

IM INTERVIEW: MICHAEL HEISE, HQ TRUST

„Als Ökonom mag man das gruselig finden“

Regulierung führt laut Volkswirt zu absurden, prozyklischen Effekten an den Märkten –
Warnung vor Verschuldungsspirale – „Trump ist gut für die Börsen“

Der Chefvolkswirt von HQ Trust, Michael Heise, hält die Märkte nicht für überbewertet und Aktien als Anlageklasse für alternativlos. Das größte Risiko für die Börsen sieht er im Dauerkonflikt zwischen den USA und China. Deutlich kritisiert der Volkswirt die überbordende Finanzpolitik und warnt vor der massiven Verschuldung.

Börsen-Zeitung, 11.7.2020

- Herr Heise, Sie haben vor 34 Jahren zu „Arbeitsnachfrage und Beschäftigung – theoretische Grundlagen und empirische Untersuchung für das Produzierende Gewerbe der Bundesrepublik Deutschland“ promoviert. Was können wir heute daraus lernen?

In der Tat ein sehr aktuelles Thema. Auf die heutige Sicht übertragen geht es um die Frage, ob die Unternehmen nicht nur von der Nachfrage-, sondern auch von der Kostenseite Probleme bekommen. Die Produktivität ist in der Krise stark gesunken, es gibt pandemiebedingte Mehrkosten, und der Trend zu mehr Homeoffice könnte Abläufe erschweren und den Wiederanstieg der Produktivität bremsen.

- Was sind weitere Trends, die Wirtschaft und Märkte treffen?

Viele der Verhaltensänderungen, die wir derzeit beobachten, werden nicht dauerhaft sein. Reisen, Großveranstaltungen – das wird wieder kommen, wenn auch in anderer Form. Was bleiben wird, ist Schub zu mehr Digitalisierung, ob im Handel, im Bankgeschäft oder der Warenproduktion. In der Industrie wird stärker automatisiert werden, besonders wenn Produktion aus Regionen mit niedrigeren Kosten nach Europa zurückverlagert wird.

- Den Trend zur Digitalisierung sieht man in den Kursen der „Big Five“ Amazon, Apple, Facebook, Google und Microsoft, die seit Jahresanfang stark zulegt. Profitieren nur die großen Player?

Nein, in vielen Bereichen werden kleinere und mittlere Unternehmen von dem generationenübergreifenden Trend profitieren. Oder die, die klein angefangen haben, wie der Dax-Kandidat Delivery Hero. Sicher,

die ganz Großen bestimmen das Marktgeschehen. Inwieweit aber deren Bewertungen angemessen sind, ist eine andere Frage. Für mich ist das ein Hype, die Investoren konzentrieren sich zu stark auf die Big Five. Der Abstand zu anderen Unternehmen ist geradezu gigantisch – ich denke, es wird einen Kursanstieg vieler Zyklischer und Standardwerte geben oder die digitalen Giganten werden eine langsamere Kursentwicklung oder Rückschläge sehen.

- Urlaubsreisen ins Ausland werden wieder kommen, doch auf Dienstreisen hat die Krise massive Auswirkungen. Mit welchen Folgen?

Manche meinen, in einem Jahr fliegen wieder alle kreuz und quer durch die Welt. Ich glaube das nicht. Bei Business Travel geht es um einen Kostenfaktor, der den Unternehmen schon immer ein Dorn im Auge gewesen ist und der sich jetzt gut reduzieren lässt. Die digitalen Kommunikationsplattformen sind eingeübt, man hat sich dran gewöhnt.

- Gibt es auf der anderen Seite Unternehmen, die profitieren?

Ja, einige: Unternehmen, die digitale Kommunikation und E-Commerce ermöglichen, spezialisierte Pharma- und Medizinunternehmen, aber auch Unternehmen, die lokale Dienstleistungen anbieten. Urlaubsdienstleistungen beispielsweise könnten in Deutschland einen Boom erleben, ebenso alle, die mit Haus und Garten zu tun haben. Baumärkte, Freizeitausstatter profitieren davon, dass viele ihren Urlaub zu Hause oder im eigenen Land verbringen. Der Effekt wird aber nicht dauerhaft sein – in den nächsten Jahren werden die Deutschen ihre Reiselust wieder entdecken.

- Fernreisen sind aus verschiedenen Gründen kein Thema. Dazu tragen möglicherweise auch die Coronazahlen in den USA, Brasilien oder Russland bei. Was sind die Auswirkungen solcher Entwicklungen auf Wirtschaft und Märkte?

Es ist erstaunlich, wie wenig Sorge an den Finanzmärkten in Bezug auf die Zahlen in den USA, in Brasilien und in Russland herrscht. Die Märkte sind optimistisch, dass durch

begrenzte Gegenmaßnahmen die Pandemie unter Kontrolle gebracht wird. Richtig ist, dass in den USA die Zuwachskurve von Tag zu Tag abflacht, ungeachtet der absolut gesehen hohen Zahlen. Diese werden Trump nicht dazu verleiten, Lockdown-Maßnahmen zu ergreifen. Eine große zweite Welle in den USA wäre sicher ein erhebliches Risiko für die Finanzmärkte. Ich denke aber, sie wird ohne scharfen Lockdown vermeidbar sein.

- In den USA gelten Wahljahre als gute Jahre für die Börse. Der S&P 500 legte im Schnitt 9% zu. Macht dem die Coronakrise einen Strich durch die Rechnung?

Man muss klar sagen: Trump ist gut für die Börsen. Er zögert nicht, durch stimulierende Maßnahmen die Wirtschaft anzukurbeln und negative Effekte zu kompensieren. Da kann man mit ihm rechnen. Wenn Biden seinen aktuellen Vorsprung in einen Sieg umsetzen würde, dann werden die Börsen an Tempo verlieren oder eine Korrektur durchmachen. Biden steht für eine ausgewogenere Einkommensverteilung, für höhere Steuern und mehr Belastungen für die Vermögenden und die großen Unternehmen. Das täte den Märkten ziemlich weh. Aber Trump ist ein Kämpfer, der vor nichts zurückschreckt. Ich befürchte, dass die Chancen für eine zweite Amtszeit Trumps gut stehen.

- Coronakrise, US-Wahljahr – was müssen wir in Sachen Handelsstreit befürchten?

Der Dauerkonflikt zwischen China und den USA ist eines der größten Risiken. Wenn dieser Streit nicht deeskaliert wird, ist das eine Belastung für Weltwirtschaft. Wie schwierig das ist, zeigt sich daran, dass die geplanten Zollsenkungen derzeit nicht in Sicht sind. Und es kann schlimmer kommen. Wenn die Geschäftsmöglichkeiten chinesischer Unternehmen in den USA eingeschränkt werden und China entsprechende Gegenmaßnahmen ergreift, dann wird das massive Folgen haben. Im Moment herrscht diesbezüglich in den Märkten vorsichtiger Optimismus vor, weil die Politik in beiden Ländern davor zurückschrecken sollte, der Covid-Krise weitere Belastungen hinzuzufügen. Aber ein Rückschlag

kann schnell kommen, wenn die Krise abflaut. Man darf sich nicht sicher fühlen.

■ **Was die Coronakrise aus dem Weg geräumt hat, ist die Idee der Zinswende. Oder glauben Sie noch an die Zinswende?**

Eine Zinswende kann ich auch nicht sehen, und sie wird länger auf sich warten lassen. Zwar dürfte die Inflation 2021 wieder anziehen, doch das werden die Zentralbanken tolerieren. Auch mit einer höheren Inflation werden die Zinsen tief bleiben. Höhere Zinsen sind schon wegen der hohen Verschuldung vieler Nationalstaaten nicht gewünscht, und sie würden vermutlich zu massiven Turbulenzen an den Märkten führen. Viele Investments würden bei einem deutlichen Anstieg der Renditen in Frage gestellt; ihre Bewertungsgrundlage würde sich ändern.

■ **Damit schwindet für institutionelle Investoren aus dem Bereich der Altersvorsorge die Hoffnung, mit höheren Erträgen ihre Leistungen erfüllen zu können?**

Die sehr niedrigen Zinsen sind schon länger ein Problem für viele Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen – ich habe die Lebensversicherung viele Jahre begleitet und miterlebt, wie sinkende Anleiherenditen dazu führen, dass noch mehr Geld in festverzinsliche Anlagen fließt. Als Ökonom mag man das gruselig finden, doch es geht darum, regulatorische Verpflichtungen zu erfüllen. Diese Vorschriften sind nachvollziehbar, aber sie führen zu prozyklischen Effekten an den Märkten. Für die Versicherten bedeutet das, dass sie Rendite einbüßen, auf Garantien verzichten und selbst Marktrisiken nehmen müssen.

■ **Gibt es für nicht oder weniger regulierte Investoren noch einen Grund, Anleihen zu kaufen?**

Im Rahmen der Vermögensverwaltung sind festverzinsliche Papiere ein Stabilisator im Portfolio. Einen gewissen Anteil sollte man haben, auch um deflationären Entwicklungen vorzubeugen. Aber wirklich attraktiv sind sie nicht.

■ **Verglichen mit Bundesanleihen sehen 1,3% für Italien doch ganz gut aus, oder?**

1,3%? Das ist keine angemessene Risikoprämie für die erkennbaren Probleme Italiens. Ich gehöre nicht zu denen, die einen Kollaps oder eine Desintegration der Eurozone prognostizieren, aber eine etwas höhere Risikoprämie wäre schon angemessen und würde die italienische Politik in der Post-Covid-Zeit disziplinieren. Das Zinsniveau spiegelt

weder den Verschuldungsgrad noch die Haushaltsrisiken des Landes. So haben die Italiener in der Krise noch höhere Garantien für Unternehmen gegeben als die Deutschen. Wenn es eine Insolvenzwelle geben sollte, dann stünde Italien mit dem Rücken zur Wand.

■ **Mal abgesehen von Italien – was denken Sie über die massiven Finanzprogramme und die ansteigende Verschuldung?**

Sie macht mir große Sorgen. Die Rettungsschirme für Unternehmen und Erwerbstätige waren erforderlich, aber der steile Anstieg der Verschuldung zur Stimulierung der Konjunktur schießt über das Ziel hinaus. Wir haben es ja nicht mit einer großen Bankenkrise wie vor gut zehn Jahren zu tun, die die Wirtschaft lange Zeit lähmt. Wir haben eine Krise, die aus staatlichen Maßnahmen zur Pandemiebekämpfung resultiert. Wenn die Maßnahmen gelockert werden, dann schnell die Konjunktur zurück. In den Veränderungsraten der Konjunkturindikatoren sehen wir bereits deutliche Anstiege. Kurzfristig wird die Entwicklung einem V-Verlauf entsprechen; ein ordentliches Plus nach einem tiefen Minus.

■ **Halten Sie das gewaltige Konjunkturprogramm für übertrieben?**

Mehr Augenmaß wäre in der Finanzpolitik gut gewesen. Doch was hilft es – ich rechne nicht mit einem Zurück zur Sparsamkeit. Die Ansprüche an den Staat sind durch die Pandemie gestiegen. Im Moment sind alle Schleusen offen.

■ **Das sieht nicht jeder so. Die Zinsen sind negativ, Schulden kosten nichts, und die Anleihen werden von den Zentralbanken aufgekauft. Was spricht dagegen?**

Ja, viele fordern eine höhere Verschuldung. In krasser Form sind das die Vertreter der Modern Monetary Theory oder MMT. Anfangs noch als obskure Randerscheinung belächelt, färbt MMT jetzt auf die Politik ab. Ich glaube nicht, dass man dauerhaft die Nachfrage massiv ankurbeln kann. Wenn sich die Verschuldungsspirale so weiter dreht, wird das auf eine inflationäre Entwicklung hinauslaufen oder in kleineren Ländern Währungskrisen geben. Das ist keine nachhaltige Politik.

■ **In den Schwellenländern gibt es in Lokalwährung noch zweistellige Renditen. Wie sind die Risiken?**

Die Entwicklung der Schwellenländer vollzieht sich in Zyklen. Wir haben im Vergleich zu den entwickelten Ländern einen langen Abwärts-

zyklus der Märkte und der Währungen hinter uns, der zum Teil spezifischen Ereignissen wie der langen Rezession in Brasilien und Argentinien oder dem Putsch in der Türkei oder den politischen Spannungen mit Russland geschuldet ist. In den letzten Monaten der Covid-19-Krise ist zudem Kapital in bisher unvorstellbarer Weise abgeflossen. Ich glaube, dass wir jetzt an einem Wendepunkt sind, so dass die Länder ihren inhärenten Wachstumsvorsprung wieder zur Geltung bringen könnten. Die Gewichte für Emerging Markets in den Portfolios sollte man erhöhen, ich würde allerdings eher in Hartwährungsanleihen und Aktien, weniger in Lokalwährungsanleihen investieren.

■ **Stimmen Sie in den großen Chor derjenigen ein, die Aktien für alternativlos halten?**

Ja. Aktien, Private Equity und Immobilien sind in einem gewissen Sinne inflationsgeschützt. Die Inflation müsste schon sehr hoch steigen, dass die Aktien darunter leiden. Außerdem bieten Aktien weiterhin eine angemessene Risikoprämie, die Anleger anlockt und zu weiteren Steigerungen bei den Bewertungen führen wird. Finanzpolitik und Geldpolitik sind ein weiterer Treibsatz.

■ **Ist die Erholung am Aktienmarkt nicht zu schnell gegangen?**

Als die Konjunkturindikatoren im April und Mai ins Bodenlose fielen und die Märkte dennoch nach oben schnellten, konnte man diesen Eindruck haben. Die Stärke der Abkoppelung hat auch mich überrascht. Die Märkte haben sehr schnell die Kontrollierbarkeit der Pandemie unterstellt – und das war am Ende richtig. Inzwischen hat die Erholung der Konjunktur begonnen. Manche Verbesserung der Daten, etwa zum Arbeitsmarkt in den USA, kam überraschend. Prognosen sind eben schwer in einer Situation, wie sie Ökonomen noch nicht erlebt haben. Ich glaube, dass in den nächsten Monaten noch viele positive Konjunkturmeldungen kommen werden. Insgesamt sehe ich daher keine drastische Überbewertung der Märkte.

■ **Wie halten Sie es mit Gold?**

Ich war früher kein großer Freund von Gold, weil ich glaubte, dass sich andere Märkte besser prognostizieren lassen. Doch die Prognosesicherheit hat sich auch anderswo in Luft aufgelöst. Gold wird aufgrund der enormen Unsicherheit und der möglichen Inflation nachgefragt. Inzwischen sage ich, dass ein ordentlicher Goldanteil im Portfolio wichtig ist.

.....
Das Interview führte Wolf Brandes.

