

Bei Biotech sieht der alte Kontinent alt aus Seite 21

Im zweiten Halbjahr droht an der Börse eine Enttäuschung Seite 22

Branchenpanorama zeigt alle Aktiensektoren als Gewinner Seite 22

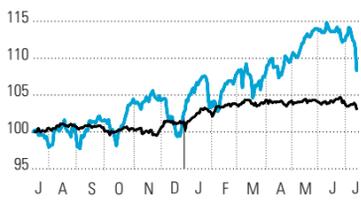
Mittel gegen Blaumacher und Liebestolle im Betrieb Seite 23

SCHWEIZER NEBENWERTE

Zur Rose wird zurückgepfiffen

Gerichtsurteil bringt Unsicherheit

Werner Grundlehner · Während die Marktteilnehmer bei der Zürcher Kantonalbank von einem ruhigen Handel berichten, vermeldet die Berner Kantonalbank (BEKB) trotz Sommerferienbeginn in vielen Kantonen ein Volumenwachstum im Vergleich zur Vorwoche. Der Liquidity-Index auf der OTC-X-Plattform der BEKB hat in der Berichtswoche 0,2% zugelegt. Seit Jahresbeginn summiert sich das Plus auf 2,3%. Im Zentrum des Interesses stand in der vergangenen Woche die Versandapotheke Zur Rose. Das Bundesgericht



Kurse der Schweizer Nebenwerte
Indiert, 15. 7. 2013 = 100
■ Liquidity-Index ■ SPI
QUELLE: BERNER KANTONALBANK NZZ-INFOGRAFIK/dke

hat diese Woche entschieden, dass Zürcher Ärzte ohne Bewilligung zur Führung einer Privatapotheke ihren Patienten keine Medikamente mehr verschreiben und diese dann durch die Versandapotheke in die Praxis oder zum Patienten schicken lassen dürfen.

CEO relativiert

Walter Oberhänsli, CEO der Zur Rose AG, relativiert in einem Interview mit Schweizeraktien.net die Auswirkungen des Urteils. Er erwarte keine Umsatzeinbußen. Die von Zur Rose eingeführte elektronische Rezeptierung werde bereits von 1400 Ärzten eingesetzt. Die Einschränkung betreffe im Kanton Zürich nur 35 Ärzte ohne eigene Praxisapotheke. Seit der Umsetzung der Volksinitiative «Ja zur Wahlfreiheit beim Medikamentenbezug» per Anfang 2012 können auch Ärzte in den Städten Zürich und Winterthur eine Bewilligung für eine Privatapotheke erhalten – vorher war dies nur ausserhalb dieser Städte möglich. Ein Händler berichtet von vielen Abgaben in Zur Rose – nach leicht sinkenden Kursen seien aber auch viele Käufer aufgetreten.

Bereits mehrfach wurde auf den zu erwartenden Umsatzrückgang der Schweizer Zucker AG (ehemals Zuckerfabriken Aarberg und Frauenfeld) hingewiesen. Einerseits läuft die Zuckerordnung, welche die Exportmenge der EU beschränkt, 2017 aus. Der Bund plant zudem die Kürzung des Einzelkulturbeitrages für Zuckerrüben im Rahmen der Agrarpolitik 2014/2017 um 500 Fr./ha. Nun überlegt sich die Schweizer Zucker gemäss Aktionärsbrief, Rückstellungen aufzulösen, um den Zuckerrübenpreis für die Lieferanten zu stützen. Das dürfte die Aktionäre – sofern es nicht diese Zuckerrübenbauern sind – nicht erfreuen.

Auf Regen folgt Sonne?

Etwas Sonne glaubt das Waldhaus Flims hinter den Gewitterwolken, die über dem Haus hängen, zur erkennen. Das Hotel blickt auf ein schwieriges Winterhalbjahr 2013/14 zurück. Die Logiernächte gingen im Wintersemester um 7,9% zurück, und der Ertrag sank um 9,1%. Dank strikter Kostenkontrolle konnte der Betriebsertrag auf Vorjahresniveau gehalten werden. Das Unternehmen wird nur wegen Immobilienverkäufen ein positives Jahresresultat schreiben können. Das Management blickt aber zuversichtlich auf die angelegene Sommersaison. Im Mai habe sich denn auch die Belegung gegenüber dem Vorjahr vervielfacht. Und im Juni wird mit einem Plus von 30% kalkuliert.

WELTWIRTSCHAFT UND FINANZMÄRKTE

Die grosse Idee eines «New Neutral» am Markt

Anleger müssen sich auf niedrige Zinsniveaus und Erträge für längere Zeit einstellen

Es gibt Befürchtungen, dass die Anlagemärkte überbewertet sind. Diese Sorge löst sich allerdings unter der Annahme eines gesunkenen Gleichgewichtszinses auf.

Andreas Uhlig

Die Finanzmärkte befinden sich seit einiger Zeit in einem gewissen inneren Widerspruch: Kann die hohe Bewertung von mit Risiken behafteten Vermögenswerten wie Aktien, Immobilien, aber auch Anleihen mit dem schwachen Wirtschaftswachstum in Einklang gebracht werden? Zwei plausibel tönende Antworten aus unterschiedlicher Sicht bestehen: Kritiker der extrem lockeren Geldpolitik sind überzeugt, dass die durch die Notenbankpolitik geschaffene hohe Liquidität die Finanzmärkte heftig verzerrt habe; auf der Suche nach Anlagemöglichkeiten hätten die Marktteilnehmer zwangsläufig die Preise hochgetrieben. Das Gegenargument lautet, dass die Märkte keineswegs verzerrt seien, sondern richtigerweise einen Erfolg der Regierungen und Notenbanken bei der Bekämpfung der Finanzkrise und ein rasches Wirtschaftswachstum antizipierten.

Ablösung des «New Normal»

Nun versucht mit einer dritten Erklärung William Gross, Managing Director des Kapitalverwalters Pimco, den Widerspruch aufzulösen. In der Kurzfassung des kolumunisten James Saft besagt Gross' Theorie, dass die Märkte nicht manipuliert seien, sondern sich auf die richtigen Preise eingependelt hätten, weil sie statt von einem Erfolg

von einem Misserfolg der Politik bei der Krisenbekämpfung ausgingen.

Die Märkte machten nichts anderes, als den Wert künftiger Geldflüsse und Einkommen unter der Annahme zu kalkulieren, dass Wachstum und Zinsen viel länger auf einem tieferen Niveau verharren würden, als gegenwärtig angenommen werde. In dieser Sicht ergäben die an den verschiedenen Märkten erzielten hohen Bewertungen durchaus Sinn.

Erfolg in der Wirtschaft und an den Börsen hänge oft von einer «grossen Idee» zum richtigen Zeitpunkt ab, betont Gross. Vor rund fünf Jahren hatte er den Begriff «New Normal» für unterdurchschnittliches Wachstum als Folge der Finanzkrise geprägt. Jetzt propagiert er «The New Neutral» der kurzfristigen Zinssätze als neue zündende Idee. Wegen der hohen Verschuldung der Wirtschaften sei der reale neutrale Zins, der Wachstum und Inflation weder stimuliert noch bremst, heute deutlich niedriger als in der Vorkrisenzeit. Der neutrale Zinssatz müsse für ein Funktionieren der verschuldeten Wirtschaft unter der (geringen) Wachstumsrate liegen.

Die neue Neutralität der Zinssätze hat für Anleger direkte Konsequenzen. Sie müssen sich auf eine Phase von mehreren Jahren mit ungewohnt geringen Erträgen einstellen. Wenn der reale neutrale Zinssatz nicht, wie die US-Notenbank annimmt, 1¼% beträgt, sondern nur 0%, dann müssen alle Anlagemärkte in Relation zu ihren historischen Werten neu bewertet werden. In der Sicht von Gross wäre damit die auch von Fed-Mitarbeitern gesehene Gefahr einer Blasenbildung von Aktien und anderen finanziellen Werten deutlich geringer als befürchtet. In einem Interview ergänzte Mohit Mittal, Bond-Manager bei Pimco, dass die neue Neutralität

tiefere Wachstumserwartungen und eine mit niedrigeren Zinssätzen arbeitende Geldpolitik der US-Notenbank (und anderer Notenbanken) bedeute. Anleger müssten deshalb ihre Investitionspolitik entsprechend reorientieren.

Unzulässige Vereinfachung

Der Wechsel von Pimco von einer grossen Idee (oder Beschreibung der Realität) zur nächsten, von der neuen Normalität eines unterdurchschnittlichen Wachstums als Konsequenz der Krise zu einer neuen Neutralität der anhaltend tieferen Zinsniveaus als vor der Krise, ist zwangsläufig nicht unkommentiert geblieben. Sehr ausführlich hat sich Patrick Franke, Ökonom bei der Landesbank Hessen-Thüringen (Helaba), mit dem Konzept des neutralen Realzinses auseinandergesetzt, das auf einen 1898 erschienenen Artikel des schwedischen Ökonomen Knut Wicksell zurückgeht. Er bestätigt, dass der reale neutrale Zinssatz für die Finanzmärkte von zentraler Bedeutung sei. Auch er geht von der Annahme aus, dass dieser Zinssatz gegenwärtig in den USA (und wohl auch global) auf einem niedrigeren Niveau liege als vor zehn oder zwanzig Jahren und dort auch für geraume Zeit bleiben werde.

Es sei aber eine übertriebene Vereinfachung komplexer Zusammenhänge, das neue neutrale Zinsniveau bei 0% orten zu wollen, auch wenn eine Rückkehr zu 2% länger dauern werde als in früheren Zinszyklen. Franke bezweifelt zudem, dass es angesichts der grossen wirtschaftlichen Unterschiede zwischen den einzelnen führenden Wirtschaftsregionen, den USA, Europa und China, wirklich Sinn ergebe, von einem global gültigen Gleichgewichtszins zu reden.

Neu emittierte Eurobonds

Betrag in Mio.	Währung	Zins in %	Schuldner/Garant	ISIN	Verfall	Moody's*	S&P*	Ausgabepreis in %	Liberierung
350	£	4,804	Stretford Seventy Nine	XS1087775240	15.07.20	B1	B+	100,000	10.07.14
400	£	FRN	Stretford Seventy Nine	XS1087777295	15.07.21	B1	B+	100,000	17.07.14
1400	\$	6%	Citic Pacific Limited	XS0836465608	17.01.23	Ba2	BB	100,000	14.07.14
500	€	1%	Dist Inter de Alimentaci	XS1088135634	22.07.19	Baa3	BBB-	99,419	10.07.14
500	\$	FRN	DBS Group Holdings Ltd	US24023LAB27	16.07.19	Aa2	-	100,000	14.07.14
750	\$	2,246	DBS Group Holdings Ltd	US24023LAA44	16.07.19	Aa2	-	100,000	10.07.14
375	\$	FRN	Transolec SA	USP9339SAQ77	14.01.25	Baa1	BBB	98,982	17.07.14
750	€	1%	2l Rete Gas SPA	XS1088274169	16.07.19	Baa2	-	99,938	10.07.14
600	€	3	2l Rete Gas SPA	XS1088274672	16.07.24	Baa2	-	99,719	08.07.14
1000	\$	FRN	Bank of Baroda (London)	USY04342AA28	23.07.19	Baa3	-	99,757	08.07.14
300	\$	5/4	Corp Financiera de Desar	USP3R94GAA71	15.07.29	-	-	99,866	08.07.14
300	\$	3/4	Corp Financiera de Desar	USP3R94GAF68	15.07.19	-	-	99,785	08.07.14
1000	€	4%	NN Group NV	XS1028950290	15.01.26	Baa3	-	99,093	08.07.14
600	€	2%	ACEA SPA	XS1087831688	15.07.24	Baa2	BBB-	99,195	08.07.14
500	€	3	Galp Energia SGPS SA	PTGALJ0E0008	14.01.21	-	-	99,286	08.07.14
500	\$	1%	Kookmin Bank	US50050HAE62	14.07.17	A1	-	99,718	08.07.14
1000	€	1%	Carrefour SA	XS1086835979	15.07.22	-	BBB+	99,292	08.07.14

* Die Bewertungen beziehen sich auf die bisher ausgegebenen Anleihen dieses Schuldners bzw. Garanten.

QUELLE: CREDIT SUISSE

AGENDA

Konjunktur und Politik

14. 7. **Industrieproduktion Euro-Zone**
Mai (E): -1,2% (Vormonat: 0,8%)

15. 7. **ZEW-Umfrage Deutschland**
Juni (E): 67,4 (Vormonat: 67,7)
Konsumentenpreise Grossbritannien
Juni (E): -0,1% (Vormonat: -0,1%)
Empire-State-Manuf.-Bericht USA
Juni (E): 16,90 (Vormonat: 19,28)
Lagerbestände USA
Mai (E): 0,6% (Vormonat: 0,6%)

16. 7. **Credit Suisse ZEW-Umfrage**
Juni (Vormonat: 4,8)
Europäische Zentralbank
Ratssitzung
Federal Reserve Bank USA
Beige Book
Industrieproduktion USA
Juni (E): 0,3% (Vormonat: 0,6%)
NAHB-Wohnungsmarkt-Index USA
Juni (E): 50 (Vormonat: 49)

17. 7. **Konsumentenpreise Euro-Zone**
Juni (E): 0,1% (Vormonat: -0,1%)
Philadelphia Fed Business Outlook USA
Juni (E): 16,0 (Vormonat: 17,8)

18. 7. **Vertrauensindex Univ. of Michigan USA**
Juni (E): 83,0 (Vormonat: 82,5)
Frühindikatoren USA
Juni (E): 0,5% (Vormonat: 0,5%)

21. 7. **Geldmenge M3 Schweiz**
Juni (Vormonat: 7,6%)
Produzentenpreise Deutschland
Juni (Vormonat: -0,2%)
Chicago Fed Nat. Activity Index USA
Juni (Vormonat: 0,21)

Unternehmen und Märkte

14. 7. **Kühne + Nagel**
Ergebnis 1. Halbjahr
Flughafen Zürich
Verkehrsstatistik Juni

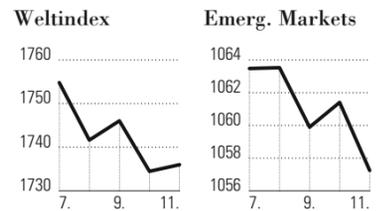
15. 7. **Lindt & Sprüngli**
Ergebnis 1. Halbjahr

17. 7. **Novartis**
Ergebnis 1. Halbjahr
SGS
Ergebnis 1. Halbjahr
Bank Coop
Ergebnis 1. Halbjahr
Georg Fischer
Ergebnis 1. Halbjahr
Givaudan
Ergebnis 1. Halbjahr
Neuenburger Kantonalbank
Ergebnis 1. Halbjahr
Partners Group
Verwaltete Vermögen per Ende Juni
Infranor
Ergebnis GJ 13/14

18. 7. **Zuger Kantonalbank**
Ergebnis 1. Halbjahr

E: Erwarteter Wert; G/A: Gewinn pro Aktie; GJ: Geschäftsjahr; i. V.: in der Vorperiode; Q: Quartal.
QUELLE: BLOOMBERG, REUTERS, SDA, DIV. BANKEN, (OHNE GEWÄHR UND ANSPRUCH AUF VOLLSTÄNDIGKEIT)

AKTIENMÄRKTE

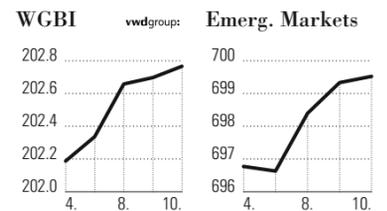
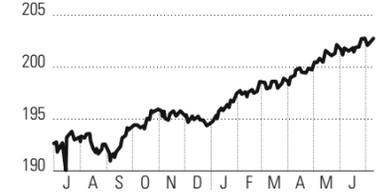


	Schluss 04.07.	Schluss 11.07.	%	absolut
Weltindex	1763.44	1736.00	-1.56	-27.45
Emerg. Markets	1061.97	1057.25	-0.44	-4.72
Emerging-Markets-Regionen				
Asien	478.08	473.61	-0.94	-4.48
Lateinamerika	3414.21	3433.26	0.56	19.05
Osteuropa	186.56	189.26	1.44	2.69

Quelle: MSCI

GELD- UND KAPITALMÄRKTE

World-Government-Bond-Index



	Schluss 04.07.	Schluss 10.07.	%	absolut
High Yield	863.57	861.69	-0.22	-1.88

Welt

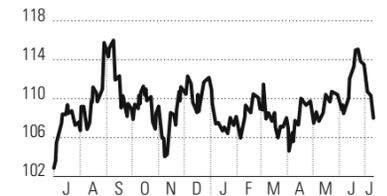
World Gov. (SB)	202.19	202.77	0.29	0.58
Gl. Em. Mk. S. (SB)	696.77	699.52	0.39	2.75

Euro-Raum

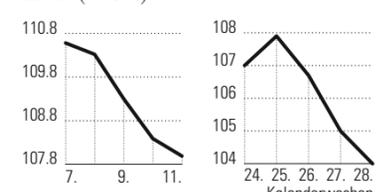
EMU Gov. Bd. (SB)	209.44	209.41	-0.01	-0.02
EMU Pfandbr. (ML)	235.68	235.96	0.12	0.28

ROHWARENMÄRKTE

Rohöl (Brent)



Rohöl (Brent)



	Schluss 04.07.	Schluss 11.07.	%	absolut
Heizöl Zürich	104.00	104.00	-0.95	-1.00

Zürich (Vt.)	105.00	104.00	-0.95	-1.00
Basel (Vt.)	103.60	102.00	-1.54	-1.60
St. Gallen (Vt.)	103.10	101.15	-1.89	-1.95
Bern (Vt.)	110.60	108.70	-1.72	-1.90
Genf (Vt.)	100.52	99.77	-0.75	-0.75
Tessin (Vt.)	98.20	97.30	-0.92	-0.90
Heizöl-Termin (3000-6000 l; Fr/100 L, extra leicht)				
Zürich 2 Monate	105.00	104.00	-0.95	-1.00