

## Das Ende der Volkswirtschaft

### 1. Micropower – das Kleinkraftwerk im trauten Heim

In diesen Zeiten der Übertreibung und der Überzeichnung im sprachlichen Ausdruck ist man dankbar um die kühle britische Zurückhaltung, wie sie die Zeitschrift „The Economist“ auszeichnet. Weder ein Börsencrash wie 1987 noch ein Wüstenkrieg wie derjenige gegen Saddam Hussein noch die angeblich unmittelbar bevorstehende Klimakatastrophe vermögen die Redaktoren von der St. James's Street in London wirklich aus der Reserve zu locken. Um so aufmerksamer wird der Leser, wenn sich die Zeitschrift dann doch einmal zu Superlativen hinreissen lässt. So geschehen vor rund zwei Wochen mit Ausdrücken wie „revolution“, „miracle“ und „excitement“. Das Objekt solcher Begeisterung? Die Produktion von Elektrizität und deren Verteilung. Ein Thema, das bis anhin vor allem honorige Politiker in all den anzahlmässig überbesetzten Verwaltungsräten von (meist staatseigenen oder staatsnahen) Elektrizitätsgesellschaften beschäftigt hat; jüngst, im Zeichen zaghafter Liberalisierungsanstrengungen, allenfalls auch noch eine etwas erweiterte Öffentlichkeit, die sich aber angesichts der komplexen Problemstellungen oft am Rande der Überforderung sieht.

Die Botschaft des „Economist“ ist ganz einfach: Alle Zeichen technologischer Entwicklung deuten darauf hin, dass sich bis in ein paar wenigen Jahren die Produktion von Elektrizität quasi im Hinterhof des Eigenheims lohnen wird. Um es gleich vorwegzunehmen: Das käme nicht einer graduellen Veränderung der Produktionsverhältnisse gleich, sondern würde die Dinge auf den Kopf stellen. Denn bis heute hat in der Stromproduktion immer das Gesetz der Skalenerträge die Strukturen diktiert – je grösser ein Kraftwerk, um so kostengünstiger kann es produzieren. Lediglich die Verluste beim Stromtransport über lange Hochspannungs-

leitungen und selbstverständlich deren Erstellungs- und Unterhaltskosten setzten diesen economies of scale grosser Kraftwerke Grenzen. Und nun das pure Gegenteil in den Dimensionen eines Staubsaugers!

Im wesentlichen existieren drei technisch verschiedene Schienen, auf denen mit Hochdruck geforscht wird und deren Anwendungen praktisch vorangetrieben werden: a) Die Brennstoffzelle wandelt Wasserstoff auf elektrolytischem Weg in Strom um. b) Die Mikroturbine produziert als durch und durch optimierter klassischer Generator mittels Erdgas Elektrizität. c) Die Solarzelle wandelt (kostenlose) Energie aus dem All in den für uns so wichtigen elektrischen Strom um. Die drei unterschiedlichen Techniken haben ihre spezifischen Vor- und Nachteile. So leidet die Brennstoffzelle an der schwierigen Handhabung und Aufbewahrung von Wasserstoff. Die Mikroturbine ist nicht ganz so umweltfreundlich wie die beiden anderen technischen Lösungen (sie produziert nebst Elektrizität unvermeidlicherweise CO<sub>2</sub>). Die Solarzellen sind nicht ganz einfach herzustellen und in der Leistungsfähigkeit begrenzt; ausserdem wird Strom nur bei genügend natürlichem Licht produziert, was den Anwendungsbereich räumlich und zeitlich einschränkt.

Aber zwei Vorteile sind allen drei Techniken offenbar gemein: Erstens werden ihre praktischen Anwendungen immer kostengünstiger, angeblich bald einmal so billig, dass die privaten Stromkosten tiefer zu liegen kommen als der Bezug von „öffentlich“ hergestellter Elektrizität aus dem Netz. Zweitens ist Micropower, wie diese Techniken genannt werden, der traditionellen Stromproduktion bezüglich Umweltfreundlichkeit deutlich überlegen. Denn vielfach sind die halbstaatlichen oder staatseigenen Kraftwerke wahre Dreckschleudern, namentlich im thermischen Bereich, oder sie bergen unabschätzbare Eventualrisiken. Es können ja weder die (langfristigen) Gefahren von hohen Staudämmen im Gebirge noch die letztlich unab-

sehbbaren Risiken von Atomkraftwerken gänzlich wegdiskutiert werden.

Worin besteht nun das revolutionäre Wunder, das uns mit dem „Economist“ zu Begeisterungstürmen hinreissen soll? Lohnt es sich, einen ganzen Anlagekommentar dem Thema zu widmen? Was hat denn der Anleger allenfalls davon? – Die Antwort liegt nicht direkt auf der Hand und soll deshalb sorgfältig hergeleitet werden. Soviel vorab: Wenn das mit der Micropower im Hinterhof des Eigenheims wahr wird, dann steht uns das „New Paradigm“, der tiefgreifende Wechsel in den Grundlagen ökonomischen Denkens, erst richtig bevor. Dass ein solcher Paradigmenwechsel aber die Anlagestrategien beeinflussen müsste, liegt dann allerdings direkt auf der Hand.

## 2. Die unproduktive Hausfrau...

Die klassische Volkswirtschaftslehre versucht mit den Modellen des einfachen oder erweiterten Wirtschaftskreislaufes das, was die Millionen und Abermillionen von Individuen rund um den Erdball täglich umtreibt, einigermassen fassbar darzustellen. Modelle haben den Vorteil, dass man sie (je nach ihrem Komplexitätsgrad etwas leichter oder etwas mühseliger) verstehen kann, und den Nachteil, dass sie nie ganz stimmen. Dass sich die Wirklichkeit dann doch immer ein wenig anders präsentiert und überraschende (d.h. das Modell desavouierende) Entwicklungen nie auszuschliessen sind. Das gängige Modell des Wirtschaftskreislaufes, das zwischen der produzierenden Unternehmenseite und den konsumierenden Haushalten unterscheidet und den Güterfluss von den Unternehmungen zu den Haushalten bzw. den Geldfluss von letzteren zu den Unternehmungen beschreibt, hat a priori einige seltsame Charakteristiken: So begeht es eine krasse Ungerechtigkeit gegenüber den Hausfrauen (und selbstverständlich gegebenenfalls auch den Hausmännern), die, weil sie Teil der konsumierenden Haushalte sind und keine direkt messbare geldwerte Leistung erbringen, gemäss den Definitionen des Modells nicht produktiv sind. Die private Erziehung der Kinder, das tägliche Reinemachen des Hauses, das Waschen und Bügeln, die Kochkünste: Das alles fällt aus der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung.

Dafür wird der ganze Staatsapparat in der Höhe seiner Ausgaben als „produktiv“ eingestuft. Für die meisten staatlichen Tätigkeiten gibt es, da es für sie ja kaum je eine

wirkliche Nachfrage gibt, auch keine Marktpreise. Bis heute hat man keine bessere Annäherung an die quantitative Beschreibung der Tätigkeit des Staates gefunden als die Übernahme der Zahlen aus der Staatsrechnung. Eine stossende Vorstellung für den mit gesundem Menschenverstand versehenen Normalverbraucher, dass die parkbussenverteilende Polizeihostesse und die bauverhindernde Baubehörde und der ihn bedrängende Steuerbeamte produktiv sein sollen! Aber das volkswirtschaftliche Modell ist nun mal so. Selbst wenn der Beamte einmal nichts täte (auch das soll es geben), wäre er nach der volkswirtschaftlichen Rechnung produktiv. Fazit: Die wirtschaftliche Relevanz privater Leistungen wird im Modell mit Sicherheit unter-, die Bedeutung öffentlicher Tätigkeiten überschätzt.

Es ist nicht ganz zufällig, dass im deutschen Sprachgebrauch für das, was der Engländer oder der Amerikaner schlicht „economy“, also „Haushalt“, nennt, der Begriff „Volkswirtschaft“ oder „Nationalökonomie“ geschaffen wurde und Verwendung findet. Das wirtschaftliche Geschehen sei etwas Gemeinschaftliches, quasi eine öffentliche Veranstaltung, und die Öffentlichkeit trage deshalb auch eine bestimmte Verantwortung für das Gedeihen dieser Veranstaltung. Eine Perzeption, die ihre Wurzeln im Entstehen der arbeitsteiligen Wirtschaft zu Beginn des neunzehnten Jahrhunderts hat. Hie Privatleben, da Arbeit, dort Kapital. Und die Öffentlichkeit als unverzichtbares Mittel zur Steuerung des Ganzen. Die Anschauungsweise prägt nach wie vor die Lehre an den Universitäten und die Praxis der staatlichen und überstaatlichen Wirtschaftspolitik.

Anhand des Beispiels von „Micropower“ wollen wir nun zeigen, dass die Perzeption überholt ist und dass viele der sich am volkswirtschaftlichen Modell orientierenden Analysen und Konzepte erneuerungsbedürftig sind.

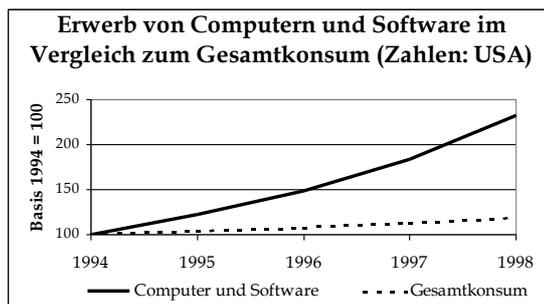
## 3. ...wird produktiv

Wir haben in früheren Kommentaren schon mehrfach auf die hohe Bedeutung der Ausrüstungsinvestitionen für die Beurteilung der künftigen Produktivität der Wirtschaft aufmerksam gemacht. Ausrüstungsgüter können beispielsweise neue Verarbeitungszentren in der Industrie sein, es können Laboreinrichtungen in der Pharmabranche sein, Computer in der Dienstleistungsbranche. Man schafft sie an, um später besser oder schneller arbeiten zu können. Das hohe

und in seiner Nachhaltigkeit für die meisten Analysten so überraschende Wirtschaftswachstum in den USA war aufgrund der während vielen Jahren grosszügigen Ausrüstungsinvestitionen im Grunde genommen voraussehbar, und seine überaus lange Dauer (wir stehen bald im zehnten Jahr!) ist durchaus erklärbar, gegeben der Umstand, dass die Investitionen nicht im Sand verliefen, sondern wichtiger Umsetzungsfaktor des technologischen Schubs der letzten Jahre wurden. Die hohen Investitionen in Ausrüstungsgüter versetzten die Wirtschaft in die Lage, mehr und höherwertigen Output pro Zeiteinheit zu erzeugen, was gleichbedeutend mit höherer Produktivität ist. Und ein Ende ist nicht absehbar.

Viel zu wenig verstanden wird die Bedeutung eines solchen Produktivitätsschubs für die Wirtschaft als Ganzes und den einzelnen Wirtschaftsteilnehmer. Wenn eine Wirtschaft in der zur Verfügung stehenden Zeit mehr und Höherwertiges zu produzieren vermag, dann ist sie als Gesamtheit mehr wert, oder der Einzelne ist (im Durchschnitt, wohlgeachtet) reicher geworden. Man sollte sich deshalb nicht darüber wundern, wenn die Amerikaner heute recht sorglos drauflos konsumieren. Im Durchschnitt sind sie eben über die letzten Jahre bedeutend reicher geworden. Zyklische oder monetäre Erklärungsversuche für die langandauernde Hochkonjunkturphase in den USA verfehlen bekanntlich das Ziel. Seit Jahr und Tag wird behauptet, man stehe unmittelbar vor dem Ende des Zyklus. Und seit Jahr und Tag wird behauptet, der gegenwärtige Aufschwung ziehe namhafte Inflationsgefahren nach sich. Das Nichteintreffen des Unglücks ist für viele Analysten wie auch für doktrinäre Geldtheoretiker zum regelrechten Trauma geworden.

Weil sie nicht verstehen und glauben wollen, dass Entwicklungen in Sprüngen erfolgen können und dass wir eben gerade daran sind, die bisherige Sprunghöhe stratosphärisch auszugestalten. Weshalb? Es zeichnet sich eben mehr und mehr ab, dass die Welle von Ausrüstungsinvestitionen seit einiger Zeit von der Unternehmensseite auf die private Seite überschwappt und beim privaten Haushalt einige sehr bemerkenswerte Veränderungen auslöst. Die Annahme, der private Haushalt kaufe PCs, Software und Kommunikationstools nur für das private, konsumptive Vergnügen, dürfte noch falscher sein als die Vorstellung von der unproduktiven Hausfrau.



Mit der Internet-Revolution sind Millionen von Haushalten zu kleinen Unternehmungen geworden. Sie „produzieren“ zwar nicht regelmässig, sondern gegebenenfalls nur an Abenden und an Wochenenden, sind aber eindeutig Teil der Wertschöpfungskette und kommen einer konkreten Nachfrage nach Dienstleistungen aller denkbaren Arten übers Internet nach. Zu allem wirtschaftstheoretischen Übel erbringen sie ihre Dienstleistung, ähnlich wie die unproduktive Hausfrau, zu grossen Teilen ohne geldwerte Gegenleistung. Tausch-Verhältnisse sind im Internet an der Tagesordnung; *do ut des* hat nicht zuletzt den Vorteil, dass es nicht der Mehrwertsteuer unterliegt...

Was bezüglich Internet vielleicht noch als belächelte Bagatelle in der gesamtwirtschaftlichen Rechnung erscheinen mag, bekommt nun aber ganz andere Dimensionen durch „Micropower“. Der Elektrizitätsmarkt ist in allen westlichen Industrieländern einer der ganz grossen Sektoren, doppelt so bedeutend vielleicht wie die momentan gerade im Brennpunkt des Interesses stehende Telefonie. Gleichzeitig ist der Elektrizitätsmarkt, Liberalisierungsbemühungen hin oder her, nach wie vor als „natürliches Monopol“ eine kartellistisch organisierte und kartellistisch handelnde Staatsdomäne. „Micropower“ rollt nun dieses Kartell von hinten her auf. Indem der öffentlich hergestellten und auf öffentlich organisierten Netzen verteilten Energie die Nachfrage entzogen wird, da die privaten Haushalte in der Lage sind, den Strom kostengünstiger selber herzustellen. Für sich selber, aber nicht nur das: Firmen wie ABB sind mit hoher Intensität daran, Netzwerkmodelle für „Micropower“ zu entwickeln, so dass überschüssige Energie an andere abgegeben werden kann. Zur Wochenendproduktivität übers Internet kommt dann also auch noch die Stromproduktion über die sonnenreiche Mittagszeit.

#### 4. Das neue Modell: die vernetzte Autarkie

Solche Vorstellungen müssen in den Augen von Vertretern des öffentlichen Interesses ein

Greuel sein: Dass nun auch noch in dieser Domäne der öffentlichen Vorsorge und der öffentlichen Versorgung die privatwirtschaftliche Version Überhand nimmt. Es entfällt dadurch nämlich sehr weitgehend ein äusserst beliebtes Tummelfeld für öffentliche Einflussnahme. Und auch der Fiskus muss weinen: Ausgerechnet im Bereich der Energiepolitik, in welchem der Hunger der Staatskasse jüngst neue Quellen ausgemacht hat (in der Schweiz stimmt das Volk in ein paar Wochen über die Erschliessung solcher Fontänen ab...), wird nun voraussichtlich eine Entwicklung stattfinden, die sämtliche auf öffentlichem Machtanspruch basierende Konzepte obsolet macht.

Widerstand ist deshalb zu erwarten. Nicht zuletzt auch von Seiten dogmatischer Umweltschützer, die ihr Heil seit je in der übergeordneten öffentlichen Institution gesucht haben und denen der Gedanke nach Problemlösungen auf subsidiärer Stufe allzu oft völlig fremd ist. Doch auch auf der handfesteren Seite ist mit Gegnerschaft zu rechnen. Staatsdomänen geben nie freiwillig Terrain auf. So wird die Möglichkeit des Einspeisens von Energie durch Kleinproduzenten in das Netz auf erbitterten Widerstand der grossen Produzenten stossen; das Argument der Betriebssicherheit wird für viele Verzögerungs- und Verweigerungstaktiken herhalten müssen.

Die Entwicklung lässt sich aber nicht aufhalten. Was im täglichen Internetbetrieb bereits Tatsache ist, wird über „Micropower“ seine Fortsetzung finden: Dass die Haushalte von der streng arbeitsteiligen Form der Wirtschaft zurückfinden zu einer neuen Art von Autarkie. Bereits ist ja absehbar, dass auch der Erziehungssektor von hinten her aufgerollt wird. In den USA entscheiden sich mehr und mehr Eltern, die schulische Ausbildung ihrer Kinder selber an die Hand zu nehmen. Selbstverständlich unter Zuhilfenahme von Ausbildungsangeboten im Internet, unter Zuschaltung von interaktiven Lehrprogrammen und dergleichen mehr. Die miserable Qualität vieler öffentlicher Schulen in den USA zwingt sie praktisch dazu, dies so zu tun.

Die neue Autarkie ist keine mittelalterlich-landwirtschaftliche, sondern eine situative und vernetzte. Arbeite ich heute im Geschäft, so erledige ich morgen die Dinge von zu Hause aus auf dem PC. Gehen heute die Kinder bei der Mutter mittels Internet zur Schule, werden sie morgen zu einem Spezi-

alkurs in ein Trainingszentrum geschickt. Habe ich heute überschüssigen Strom aus meinem „Micropower“-Generator, so muss ich morgen Elektrizität beziehen, da ich meinen Waschtage habe. Die vernetzte Autarkie verändert nicht nur die Wirtschaft als solche, sondern es wird sich auch die Perzeption dessen, was als Wirtschaft wahrgenommen wird, verändern müssen, ebenso wie die Lehre darüber, wie die Wirtschaft funktioniert. *Volks*wirtschaft im Sinne einer öffentlichen Veranstaltung hat ausgedient. Es wird nur noch Mikroökonomien geben, je nach Bedürfnis zu Branchen, Ländern, Regionen, Währungsräumen aggregierbar, aber im Grunde genommen individuell agierend, individuell und situativ sich vernetzend, keinen höheren Werten verpflichtet als den eigenen.

### 5. Unterschätzte Revolution

Dieser sich abzeichnende Durchbruch der Subsidiarität (d.h. eine Verschiebung der Problemlösung auf eine untere gesellschaftliche Stufe) steht freilich in krassem Gegensatz zu dem, was die institutionelle Öffentlichkeit von sich gibt oder was in den Medien über die institutionelle Öffentlichkeit zu lesen und zu hören ist. Immer neue Schichten von internationalen Konventionen und Organisationen überziehen den Erdball zur angeblich besseren Bewältigung angeblich globaler Probleme. Subsidiarität als Gedankengut ist zwar mancherorts gerne deklariert, höchst selten aber praktiziert. Wir haben im letzten Anlagekommentar (Nr. 202 vom 3. Juli 2000) auf die subsidiaritätsfeindliche Steuerpolitik der EU hingewiesen. Sie läuft darauf hinaus, dass die verschwenderischen Länder innerhalb der EU belohnt, die sparsamen bestraft werden. Zur allfälligen Korrektur dieses widrigen Resultats braucht es dann Massnahmen auf der oberen politischen Ebene – und vorbei ist es mit der Subsidiarität. Doch nicht nur das EU-Steuerrecht birgt diesen Keim von Prinzipienverrat; vielerlei unnötige Normierungen tun dies auch. Es war noch nie Voraussetzung eines funktionierenden Markts, dass Einheitsware angeboten wird. Die Marktkräfte sorgen ja gerade dafür, dass diejenige Ware in derjenigen Qualität und in derjenigen Diversität angeboten wird, wie es sich die Konsumenten wünschen. Mit der Einführung einer Einheitslänge für Gurken ist marktwirtschaftlich nichts gewonnen, im Gegenteil.

Während auf der politischen Ebene Konzept um Konzept in die falsche Richtung weist,

erfolgt quasi subkutan eine Revolution, die ihresgleichen sucht. Wir haben auf die privaten Produktivitätsformen mittels Internet hingewiesen. „Micropower“ wird den Energiebereich radikal umkrempeln. Internetschulen und -universitäten werden die Volksschule als öffentliche Veranstaltung herausfordern. Und wer weiss: Vielleicht wird auch das elend teure öffentliche Gesundheitswesen im Rahmen der Möglichkeiten neuer (gentechnisch orientierter) Therapieformen durch eher private Produktivität abgelöst. Wir stehen erst am Anfang dieser Revolution, und sie wird allseits bezüglich ihrer Bedeutung unterschätzt.

Der Anleger und interessierte Beobachter des wirtschaftlichen Geschehens tut gut daran, die Augen offen zu halten. Die subkutane Revolution verursacht einstweilen Unsicherheit. Betrachten wir die jüngste Versteigerung von UMTS-Lizenzen in Deutschland. UMTS wird just ein notwendiger Bestandteil einer noch viel komfortableren Vernetzungsfähigkeit des Einzelnen werden. Man wird mit dem Laptop im Stadtpark übers Telefon surfen gehen können. Wird nun die Nachfrage nach dieser Möglichkeit die immensen Beträge, welche für die UMTS-Lizenzen erbracht werden mussten, dereinst rechtfertigen?

Unseres Erachtens kommen die seit einiger Zeit zu beobachtenden enormen Bewertungsdifferenzen einzelner Titel an den Börsen nicht von ungefähr. Abschlüge von 30 Prozent und mehr an einem Tag in hochliquiden Titeln: Das aggregierte Wissen der Marktteilnehmer vermutet so etwas wie eine Revolution. Anlagestrategische Folgerungen sind aber äusserst schwierig zu ziehen. Welche Branche wird von den Entwicklungen vor allem profitieren? Sind es die Business-to-Consumer (B2C)-Anbieter im Internet? Oder wird nur Business-to-Business (B2B) wirklich erfolgreich werden? Wie entwickeln sich die Margen der Hersteller grosser Markennamen im Lichte von B2B und B2C? Müsste man sich angesichts des sich mit Sicherheit noch steigenden Softwarebedarfs auf Produzenten und Vertreiber von Programmen konzentrieren? Wenn ja, auf welche? Oder müssten es die Netzwerkspezialisten sein? Wie wird es in 10 Jahren um die grossen Public Utilities-Unternehmungen wie Atel, Endesa, RWE, Vivendi stehen? Welche Rolle spielen eine ABB, eine General Electric und eine Siemens? Wie wird sich eine Subsidiarisierung im Gesundheitswesen auf die Pharmabranche auswirken?

Fragen, bedrängende Fragen!, über Fragen. Und eines ist klar: Revolutionen sind selten angenehm. Sie fordern unter anderem auch Opfer.

## **6. Subsidiarität in einem Sektor schon weit vorangeschritten**

Um in dieser offenkundigen Unsicherheit wenigstens einigermaßen das Schiff auf Kurs zu halten, muss man sich überlegen, ob es nicht einzelne Teile der Wirtschaft gibt, in denen ein Teil der subkutanen Revolution nicht schon abgelaufen ist. Wir glauben zu erkennen, dass dies in einem Bereich weitgehend der Fall ist: im Finanzsektor. Das Finanzwesen war bis vor, sagen wir, 10 Jahren ja ebenfalls noch eine weitgehend öffentliche Veranstaltung. Die Refinanzierung der grossen wie der kleineren Unternehmungen erfolgte durch das Kreditgeschäft der Banken, welche ihrerseits über das Sparen ihrer Passivkunden die notwendigen Mittel beschafften. Individuelle Wünsche oder gar Strategien dieser sparenden Geldgeber? Eine absurde Vorstellung! Der Investitionsentscheid erfolgte auf der übergeordneten Ebene, und diese übergeordnete Ebene wählte sich sogar im öffentlichen Interesse zu handeln. Man lese einmal die Leitbilder von Grossbanken aus den achtziger Jahren.

Aktienbesitz war damals nur sehr beschränkt gestreut. Man hielt sich im grossen Publikum bestenfalls ein paar Aktien, um dann und wann als unbedeutendes Stimmvieh an einer Generalversammlung teilnehmen zu können und, vor allem, um vom anschliessenden Imbiss profitieren zu können. Und so war die Zusammenstellung von Aktienportefeuilles denn häufiger das Resultat bestimmter Vorlieben denn expliziter Strategien.

Völlig kartellisiert präsentierte sich zu jener Zeit noch der Anleihensbereich. Das Emissionsgeschäft war fest in den Händen einiger Syndikate; den Schuldner blieb nichts anderes übrig, als sich mit den teuren und wenig produktiven Emittenten zu arrangieren. Das Publikum musste Vorlieb nehmen mit wenigen Stücken aus einem durch Günstlingswirtschaft gekennzeichneten Primärmarkt und einem nachfolgend allzu oft illiquiden Sekundärmarkt. Obligationen, einmal erworben, hielt man normalerweise bis zum Verfall. An Depotumschichtungen dachten nur wenige. Zinsrisikomanagement? Absurde Vorstellung. Selbst bei der eigenen Hypothekarverschuldung dachte man bis vor 10 Jahren noch kaum daran, die Zinsrisiken durch Festhypotheken zu beschränken.

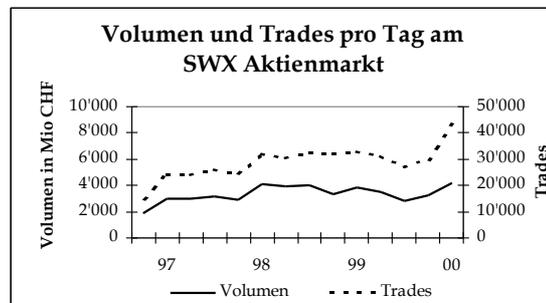
In der Zwischenzeit hat eine Revolution stattgefunden. Kaum mehr ein Sparer, der wirklich nur spart. Er investiert. Vielleicht nicht direkt in Aktien, aber durchaus in Aktienfonds, Indexzertifikate und dergleichen. Das kommerzielle Kreditgeschäft der Banken hat sich stark gewandelt. Die „Securitization“ hat unumkehrbare Folgen gezeitigt. Die Refinanzierung von Unternehmungen erfolgt sehr viel häufiger über den Markt als früher. Und wenn sie trotzdem noch durch Bankkredite erfolgt, so orientiert sich die Kreditvergabe an Marktpreisen. Aber auch kleinere Unternehmungen machen von der einen oder anderen Finanzierungsform, wie sie die Finanzmärkte zur Verfügung stellen, mehr und mehr Gebrauch. Das Anleihengeschäft ist durch und durch kompetitiv und von sehr effizienter Preisbildung gekennzeichnet. Hypotheken gibt es heute mit einer grossen Varietät von Charakteristiken.

Ökonomisch ist zweierlei geschehen. Zunächst ist der Konsument im Finanzsektor bedeutend selbständiger und agiler geworden. Er begnügt sich nicht mehr mit substanzleeren Generalversammlungen und mageren Sparzinsen. Er verlangt nach Beratung durch einen Financial Consultant, wenn es um die Strukturierung seiner Anlagen und seiner Verpflichtungen geht. Er kann sich ohne weiteres über Markttendenzen online ins Bild setzen, und er kann auch durchaus selber übers Internet am Markt intervenieren. Er kann stündlich, täglich Allokationsentscheide vornehmen, also das tun, was früher zwangsweise auf viel höherer Ebene stattgefunden hat. Dass dies tatsächlich geschieht, widerspiegelt sich an den sehr namhaft gestiegenen Volumina und an der Anzahl ausgeführter Transaktionen an den Börsen weltweit (vgl. Grafik nebenan).

Die Folge dieser Emanzipation der Marktteilnehmer ist, zweitens, eine enorme Effizienzsteigerung an den Finanzmärkten. Wenn auf der Anlegerseite Geld nicht einfach auf alle Zeit parkiert bleibt, sondern durchaus aktiv gemanagt wird, dann bedeutet das auf der Bezügerseite, dass man andauernd neu analysiert und bewertet wird. In bezug auf die Effizienz der Kapitalallokation hat sich in den letzten 10 Jahren eine Entwicklung abgespielt, die in ihrer Bedeutung gar nicht überschätzt werden kann. Die effiziente Kapitalallokation zwingt die Unternehmungen, die Geld brauchen, zu ganz anderen Massnahmen und Leistungsbeweisen als früher. Jede Minute droht die kalte Bewertungsdusche durch die Märkte. Das

kann im einen oder im anderen Fall stossend wirken – man denke etwa an Nokia (-21% in einem Tag) oder an Eli Lilly (-30%) –, gesamthaft gesehen resultiert aber eine Disziplinierung, die nach altem Regime nie denkbar gewesen wäre.

Quelle: SWX; eigene Darstellung



Der Entwicklungssprung an den Finanzmärkten hat zu einer Subsidiarisierung der Entscheidungen geführt. Was früher ein paar wenige Akteure getan haben, findet heute in den Portefeuilles der individuellen Anleger, Sparer, Mitbürger statt. Günstige Rechenkapazitäten und schnellste Kommunikationsmittel haben auf der technischen Seite diese Entwicklung ermöglicht. Die Subsidiarisierung wird nun nach dem Finanzwesen auch andere Bereiche der Wirtschaft ergreifen. Es handelt sich um einen Megatrend.

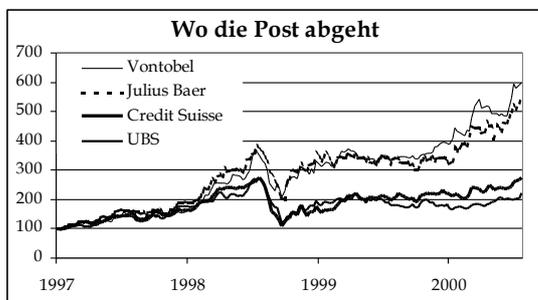
## 7. Wehe den Undefinierbaren

Es lohnt sich, einen Blick auf die Veränderungen in der Struktur der Dienstleistungsbranche des Finanzsektors zu werfen. Welche Unternehmungen haben den Strukturbruch erfolgreich bestanden, welche haben an Bedeutung verloren, welche sind untergegangen? Wie sehen die Chancen und Risiken für die Zukunft aus? Und welche Analogieschlüsse dürfte man eventuell vorsichtig ziehen im Hinblick auf die Subsidiarisierung anderer Wirtschaftsbereiche?

Die Tendenz zur Securitisation der Refinanzierung von Unternehmungen und zur marktnäheren Preisgestaltung von Bankkrediten hat ihre Opfer sowohl auf der Bankenseite wie auch bei den Kreditkunden gezeitigt. In der Schweiz kam es zu einer teilweise schmerzhaften Konsolidierung bei den Kreditinstituten, namentlich im Kantonal- und Regionalbankenbereich; der heutige Geschäftsgang in dieser Sparte ist vielerorts nach wie vor wenig erheitend. Ein Teil der Institute überlebt nur dank Quersubventionen aus dem Finanzgeschäft. Die Kundenseite durchlief in den neunziger Jahren eine ausserordentlich scharfe Krise, die heute

noch nachwirkt. Der Immobiliensektor brach um etwa 40 Prozent ein, und da Immobilien das geläufigste und am einfachsten zu beherrschende Kreditsubstrat der Banken gewesen waren, geriet ein guter Teil der gewerblichen und mittelständischen Wirtschaft unter Druck. Kenner der Szene weisen heute auf neue Chancen im Kreditgeschäft hin, allerdings unter der Bedingung, dass die ganze Klaviatur der Unternehmensrefinanzierung gespielt werden kann (also vom Bankkredit bis zum IPO) und dass sich die Kreditvergabe auf Branchen und Unternehmungen konzentriert, die Dynamik und Marktliquidität zulassen. Ein sich rasch wandelndes wirtschaftliches Umfeld duldet keine Strukturpolitik, eine sich an solchen Kriterien orientierende Kreditpolitik muss scheitern.

Im Finanzbereich hat die Revolution der Subsidiarisierung zu einer Entflechtungstendenz vertikaler Strukturen geführt. Die Pipeline vom Investmentbanking direkt hinunter zum Wertschriftendepot des Anlagekunden ist immer weniger gefragt. Zu offenkundig sind die Anreize innerhalb der vertikal integrierten Organisation gegen den Kunden gerichtet. Als emanzipierter Anleger kann dieser heute Konditionen vergleichen, Preisstellungen beurteilen, Nebenbedingungen



Aktienkurse, auf Beginn 1997 indiziert  
Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

und Kleingedrucktes prüfen. Darüber hinaus ist er auch viel mehr als früher in die Lage versetzt, die Qualität von Beratungsdienstleistungen zu bewerten. Der Trend zur Auflösung vertikaler Strukturen wird weitergehen, nicht zuletzt unter dem Druck des Faktischen. Ein Blick auf die Resultate zweier schweizerischer Anbieter von offenbar hochwertiger Vermögensberatung zeigt, im Vergleich zu den Resultaten vertikal weitergehend integrierter Grossbanken, ein klares Bild.

Was für das Schweizer Finanzgeschäft gilt, dürfte, *cum grano salis*, auch seine Richtigkeit in anderen westlichen Wirtschaftsregionen haben. Die Savings-and-Loan-Krise Ende der

achtziger Jahre in den USA hat durchaus ihre Paralleltäten zu dem, was später in der Schweiz (und auch in weiten Teilen Europas) als Immobilienkrise ablief. Der Konsolidierungsprozess unter den kommerziell tätigen Banken ist weltweit voll im Gange. Die Analogie dürfte auch für das Finanzgeschäft stimmen. Überaus erfolgreich gestaltet sich auf allen relevanten Finanzmärkten einerseits das Geschäft der Anbieter sauberer, klar strukturierter, innovativer Produkte, andererseits erweisen sich ebenfalls auf weltweiter Basis die kundennahen Berater als Gewinner im Strukturwandel.

An Bedeutung verliert dagegen laufend alles Undefinierbare. Wenn gewisse Grossbanken alle paar Monate neue Fusionsprojekte vorlegen, um sie darnach wieder abzubrechen, dann verrät dies einen Mangel an strategischer Gewissheit, der kaum zu überbieten ist. Wenn im x-ten Anlauf die Organisation erneut derart umgepflügt wird, dass der Beratungskunde wiederum seine Schnittstelle neu definieren muss, dann weist dies auf einen eklatanten Mangel an Know-how in Fragen der Unternehmungsführung eines Dienstleistungsbetriebs hin. Wenn im einen Jahr Allfinanz (mit allen Konsequenzen, z.B. dem Kauf einer Versicherungsgesellschaft) hochgejubelt wird, um im nächsten Jahr als „fragwürdiges Konzept“ wieder verworfen zu werden, dann zweifelt nicht zuletzt auch die Börse zurecht an den Fähigkeiten des zuständigen Managements.

## 8. Was Multioptionalität praktisch bedeutet

Wenn man nun aus dem Finanzbereich in die anderen Sektoren der Wirtschaft hinüberdenken will, so kann man sich als obersten Grundsatz das folgende merken: der subsidiär entscheidende Kunde der Zukunft will in jeder Hinsicht auswählen können. Ob er nun über das Internet Handelsware bezieht oder ob er sich mittels Internetplattformen beraten lassen will oder ob er als vernetztautarker Stromproduzent Elektrizität ins Netz abgeben will oder ob er seinen Kindern mittels Internet Unterricht erteilen will: Er lässt sich nicht mit mageren Pauschalangeboten von Einheitsware bzw. -lösungen abspesen. Das tut er seit geraumer Zeit im Finanzgeschäft nicht mehr, und er wird es immer weniger in anderen Bereichen tun.

Auswählen können: Was heisst das?

a) Es heisst zum Beispiel, dass Güter und Dienstleistungen in genügender qualitativer

und preislicher Diversität zur Verfügung stehen müssen. Der Trade-off zwischen Preis und Eigenschaft des nachgefragten Guts ist ein Teil der subsidiären Entscheidungskultur und wird als solcher gesucht. Es ist auch keineswegs so, dass sich der vernetzt-autarke Entscheidungssträger ein für allemal für einen bestimmten Trade-off entscheidet. Vielmehr will er sich diesbezüglich situativ die Handlungsfreiheit offenhalten. Es wäre deshalb grundfalsch, die Welt in Online-Börsenkunden und in reine Beratungskunden einzuteilen. Der Kunde von morgen will heute online „börselen“ und morgen tief-schürfende anlagestrategische Fragen behandeln.

b) Auswählen können heisst aber auch, stets über marktgerechte Preisinformationen verfügen zu können. Das bedeutet, dass alles, was nicht wirklich online verfügbar ist und online angepasst werden kann, künftig wenig Chancen haben wird. Es heisst auch, dass in völlig selbstverständlicher Art und Weise immer zwischen Angeboten Arbitrage stattfinden wird. Internet ist die ideale Auktionsplattform, und die Auktion wird in alle wirtschaftlichen Lebensbereiche eindringen. Beispielsweise wird der Stromproduzent/-bezüger aufgrund der gerade gegebenen Preissituation im Netz seine derzeitige Stromproduktionspolitik bestimmen wollen. Oder er wird über ein von ABB gefertigtes Programm verfügen, das ihm diese Arbeit abnimmt.

c) Auswählen können heisst auch, es wirklich zu *können*. Das bedeutet nichts anderes, als dass die sehr kundennahe und vertrauenswürdige Beratung in allen Gebieten an Bedeutung gewinnen wird. Das Internet ist nicht das Ende des Beratungsgeschäfts, im Gegenteil! Die Subsidiarität des Entscheidungsprozesses ruft nach dezentraler Beratung. Und weil aus Gründen der Arbitragemöglichkeiten im Internet stets davon ausgegangen werden muss, dass Preisinformationen über kurz oder lang bekannt werden, wird die „Beratung mit gezinkten Karten“ schwereren Zeiten entgegengehen. Beratung und Hausieren mit preislich überhöhten Produkten aus der eigenen Pipeline wird als einträgliche Kombination ausscheiden.

Die Vorstellung einer Wirtschaft, in welcher immer mehr Entscheidungen auf unterer Ebene gefällt werden und die zu einer Art neuer Autarkie zurückfindet, ist in verschiedener Hinsicht nicht unsympathisch. Das

Ende der Volkswirtschaft als gemeinsam gefeierter Alpaufzug wird sich aber auch noch andernorts auswirken. Die gesellschaftlichen und politischen Implikationen sind unabsehbar. Das Ende der Volkswirtschaft ist mit Sicherheit kein Ende der Geschichte.

KH, 21.8.2000