernden COVID-19 Pandemie findet diese Generalversammlung im Einklang mit Artikel 27 der COVID-19 Verordnung 3 des Schweizerischen Bundesrates ohne persönliche Teilnahme der Aktionäre statt. Es ist deshalb nicht möglich, Zutrittskarten zu bestellen oder sich von einem anderen Aktionär vertreten zu lassen. Aktionäre können nur abstimmen, indem sie dem unabhängigen Stimmrechtsvertreter ihre Stimmrechtsweisungen erteilen. Aktionäre können bis zum 22. März 2022 ihre Fragen zu allen Traktanden an die Investor Relations Abteilung unter [givaudan.investors@givaudan.com](mailto:givaudan.investors@givaudan.com) richten. Alle relevanten Aktionärsfragen werden vor der Generalversammlung beantwortet.

Herr Manuel Isler, Rechtsanwalt, c/o B.M.G. Avocats, Avenue de Champel 8c, Case postale 385, 1211 Genf 12, wurde an der ordentlichen Generalversammlung 2021 als unabhängiger Stimmrechtsvertreter gewählt.

Die ausgefüllte und unterzeichnete Vollmacht zugunsten des unabhängigen Stimmrechtsvertreters ist dem Aktienregister bei Computershare Schweiz AG an die oben stehende Adresse zuzustellen. Sofern Aktionäre dem unabhängigen Stimmrechtsvertreter keine spezifischen Weisungen erteilen oder keine Weisung, im Sinne der Anträge des Verwaltungsrats zu stimmen, wird er sich der Stimme enthalten.

Aktionäre können auch abstimmen, indem sie dem unabhängigen Stimmrechtsvertreter bis 22. März 2022 über das Aktionärsportal [gvvote.ch](http://www.gvvote.ch) eine elektronische Vollmacht und Stimmweisungen übermitteln.

Der vollständige Text dieser Einladung erscheint im „Schweizerischen Handelsamtsblatt“ und wird den Aktionären persönlich zugestellt.

Vernier, Februar 2022

Givaudan SA, Für den Verwaltungsrat: Calvin Grieder, Präsident

## Was die Profis jetzt kaufen

Auch wenn noch unklar ist, welche Ausmasse der Krieg in der Ukraine annehmen wird und welche Konsequenzen die Sanktionen gegen Russland auf die Weltwirtschaft haben, sehen Aktienprofis durchaus Kaufchancen. «Einen Titel wie BKW würde ich jetzt kaufen», meint Beat Käser vom Vermögensverwalter Rieter Fischer in Zürich. «Die Aktie hat gegenüber Sommer bereits rund 30% verloren, dabei dürfte die einheimische Stromproduktion aus Wasserenergie wieder mehr Beachtung finden.»

Die Preisverwerfungen bei Öl und Gas sowie drohende Boykotte von Seiten Russlands legten die Abhängigkeit der Schweizer Energieversorgung von äusseren Einflüssen offen. «Stromautarkie könnte in der Politik wieder höher gewichtet werden, und Wasserkraft könnte da trotz naturschützerischer Opposition wieder zur mehrheitsfähigen Alternative werden», so Käser. BKW habe einen Ausbau für das Wasserkraftwerk Oberhasli in der Schublade, der nun eine neue Chance bekommen könnte.

Ferner sieht Käser Chancen in den Titeln des Zementherstellers Holcim, die trotz niedriger Bewertung binnen einer Woche fast 10% nachgegeben haben. Zwar werde die Zementproduktion von höheren Energiekosten negativ beeinträchtigt, doch im Fall von Holcim weniger ausgeprägt als bei vielen Konkurrenten. «Holcim ist in der Substitution der Energieträger auf nachhaltige Quellen weiter als die Konkurrenz», erklärt Käser. Zudem steige dank Zukäufen der Anteil des übrigen Bauzuliefergeschäftes, das weniger energieintensiv ist.

Auch an SIG Combibloc findet Käser gefallen. «Das Geschäft ist konjunkturreisistent und den Energiepreisschwankungen kaum ausgesetzt.» Zudem schaffe der Kauf der amerikanischen Scholle IPN, die Bag-in-Box- und Stehbeutelverpackungen anbietet, neue Chancen. Auch in den Finanztiteln Swiss Re (vgl. Seite 8) und UBS sieht er Chancen. «Beide sind den gegenwärtigen Krisenherden Energie und Russland kaum ausgesetzt.»

Marc Possa vom Anlagefonds Saraselect setzt dezidiert auf Qualität und würde nach den Kursverlusten der letzten Wochen und Tage Titel wie jene des IT-Distributors Also für Käufe ins Auge fassen. «Wann genau es Zeit ist, zuzugreifen, weiss man im Voraus nie. Da könnte durchaus noch mehr kommen, den finalen Sell-off haben wir wohl noch nicht gesehen», sagt er. «Doch Käufe von bewährten Qualitätsaktien nach starken Kursrückschlägen zahlen sich eigentlich immer aus.» Genau dafür hat er aktuell 10% Cash in seinem Anlagefonds.

Auch Interroll oder Kardex stehen auf seiner Kaufliste. Beide Logistiksystemanbieter profitieren vom Trend zur Digitalisierung – und dieser stoppt nicht. Beide sind in ihren Märkten gut positioniert und mit einer soliden Bilanz ausgestattet – etwas, worauf Possa in seiner Titelselektion immer achtet. Auch der Elektrotechnikspezialist Huber+Suhr gehört zu seinen Kaufkandidaten, und den Kursrückschlag in Vetropack auf 43 Fr. findet er «völlig übertrieben».

# BANKEN FÜHLEN SICH NOCH SICHER

Sanktionen werden auch die Gelder der russischen Mächtel in der Schweiz treffen.

## EFLAMM MORDRELL

Die am Donnerstag von US-Präsident Joe Biden ausgesprochenen und von der EU übernommenen Sanktionen betreffen einen beschränkten Kreis von fünf russischen Banken, mehrere Grosskonzerne, regierungsnahen Personen und «Eliten aus dem Finanzsektor». Es zeichnet sich aber ab, dass auch die Schweizer Banken bald unter das sich verschärfende Sanktionsregime fallen werden. Denn die Schweiz zählt zu den beliebtesten Offshore-Finanzplätzen reicher Russen.

Wie hoch die hierzulande auf Konten oder in Firmen gehaltenen Mittel russischen Ursprungs sind, lässt sich angesichts komplexer Besitzstrukturen nicht ermitteln, sie dürften einen zweistelligen Milliardenbetrag überschreiten. Der Arm der US-Sanktionsbehörde Ofac reicht jedenfalls weit und kann schmerzhaft für die Betroffenen sein. Der in der Schweiz lebende Oligarch Victor Vekselberg hat das am eigenen Leib erfahren.

## Milder Kurs

Der Grossaktionär von Schweizer Industriefirmen wie OC Oerlikon, Sulzer oder Swiss Steel musste 2018 wegen US-Sanktionen einen Teil seiner Beteiligungen verkaufen. Des Weiteren wurden seine privaten Gelder eingefroren, und PostFinance

kündigte ihm ein Konto. Die USA warfen Vekselberg und anderen Russen vor, sich in den US-Präsidentenwahlkampf eingemischt zu haben. Die Schweizer Regierung war damals Zuschauerin.

Das ist heute anders. Der Bundesrat fährt im Vergleich zu den USA und der EU einen milderen Kurs. Es werden zwar keine Konten eingefroren, aber Schweizer Finanzintermediäre dürfen nun keine neuen Geschäftsbeziehungen mit 363 Personen und vier Unternehmen eingehen, die auf EU-Sanktionslisten stehen. Bestehende Geschäftsbeziehungen mit diesen müssen zudem gemeldet werden. Der Bundesrat will mit den Massnahmen verhindern, dass die Sanktionen über die

## Angst drückt auf Bankaktien

— UBS Group N, indiziert  
— SPIX (S&P ohne Dividende), indiziert  
— CS Group N, indiziert  
— Julius Bär N, indiziert



Schweiz umgangen werden können, nicht mehr. Für die Schweizer Banken, die international tätig sind, ist das vom Bundesrat gewählte Sanktionsregime aber ohnehin zweitrangig.

## Schweiz zweitrangig

Von UBS, der grössten Schweizer Vermögensverwalterin, ist zu hören, dass sie sich nicht nur an den Schweizer Auflagen orientiere, sondern auch die Sanktionen der Uno, der USA, der EU und Grossbritanniens befolgen wolle. Auch Credit Suisse will sich nicht nur auf die Schweizer Massnahmen beziehen, sondern arbeitet mit internationalen Aufsichtsbehörden zusammen, um «die Einhaltung aller Sanktionen zu gewährleisten».

Andere Banken reden die Bedeutung russischer Kunden derweil klein. Die Privatbank Vontobel etwa sagt, ihr Fokus liege «grundsätzlich bei solchen Personen und Familien, die nicht zu dem Kreis gehören, der in der Regel von möglichen Sanktionen betroffen ist». Auch die beiden Genfer Privatbanken Pictet und Lombard Odier wie auch Julius Bär betreuen russische Kunden. Letztere tut dies seit über zwei Jahrzehnten. Der Tenor bei den Banken lautet, dass trotz Sanktionen kein wesentlicher Einfluss auf ihr Geschäft zu erwarten sei. Ihr Engagement mit Russland und der Ukraine sei klein.

# ROHSTOFFMÄRKTE ZITTERN

Die Ukraine-Krise erschüttert den Rohstoffhandel. Betroffen sind Energie, Getreide und Metalle.

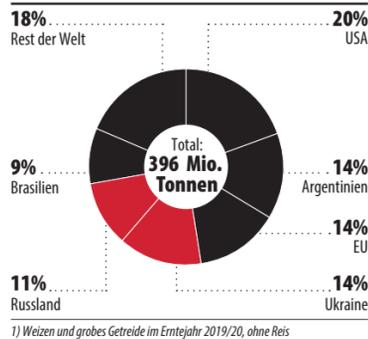


**NORD-STREAM-2-PIPELINE:** Betriebsbereit, aber wohl noch lange nicht in Betrieb: Gasempfangsstation in Lubmin, Deutschland.

## 1 Öl und Gold im Anlegerfokus



## 2 Die grössten Getreideexporteure<sup>1</sup>



## 3 Russlands Rolle im Rohstoffhandel



### MARA BERNATH

Bei geopolitischen Spannungen flüchten Anleger in sichere Häfen. So kletterte der Goldpreis am Donnerstag zeitweise auf über 1970 \$ pro Feinunze und somit immer näher ans Allzeithoch vom Sommer 2020. Ein Fass Brent-Öl kostete temporär wieder mehr als 100 \$, eine Marke, die zuletzt 2014 geknackt wurde (vgl. Grafik 1).

Das war zu erwarten, ist doch Gold in unsicheren Zeiten immer gefragt, und auch der Ölpreis profitiert regelmässig von globalen Konflikten. Doch die Krise in der Ukraine schlägt am gesamten Rohstoffmarkt hohe Wellen: Russland – und in geringerem Ausmass auch die Ukraine – ist ein zentrales Anbau-, Abbau- und Produktionsland im global vernetzten Rohstoffhandel. Entsprechend hoch ist das Risiko, dass Russland seine Marktmacht in den Bereichen Energie, Getreide und Metalle im weiteren Kriegsverlauf als Druckmittel einsetzt. Ein Überblick der zentralen Knackpunkte.

### Energie

Bereits seit Oktober bereiten die hohen Gaspreise in Europa Kopfschmerzen: Je teurer die Energie, desto langsamer die konjunkturelle Erholung. Kurzfristig hat Europa kaum Alternativen zu russischem Gas, auch wenn vermehrt Flüssiggas (LNG) aus den USA importiert wird. Denn die Abhängigkeit ist gross, je nach Quelle deckt Russland 30 bis 45% des europäischen Gasbedarfs, ungefähr ein Drittel davon wird über ukrainisches Territorium transportiert. Diese Gasleitungen könnten jetzt im Krieg beschädigt werden.

Russland wiederum ist abhängig von den Einnahmen der Gasverkäufe und wird laut Beobachtern erst im äussersten Notfall den Gashahn zudrehen. Allerdings hat Russland im vierten Quartal 2021 bereits 25% weniger Gas nach Europa geliefert als noch ein Jahr zuvor, trotz der hohen Preise. Die tiefen Liefermengen setzen sich gemäss Internationaler Energieagentur fort. Energie ist ganz klar ein geopolitischer Verhandlungsschritt, wie auch die deutsche Blockade der Inbetriebnahme der Nord-Stream-2-Pipeline am Mittwoch zeigte. Während Putins rechte Hand Dmi-

tri Medwedew den Europäern darauf mit Preisen von bis zu 2000 € pro tausend Kubikmeter Gas drohte, versicherte der russische Energieminister Nikolai Schulginov an einer Konferenz in Katar, sein Land werde die Welt weiterhin ununterbrochen mit Gas versorgen, egal, was in der Ukraine geschehe.

Doch auch wenn er Wort hält, könnten die Preise noch weiter steigen, mit fatalen Folgen für Unternehmen mit hohem Energiebedarf und für einkommensschwache Haushalte. Trifft das Worst-

### Russland nutzt seine Rohstoffdominanz als Druckmittel gegen den Westen.



Case-Szenario ein, so die Analysten von Capital Economics, und der Gaspreis klettert weiter, könnte Öl 120 bis 140 \$ pro Fass kosten, was wiederum die Inflation in Industrieländern um etwa zwei Prozentpunkte nach oben drücken würde.

Ein weiteres Problem ist die Langzeitwirkung: Bereits jetzt sind die europäischen Gasspeicher knapp gefüllt. Das müsste eigentlich in den Sommermonaten behoben werden, als Vorbereitung für den Winter. Je länger die Krise dauert, desto teurer beziehungsweise kälter wird der kommende Winter in Europa.

### Landwirtschaft

Eine weitere mögliche Folge der Ukraine-Krise: höhere Lebensmittelpreise. Russland und die Ukraine sind zentral im globalen Handel mit Weizen, Mais und Sonnenblumenöl. Ein Viertel der globalen Getreideexporte stammt aus den beiden Staaten (vgl. Grafik 2). Russland liefert zudem die Mehrheit der Rohstoffe, die für die Produktion von Düngemitteln benötigt werden.

2014 stiegen die Preise für Weizen an den Futures-Märkten ebenfalls, Grund war damals die russische Annexion der Krim, obwohl die Getreideexporte von

den militärischen Auseinandersetzungen nicht betroffen waren. Jetzt, mit Angriffen auf das ganze Land, sieht das anders aus. Besonders weil die Ukraine jeweils im Winter ihren Mais verschifft. Die Türkei und Ägypten, die ihren hohen Getreidebedarf mit Lieferungen aus der Ukraine decken, müssten sich neue Quellen suchen – zu höheren Preisen.

Die Leidtragenden sind die Ärmsten dieser Welt, die bereits jetzt einen Grossteil ihres Budgets für Lebensmittel ausgeben. Bereits vor der Eskalation in der Ukraine war der globale Lebensmittelpreisindex der UN so hoch wie zuletzt vor zehn Jahren. Weltweit wurden Ernteerwartungen wegen schlechten Wetterbedingungen nach unten korrigiert, viele Agrarrohstoffe notieren bereits seit Januar auf Höchstständen.

### Metalle

Russland hat ein weiteres strategisches Ass im Ärmel: die Dominanz am Metallmarkt. Besonders ausgeprägt ist diese bei Palladium, das primär für Autokatalysatoren eingesetzt wird. Dort bedient Russland beinahe die Hälfte des Marktes (vgl. Grafik 3). Nur Südafrika liefert noch mehr, die dortigen Produzenten haben aber bereits mitgeteilt, dass sie einen allfälligen Ausfall Russlands nicht auffangen können. Falls die Autohersteller ihre Palladiumlager nicht gefüllt haben, müsste im Falle von Angebotseinschränkungen wohl die Produktion gedrosselt werden.

Bei Nickel, Aluminium und Kupfer ist der russische Marktanteil zwar kleiner als bei Palladium, aber weil die Metalle breiter zum Einsatz kommen, sind potenziell mehr Industriezweige betroffen als «nur» die Autohersteller. Wie viel bereits ein Marktanteil von gut 4% ausmacht, zeigt das Beispiel Aluminium: 2018 verhängten die USA Sanktionen gegen Rusal, den Aluminiumproduzenten, der die Mehrheit der russischen Exporte des Metalls bestreitet. Den Preisanstieg von 30% mussten die – mehrheitlich westlichen – Aluminiumkonsumenten schultern. Entsprechend sind westliche Sanktionen russischer Metalle als Eigentor zu werten. Die europäischen Metallverarbeiter leiden auch ohne Importstopp russischer Rohstoffe: Ihre energieintensive Produktion wird mit jedem Anstieg der Gaspreise kostspieliger.

## Liebe Anlegerin, lieber Anleger

### Was bedeutet die riesige Backwardation im Ölmarkt?

Wenn man die Entwicklungen an den internationalen Rohstoffmärkten verfolgt (vgl. Artikel links), muss man sich zwei Dinge bewusst machen: Erstens werden die Kurse meist am Futuresmarkt abgelesen – es sind also keine Spotpreise, sondern Kurse für ein späteres Lieferdatum. Die Terminmärkte sind meistens deutlich liquider als die Kassamärkte und präferiertes Anlageinstrument für Finanzinvestoren. Zweitens können sich die Preise je nach Lieferdatum für den gleichen Rohstoff deutlich unterscheiden.

Dabei sind die Terminkurven des jeweiligen Marktes entweder in Backwardation – der Preis für ein nahes Lieferdatum ist höher als für ein späteres – oder in Contango – der spätere Liefertermin wird höher gehandelt. Für eine nicht vergängliche Ware ist der Contango der Normalfall: Durch den höheren Preis für eine spätere Lieferung wird man dafür entschädigt, wenn in der Zwischenzeit Lagerkosten und Zinsen für das gebundene Kapital anfallen. Das kann schlecht für Investoren ausgehen, die über passive Fonds in Rohstofffutures investieren. Denn wenn in Contango vom auslaufenden Futureskontrakt in einen länger laufenden und damit teureren Kontrakt «gerollt» wird, treten Rollverluste auf.

Rohöl verdirbt nicht, daher sollte man – simpel gedacht – von Contango ausgehen. Doch der Ölmarkt ist immer wieder in Backwardation. Ein Grund dafür könnte sein, dass das Förderkartell Opec das Angebot künstlich beschränkt und damit auf kurze Frist eine knappe Marktsituation auslöst.

Der eskalierende Ukraine-Konflikt hat am Ölmarkt den Aufschlag für

kurze Laufzeiten explodieren lassen. Dazu kommt eine überraschend starke Nachfrage nach Energie, die sich in schwindenden Lagerbeständen und einer hohen Auslastung der aktuellen Förderkapazitäten niederschlägt.

Ausserdem könnte Brent aktuell besonders gefragt sein. So erklärt Giovanni Staunovo, Rohstoffexperte der UBS, in einer Analyse, dass Raffinerien wegen Sanktionsängsten nach kurzfristigem Ersatz für das russische Ural-Öl suchen.

Beobachter sprechen von einer «Super-Backwardation»: Die Prämie für den nahen Termin – gemessen an der Differenz zu einer Lieferung sechs Monate später – liegt auf einem Allzeithoch. Diese Woche handelte der Kontrakt auf die Nordseesorte Brent mit Lieferdatum im April zum Wochenhoch auf über 105 \$ je Fass. Für den Mai-Termin war das Fass 3 \$ billiger. Und für den Oktober notierte der Preis gar unter 94 \$. Für Finanzanleger ist das prinzipiell ein attraktives Szenario: Eine steile Terminkurve nach unten verspricht hohe Rollgewinne.

Doch lohnt sich eine Investition in den Ölmarkt noch? Immerhin könnte es sich angesichts der hohen Nervosität um die Invasion russischer Truppen als kurze Preisspitze herausstellen. Und höhere Preise locken neues Angebot an: Andere Förderländer könnten mehr exportieren wollen, die Opec könnte ihre Quoten erhöhen. Anders als die UBS bin ich mir daher nicht sicher, ob der Abschlag für länger laufende Kontrakte nun eine Einstiegsgemeinschaft ist.

*Ihr Derivat*

### Kotierte Zertifikate

Valor	Bank	Produkt	Coupon / Basiswert Schutz	Verfall	Lib.	Ausgabepreis <sup>1</sup>	Inserat auf
114949107	CS	Auto. Barr. Rev. Conv.	5% Nestlé/Roche/Novartis	24.05.23	28.02.22	1000 Fr.	
115512723	BAER	JB Call. Barr. Rev. Conv.	6.75% Geberit	22.08.23	01.03.22	1000 Fr.	
115512710	BAER	JB Call. Barr. Rev. Conv.	5% Nestlé	22.08.23	01.03.22	1000 Fr.	
115255836	BAER	JB Call. Barr. Rev. Conv.	8% Siegfried	22.08.23	01.03.22	1000 Fr.	
116177453	BAER	JB Call. Barr. Rev. Conv.	15% Zur Rose Grp	22.08.23	01.03.22	1000 Fr.	
114949110	CS	Barr. Rev. Conv.	8% Nike/Adidas/Puma	24.02.23	01.03.22	1000 Fr.	
112985583	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	6% Alcon	22.02.24	01.03.22	1000 Fr.	
112985584	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	9% BHP Billiton	22.02.23	01.03.22	1000 Fr.	
112985586	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	11% Deutsche Lufthansa	22.02.23	01.03.22	1000 Fr.	
112985587	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	8% Logitech	22.02.23	01.03.22	1000 Fr.	
112985585	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	7% Stadler Rail	22.02.23	01.03.22	1000 Fr.	
115384820	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	11.6% Amazon/Netflix/Walt Disney	22.02.23	01.03.22	5000 Fr.	
115384817	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	20% Biotech Bkt/Moderna	22.02.23	01.03.22	1000 Fr.	
115384819	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	17.4% Tesla Motors/Volkswagen	22.02.23	01.03.22	5000 Fr.	
113290013	ZKB	Barr. Rev. Conv.	7.25% Nike	22.02.23	01.03.22	1000 Fr.	
114378499	BAKB	Barr. Rev. Conv.	12% Logitech/Temenos/VAT Grp	23.02.23	02.03.22	1000 Fr.	
116176533	EFG	Barr. Rev. Conv.	12% Adidas/Nike/Under Armour	23.02.23	02.03.22	1000 Fr.	
116176532	EFG	Barr. Rev. Conv.	20% Lonza/Moderna/Pfizer	23.02.23	02.03.22	1000 Fr.	
115384836	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	4.4% Euro Stoxx 50/S&P 500/SMI	26.08.24	02.03.22	1000 Fr.	
58531037	ZKB	Barr. Rev. Conv.	6.5% SGS/Huber+Suhner/Bucher	09.03.22	02.03.22	1000 Fr.	
112985604	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	11.24% Euro Stoxx 50/S&P 500/SMI	28.02.23	03.03.22	1000 Fr.	
116399431	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	24% Idorsia/Moderna/Roche	24.02.23	03.03.22	1000 Fr.	
113289986	ZKB	Barr. Rev. Conv.	17.8% ABB/Kühne + Nagel/VAT Grp	27.02.23	03.03.22	1000 Fr.	
113289982	ZKB	Barr. Rev. Conv.	14% Uber Tech/AMD/Alphabet	27.02.23	03.03.22	1000 Fr.	
114117184	VT	Barr. Rev. Conv.	6.25% ABB/Geberit/Givaudan	26.02.24	04.03.22	5000 Fr.	
114117191	VT	Barr. Rev. Conv.	18.5% Deutsche Lufthansa/Varta	27.02.23	04.03.22	1000 Fr.	
114117195	VT	Barr. Rev. Conv.	12% Inditex/Kering/Zalando	27.02.23	04.03.22	1000 Fr.	
114949114	CS	Barr. Rev. Conv.	3.25% SMI/Euro Stoxx 50/S&P 500	28.08.24	04.03.22	1000 Fr.	
116176728	EFG	Barr. Rev. Conv.	9% Eon* /Enel/Engie/RWE	23.02.24	04.03.22	1000 Fr.	
116399406	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	7% Geberit/Roche/Stadler Rail	26.02.24	04.03.22	1000 Fr.	
116399361	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	9% Givaudan/Holcim/Sika	24.08.23	04.03.22	5000 Fr.	
112985595	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	5% Nestlé/Novartis/Roche	26.02.24	04.03.22	1000 Fr.	
116399407	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	9% Schindler/Thyssen-Krupp	25.08.23	04.03.22	1000 Fr.	
115384866	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5.5% ABB/Roche/UBS	26.02.24	04.03.22	1000 Fr.	
115384869	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	4.5% Euro Stoxx 50/S&P 500/SMI	28.08.24	04.03.22	1000 Fr.	
115384865	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	6.4% Nestlé/Novartis/Roche	26.02.24	04.03.22	1000 Fr.	
115384867	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	4.9% Nestlé/Novartis/Roche	25.02.25	04.03.22	1000 Fr.	
115384862	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	7.3% Palladium/Platinum/Silber	26.02.24	04.03.22	1000 Fr.	
114117190	VT	Barr. Rev. Conv.	8.25% Amazon/Apple/Microsoft	26.02.24	07.03.22	5000 Fr.	
116399702	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	20% Netfix/Nvidia/Tesla Motor	31.08.22	07.03.22	1000 Fr.	
115384854	RCH	Barr. Rev. Conv.	12% Idorsia	28.02.23	07.03.22	1000 Fr.	
115384852	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	15.2% AMS/Logitech/Temenos	28.02.23	07.03.22	1000 Fr.	
115384850	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	20% Biotech Bkt/Moderna	28.02.23	07.03.22	1000 Fr.	
115384851	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	17% Meta/Tesla Motors	28.02.23	07.03.22	5000 Fr.	
112985618	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	4% Euro Stoxx 50/S&P 500/SMI	04.03.24	11.03.22	1000 Fr.	
116399539	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	8% Alcon/Sonova/Straumann	04.09.23	11.03.22	5000 Fr.	
116399581	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	8% BP/Exxon Mobil/Total	04.03.24	11.03.22	1000 Fr.	
116399538	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	8% CS Group/Julius Bär/UBS	04.03.24	11.03.22	1000 Fr.	
112985619	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	4% Euro Stoxx 50/S&P 500/SMI	04.03.24	11.03.22	1000 Fr.	
116399539	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	8% Glencore/Repsol/Rio Tinto	04.09.23	11.03.22	1000 Fr.	
116399412	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	5% Nestlé/Novartis/Roche	04.03.24	11.03.22	1000 Fr.	
115385046	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	9.6% ABB/Partners Group/Sika	04.09.23	11.03.22	5000 Fr.	
115385047	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	9.6% Alcon/Sonova/Straumann	04.09.23	11.03.22	5000 Fr.	

Die publizierten Neuemissionen wurden der «Finanz und Wirtschaft» direkt vom Emittenten mitgeteilt. Alle Angaben ohne Gewähr. <sup>1</sup> Indikatv

Alle Konditionen der neulancierten Zertifikate finden Sie unter [www.fuw.ch/zertifikate-neuemissionen](http://www.fuw.ch/zertifikate-neuemissionen)

