

Bewertungsnotstand

bergsicht



KAPITEL 1

Die Hundertmilliardenfrage

«Was halten Sie von Bitcoin?» Derzeit geht kein Event, keine Party vorüber, ohne dass der frühere Privatbankier zum Thema Kryptowährungen befragt würde. Antwort: «Man kann sehr viel Geld damit machen.» Ob ich denn Bitcoins hätte, lautet die überrascht bis leicht entsetzte Folgefrage. «Selbstverständlich! Seit der Veröffentlichung der *bergsicht* zur Blockchain-Technologie vor zwei Jahren.» Aha. Ob es mir wohl sei dabei, dahinter stecke doch nichts. «Denken Sie denn, dass die mit Staatsanleihen aufgeblähten Bilanzen der Notenbanken, die das bisher übliche Fiat-Geld produzieren, werthaltiger als *nichts* sind?» Ups. «Haben Sie um Ihr Investment angesichts der hohen Volatilität keine Angst?» Naja, die Angst halte sich in Grenzen, meint der Befragte, denn seit Beginn des (leider viel zu geringen) Investments hätte er bei jeder Verdoppelung des Bitcoin-Kurses fünfzig Prozent davon realisiert.

Worum handelt es sich bei diesem Dialog? Um eine Unterhaltung zwischen zwei relativ *Unwissenden*. Beide kennen weder das Wesen noch die Bedeutung des Objekts. Auch der frühere Privatbankier nicht. Er weiss zwar einigermassen, wie die Technik zur Generierung von Bitcoins funktioniert, nämlich algorithmisch

kontrolliert. Und er kennt nunmehr aus eigener Erfahrung, wie man die Kryptowährung erwerben und auch wieder loswerden kann. Damit hat es sich dann aber auch. In welcher Form Bitcoins überleben werden, das heisst, ob sie in Gesellschaft und Wirtschaft eine wesentliche Funktion erfüllen werden – keine Ahnung. Ob auf die längere Dauer mehrere Kryptowährungen, ja eine Vielzahl, nebeneinander existieren können und mithin Wettbewerb herrschen wird – dito. Ob der Besitz einmal kriminalisiert wird – wer weiss. Für seine damaligen Anlageempfehlungen hatte der Privatbankier von seinen Analysten deutlich mehr Grundlagenwissen gefordert.

Mittlerweile geht es nicht mehr um quasi nichts oder sehr wenig, sondern um ziemlich viel. Die zugegebenermassen der Dynamik stark schwankender Preise ausgesetzten Berechnungen ergeben (Stichtag 30. November 2017) eine Marktkapitalisierung von rund 300 Milliarden Schweizerfranken für die zehn wichtigsten Kryptowährungen, von Bitcoin über Ethereum, Ripple und IOTA bis hin zu Cardano. Bitcoin nimmt dabei mit fast 60 Prozent die wichtigste Marktstellung ein. Es gibt also weltweit genügend Leute, die zu diesem Gegenwert ihre Fränkli und Dollarnötli für die angeblich hintergrundlosen, nicht greifbaren Dinger eingetauscht haben oder einzutauschen bereit wären. Die davon ausgehen, dass werthaltig bleibt oder noch an Wert zunimmt, was sie aufgrund eines Computereintrags zu besitzen glauben. Eines Computereintrags, der nirgends lokalisierbar ist und somit nirgends einklagbar wäre, aber existiert, weil er ubiquitär-simultan auf sehr vielen Rechnern verzeichnet ist.

Wenn man ehrlich ist, und das sollte man eigentlich sein, dann müsste man zugeben, dass solcherart *Unwissenheit* für sehr vieles zutrifft, was das Bild der Welt am Ende des Jahres 2017 ausmacht. Davon soll diese

Ausgabe der *bergsicht* handeln. Wir werden nicht noch einmal Blockchain und Bitcoin erklären. Zur damaligen Ausgabe (Nr. 17) ist nicht viel beizufügen. Vielmehr wollen wir anhand verschiedener Beispiele aufzeigen, wie ahnungslos wir eigentlich alle gegenüber vielem sind und wie gross der Notstand ist, weil es kaum möglich ist, einigermassen verlässliche Bewertungen von Wirtschaftsobjekten und Aggregaten vorzunehmen. Dass derzeit an den Finanzmärkten Hochstimmung herrscht, macht diesen Notstand eigentlich nur gefährlicher. Denn das Wohlgefühl der Hausse fügt der Unwissenheit auch noch selbstverschuldeten, frivolen Übermut hinzu. Vor kurzem erläuterte ein junger Mann aus Zug vor dem staunenden Publikum einer einschlägigen Veranstaltung, wie locker er(!) 15 Millionen Franken (immerhin) mittels eines Initial Coin Offerings (ICO) «geraist» habe. Der keines deutschen Satzes ohne englisches Einsprengsel mächtige Typ fand aber keine Antwort auf die Frage, wofür genau dieses Geld verwendet werde, worin denn nun eigentlich das ins Auge gefasste Projekt bestehe, und ob das mutmassliche Verkaufen von Luft vielleicht nicht dem Straftatbestand StGB Art. 146, also Betrug, entsprechen könnte.

Taten wir dem Mann unrecht mit unserer skeptischen Frage? Mag sein. Denn vielleicht, ganz vielleicht, wird genau sein ICO der Nukleus eines bahnbrechenden Projekts gewesen sein. Und genau da stehen wir unseres Erachtens am Ende des Jahres 2017: ahnungslos, was morgen und übermorgen werthaltig sein und was sich in Luft auflösen wird. Die Kryptowährungen machen derzeit, wie gesagt, etwa 300 Milliarden Franken aus. Das könnte auch wieder einmal viel weniger, aber es könnte auch nur der Anfang von viel, viel mehr sein. Bitcoin wird von bestimmten Leuten als eine Art Gold gesehen, Ethereum als künftiges Erdöl, Betriebsmittel für die Industrie 4.0. Wenn das so wäre, dann wären die derzeitigen Bewertungen für Bitcoin wie Ethereum noch tief. Was sollen wir glauben?

KAPITEL 2

Schwebezustände noch und noch

Dass angesichts neuer und in ihrer Funktionsweise schwer verständlicher, in ihren Auswirkungen noch schwerer abschätzbarer Technologien ein Bewertungsnotstand herrscht, darf nicht überraschen. Umso willkommener wäre deshalb Stabilität in jenen Bereichen, die uns normalerweise Sicherheit und Vorausschaubarkeit vermitteln sollten: die gesellschaftlichen und politischen Strukturen, mithin die Institutionen in zivilisierten Ländern. Das Gegenteil scheint derzeit aber der Fall zu sein. Wohin das Auge blickt, sind *prekäre Mehrheiten* und wacklig verankerte Regierungen gegenwärtig die Regel.

So ist bekannt, dass Donald Trump nicht qua Wählerstimmen Präsident der USA geworden ist, sondern dank dem auf den Föderalismus Rücksicht nehmenden Wahlmänner-Verfahren. Im Kongress muss er

um Mehrheiten kämpfen. Seine eigene Partei steht nur zum Teil hinter ihm. Wesentliche Gesetzesvorlagen sind deshalb schon mehrfach gescheitert; ob die Steuerreform, mithin das wichtigste Projekt seiner Präsidentschaft, die Hürden wirklich nehmen wird, ist noch offen. Die Administration und insbesondere der Militärapparat folgen dem Präsidenten nur zögerlich. Neuerlich sickerte durch, dass der berühmt-berüchtigte «rote Knopf» zur Auslösung eines Nuklearkriegs blindgeschaltet sei und nur eine nicht näher bekannte Gruppe von Militärs einen entsprechenden Angriff auslösen könnte. Ist Achselzucken angebracht, ja vielleicht verhaltene Erleichterung darüber, dass dem unberechenbar erscheinenden (und diesen Eindruck mit allen Mitteln fördernden) Donald Trump die alleinige Entscheidungsmacht entzogen ist? Eher nein. Denn der seit nunmehr 70 Jahren anhaltende nukleare Frieden in der Welt beruht auf einer Spielanordnung, die *nur dann* funktioniert, wenn extrem wenig Personen die gegenseitige Vernichtung *unmittelbar* auslösen können, es aber genau deshalb nicht tun, weil auf der Gegenseite die genau gleiche Konstellation vorhanden ist. Wenn nun von einer Seite zu vermuten wäre, dass ein neues institutionelles Arrangement zu einer Verzögerung, wenn nicht sogar Verunmöglichung dieser unmittelbaren Gegenschlagskapazität führen könnte, dann wird die Angelegenheit viel brenzlicher. Weil nämlich ein bestimmter Anreiz aufkommen könnte, es doch zu versuchen. Zumal dann, wenn auf der Gegenseite nicht ein cooler Putin oder ein imperialer Xi Jinping steht, sondern ein durchgeknallter Koreaner oder ein potentiell fanatischer Perser. Risiko: enorm gestiegen. An den Finanzmärkten erkannt, in den Bewertungen eingepreist?

Ein weiterer Schwebezustand herrscht zwischen der *EU* und *Grossbritannien* – die «Einigung» auf die finanziellen Folgen des Brexit verstellt den Blick darauf, dass am Ende eine hoch komplexe Runde von Zustimmungsberechtigten ihr Plazet geben muss. Premierministerin May kann jederzeit gestürzt werden; die Messer sind längst gewetzt, stechen aber vorderhand nicht zu, weil Neuwahlen in England unkontrollierbare Kräfte an die Macht bringen könnten. Die Kohärenz innerhalb der EU ist bezüglich Brexit-Zustimmung aber ebenfalls völlig ungewiss, denn die Anreize für sozusagen jedes Mitgliedsland, auf dem Rücken der Brexit-Zustimmung sein eigenes Süsschen zu kochen, sind hoch. Was notwendig wäre, ist ein Konsens unter den, sagen wir, vier bis fünf wichtigsten europäischen Nationen, ein Konsens von angesehenen und unbestrittenen Staatsmännern und -frauen also, die da sind: Emmanuel Macron. Und wer noch sonst? Sebastian Kurz vielleicht? Ja, vom Format her schon, aber Österreich ist leider nicht wirklich wichtig. Rajoy? Rutte? Berlusconi? Wie auch immer: Die Risiken eines Unfalles in Europa sind beträchtlich. Sie sind durch die Wahlen in Deutschland deutlich gestiegen, Neuaufgabe der grossen Koalition hin oder her. Sind die Risiken wirklich erkannt, ja, eingepreist? Wohl eher nicht.

Derweil nagt das Gespenst der *territorialen Unruhe* am Selbstverständnis von vieler europäischer Nationen. Die einseitig repressive Antwort der spanischen

Zentralmacht auf das föderale Aufbegehren der Katalanen war kurzfristig vielleicht nötig und erfolgreich, erhöht mittelfristig aber mit Bestimmtheit den Druck, falls nicht doch noch Schritte in Richtung echter Subsidiarität veranlasst werden. Schottland, Flandern, Gibraltar, Norditalien: Der Bazillus der Sezession wird nicht so plötzlich wieder verschwinden. Der Eindruck, von der herrschenden Macht nicht ernstgenommen zu werden, ist der beste Nährboden für ihn. Genauso wie für den anderen Bazillus, den jede Wahl in Europa zum risikoreichen Albtraum machenden Populismus. Ein bisschen mehr Verständnis für das gemeine Volk, ein wenig mehr Empathie für dessen wirkliche Anliegen, und die Krankheit wäre unter Kontrolle. Wird es wirklich das Fanal des Mehrheitsverlusts der bayerischen CSU brauchen, dass die diesbezüglichen Stabilitätsrisiken endlich ernstgenommen werden?

Neuarrangement der Macht im wichtigsten mittelöstlichen Land, in *Saudi-Arabien*. Im Juni 2017 stach der bisherige Vizekronprinz Muhammad bin Salman seinen Konkurrenten Muhammad bin Najef aus. Die Nachfolgeregelung im Hause Saud war bereits 2015 durch die Absetzung des Halbbruders von König Salman, Prinz Muqrin, in diesem Sinne vorbereitet worden. Wir vermuten, dass hinter diesen Manövern wie auch hinter der sich derzeit im Gang befindlichen personellen Bereinigung im und um das Königshaus ein langfristig angelegter, geheimer Plan steckt. Er soll den Weg ebnen zur Verwirklichung des zweiten Plans, der die Modernisierung der saudischen Wirtschaft und Gesellschaft zum Inhalt hat und der auf der durch die Beratungsfirma McKinsey erstellten Studie «Vision 2030» beruht. Ohne Konsolidierung der Macht bin Salmans wäre diese Modernisierung kaum möglich, denn in jeder anderen Konstellation hätten die konservativen Geistlichen das Oberwasser. Angesichts der geistigen Erkrankung seines Vaters, des Königs Salman, hat der Kronprinz weitgehend freie Hand, um seine Ziele zu verwirklichen. Wer hinter dem ersten, geheimen Plan steckt, darüber lässt sich nur mutmassen. So, wie sich der Ablauf der Geschehnisse präsentiert, müssen es Köpfe mit ausgesprochen detaillierten Kenntnissen über die effektiven Verhältnisse und mit einem klaren Kompass handeln. Aufgrund der Interessen in der spannungsgeladenen Region wäre die Federführung durch einen einschlägigen ausländischen Geheimdienst nicht wirklich überraschend.

Geplantes Vorgehen ist aber nur die eine Seite, die a priori vorhandenen oder durch den Plan generierten Risiken sind die andere Seite. Schwebезustand also. Bin Salman braucht, wie jeder Autokrat, einen äusseren Gegner. Israel ist es nicht einmal mehr nominell. Der Gegner heisst Iran, was mit Blick auf die Geschichte Persiens und dessen Gegnerschaft mit dem Kalifat folgerichtig ist, der westlichen Welt aber eine Annäherung an Teheran vermässelt hat. Im Jemen prallen die Gegner aufeinander; die militärischen Mühen der Saudis stimmen punkto Machtbalance mit Iran nicht eben zueversichtlich. Bin Salman muss zudem den saudischen Staatshaushalt in Ordnung bringen. Die Tributzahlungen von festgenommenen Mitgliedern der erweiterten

Familie sind kaum mehr als ein Strohfeuer. Es gilt, die Geldpipeline bis in die Kapillaren der saudischen Gesellschaft zu unterbrechen. Was aber die wenigsten wissen: Der Wohlstand ist gar nie viel weiter als bis in die Mitte hineingekommen. Der Mehrheit der rund 30 Millionen Einwohner geht es weniger gut, als man vermutet, nicht zu reden von den unzähligen rechtlosen Fremdarbeitern, ohne die auch in Saudi-Arabien nichts laufen würde. Zwischen wirtschaftlicher und gesellschaftlicher Mobilisierung dieser Schichten gemäss «Vision 2030» und gewaltsamen Aufständen verläuft ein schmaler Graben, und der potentiellen Spielverderber sind genügend vorhanden; der Gründe für Unmut angesichts des krass zur Schau gestellten Reichtums sind noch mehr. Risiken: hoch. Erkannt, eingepreist? Kaum.

KAPITEL 3

Zögerliches Ende der Geldschwemme

Am Ende des Jahres 2017 kann man mit andern Worten füglich feststellen, dass kein Grund zum Jubeln über das Fehlen möglicher bis konkret drohender *externer Schocks* besteht. Auch und gerade angesichts des Höhenflugs und der Sorglosigkeit an den Finanzmärkten. Bondpreise und Aktienkurse haben historische Höchststände erreicht. Diese Entwicklung wird seit langer Zeit genährt durch die synchron in allen relevanten Währungen der Welt vollzogene Geldpolitik tiefster Zinsen und des Quantitative Easing (QE), das heisst der breit angelegten Intervention der Notenbanken an den Obligationenmärkten. Hier sprechen wir über mögliche *endogene Schocks*, von denen wir seit 1929, 1987 und 2008/09 wissen, dass sie punkto Komplexität und Tragweite die exogenen weit in den Schatten stellen. Gerade weil die Tiefstzinspolitik und das QE im sichtbaren Bereich bisher ohne wesentliche negative Auswirkungen geblieben sind – wer denkt denn schon an die Sparer und Anleger, welche man um risikoarme Renditen brachte? – und mithin den Notenbanken keinerlei Grenzen durch die Finanzmärkte gesetzt wurden, bereitet uns namentlich das Wohlbehagen am Aktienmarkt zunehmend Sorgen. Es sieht nach Perpetuum mobile aus. Wenn eines sicher ist: Ein solches gibt es nicht.

Unseres Erachtens befindet sich auch die seit nunmehr neun Jahren betriebene, äusserst grosszügige Politik der Notenbanken derzeit in einem *Schwebезustand*. Einerseits verspürt man die Notwendigkeit, sich aus dem Krisenmodus endlich zu verabschieden. Denn dieser hat erstens den gewichtigen Nachteil, dass man dessentwegen im Falle eines exogenen Schocks über keinen zusätzlichen Spielraum verfügen würde. Mehr als die Zinsen auf ein tiefstes, ja negatives Niveau senken und im grossen Stil Obligationen aufnehmen kann man ja nicht, und auch ein zum zweiten oder dritten Mal ausgesprochener Satz «Whatever it takes» verfehlt seine Wirkung, wenn man sich bereits beziehungsweise immer noch im Krisenmodus befindet. Zweitens bewegt sich das Wachstum in den relevanten Volkswirtschaften,

allen voran den USA, neuerdings aber auch den europäischen, nicht mehr im stagnierenden Bereich. Das europäische Wachstum ist zwar moderat, aber immerhin.

Drittens beschäftigt die theoriebasierten Geldpolitiker selbstverständlich auch der Mangel an theoretischem Wissen um die «richtige» oder wenigstens vertretbare Grösse einer Notenbankbilanz. Nicht einmal der Massstab ist bekannt. Wenn es das jeweilige Bruttoinlandprodukt wäre, dann würde die Schweizerische Nationalbank alle Rekorde schlagen. Mit rund 800 Milliarden Franken Bilanzsumme sind es knapp 125 Prozent des BIP; für die USA und das Fed lautet dieselbe Messgrösse auf 25 Prozent. Auch gemessen an der Bevölkerungszahl ergeben sich für die SNB Fragezeichen: So «besitzt» mittlerweile jede Schweizerin, jeder Schweizer, jedes Schweizer Kind für 10'000 Dollar US-Aktien, wie das kürzlich der amerikanische Ökonom John Mauldin berechnet hat. Das Gesamtpaket macht unsere Notenbank zum sechswichtigsten amerikanischen Aktionär. Empirische Tests für die richtige Grösse einer Notenbankbilanz blieben (glücklicherweise wohl) bislang aus. Schliesslich wissen, viertens, auch Notenbankverantwortliche wohl um die verzerrenden Effekte ihrer Geldpolitik, deren negative Folgen sichtbar werden, je länger die Verzerrung anhält.

Es gäbe also genügend gute Gründe, die zur Bewältigung der Finanzkrise gewählte, ausserordentliche Geldpolitik hinter sich zu lassen. Allein, wie? Insgesamt handelt es sich bei den fünf wichtigsten Notenbanken (Fed, Bank of Japan, Bank of England, EZB, SNB) um einen Bestand von 13,5 Billionen («trillions») Dollar an Obligationen und weiteren Wertschriften, die im Zuge der Beendigung des Quantitative Easing auf den Markt zurückfliessen müssten. Das ist viel, auch wenn der Weltbondmarkt selbstverständlich mit etwa 160 Billionen Dollar (im liquiden Bereich) noch viel grösser ist. Das Argument, den Notenbanken stünden gegebenenfalls auch andere Instrumente auf der gegenüberliegenden Seite der Bilanz zur Verfügung, können wir so nicht nachvollziehen. Zum Beispiel denkt man an Schuldverschreibungen, die an den Markt gebracht werden könnten, um auf diese Weise die Geldmenge zu reduzieren, ohne den Bondmarkt direkt zu berühren. Die Annahme, dass Geld- und Bondmärkte ein Eigenleben führen und die Erwartungsbildung auf diese Weise zu zügeln wäre, ist unseres Erachtens abenteuerlich, die Gefahr von Überraschungen aber relativ gross.

Kommt dazu, dass wir ganz generell zweifeln, ob man die durch die Tiefstzinspolitik und das QE erzeugte Erwartungshaltung überhaupt noch «unfallfrei» je aus den Märkten verbannen kann. Wir denken, dass erst ein praktizierter, echt durchzustehender Unfall notwendig wäre, das heisst das ganze Schlamassel von Verlusten, Abschreibungen, Bankenpleiten und dergleichen, damit der Tatbeweis glaubwürdig genug ist, um die Risikoprämien an den Obligationenmärkten wieder erstehen zu lassen. Es existiert eine aus der Logik der Erwartungsbildung resultierende Asymmetrie zugunsten des «ausserordentlichen» Status Quo. Tiefstzinspolitik und QE war ein Pakt mit dem Teufel. Dieser wird weiterhin seinen Tribut fordern. Er heisst bis auf weiteres Abwesenheit

von Risikoprämien, obschon es Risiken gibt. Wir kommen auf die Implikationen dieser Sichtweise für die Bewertungsfrage künftiger Cash Flows in Kapitel 5 zurück.

Bleibt darauf hinzuweisen, dass es einen sehr wichtigen Stakeholder gibt, dem der tatsächliche Ausstieg aus Tiefstzinspolitik und QE überhaupt nicht zupass käme: den Staat als Schuldner. Höhere Zinsen wären für ihn verheerend. Denn, Staatsschuldenkrise hin oder her – die Gesamtverschuldung hat über die letzten Jahre noch einmal zu- und nicht abgenommen; dank den tiefen Zinsen ist das allerdings schlicht nicht spürbar. Aber wehe, wenn sich der wichtigste Parameter, die Zinsen, verändern! Nominell sind die Notenbanken unabhängig. Aber die Rücksichtnahme auf den hochverschuldeten staatlichen Sektor ist vermutlich schon wacker im Gange, denn angesichts der Robustheit des Wachstums in den USA hätten die Zinsen bereits erhöht werden müssen. Mit Jerome Powell ist zumindest kein Falke als neuer Chef des Fed vorgeschlagen.

Fazit: Die ökonomische Vernunft würde dringend für eine Beendigung des geldpolitischen Experiments sprechen, pragmatische Feigheit wirkt in die gegenläufige Richtung. Der Schwebezustand dauert an.

KAPITEL 4

Nach den Intermediären die Integratoren

Schwebezustände in der Politik mit Potential zur Entladung im Sinne eines exogenen Schocks, Schwebezustände im Finanzsystem mit der Möglichkeit zur Entfesselung einer neuerlichen, endogen induzierten Krise – aber zum Glück gibt es noch die handfeste Industrie! *Real geschaffene Mehrwerte*, so, wie wir sie vom Exportwunder Deutschland her kennen. Maschinen, Anlagen, Autos, Eisenbahnen, Flugzeuge, Raketen, Waffen. Da weiss man doch noch, was man hat, nicht wahr?

Nicht wahr. Schön wär's. Denn «Industrie 4.0» schaut bereits deutlich um die Ecke. Zu früherer Gelegenheit (beispielsweise in *bergsicht* Nr. 23, «Ist diesmal alles anders?» vom Januar 2017) erläuterten wir bereits die Bedeutung, welche die Weiterentwicklung der Internettechnologie zum «Internet of Things» (IoT) nach sich ziehen wird. Es gilt im folgenden, dies noch etwas auszuführen, damit unsere Leser den disruptiven Charakter der Entwicklung nachvollziehen können. Von der Internettechnologie und ihrem Siegeszug im Bereich der Distribution her kennen wir die umwälzenden Implikationen: Reisebüros und Buchhandlungen sind weitgehend verschwunden, Internetportale und Apps haben ihren Platz eingenommen. Kleider werden zuhauf übers Internet bestellt, Lebensmittel, Medikamente, elektronische Geräte, Spiele – was auch immer. Die Zwischenhändler wie auch die Endanbieter hatten und haben in dieser neuen Konstellation einen schweren Stand. Kaum mehr ein Detailhändler, der aus seinem

Verkaufsläden nicht eine Einkaufserlebnislandschaft gestalten wollte. In Papeterien werden Salate angeboten, in Schuhläden gibt's eine Kaffeecke mit selbstgebackenem Konfekt, und das Warenhaus wartet mit einem livrierten Diener auf, der Sekt serviert.

Derweil hat sich die Post zum Logistikbetrieb des Versandhandels gemausert, teilt Pakete aus und nimmt sie auch wieder zurück, entsorgt Nespresso-Kapseln und teilt uns neuerdings mit, in welchem Lieferstatus sich unsere nächste Bestellung befindet. Ja, und selbstverständlich handelt sie mit den Daten über unsere Konsumgewohnheiten, anonymisiert zwar, aber dennoch so, dass man mit den Versandhäusern in guter geschäftlicher Beziehung stehen kann. Das Internet hat die Distribution völlig umgewälzt; wir haben uns schon sehr daran gewöhnt und gehen recht selbstverständlich mit den neuen Gegebenheiten um. Dass ganze Berufsbilder verschwunden sind, Firmen eingegangen, aber auch neue entstanden sind, geht rasch einmal vergessen. Man nennt das Strukturwandel. Er ist bei weitem noch nicht abgeschlossen. Namentlich die staatsnahen Dienstleistungen im Gesundheitsbereich und in der Bildung harren noch der wirklichen Umwälzung.

Es ist absehbar, dass nun zusätzlich zum *Intermediär* auch und vor allem der *Integrator* Ziel des Strukturwandels werden wird. Industrie 4.0 bedeutet, dass Maschinen miteinander zu kommunizieren lernen. Was bedeutet das genau, und weshalb ist es so belangreich? Ein Beispiel. Erinnern Sie sich noch an die gute alte Zeit, als Sie eine Stereoanlage kauften? Wer Wert auf einen anständigen Sound und hohen Bedienungskomfort legte, blätterte rasch einmal mehrere tausend Franken hin. Die *Stereoanlage* zierte als Prestigeobjekt die geschmackvolle Wohnwand im trauten Heim, und manch gemütlicher Abend mit eingeladenen Freunden drehte sich um die Qualitätsunterschiede zwischen, sagen wir, Grundig und Philips oder Technics und Sony oder Bose und Marantz. Und heute? Heute steuern wir mit dem iPhone oder dem iPad einen Lautsprecher oder eine Lautsprechergruppe mittels Bluetooth an. Die eine Maschine kommuniziert mit der anderen Maschine. Und schon haben wir uns mit unseren Gadgets eine *eigene Anlage* gebaut, wir sind Anwender von Industrie 4.0 geworden! Das Verrückte: So viel schlechter als die frühere Stereoanlage ist unsere eigene Kleinanlage aus iPhone und Lautsprechersäule nicht. Wir können sie einfach dislozieren, in den Garten und ins Hotelzimmer mitnehmen. Und wenn wir wollen, können wir mit einem Beamer auch gleich noch unser transportables Hauskino einrichten. Das wäre dann eine weitere eigene Anlage. Sie hätte früher nicht nur tausende, sondern zehntausende Franken gekostet.

Wenn Maschinen miteinander kommunizieren lernen, dann handelt es sich ökonomisch gesehen um einen weiteren Bereich, in welchem die *Informations- und Transaktionskosten* gesenkt oder eliminiert werden. Bis anhin waren solche Kosten in einer Anlage internalisiert. Ein guter Anlagebauer war derjenige, der die Qualitäten der einzelnen Anlageteile, der

«Maschinen» eben, so miteinander verknüpfen konnte, dass ihm dadurch eine gewisse, kleine Monopolstellung erwuchs – innerhalb eines übergeordneten Wettbewerbs mit anderen Anlagebauern selbstverständlich und insofern bezüglich Monopolrendite auch begrenzt, aber immerhin. Ein Bose-Lautsprecher auf einem Philips-Verstärker oder umgekehrt: so etwas war zumindest für Puristen verpönt, und daraus zogen die Anbieter ihre ökonomische Rendite.

Diese herausragende Stellung wird nun durch Industrie 4.0 angegriffen werden. Noch ist vieles schlecht vorstellbar. So zum Beispiel das modular gebaute Auto, einer der volkswirtschaftlich gesehen wichtigsten Anlagen im Business-to-Consumer-Bereich; man möchte es vermutlich noch lange aus einer Hand beziehen. Aber wird es das Autoradio noch lange geben? Das markenspezifische Navigationsgerät? Das Schliesssystem? Wir gehen davon aus, dass das im Vergleich zum Auto mit Verbrennungsmotor ungleich weniger komplexe Elektroauto rascher modular angeboten werden wird. Denn die Information für den Betrieb der Antriebsaggregate oder der Bremsen wird ohnehin bereits digital und nicht mehr analog übertragen. Weshalb müssen Batterien für einen Tesla unbedingt von Tesla stammen? Vielleicht kann irgendeine chinesische Firma das viel besser und kostengünstiger...

Anlagen sind selbstverständlich vor allem im B-to-B-Bereich bedeutungsvoll. Industrie 4.0 wird deshalb auch in erster Linie dort zu grossen Veränderungen führen. Denn der Kostendruck führt hier in besonderem Masse Regie. Und Marken, Brands, haben nicht jene Bedeutung wie im Konsumbereich. Dafür sind die Anlagen zumeist komplexer und deren Betriebssicherheit von entscheidender Bedeutung. Industrie 4.0 muss also hohe Hürden nehmen. Dennoch wird es geschehen, und zwar durch die Anlagebauer selber, weil sie sich dadurch Wettbewerbsvorteile versprechen. Wir werden also ähnliche Abläufe sehen, wie wir sie beispielsweise bei den Medien im Aufbau ihrer kostenlosen Internetzeitungen beobachten konnten: Man hat gar keine andere Wahl als mitzumachen, durchaus im Wissen darum, dass man am *eigenen Ast sägt*. Übrigens: Sony und Bose bieten selbstverständlich Bluetooth-fähige Komponenten an. Kostengünstig. Quod erat demonstrandum.

Industrie 4.0 wird die Arbeitswelt dramatisch verändern, das ist gewiss. Vor uns liegt eine Studie von McKinsey, in der für die entwickelten Länder von einem Umschulungsbedarf von bis zu einem Drittel aller Arbeitskräfte für den Zeitraum bis 2030 ausgegangen wird (McKinsey Global Institute, November 2017). Das ist schon an sich schwer zu bewältigen, vom Mengengerüst her wie auch sachlich. Denn man hat es ja mit Menschen zu tun, die auch noch wollen sollten. Und können. Wer sagt voraus, welche Fähigkeiten, Skills, wirklich gebraucht werden? Wenn darüber hinaus die betroffenen Unternehmungen auch noch selber unter Stress geraten, was absehbar ist, dann wird dieser Übergang kaum anders als disruptiv erfolgen können.

Schwebezustand also auch hier. Satte Verdienstmöglichkeiten im gegenwärtigen Aufschwung dürfen den Blick nicht verdecken auf abgründige strategische Herausforderungen, die in vielen Fällen bereits angelaufen sind. Ist absehbar, wo und wie künftig positive Cash Flows erarbeitet werden können – oder sind wir nicht auch hier ziemlich ahnungslos?

KAPITEL 5

Asymmetrisch viel Luft

Dreihundert Milliarden oder nichts, was die Kryptowährungen betrifft, die erhöhte Gefahr eines nuklearen Abtauschs zwischen den USA und atomaren Parvenus, eine Lähmung der EU infolge absehbarer Zerwürfnisse über den Brexit-Vertrag, erneute Instabilität im mittleren Osten wegen eines überfälligen saudischen Restrukturierungsplans, die grosse Zerlegung der produzierenden Wirtschaft angesichts des disruptiven Potentials von Industrie 4.0: Wir wollen am Ende des Jahres 2017 beileibe nicht Spielverderber spielen, und von den notorischen Kassandra unter den Prognostikern halten wir ohnehin wenig. Nein, uns geht es um etwas anderes. Nämlich darum aufzuzeigen, dass Risiken nicht einfach deshalb aus der Welt geschafft sind, weil an den Finanzmärkten und darüber hinaus auch bis weit in die Realwirtschaft hinein eine gewisse, artifiziell erzeugte und somit unberechtigte Sorglosigkeit herrscht. Alle erwähnten Beispiele bergen in sich die Möglichkeit, dass es völlig anders herauskommen könnte, als man dies mit einfacher Extrapolation gerne anzunehmen bereit ist. Nicht mehr und nicht weniger.

Denn was gegenwärtig fehlt, sind Risikoprämien. Und wenn solche fehlen, liegt der Umkehrschluss nahe, dass es deshalb auch keine Risiken (mehr) gibt. Dies, und das ist die Kernaussage dieser *bergsicht*, entspräche einem *krassen Fehlschluss*. Der Blick auf die Zinssätze für Obligationen genügt: Weder Griechenland noch Italien müssen den Gläubiger für Risiken adäquat entschädigen. Wer aber glaubt denn wirklich, dass Staaten dieser Art ihre Schulden je zurückzahlen? Private Unternehmungen erhalten neuerdings Geld in beträchtlicher Menge quasi zum Nulltarif. Sind sie frei von Risiken? Das heisst, sind ihre künftigen Cash Flows, nicht zuletzt im Hinblick auf Industrie 4.0, dermassen sicher, dass man auf eine Risikoentschädigung verzichten dürfte?

Wir wissen es und haben es im Kapitel 4 dieser *bergsicht* abgehandelt: «schuld», verantwortlich für das Fehlen von Risikoprämien sind nicht allfällig nichtvorhandene Risiken, sondern die Notenbanken, die durch ihre Geldpolitik die Prämien schlicht wegrasiert haben und das auf absehbare Zeit hinaus weiterhin tun (müssen/wollen/werden). Was resultiert, ist ein zu optimistischer Blick in die Zukunft

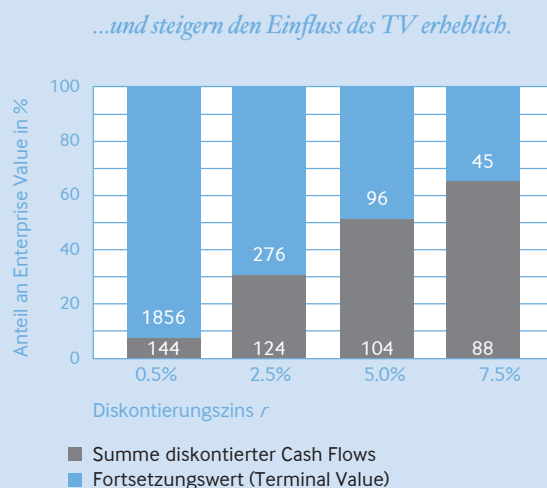
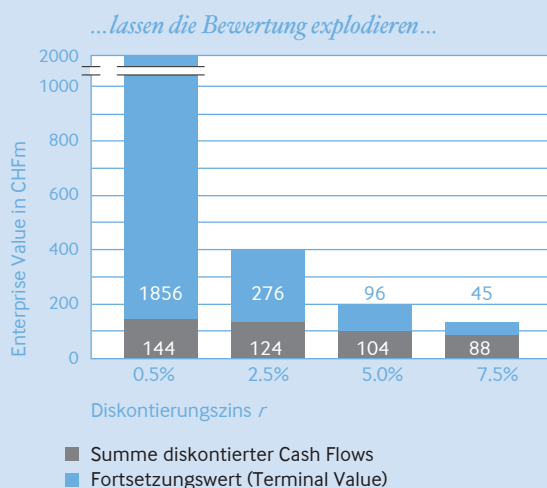
und mithin eine zu positive Bewertung künftiger Erträge und künftiger Wachstumsmöglichkeiten.

Dies geht einher mit einem ohnehin viel zu grossen Einfluss weit in der Zukunft liegender Ereignisse auf den Gegenwartswert. Der zu hohe Wert ergibt sich aus der problematischen Anwendung der Diskontierungsformeln bei sehr tiefen Zinssätzen. Denn je tiefer ein Diskontierungssatz, umso relevanter werden weit in der Zukunft liegende Ereignisse für die Berechnung des Werts in der Gegenwart. Das liegt in der mathematischen Natur der Sache. Die nebenstehenden Grafiken zeigen den Effekt deutlich auf: Während bereits ein- und dieselben zugrundeliegenden künftigen Cash Flows dank tiefen Zinssätzen überproportional steigen, trifft dies für den sogenannten «Terminal Value», welcher die Fortsetzung dieser Cash Flows in alle Zukunft wiedergibt, in exponentiellem Ausmass zu. Zusammengerechnet ergibt sich aus dem Gegenwartswert der Cash Flows und dem Fortsetzungswert der Unternehmenswert («Enterprise Value»). Auf diese Weise errechnet, fällt er bei tiefen Diskontsätzen horrend hoch aus. Weil die Zukunft sozusagen zu viel zählt.

Die These dieser *bergsicht* läuft darauf hinaus, dass die real vorhandenen, sichtbaren Risiken viel zu hoch sind, als dass man seriös von einer ununterbrochenen Fortsetzung der bisherigen Annahmen über einen Zeitraum von, sagen wir, vier oder fünf Jahren ausgehen darf. Weder im politischen noch im geldpolitischen Bereich noch auf der realen Seite, denn wir sind viel zu unwissend, wohin die Reise gehen könnte. Oder noch etwas schärfer formuliert: Ausgerechnet zu einem Zeitpunkt, wo so vieles punkto künftiger Bedeutung unklar ist, wird aufgrund anhaltend zu tiefer Zinsen und abwesender Risikoprämien ein viel zu rosiges Bild gezeigt. Die Gefahr, dass aus diesem Grund zu viel Geld in völlig unsinnige Projekte fliesst, die Gefahr, dass für längst obsolekte Prozesse laufend Geld aufgetrieben werden kann – sei es beispielsweise mittels Anleihen an notorisch marode Staatswesen – ist enorm gross.

Insofern begegnen wir auch der derzeitigen Aktienhausse mit einiger Skepsis. Gewiss, die Zukunft ist licht und hell, wenn wir an die geahnten und auch noch ungeahnten Möglichkeiten denken, welche mit den alles verändernden technologischen Mitteln die Welt beglücken werden. Aber wir bezweifeln lebhaft, dass viele der derzeit satt bewerteten Unternehmungen diese Zukunft erreichen werden, denn Unwissenheit herrscht ja nicht nur bei uns, sondern auch und vor allem in einschlägigen Führungsgremien. Wenn beispielsweise die einzige strategische Antwort einer sehr grossen Schweizer Bank auf die künftigen Herausforderungen in der massenhaften Entlassung zuvor mühselig aufgebauten und mithin mutmasslich werthaltigen Personals liegt, ohne dass auch nur der Hauch einer zusätzlichen strategischen Idee aufscheint, dann sind solche Zweifel mehr als begründet. Schrumpfen: ja, das kann notwendig sein. Aber es kann kein Selbstzweck sein, sonst gibt man sich lieber gleich ganz auf.

Tiefe Zinsen...



$$\text{Enterprise Value (EV)} = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+r)^t} + TV$$

$$\text{Terminal Value (TV)} = \frac{CF_t * (1+g)}{(r-g)} * \frac{1}{(1+r)^t}$$

Anmerkung: Eigene Darstellung, Annahmen Cash Flows von CHF 10m über $t = 15$ Jahre mit $g = 0\%$ und einem variablen Diskontierungssatz r .

Ja, auch und gerade das Bankgeschäft wird durch Industrie 4.0 ebenfalls unter Druck geraten, denn das Finanzsystem, wenn man es oder Teile davon als eine Art «Anlage», als Apparat, betrachtet, kann zerlegt und anders zusammengesetzt werden, wenn die «Maschinen» miteinander zu kommunizieren beginnen. Ganze Teile werden auch eliminiert werden können. So wird es beispielsweise für eine Peer-to-Peer-Wertschriftentransaktion kein Clearing mehr brauchen. Die Fortschreibung des Gehaltens über den Zeitraum von mehr als vier, fünf Jahren hinaus ist deshalb mit grosser Wahrscheinlichkeit falsch. Der Kursanstieg der Aktie der erwähnten Bank nach Ankündigung des Personalabbaus ist so gesehen nicht nachvollziehbar.

Strategische Sorglosigkeit angesichts fehlender Risikoprämien und problematischer Bewertungsmodalitäten – darin besteht unsere Sorge am Ende dieses Jahres. Aber wie müsste das neue Jahr dann vernünftigerweise begonnen werden?

KAPITEL 6

Vor der eigenen Haustüre...

Unwissenheit ist, wenn vieles sich rundum verändert, alles andere als verwerflich, vorausgesetzt, man erkennt sie rechtzeitig und trifft entsprechend illusionslos seine Entscheidungen. Es kann in vielerlei Hinsicht kein «richtig» oder «falsch» geben, sondern höchstens besser oder weniger fundierte Überlegungen. *Strategische Bescheidenheit* angesichts einer Übermacht von unbekanntem Elementen und Parametern wäre vielleicht die zutreffendste Bezeichnung für das derzeit erforderliche Verhalten. Die Hochgefühle der durch Überliquidität und Gratisgeld erzeugten Sorglosigkeit stehen solcher intellektueller und moralischer Zurückhaltung diametral gegenüber.

Nur: bei solchen Ermahnungen kann es natürlich nicht bleiben. Vielmehr fragt sich, was denn getan werden könnte, damit die Unwissenheit wenigstens ein klein wenig zu reduzieren wäre. Zunächst: Am «Big Picture» der Weltpolitik können wir ohnehin nichts ändern. Wir können uns höchstens auf das eine oder andere gefasst machen. Zum Beispiel darauf, dass entgegen den Annahmen sozusagen aller europäischen Medien Donald Trump auch ein zweites Mal zum Präsidenten der Vereinigten Staaten gewählt werden könnte. Oder dass die Chinesen

gelegentlich den nordkoreanischen Spuk militärisch aus der Welt schaffen – im besten eigenen Interesse. Eine naive Weltsicht im Sinne der One-World-Romantik ist ohnehin längst vorbei beziehungsweise höchstens noch zelebriertes Hochamt für Davos. Realistischerweise wird man von relativ klar unterscheidbaren Interessenzonen ausgehen müssen und eine globale Unternehmensstruktur entsprechend ausrichten müssen, was auf eine Delegation von Verantwortlichkeiten in einzelne Regionen hinausläuft.

Wichtiger erscheint uns der *Mikrobereich* des eigenen Umfelds, gegebenenfalls der eigenen Unternehmung oder der eigenen Branche. Oder des eigenen Vermögensportefeuilles. Ja, es ist so, der rasante und tiefgreifende technologische Wandel wird kaum einen Stein auf dem anderen lassen. Prozesse werden aufgebrochen und neu alloziert. Es ist schwer abzuschätzen, wen es als ersten trifft, und wie das erfolgen wird. Wer hätte an die Taxifahrer gedacht, dass sie zuerst unter die Uber-Räder geraten? Mit den bis auf den letzten Platz gefüllten, häufig unpünktlichen Fernbussen wird nun dem öffentlichen Verkehr die Hölle heissgemacht. Ausgerechnet diesem bis zu 80 Prozent der Kosten subventionierten Wirtschaftszweig, der von der Politik hoffnungslos begünstigt wird!

Was tun? Was die Unternehmungen betrifft: die eigenen Prozesse und die Bedürfnisse der Kunden genau verstehen lernen und laufend herausfinden, wie und wo neue technische Lösungen einen Mehrwert schaffen könnten. Es reicht mit anderen Worten nicht mehr, sich parallel zu anderen in einer oder zwei Nischen einigermassen vernünftig zu verhalten, indem man das ungefähr Gleiche wie alle anderen tut, vielleicht ein bisschen besser oder billiger oder beides. *Prozesswissen*, *Marktwissen* und ein *technologischer Nachrichtendienst* sind die Schlüssel für eine Überlebensstrategie, denn es gilt ja, wenn immer möglich, Auslöser und nicht Opfer der Dekonstruktion der Geschäftsmodelle zu werden. Das geht nur, wenn man genau weiss, wodurch man und bei wem man Wert schöpfen kann und wo die Hotspots im Prozess sind, wo zwar bisher Geld verdient wurde, aber keine Werte geschöpft wurden. Jenen Hotspots wird die Elimination gelten.

Rein arithmetischen Bewertungsmodellen mit abenteuerlichen Synergiegewinnen, möglichst noch in alle Zukunft hinaus extrapoliert, ist hingegen in dieser Konsolidierungsphase – genau darum geht es bei Aufbrechen, Eliminieren und neu Allozieren ja – mit Misstrauen zu begegnen. Was sich nicht innerhalb von vier, fünf Jahren von selber abbezahlt, davon sollte man die Finger lassen. Haussezeiten sind auch Zeiten sich anbahnender Kapitalvernichtung. Niemand weiss, auch mit bestem Willen und höchsten Fachkenntnissen nicht, was in sechs, sieben Jahren sein wird. Relative Unwissenheit ist, wie gesagt, die Regel, nicht schändliche Ausnahme.

Und der Investor? Wohin mit dem Geld, wenn die Sparzinsen auf null gesetzt, die Obligationenanlagen nur noch kosten und die Aktien hoch bewertet

sind? Wir vermuten, dass relativ passives Anlegen entlang kapitalgewichteter Indizes zwar für eine gewisse Diversifikation sorgt und insofern nicht völlig falsch, aber dennoch nicht hinreichend ist. Denn die Gefahr, dass gerade hochkapitalisierte Dinosaurier die nächste Phase des technologischen Booms nicht schaffen, ist nicht von der Hand zu weisen. Was uns vielmehr vorschwebt, ist eine deutlich *aktivere* und qualifiziertere Art von *Diversifikation*, mit der versucht wird, Anlageobjekte zu eruieren, die nach menschlichem Ermessen Chancen haben, von den neuen Technologien zu profitieren. Welche Eigenschaften müssten solche Unternehmungen aufweisen? Zunächst müssen sie über ein strategisches Führungsorgan verfügen, das diesen Namen verdient. Also Verwaltungsräte, die punkto Prozesswissen, Marktwissen und technologischer Gegebenheiten im Bilde sind und auch zu entscheiden wagen. Wo zu wenig finanzieller Spielraum besteht, ist auch wenig Raum vorhanden für grosszügige strategische Manöver. Die Ertragslage ist deshalb von hoher Bedeutung, wie fortschrittlich man sich im übrigen auch geben mag. Wird genug in Forschung und Entwicklung investiert? Ist man ehrlich genug, mangelnde Innovationskraft durch nichtorganisches Wachstum auszugleichen? Hat man zudem den Mut, sich von Obsoletem emotionslos zu trennen? Hat die Unternehmung ihren «eigenen Schumpeter der kreativen Zerstörung» sozusagen verinnerlicht? Das etwa wären die Kriterien für das Anlegen in der Zeit der relativen Unwissenheit.

Ist insgesamt in dieser Zeit inhärenter Unsicherheit Pessimismus angesagt? Nein, ganz im Gegenteil. Denn wir beschreiben ja nur einen sagenhaften Entwicklungsschub, der dafür sorgen wird, dass weltweit noch mehr Menschen in den Genuss jenes Wohlstands gelangen, den wir seit langen Jahren als gegeben geniessen. Dass die Karten in mehrdimensionaler Weise neu gemischt werden, ist Grund zur Klage höchstens bei den Gesättigten. Wer aufrecht, aufmerksam und anpackend durch die Welt und das Leben marschiert, braucht sich nicht zu fürchten.

KH, 11. DEZEMBER 2017

—
M1 AG
Postfach 344, Museumstr.1
9004 St.Gallen – Schweiz
Telefon +41 (0) 71 242 16 16
Telefax +41 (0) 71 242 16 17
info@m1ag.ch

—
Abonnieren: www.bergsicht.ch