

# Märkte

Alle Börsen, Devisen, Obligationen, Rohstoffe im Monitor ab Seite 28

## «Das grösste Risiko ist Hyperinflation»

Larry McDonald, Herausgeber des «Bear Traps Report» und ehemaliger Lehman-Händler, setzt auf Aktien aus dem Energie- und Rohstoffbereich.

An den Aktienmärkten findet eine tektonische Verschiebung statt. Während die vergangene Dekade von Deflation gezeichnet war, steht die kommende im Zeichen der Inflation. Darunter leiden laut Larry McDonald Tech-Konzerne, während Unternehmen aus den Bereichen Energie und Rohstoffe profitieren. Das grösste Risiko sieht der Herausgeber des «Bear Traps Report» in einer Inflation, die ausser Kontrolle gerät. Attraktiv ist darum auch Gold und Silber.

### Herr McDonald, was beschäftigt Sie derzeit am meisten?

Mehr als die Hälfte der US-Bevölkerung besitzt Aktien. Vor zehn Jahren waren es noch rund 30%. Die Zahl der 35-Jährigen und jünger, die Aktien halten, hat sich in den letzten Jahren versechsfacht. Viele Amateure sind auf den Markt gekommen.

### Was sind die Konsequenzen?

Die Märkte sind anfälliger für Spekulation geworden. Das zeigen die Börsengänge, die Spac oder auch Bitcoin.

### Warum kommt es zu mehr Spekulation?

Handelsplattformen von Ameritrade, Fidelity oder Robinhood bieten gebührenfreie Transaktionen an. Die Kids denken, dass sie kostenlose Trades bekommen. Sie zahlen aber mit den Informationen der Aufträge, die zu Abwickeln wie Citadel fliessen. Anfang Jahr war die Volatilität des Aktienmarktes gemessen am Volatilitätsindex Vix erhöht, während die Aktien stiegen. Dies ist höchst ungewöhnlich. In den letzten Jahren trat eine hohe Volatilität bei sinkenden Titeln auf, denn wenn der Markt ins Wanken gerät, wollen sich Investoren normalerweise absichern.

### Was ist diesmal anders?

Anleger kauften viel mehr Call-Optionen zur Vergrösserung des Aufwärtspotenzials als Put-Optionen zur Absicherung. Es ist eine spekulative Bestie, die damit geschaffen wurde.

### «Mit dem Einsatz von Call-Optionen wurde an den Märkten eine spekulative Bestie geschaffen.»

### Spekulation hat im April zum Ende von Bill Hwangs Archegos und zu einem Milliardenverlust bei Credit Suisse geführt. Sehen Sie Parallelen zur Finanzkrise?

Es gibt einen grossen Unterschied, handelte es sich doch um Aktien und nicht um Anleihen. Das Marktvolumen von Aktien ist viel geringer als dasjenige von Anleihen. Ich sehe aber auch Ähnlichkeiten. Bei Lehman Brothers gab es damals den «Goldman-Neid». Kleinere Investmentbanken machten ungewöhnliche Dinge, um Goldman Sachs Marktanteile abzuluchsen. Bei Lehman, die damals die viertgrösste Investmentbank war, machten wir deswegen verrückte Deals mit schrecklichem Risikomanagement. Offenbar hat sich an diesem Prinzip nicht viel geändert – bot Credit Suisse Bill Hwang angeblich doch Konditionen an, die Goldman niemals offeriert hätte.

### Machen Sie sich Sorgen wegen der Stabilität des Finanzsystems?

Seit dem Untergang von Archegos haben viele spekulative Aktien sowie Kryptowährungen deutlich an Wert verloren. Es sieht danach aus, dass hinter den Kulissen ein heimliches Deleveraging stattgefunden hat, das einen Teil der Exzesse aus dem Markt genommen hat. Die Banken sind wohl zurückhaltender geworden.



«In etwa einem Jahr wird die Inflation ausser Kontrolle geraten.»

### Ist das Bankensystem heute stabiler als noch vor der Finanzkrise?

Ich sehe einen grossen Unsicherheitsfaktor. Viele kommerzielle Immobilientransaktionen konnten wegen Covid nicht abgewickelt werden. Dort stecken hohe Verluste drin. Es gibt Vereinbarungen zwischen Kreditnehmern und -gebern, die Organisationen grossen Spielraum verschafft haben. Irgendwann müssen diese Verluste aber realisiert werden, wahrscheinlich in einem bis anderthalb Jahren. Dann wird es eine Welle von Ausfällen geben. Alles in allem ist das Bankensystem aber sehr viel stabiler als damals.

### «Alles in allem ist das Bankensystem sehr viel stabiler, als es vor der Finanzkrise war.»

### Dann müssen sich Anleger deswegen also keine Sorgen machen. Was ist mit den hohen Bewertungen an den Aktienmärkten?

Bullenmärkte enden nie wegen hoher Bewertungen. Sie enden immer mit einem Schuldenabbau, der durch ein Ereignis verursacht wird. Der US-Bankier J.P. Morgan sagte 1907, dass es nichts gebe, was das Urteilsvermögen stärker verzerre als der Anblick, wie der Nachbar reich werde. Zu Beginn des Jahres gab es Millionen von Anlegern, die ihren Nachbarn dabei zusahen, wie sie mit Kryptowährungen und spekulativen Aktien reich wurden. Alle diese Vermögenswerte sind unterdessen deutlich gefallen.

### Ist Archegos das Ereignis, das den Bullenmarkt beendet?

Wir sind sehr nah dran. Der S&P 500 besteht zu fast 40% aus Technologieaktien. Er wird in den nächsten fünf Jahren eine sehr schwierige Zeit haben. Der britische FTSE 100 ist hingegen ein wunderbarer globaler Aktienkorb mit GlaxoSmithKline, Rio Tinto, Glencore, BP und Royal Dutch Shell. Die Anleger sollten Tech-Titel reduzieren und das Engagement in Value und Rohstoffen erhöhen. Es findet derzeit eine massive Rotation weg von Tech und Momentum hin zu Value statt.

### Wird sich diese Rotation fortsetzen?

Ja, denn sie wird nicht nur durch die Verluste in den letzten neunzig Tagen angetrieben. Es gibt strukturelle Gründe. In den vergangenen zehn Jahren hatten wir den Brexit, Handelskriege, Taper Tantrums sowie die Austeritätspolitik in den USA und Europa. All dies hat ein beständig deflationäres Umfeld geschaffen. Wegen der fiskalischen und der monetären Massnahmen aufgrund der Pandemie haben wir nun hingegen ein inflationäres Umfeld. Davon werden Aktien mit echtem Wert profitieren, während Anleihen und Tech-Titel leiden werden.

### Anleger sollten also die sogenannten FANMAG-Aktien – Facebook, Apple, Netflix, Microsoft, Amazon und Google-Mutter Alphabet – verkaufen?

Mit Stand vom letzten Monat hatte der Nasdaq-100-Index, der die grössten Tech-Konzerne umfasst, eine Marktkapitalisierung von 17 Bio. \$. In den amerikanischen Energie- und Bergbaudizes betrug der

- 16 Zinserhöhungen schaden nicht
- 17 Wer wie viel Geld von der EU bekommt
- 17 Die Anleihenflut der EU beginnt
- 19 «Wir setzen auf Schweizer Aktien»

### Zur Person

Larry McDonald kennt die verschiedenen Facetten des Finanzsystems. 2008 war er als Leiter des Handels mit notleidenden Krediten bei Lehman Brothers mittendrin, als die Finanzkrise ausbrach. Seine Geschichte erzählt er im Buch «A Colossal Failure of Common Sense», das inzwischen in zwölf Sprachen vorliegt, darunter auch in einer deutschen Fassung. Vor Lehman Brothers war McDonald für den Konkurrenten Morgan Stanley tätig, dem er 1999 seinen Recherchedienst Convertbond.com verkauft hatte. Von 2011 bis 2016 arbeitete er als US-Chefstrategie für Société Générale. Heute betreibt der 55-Jährige mit dem «Bear Traps Report» einen Researchdienst für institutionelle Investoren, der sich auf makroökonomische Themen fokussiert. McDonald ist in der Region von Cape Cod an der US-Ostküste aufgewachsen und hat an der University of Massachusetts Dartmouth Ökonomie studiert.

### Fund Experts

Am 13. Juli 2021 findet im Gottlieb Duttweiler Institut in Rüschlikon das jährliche «Fund Experts Forum» der FuW statt. Unter dem Titel «Build upon Resilience» referieren u.a. Larry McDonald, Jane Buchan und Sigmar Gabriel. Profitieren Sie von einem Austausch in kleinem Rahmen und erhalten Sie wertvolle Orientierungshilfe in den Gruppengesprächen unserer elf Partner. Infos und Anmeldung unter [www.fundexpertsforum.com](http://www.fundexpertsforum.com).

FINANZ und WIRTSCHAFT FORUM

gesamte Börsenwert nur knapp 2 Bio. \$. Anleger sollten in Bergbau- und Energieunternehmen investieren. Es wird eine Renaissance der Kernenergie geben.

### «Wegen der fiskalischen und der monetären Massnahmen haben wir ein inflationäres Umfeld.»

### Warum ist das so?

Indien und China zählen zusammen 2,8 Mrd. Menschen. Die Volkswirtschaften dieser Länder wachsen fünfmal schneller als diejenigen der USA und Europas. 75% des Stroms in Indien werden aber mit Kohle erzeugt. Wenn wir die Erde retten wollen, müssen diese 2,8 Mrd. Menschen Wind-, Solar- und Atomkraft annehmen.

### Sollten Anleger in Uran investieren?

Uran befindet sich seit langem in einem Bärenmarkt. Deswegen gibt es kaum Spekulanten. Zudem gibt es zu wenig Uran, um die Anlagen zu versorgen, die ans Stromnetz gehen dürften. Der Sektor ist 20 Mrd. \$ gross, dürfte sich aber vervierfachen. Ein Gewinner ist beispielsweise der kanadische Uranförderer Cameco.

### In der Gesellschaft und der Politik gibt es aber Widerstand gegen die Atomenergie.

Der einzige Weg auf die grüne Wiese der nachhaltigen Energieerzeugung führt über die Atomkraft. Die US-Energieministerin Jennifer Granholm war früher gegen Atomenergie, nun ist sie dafür. Das gilt

auch für den US-Sonderbeauftragten für Klimafragen, John Kerry.

### Was ist mit Gold und Silber?

Silber ist attraktiv, und die Aktien von Silberförderern sind ziemlich günstig. Was mir an diesem Zyklus gefällt: In den nächsten sechs bis sieben Jahren kommen 40% der Silbernachfrage von Elektrofahrzeugen und Solaranlagen. Das ist neu.

### «Das Federal Reserve wird gezwungen sein, die Renditekurve in irgendeiner Form zu kontrollieren.»

### Wird die lockere Geldpolitik der US-Notenbank dem Goldpreis Auftrieb geben?

Von 2010 bis 2020 begann das Fed drei Mal den globalen Reigen der monetären Straffung: 2013, 2015/16 und 2018. Jedes Mal stieg der Dollar, bremste die Weltwirtschaft und schuf eine Menge Ungleichheit in den USA. Das will die US-Notenbank nicht wiederholen. Sie wird so lange wie möglich an der lockeren Geldpolitik festhalten. Das ist sehr bullish für Gold.

### Wird das Fed in der Lage sein, die Anleihenrenditen in Schach zu halten?

Das Fed wird gezwungen sein, die Renditekurve in irgendeiner Form zu kontrollieren, weil die Inflationsraten steigen werden und dies mehr Druck auf die Anleihenrenditen ausübt. Wenn die Anleihenrenditen steigen, wird die Last wegen der zusätzlichen 10 bis 15 Bio. \$ an globalen Schulden, die es vor zehn Jahren noch nicht gab, deutlich grösser sein.

### Wie bald werden die US-Währungshüter zu diesem Schritt gezwungen sein?

Auf eine gewisse Art und Weise sind sie das bereits. Das Fed muss die Zinskurvensteuerung nicht offiziell ankündigen. Man muss nur die Reden von Falken aus dem inneren Kreis verfolgen, wie beispielsweise Richard Clarida. Er hat letzte Woche eine Rede gehalten, in der er über die Kontrolle von Teilen der Zinskurve sprach. Der Dollar gab prompt nach.

### Wird das Fed eine formale Zinskurvensteuerung wie in Japan durchführen?

Die USA haben das nach dem Zweiten Weltkrieg getan. Wenn wir die Pandemie hinter uns lassen, werden wir höchstwahrscheinlich zu dieser Art von Mechanismus zurückkehren.

### Wo sehen Sie das grösste Risiko?

Das grösste Risiko ist die Hyperinflation, eine Inflation, wie es sie in den Siebzigerjahren gab. In etwa einem Jahr wird die Inflation ausser Kontrolle geraten. Dann wird das Fed – ähnlich, wie es der ehemalige Fed-Vorsitzende Paul Volcker tat – versuchen, sie unter Kontrolle zu bringen, und der Wirtschaft die monetäre Unterstützung entziehen. Das wird die USA in eine sehr tiefe Rezession, wenn nicht sogar in eine Depression stürzen.

### Wann wissen wir, dass die Inflation nicht nur vorübergehend ist?

Schauen wir uns das letzte Jahrzehnt an, als sie vorübergehend war. Wir hatten gut funktionierende Lieferketten und eine globalisierte Wirtschaft. Das ist jetzt anders. Die Lieferketten funktionieren nicht mehr reibungslos, und US-Unternehmen holen die Produktion ins Land zurück. Gleichzeitig erhöhen die Unternehmen die Löhne auf breiter Front. Das alles ist inflationär und nicht vorübergehend.

INTERVIEW: MARTIN LÜSCHER, New York