



Bewertungsnotstand

Gegen Ende des Jahres 2017, nach einem weiteren Anstieg der wesentlichen Börsenindizes im unteren zweistelligen Bereich, stellt sich die Frage, ob das derzeitige Bewertungsniveau durch zu erwartende künftige Zahlungsströme der Unternehmungen gerechtfertigt sei oder nicht. Zur Beantwortung dieser Frage sind makroökonomische Faktoren zu berücksichtigen, mithin die zu erwartenden Wachstumszahlen in den relevanten Ländern und Sektoren, aber auch mögliche Störfaktoren, welche ein als wahrscheinlich angesehenes Normalzenario in Frage stellen würden.

Aus unserer Sicht ist es nicht das lang ersehnte Wachstums von 1 bis 3 Prozent für die entwickelten Industrieländer und 5 Prozent und mehr für bestimmte Schwellenländer, welches bezüglich Bewertungsniveau Sorgen bereitet. Vielmehr stehen verschiedene *Sonderfaktoren* für uns im Vordergrund. Sie alle weisen darauf hin, dass sich momentan sehr vieles in der Schwebelage befindet. So sind in auffallend vielen Ländern *instabile Regierungsverhältnisse* festzustellen. Mehrheiten sind immer schwieriger zu bilden, derweil das politische Extreme an der Kohäsion der Gesellschaft nagt. Wichtige Dossiers, unter anderem der Brexit, harren einer tragfähigen Lösung. Noch hat sich die Welt auch nicht wirklich an den Stil des neuen Präsidenten der Vereinigten Staaten gewöhnt, derweil aber vieles darauf hindeutet, dass er entgegen der Meinung der europäischen Medien auch ein zweites Mal gewählt werden könnte. In Mittelost sehen wir uns mit einer Zementierung der Gegnerschaft des Westens gegenüber Iran konfrontiert, zurückzuführen auf den Machtwechsel im saudischen Königshaus. Alles in allem nicht unmittelbar drohende, explizite Risiken; vielmehr erscheinen sie subkutan-implizit und sind somit wohl auch kaum adäquat in den Börsenbewertungen berücksichtigt.

Im engeren wirtschaftlichen Kontext ergeben sich unseres Erachtens durch die absehbaren Entwicklungen als Folge von *Industrie 4.0* (Big Data, Blockchain, Internet of Things usw.) mehr Unsicherheiten bezüglich weit in der Zukunft liegender Erträge vieler Unternehmungen, als dies die meisten Marktteilnehmer gerne zugeben möchten. Die Dekonstruktion vieler Prozesse bis weit hinein in ganze Industrieanlagen, ja sogar hin zu Endprodukten wie dem Auto und Geräten des häuslichen Gebrauchs, führt zu einer sehr schwierigen Vorhersehbarkeit in der Frage, wer am Ende auf

welche Weise das Rennen machen wird. Die Gefahr, dass derzeit höchst beliebte, kapitalschwere und hohe Dividenden entrichtende Unternehmungen auf der Verliererseite stehen werden, ist nicht von der Hand zu weisen. Irgendwie liegt auch hier vieles in der Schwebelage; greifbare Fakten und die Vorstellbarkeit dessen, was in vier, fünf Jahren sein wird, sind Mangelware.

Ähnlich unentschieden erscheint uns die Situation im *geldpolitischen Bereich*, wo zwar viel vom Ausstieg aus der ultraliquiden Geldversorgung geredet wird, die Tatbeweise aber nur höchst zögerlich erfolgen. Der Handlungsspielraum der Notenbanken ist dadurch bis auf weiteres strapaziert. Auf die verschiedenen Sonderfaktoren zu reagieren: Dazu sind die Notenbanken noch nicht retabliert. Neben allen gravierenden volkswirtschaftlichen Verzerrungen, welche die nicht mehr so ausserordentliche Politik des unentgeltlichen Geldes nach sich zieht, rufen wir die grundsätzliche, finanzmathematisch gegebene Problematik der Bewertung künftiger Cash Flows bei extrem tiefen Zinsen und fehlenden Risikoprämien an den Finanzmärkten in Erinnerung. Just zu einem Zeitpunkt atemberaubender Umwälzungen in Wirtschaft und Gesellschaft infolge Industrie 4.0 führen diese gegenwärtigen Extremwerte beider Parameter zu einer unpassend hohen Gewichtung der weiter weg liegenden Zukunft in der Bewertung von Unternehmungen. Einer Zukunft, die naturgemäss und im Wandel erst recht viel schwieriger als die nahe Zukunft abschätzbar ist. Dies führt zu Übermut, der aufgrund der genannten Schwebelagen und der mit Gewissheit sehr umwälzenden Folgen des technischen Wandels fehl am Platze ist.

Wir lassen es aber wiederum nicht bei blossen analytischen Feststellungen bewenden, sondern schliessen den Text mit Empfehlungen für den Unternehmer wie auch den Inhaber eines Vermögensportefeuilles. Die Zeiten blinden passiven Investierens sind aus unserer Sicht in der Vermögensverwaltung vorbei; man kommt nicht darum herum, der notwendigen Diversifikation *intelligente Selektionskriterien* zur Seite zu stellen. Denn sonst läuft man Gefahr, systematisch absterbende, kapitalschwere Dinosaurier zu bevorzugen. Wir fordern „Schumpeter inside!“ für unsere Anlageobjekte: kreative Zerstörung und Innovation als sichtbarer Teil einer Unternehmensstrategie, die auf nachhaltige Werthaltigkeit zielt.