

«Am Ende zahlt immer der Steuerzahler»

Gute Unternehmensanleihen werden laut Karl Reichmuth die Bonds von überschuldeten Staaten immer mehr verdrängen

Privatbankier Karl Reichmuth spricht im Interview über die Schuldenkrise, Inflationsgefahren, den Gold-Hype und seine Favoriten für 2011. Das Gespräch führte Michael Rasch.

Herr Reichmuth, das Thema Nummer eins an den Finanzmärkten ist die Schuldenkrise in der Euro-Zone. Inzwischen sind einige Vorschläge auf dem Tisch, wie das Problem gelöst werden könnte. Reicht das aus, um die Märkte zu beruhigen, oder wird sich die Krise dieses Jahr nochmals zuspitzen?

Die Konstruktion einer gemeinsamen Währung ohne gemeinsame Wirtschafts- und Fiskalpolitik geht nie auf. Schon die lateinische Währungsunion, bei der auch Griechenland und Italien dabei waren, ist an diesem Konstruktionsfehler gescheitert. Wie die Lösung der derzeitigen Krise aussehen wird, ist schwierig zu sagen. Vielleicht gibt es irgendwann die Nord-Süd-Variante, bei der sich die starken Nord- und die schwachen Südländer zusammenschliessen. Aber dann müsste Frankreich eher zum Süden gezählt werden, was politisch nicht machbar ist. Vermut-

«Wenn man die Banken rekaptalisiert, dann haften wenigstens diejenigen, die die Anlagen vorgenommen haben.»

lich wird man sich dieses Jahr erst einmal weiter durchwursteln. Die Politiker wollen den Euro verteidigen, koste es, was es wolle. Und es kostet viel.

Reicht denn der derzeitige Schutzschirm für den Euro?

Ich glaube, der Widerstand vor allem in Deutschland ist so gross, dass eine Ausweitung kaum möglich ist. Vielleicht haben die Europäer Glück, und die Wirtschaft läuft gut. Dann kann man die Problemlösung aufschieben oder in die Länge ziehen. Letztlich geht es darum, entweder die betroffenen Staaten zu unterstützen oder Banken und andere Bond-Halter dieser Staaten bei möglicherweise zu hohen Abschreibungen neu zu kapitalisieren. Am Ende steht in

beiden Fällen jeweils der Steuerzahler. Wenn Sie Banken rekaptalisieren, dann haften wenigstens die, die auch die Anlagen getätigt haben. Diese haben einfach die Augen zugemacht, weil sie die europäischen Staatspapiere für gleich sicher gehalten haben. Eine Rekapitalisierung der Banken kostet vermutlich weniger, als einfach zu sagen: Wir spannen einen Schirm über alles.

Empfehlen Sie Ihren Kunden den Kauf von Bonds der sogenannten PIGS-Länder? Immerhin werden die Anleihen ja garantiert.

Wir empfehlen das nicht. Die Politiker der Euro-Zone können zwar einen Schutzschirm aufspannen, aber sie können ihn auch ohne weiteres wieder schliessen. Wir kaufen daher lieber die Anleihen von Unternehmen mit exzellenter Kreditwürdigkeit, das ist sicherer. Das beste Beispiel dafür war Russland, das im Jahr 1998 seine Schulden nicht mehr bedient hat. Dagegen waren die Bonds von Gazprom nicht betroffen. Gute Unternehmensanleihen sind derzeit besser als Staatsanleihen.

Sie vertrauen Politikern also keinen Deut?

Nein, aber es gibt eine Ausnahme: die Verlässlichkeit der Schweiz wegen der direkten Demokratie. Sonst bin ich sehr staatskeptisch, auch gegenüber den Euro-Ländern. Selbst Deutschland kann morgen die Regeln verändern.

Apropos Bond-Markt, haben wir die Zinswende schon gesehen?

Die Zinsen steigen ja bereits. Ich glaube, dass die durch die Notenbanken vollzogene Zinswende zudem in den USA bald kommt. Die Euro-Zone hat das selbe Problem wie in den vergangenen Jahren: In Deutschland müsste die Zinswende sofort eingeläutet werden. Das macht die EZB aber nicht, weil viele schwächere Länder das noch nicht tragen würden. Die Schweiz ist dem leider ausgeliefert. Wenn die Schweizer Notenbank die Zinsen erhöhen würde, hätten wir eine noch höhere Überbewertung des Frankens. Die Schweiz ist ähnlich wie von 1974 bis 1978 gefangen. Die Nationalbank ist zwar im Prinzip unabhängig, aber sie ist gefangen im Verhalten ausländischer Notenbanken. Und deshalb glaube ich, dass die kommende Zinswende in der Schweiz noch nicht im Jahr 2011 einsetzen wird.

Ist es richtig, dass die Nationalbank alles der Frankenstärke unterordnet? Sollte sie nicht die Zinsen angesichts der brummenden Wirtschaft erhöhen?

Sollte sie, wird sie aber aus Angst vor einem zu starken Franken nicht. Letztlich muss jede Notenbank schauen, dass die Überbewertung der Währung nicht ausfuhrt. In den 1970er Jahren war der Franken teilweise um bis zu 30% bis 40% überbewertet. Die heutigen 15% sind dagegen noch verkraftbar.



Karl Reichmuth
Verwaltungsratspräsident
und unbeschränkt haftender
Gesellschafter von
Reichmuth & Co.

Die Alternative ist, dass die Nationalbank weiter Interventionen zur Schwächung des Frankens vornehmen muss.

Ja, sie ist im Rahmen des europäischen Umfeldes besonders gefordert. Die Euro-Länder sind unsere grössten Handelspartner. Das Verhältnis gegenüber dem Dollar ist weniger wichtig, hat aber auch Einfluss. Die von manchen Ökonomen beschriebene Inflationsgefahr ist meines Erachtens real vorhanden.

Welchen Zeitraum muss man dabei in Betracht ziehen?

Schwierig zu sagen, vielleicht drei oder vier Jahre. Die expansive Geldpolitik der USA wird die Geldentwertung wieder vorantreiben, es gibt einen klaren Aufbau von Inflationspotenzial. Die Teuerung würde allerdings helfen, die Überschuldung zu reduzieren. Das wäre systemkonform, ist aber sozial gesehen eine problematische Lösung. In Inflationszeiten sind diejenigen, die nur nominell angelegt haben, die Gelackmeierten. Die Sparer müssten die grössten Einbussen hinnehmen. Dadurch würde sich die Schere zwischen Arm und Reich noch mehr öffnen.

Was bedeutet die drohende Inflation für den Dollar?

Das hängt ganz vom Zinsniveau ab. Ich glaube, der amerikanische Dollar ist jetzt wieder auf einem sehr tiefen Niveau. Die Wende hin zu einem stärkeren Greenback könnte früher einsetzen,

als viele meinen. Das war am Ende der 1970er Jahre schliesslich auch so.

Für Schweizer Anleger ist die Frage Dollar oder Euro dennoch ein bisschen eine Wahl zwischen Not und Elend.

Das ist richtig. Wir haben durchschnittlich 70% der Gelder in Frankenwerten angelegt, weil der Franken berechenbar ist. Ich glaube aber zudem, dass Japan ein Turnaround-Kandidat ist. Die Währung war sehr stark in diesem Jahr. Das Land weist gute Konjunkturzahlen auf, und die Japaner scheinen ihre Aufgaben gemacht zu haben. Der Aktienmarkt sieht zudem vielversprechend aus. Auch die norwegische Krone ist dank den Erdölvorkommen sehr gesund.

Wie überraschend war das Phänomen des starken Yen?

Das war nicht überraschend. Vielleicht ist es noch zu früh, aber ich glaube, in Japan entwickelt sich eine Turnaround-Situation. Dies könnte sich bereits in der Yen-Stärke spiegeln.

Aber Japan hat eine höhere Verschuldungsquote als Griechenland. Zwar sitzen die Gläubiger zu 95% im Inland, doch kann die Schuldenwirtschaft auf Dauer gutgehen?

Das funktioniert wie in einer Familie. Wenn ich meinem Sohn oder meiner Tochter Geld gebe und diese verlieren es, ist das für mich einfacher zu ertragen, als wenn ich Ihnen das Geld gebe und Sie zahlen es nicht zurück. Deshalb sind die drohenden Verwerfungen in Japan eine interne Sache und werden den Rest der Welt kaum belasten.

Dennoch ist die Schuldenlast immens. Wo liegt die Grenze?

Die Grenze ist bereits überschritten. Aber die Schulden liegen zum grossen Teil bei institutionellen Anlegern wie der Postbank. Ausserdem arbeiten die Japaner auch auf Inflation hin.

Lautet die Antwort auf die Schuldenprobleme in den USA, Europa und Asien: Gold kaufen?

Gold ist meines Erachtens heutzutage eine Anlage und nicht mehr wie früher Geld. Es gibt andere Möglichkeiten, in reale Werte zu investieren. Die grösseren Anleger haben schon längst ihre eigene Währung zur Landeswährung gemacht, dadurch, dass sie relativ viel reale Werte wie etwa Immobilien haben.

Sie denken, es sei zu spät, um noch im Gold anzulegen?

Die Situation ist derzeit sehr spekulativ. Der Goldpreis kann auch wieder stark fallen. Wir besitzen zwar Gold seit vielen Jahren, und wir verkaufen für unsere Kunden erst, wenn die realen Zinsen wirklich steigen. Das wird jedoch, wie gesagt, nicht in den nächsten 6 bis 12 Monaten passieren. Zukaufen würden wir Gold derzeit hingegen nicht mehr.

Was erwarten Sie vom Aktienmarkt im Jahr 2011?

Wir halten den Aktienmarkt angesichts des weltweit niedrigen Zinsniveaus nach wie vor für attraktiv und bewegen uns für unsere Kunden am oberen Ende der Vorgaben für Aktien. Ich bin nach wie vor der Meinung, dass Aktien von Unternehmen mit hohen Dividenden sehr attraktiv sind. Novartis hat beispielsweise eine Dividendenrendite von mehr als 4%. Und auch in den USA sind Pharmatitel billig wie nie. Diese haben ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von teilweise unter 10. Ich muss sagen – und ich bin seit über 50 Jahren Banker –, Gesundheitsaktien waren in den USA noch nie so billig zu haben.

Was sind Ihre Favoriten für 2011?

Wenn der Euro auseinanderbräche, müsste man in den südlichen Euro-Ländern investieren. Wer nämlich damals in Argentinien im richtigen Moment investiert hat, konnte in den Folgejahren schliesslich 800% Gewinn machen. Sonst muss man wohl Deutschland im Auge haben. Die Wirtschaft dort boomt derart, dass uns die Unternehmensgewinne und die Margen weiterhin überraschen werden. Wir sind noch nicht am Ende der Fahnenstange.

DER WERDEGANG

ra. · Der Schweizer Karl Reichmuth ist seit 1996 Verwaltungsratspräsident und unbeschränkt haftender Gesellschafter der in Luzern domizilierten Vermögensverwaltung Privatbankiers Reichmuth & Co. Zuvor war der Namensgeber für rund zehn Jahre in der Geschäftsleitung der Luzerner Kantonbank tätig. Gestartet hat Reichmuth seine Karriere 1958 bei der Credit Suisse. Sein Weg führte ihn nach Stationen in Genf, London, New York und Chiasso schliesslich wieder zurück nach Luzern und Zürich.

Den Fokus nicht nur auf Wohneigentum legen

Die Börsenkurse weichen bei indirekten Anlagen oft sehr stark vom inneren Wert der Immobilien ab

In der Schweiz herrscht eine klare Trennung zwischen privaten und institutionellen Immobilieninvestoren: Private kaufen primär Wohneigentum für den Eigenbedarf; Institutionelle, um eine Rendite zu erzielen.

Roger Hennig

Während der Finanzkrise korrigierten die Preise von Geschäftsliegenschaften und Retail-Flächen in Europa nach unten, und die Renditen kehrten zu normalen Werten zurück. Im Bürobereich stehen die Anfangsrenditen für die besten Lagen bei 5% bis 5,5%, bei Shoppingcentern sind die Unterschiede mit 6% bis 8% wesentlich grösser. In beiden Segmenten kann in den nächsten zwei Jahren mit ähnlichen Renditen gerechnet werden, wobei der Wirtschaftsverlauf in einzelnen Ländern eine wichtige Rolle für die Beschäftigung und die Kaufkraft spielt, wovon wiederum die Nachfrage nach Arbeits-, Produktions- und Verkaufsflächen abhängt.

Rendite im Vordergrund

In der Vergangenheit waren Immobilienanlagen neben dem Eigenheim für private Investoren kein grosses Thema.

Mit den tiefen Zinsen und der Flucht in sichere Werte stieg die Attraktivität der Anlageklasse sprunghaft an. Bei Renditen der Bundesobligationen von 2% interessieren sich immer mehr Private für Renditeliegenschaften. Ein Direktwerb lohnt sich aber in den wenigsten Fällen. Die Investitionssumme ist hoch, der Verwaltungsaufwand beträchtlich und der Wiederverkauf ungewiss. Auch machen Privatanleger zu selten eine saubere Renditerechnung, mit dem Effekt, dass sie die Preise kleinerer Objekte in die Höhe treiben.

Ganz anders gehen die Manager von Pensionskassen, Versicherungen, Anlagestiftungen, Immobilienfonds und Immobilienaktien vor. Für sie steht die Erwirtschaftung einer angemessenen Rendite an erster Stelle. Sie agieren auf dem gesamten Mietmarkt: Büros, Verkaufs- und Gewerbeflächen oder Wohnungen. Der Nutzen von spekulativen Käufen ist im Renditemarkt beschränkt: Ein Fonds kann keine Ausschüttungen aus möglicherweise in Zukunft zu realisierenden Gewinnen vornehmen, eine Pensionskasse braucht die laufenden Erträge, um die Renten zu finanzieren.

Für Investoren ist der Zugang zum Renditemarkt über Immobilienfonds oder Immobilienaktien einfach möglich. International liegt der Fokus klar bei der gewerblichen Nutzung. Es gibt eine breite Palette von börsenkotierten

Immobilien-Portfolios, die bestimmte Regionen oder Länder abdecken, sich nur auf Retail- oder Büroflächen konzentrieren oder als geschlossene Fonds ein einziges Objekt halten.

Im Jahr 2010 flossen 2,7 Mrd. Fr. in Schweizer Immobilienaktien, Immobilienfonds und Anlagestiftungen. Baut sich deshalb zum Beispiel im Markt für Schweizer Immobilien eine Blase auf? Nein, denn für die Preisentwicklung sind viele andere Faktoren ausschlaggebend. Wichtigster Punkt ist die Wirtschaftsentwicklung. Die Aussichten für den Standort Schweiz sind anhaltend positiv, ausländische Unternehmen schätzen die Sicherheit, die steuerliche Attraktivität und die hohen Ausbildungsstandards. Neue Arbeitsplätze entstehen primär in den Ballungsräumen rund um Genf, Zürich, Zug und Basel. Die Credit Suisse rechnete in einer Studie mit der Schaffung von rund 600 000 neuen Arbeitsplätzen in den nächsten zehn Jahren.

Der Bedarf wird weiterhin überwiegend durch Zuwanderung hochqualifizierter Arbeitnehmer gedeckt. Diese benötigen Wohnraum, Einkaufsmöglichkeiten und Arbeitsplätze. 2010 wurde mit 67 000 neu gebauten Wohneinheiten ein Rekordstand erreicht, womit sich der Markt in Richtung Gleichgewicht bewegt. Die Preise für Büro- und Verkaufsflächen haben sich in der

Krise 2008/09 als sehr stabil erwiesen. Allerdings ist das Gefälle zwischen zentralen und peripheren Lagen gestiegen. Auch in Zukunft werden B-Lagen unter Druck bleiben und wird die Nachfrage nach Top-Standorten zunehmen. Zugleich läuft ein Trend in Richtung durchmischte urbane Zonen mit Arbeitsplätzen, Einkaufsmöglichkeiten und Wohnungen wie etwa die Europalallee beim Zürcher Hauptbahnhof oder das Sulzer-Areal in Winterthur.

Verträge bei Geschäftsimmobilen haben feste Laufzeiten, sind in der Regel automatisch an die Inflation indexiert und können bei Ablauf an die neue Marktsituation angepasst werden. Neben der Wirtschaftslage wirken sich die Bonität der Mieter und die Laufzeitenstruktur der Verträge auf die Leerstände und die erzielbaren Renditen aus. Die Transaktionspreise sind zurzeit für gute Standorte sehr hoch. Käufe lohnen sich nur, wenn gleichzeitig eine Strategie besteht, wie ein Objekt, der umliegende Standort oder ein ganzes Quartier weiter entwickelt werden kann. Dies bedingt aktive Manager, die in der Lage sind, Mehrwert für die Investoren zu schaffen.

Neu in der Schweiz lancierte Produkte decken vor allem bestimmte Themen wie energieeffiziente Bauten oder Altersresidenzen ab. Ein aktiv gemanagtes Portfolio aus Geschäfts- und De-

tailhandelsobjekten an hervorragenden urbanen Standorten dürfte aber im gegenwärtigen Umfeld die beste Möglichkeit darstellen, stabile Renditen mit hoher Sicherheit zu erzielen.

Vergleichen lohnt sich

Zurzeit sind in der Schweiz 22 Immo-Fonds und 8 Immo-Aktien kotiert. Die Unterschiede zwischen den Vehikeln sind gross, was Nutzungsmix, Kostenstruktur und Erträge betrifft. Eine Spezialisierung der indirekten Immobilienanlagen besteht darin, dass die Börsenkurse stark vom inneren Wert des Portfolios abweichen können. Eine genaue Analyse lohnt sich deshalb.

Gemäss Schroder ImmoPlus Monitoring variierten die Abweichungen sehr: Sie reichen von Disagios von -40% bei Züblin bis zu Agios von +40% bei Solvalor 61. Die Prämien liegen bei den Fonds mit durchschnittlich 20% im historischen Vergleich am oberen Ende, bedingt durch die attraktive Rendite im Vergleich mit Bonds. Da Immo-Fonds mit geringem Fremdkapital von durchschnittlich 20% operieren, reagieren sie beschränkter auf Zinserhöhungen als Immobilienaktien, die durchschnittlich über 50% Fremdkapital einsetzen.

Roger Hennig ist Leiter «Immobilien Schweiz» bei Schroder Investment Management in Zürich.