

# Investment Outlook 2021

## Debt financed Recovery 'under Construction'

*Positive Scenario priced in – Tesla & Bitcoin expected to fall*

### 2020: COVID-19 Pandemic and a new U.S. President

Das Jahr 2020 wurde fast ausschliesslich von den Geschehnissen rund um das Virus COVID-19 bestimmt. Im Gegensatz zur Spanischen Grippe von 1918/19 gefährdet COVID-19 die Gesundheit älterer Menschen ganz besonders und die von Personen, welche bestimmten Risikogruppen angehören. Bis dato (22. Januar 2021) starben in der Schweiz 8'283 Menschen an und mit COVID-19. An den Folgen der Spanische Grippe verloren in der Schweiz etwa 21'000 Menschen ihr Leben (bei einer damals knapp halb so grossen Einwohnerzahl wie heute). Weltweit hat die Pandemie bereits über 2 Millionen Menschenleben gefordert. Um die Gefahr von Ansteckungen zu reduzieren, wurden weltweit Schutzkonzepte ausgearbeitet (von persönlichen Schutzmassnahmen bis hin zu Lockdowns auf nationaler Ebene). Die Pandemie liess ursprüngliche Wirtschaftsprognosen zu Makulatur werden. Die Weltwirtschaft erlitt 2020 einen der schärfsten Wirtschaftseinbrüche seit der Grossen Depression (1929/1933). Die Ökonomen des Internationalen Währungsfonds (IWF) rechnen mit einem Rückgang des Weltbruttoinlandsprodukts (BIP) von 4.4%. Die Talsohle dürfte jedoch bereits im 2. Quartal 2020 durchschritten worden sein. Inmitten der ersten Corona-Welle, als die Unsicherheit maximal war (viele Hilfspakete für Private und Unternehmungen waren noch wenig konkret und es war auch völlig unklar, ob diese ausreichen würden), sackte der MSCI-Weltaktienindex (USD) auf den Jahrestiefststand von 1'602 Punkten (23.3.2020). Die Angst der Anlegerschaft war zwar unsichtbar in jenen dunklen Tagen, aber spürbar für erfahrene Börsianer/-innen. In solchen Phasen der Beinahe-Resignation ist der Börsentiefpunkt meist nicht weit entfernt. Innerhalb von nur etwa 5 Wochen hatte der repräsentative Leitindex 34.2% an Wert eingebüsst. Kaum jemand hätte damals erwartet, dass das MSCI-Börsenjahr 2020 schliesslich (exakt) auf dem Jahreshöchststand von 2'690 Punkten enden würde (+67.9% gegenüber Jahrestiefpunkt, +14.1% gegenüber Jahresanfang). Die US-Wirtschaft brach im 2. Quartal annualisiert um rund 31.4% ein; im darauf folgenden Quartal erholte sich die Konjunktur bereits wieder und wuchs annualisiert um sagenhafte 33.4%. Gemäss traditioneller Definition braucht es zwei aufeinanderfolgende Quartale mit einem Negativwachstum, damit ein Wirtschaftsrückgang als Rezession bezeichnet wird. Weil der Quartalsabsturz in Q2 derart massiv war, hat sich das National Bureau of Economic Research (NBER) für eine moderne Auslegung des Begriffs Rezession entschieden und Q2-2020 offiziell als Rezession erklärt. Der längste US-Wirtschaftsaufschwung der Geschichte endete somit nach 128 Monaten; er dauerte von Juni 2009 bis Februar 2020. Obwohl die US-Wirtschaft eine grosse Widerstandskraft an den Tag gelegt hat, ist die allgemeine Situation immer noch sehr fragil. Das zeigt u. a. ein Blick auf den Arbeitsmarkt. Per Ende 2020 lag die Arbeitslosenquote bei 6.7%. Sie ist zwar nun deutlich tiefer als auf dem Höhepunkt im April (14.7%), aber immer noch fast doppelt so hoch wie auf dem Tiefpunkt von vor der Pandemie (Februar: 3.5%). Rund 10.7 Millionen Personen sind in den USA zurzeit arbeitslos. Die US-Notenbank Fed prognostiziert einen BIP-Rückgang von noch 2.4% für 2020. Erstaunlich robust präsentiert sich momentan der private Wohnungsmarkt/Häusermarkt. Für die Schweiz erwartet das Staatssekretariat für Wirtschaft SECO einen Rückgang des BIP von 3.3%. Damit schneidet die Schweiz auf wirtschaftlicher Ebene besser ab als viele andere Industrienationen. Um die Ausbreitung des Virus einzudämmen, stehen seit Kurzem diverse Vakzine (Impfungen) zur Verfügung, die Anlass zur Hoffnung geben. Ab etwa Frühling 2021 scheint eine Entspannung möglich. Ob die Weltwirtschaftserholung so stark ausfallen wird, wie z. B. der IMF erwartet, wird sich weisen (2021(E): 5.2%). Auf den neuen US-Präsidenten Joe Biden (Demokrat) wartet jedenfalls viel Arbeit. Der 46. Präsident der USA löst Donald Trump (Republikaner) ab, der sich weigerte öffentlich seine Niederlage anzuerkennen. Zwei Wochen vor der Amtseinführung (die ohne Beisein von Donald Trump stattfand), stürmten Anhänger von Donald Trump das Kapitol, quasi die Wiege der amerikanischen Demokratie, etwas, das man zuvor als für unmöglich gehalten hätte. Es zeigt exemplarisch, wie geladen die Stimmung ist und wie gespalten das Land politisch ist. Joe Biden möchte das Land einen und die internationale Zusammenarbeit wieder verstärken. Toppriorität haben die Themen Pandemiebekämpfung, Wirtschaft/Soziales und Klimaschutz.

### Central Banks buy Financial Assets

Aufgrund der ausserordentlichen Lage unternehmen die Notenbanken alles Erdenkliche, um eine Wirtschaftserholung zu erleichtern. Sie tun dies mit einem umfangreichen Set an geldpolitischen und makroprudenziellen Werkzeugen. Noch nie war die internationale Zinspolitik so synchron und noch nie wurden die kurzfristigen Leitzinsen so tief gesenkt/gehalten um das Finanz- und Wirtschafts-

system mit günstigem Geld und viel Liquidität anzukurbeln (CH: -1.25% - -0.25%, USA: 0.00% - 0.25%, Euroland: 0.00%, JPN: 0.00% - -0.10%, UK: 0.10%). Riesige Wertpapierkaufprogramme der Notenbanken lassen deren Bilanzen explodieren. Mit dem Kauf von Anleihen steuern und kontrollieren die Zentralbanken schon seit geraumer Zeit auch die Renditen von mittel- und langlaufenden Zinspapieren. Immer mehr Notenbanken sind dazu übergegangen auch Aktien zu erwerben, was auch im Aktiensegment zu Blasenbildungen geführt hat. Staatschuldverschreibungen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren rentierten Ende 2020 nur noch um die Nullmarke (CH: -0.55%, USA: +0.95%, DEU: -0.56%, JPN: 0.02%, UK: 0.24%, CAN: 0.71%). Der länderspezifisch leicht unterschiedliche, insgesamt sehr milde oder gar negative Teuerungsverlauf spiegelt sich in den jeweiligen Anleihenrenditen. Nur angeschlagene Schuldner mit einer schlechten Bonität und ohne Support von Dritten spüren die Härte der Zinskräfte und zahlen hohe Zinsen. Solide Unternehmungen und auch die meisten Industriestaaten leben hingegen in einer Zins-Traumwelt. Die Kehrseite der Medaille ist, dass auch bei eigentlich soliden Firmen die Schulden wachsen – viele können der Verlockung billigen Geldes einfach nicht widerstehen. Die Geprellten sind weiterhin diejenigen, die ihr Geld ausschliesslich auf dem Konto anlegen oder Obligationen kaufen. Anleihen mit langen Laufzeiten bergen mittlerweile sehr hohe Preisschwankungsrisiken. Wenige Jahre nach Ende des 1. Weltkrieges (1918) und dem Abflauen der Spanischen Grippe (1919) verzeichneten viele Länder einen aussergewöhnlich heftigen Teuerungsanstieg, was teilweise sogar Währungsreformen nötig machte. Ein Szenario, das wir uns heute kaum vorstellen können. Ein unerwartet heftiger, unkontrollierbarer Teuerungsanstieg würde die Anleihenmarktblase zum Platzen bringen. Wegen des abrupten Nachfragerückgangs verlor das Erdöl im Frühjahr 2020 massiv an Wert. Der Preis für Öl der Sorte Brent fiel am 22. April 2020 auf den Jahrestiefststand (Intraday: \$17.01 je Fass). Von der einsetzenden Konjunkturerholung und den Fördermengenanpassungen der erdölexportierenden Länder profitierte im späteren Jahresverlauf dann auch das Öl (Kurs 31.12.2020: USD 51.35). Der Jahresverlust fällt aber dennoch happig aus (-23.3% gegenüber Vorjahr). Edelmetalle glänzten hingegen auch im Pandemiejahr mit einer überdurchschnittlichen Performance. Der Goldpreis stieg kontinuierlich und beendete das Jahr 2020 klar im Plus (+24.6% auf USD 1'898 je Feinunze). Der US-Dollar schwächelte hingegen und notierte am Jahresende gegenüber dem CHF bei nur noch CHF 0.88 (Veränderung 2020: -8.7%). Die Schweizer Grosskonzerne präsentierten insgesamt relativ gute Geschäftszahlen. Der Swiss Market Index (SMI) vermochte das turbulente und volatile Krisenjahr 2020 mit 10'703 Punkten minim im positiven Bereich abzuschliessen (+0.8% exkl. Dividenden).

### Concentration of Wealth and Income

Die COVID-19-Pandemie verschärft Ungleichheit. Diese Aussage stammt von Lael Brainard, die Mitglied US-Notenbankausschuss ist. In den USA, wie auch in den meisten anderen Ländern, sind Einkommen und Vermögen sehr ungleich verteilt. Und die Schere geht immer weiter auseinander. Dies kann schwerwiegende sozioökonomische Folgen für eine Volkswirtschaft haben und zu einer Polarisierung mit radikalen Forderungen führen. In den USA besitzen die reichsten fünf Prozent der Bevölkerung etwa zwei Drittel des Gesamtvermögens und erzielen etwa zwei Fünftel aller Einkommen.



# Investment Outlook 2021

## Debt financed Recovery 'under Construction'

*Positive Scenario priced in – Tesla & Bitcoin expected to fall*

### Sovereigns lend Money to support People & Businesses

Die Regierungen greifen der Bevölkerung und den Unternehmungen mit einer Vielzahl von finanziellen Hilfeleistungen unter die Arme. Dafür müssen sich die Länder auf vielen staatlichen Ebenen verschulden (vor allem mittels Anleihen, engl. Bonds). Der frisch gewählte US-Präsident möchte ein gigantisches Hilfspaket (*COVID-19 Relief Plan*) in der Höhe von rund USD 1.9 Bio. vom Kongress absegnen lassen. Mit einem energischen Eingreifen (Impfprogramme, Direktzahlungen etc.) möchte Joe Biden die US-Wirtschaft stabilisieren und ihr zu neuem Schub verhelfen. Von Steuererhöhungen ist momentan nichts zu hören, schliesslich möchte man die Bevölkerung nicht gleich zu Beginn der Amtszeit vergraulen. Doch früher oder später werden die von Donald Trump durchgeboxten Steuerenkungen, zumindest teilweise, wieder rückgängig gemacht werden müssen.

### ...with the Effect that their own Credit Ratings sinks

Alles in allem haben sich die Kreditratings der wirtschaftlich bedeutendsten Staaten 2020 (G7 und BRICS) erneut verschlechtert. Hohe Budgetdefizite, wachsende Schulden und anhaltende Gefahren der Pandemie lasten auf ihren Gütesiegeln. Von den Grossen blieben nur Deutschland, China und Russland gänzlich von negativen Bonitätsanpassungen der Ratingagenturen Moody's, S&P Global Ratings und Fitch Ratings verschont. Das Rating der USA wurde von Fitch Ratings zwar bei AAA belassen, aber der Ausblick von 'stabil' auf 'negativ' geändert. Im Gegensatz zur Schweiz und zu Deutschland (beide verfügen über die höchstmöglichen Ratingeinstufungen) spielt die USA zwar immer noch in der höchsten Qualitätsliga mit, hat aber bereits etwas von ihrem früheren unangefochtenen Stabilitätsstatus eingebüsst. Stark herabgestuft wurde abermals die Kreditwürdigkeit Südafrikas (gleich von zwei Ratingagenturen in zwei Rating-schritten). Die Bonitätseinstufung des Landes am Kap der guten Hoffnung ist dadurch noch weiter in den 'spekulativen Anlagebereich' herabgesenkt worden.

### Tesla & Bitcoin Bubble - Tech Giants overvalued

Die grossen Technologiegiganten aus den USA und anderenorts haben ein Glanzjahr sondergleichen hinter sich; die Pandemie veränderte das Arbeits- und Freizeitverhalten der Menschen (Home Office etc.) und bescherte den führenden Techkonzernen grossartige (Extra-)Geschäfte mit ihren Kunden/Kundinnen. Die Aktienkursgewinne fielen 2020 entsprechend atemberaubend aus: Tesla: +743.4%, Apple: +80.7%, Amazon: +76.3%, Netflix: +67.1%, Microsoft: +41.0%, Facebook: +33.1%, Alphabet (Google): +30.9%. Die Kurse der 'Favorites' erklimmen Höchstwerte. Visual Finance erachtet die Kursavancen als überschwänglich bzw. die Bewertungen als übertrieben hoch. Dies trifft ganz besonders auf den Elektroautohersteller Tesla zu. Das Unternehmen möchte den Übergang zu nachhaltiger Energie beschleunigen. Das weckt viel Aufsehen und sorgt für noch mehr Fantasie. Die Aktienbewertung fällt bei Anwendung gängiger Bewertungskennzahlen allerdings höchst exzessiv aus und liegt komplett ausserhalb durchschnittlicher Vergleichswerte (siehe Marktwert zu Umsatz, Marktwert zu Buchwert, Kurs-Gewinn-Verhältnis, Gewinnmarge, Dividendenrendite). Neue Technologien gehen in der Regel auch mit neuen Risiken einher. Kommt hinzu, dass die Konkurrenz von Teslas Ambitionen aufgerüttelt wurde und in diesem interessanten Zukunftsmarkt ebenfalls eine aktive Rolle spielen möchte. Ausserdem besteht im Autobau stets eine relativ grosse Abhängigkeit von reibungslos funktionierenden Lieferketten. Tesla ist sehr beliebt. Die Aktien sind unserer Meinung nach jedoch klar absturzgefährdet (Kurs 22. 1. 2021: USD 846.64). Auch Bitcoin profitierte vom Interesse und der Kauffreudigkeit der Investoren/-innen. Der Preis für ein Bitcoin stieg 2020 von \$7'193.60 auf \$29'001.72 (+303.2%). Der Anbieter CoinMarketCap errechnet aktuell (22.1.2021) eine Marktkapitalisierung von USD 662.8 Mrd. Der Kreis der Interessierten nimmt laufend zu und die Besitzerschaft vergrössert sich. Gleichzeitig tummeln und formieren sich viele neue Handelsplattformen und Anlagefirmen rund um das Geschäft mit Bitcoins. Digitale Zahlungsmittel und Währungen werden nach Ansicht von Visual Finance weiter an Bedeutung gewinnen. Die Marke Bitcoin hat mit dem weltweit steigenden Interesse an Wert hinzugewonnen. Als Rechnungseinheit oder als Zahlungsmittel für den täglichen Gebrauch sehen wir keine Vorteile von Bitcoins im lokalen Zahlungsverkehr gegenüber traditionellen Währungen. Herkömmliche Währungen lassen sich problemlos auf dem Konto elektronisch sparen und nach Wunsch in Bares (Noten und Münzen) wechseln. Münz- und Notengeld können ihre Aufgabe unabhängig von Strom und Computersystemen erfüllen und auf einfache Weise als Reserve aufbewahrt werden.

Der Bitcoin ist bis jetzt an nichts 'Festes' gekoppelt. Wer bestimmt in ferner Zukunft über die Limitierung oder über eine beliebige oder regelbasierte Ausweitung der Bitcoin-Menge? Was sind die Ertragsperspektiven eines Bitcoin-Investments und aus welchen Komponenten besteht ein allenfalls zu erwartender Ertrag? Weshalb soll der Wert von Bitcoins weiter steigen? Was sind die fundamentalen Werttreiber? Wir stufen Geldanlagen in Bitcoins als sehr spekulativ ein und das Risiko von Kurseinbrüchen als hoch ein und raten eindringlich vom Kauf von Bitcoins auf diesem Niveau ab (Kurs 22.1.2021: USD 33'005.76). Angesichts Die Preiskapriolen deuten darauf hin, dass es sich beim Bitcoin vornehmlich um ein Handels- und Spekulationsobjekt und weniger um eine Währung handelt. Teure Werbung für alle Art von Kryptowährungen ohne wichtige Informationsinhalte verheisst nichts Gutes. Einige Menschen möchten mit Kryptowährungen das in Jahrhunderten gewachsene Geld- und Bankensystem umpflügen. Es stellt sich die Frage, was dannzumal für ein System entstehen würde und wer darüber die Macht und Kontrolle hätte. Jedes System ist anfällig. Das gilt auch für Bitcoins. Visual Finance geht davon aus, dass sich über kurz oder lang das Tauschverhältnis von 'Bitcoin - US-Dollar' derart verändert werden muss, dass der Bitcoin in etwa einem US-Dollar entspricht (was durch ein Splitting herbeigeführt werden kann). In diesem Falle könnte der Bitcoin vielleicht zumindest die Funktion eines Wertmassstabs erfüllen. Die Unterstellung von Kryptowährungen unter eine staatliche oder supranationale Aufsicht und Regulierung muss kein Nachteil für das Gedeihen und die Weiterentwicklung von Kryptowährungen sein. Es gab schon immer alternative Alternativwährungen. Vielleicht wird Bitcoin einmal ein fast normales, digitales Zahlungsmittel sein: einigermaßen stabil im Austauschverhältnis zu anderen handelsüblichen Währungen, aber ohne nennenswertes Aufwertungspotenzial. Das wird aber nicht einfach zu bewerkstelligen sein, denn Bitcoin scheint irgendwie der operative und strategische 'Kopf' (Aufbau) zu fehlen; im Falle von Zentralbanken obliegt die Leitung dem Direktorium (indirekt der jeweiligen Regierung, die Mitglieder vorschlägt und/oder absegnet). Ein global anerkanntes Zahlungsmittel muss sicher und stabil sein. Klassische Anleihen bleiben aufgrund der künstlich gedrückten Renditen uninteressant. Gold erachten wir hingegen weiterhin als gute und sichere Vermögensanlage. Da die Förderkosten stetig steigen, dürfte auch der Goldpreis langfristig von Preiszuwächsen profitieren, die nominal etwa im mittleren einstelligen Prozentbereich liegen werden (falls sich die Gewinnmarge aus der Goldproduktion stark verengt oder gar einmal negativ werden sollte, würden einige unrentable Minen temporär geschlossen werden, wodurch eine Angebotsreduktion eintritt, die geeignet ist den Goldpreis wieder ansteigen zu lassen). Aktien sind momentan hoch bis sehr hoch bewertet. Vor allem bei den Technologieaktien sind starke Wachstumszahlen bereits in den Kursen eingepreist, was das Risiko von Enttäuschungen und Kurskorrekturen erhöht. Visual Finance setzt im Aktienbereich den Hauptfokus auf Firmen ausserhalb des Technologiesektors mit guten Bilanzen und einem Management, das sich weitsichtig und möglichst nachhaltig (und nicht zu gierig) verhält – selektiv kommen auch Restrukturierungskandidaten als Engagement infrage, aber nur dann, wenn das Management gewillt ist alle Interessengruppe bestmöglich in die Neupositionierung mit einzubeziehen. Der Schweizer Franken bleibt im gegenwärtigen Umfeld unter den Währungen die erste Wahl.

