

## Optimismus allein genügt nicht

### 1. Gesang in den Katakomben

Wie gewöhnungsfähig der Mensch doch ist! Nur knapp zwei Monate sind vergangen, dass der Welt bewusst wurde, wie verletzlich sie geworden ist, nur anderthalb Monate ist es her, dass die Finanzmärkte sich in trübsten Tiefen bewegten, noch vor nur einem Monat hat man ernsthaft am militärischen Erfolg der USA in Afghanistan gezweifelt – und schon ist man geneigt, die Welt und die Finanzmärkte und das Afghanistanproblem und überhaupt alles durchaus ein bisschen freundlicher zu sehen. Tatsächlich positive Fakten vermischen sich mit „wishful thinking“ und psychologischen Verdrängungsmechanismen. Vermutlich handelt es sich dabei um eine besondere, genetisch bedingte Fähigkeit der Menschheit. Wie anders hätte sie sonst die Jahrmillionen gegenseitigen Abschlachten, Verrats, gegenseitiger Enteignung und Vertreibung überstanden? Hoffnung kann offenbar auf jeglichem Niveau aufleuchten, und schon beginnt man wieder Bäume zu pflanzen, Häuser zu bauen und Kinder zu zeugen. Das ist gut so.

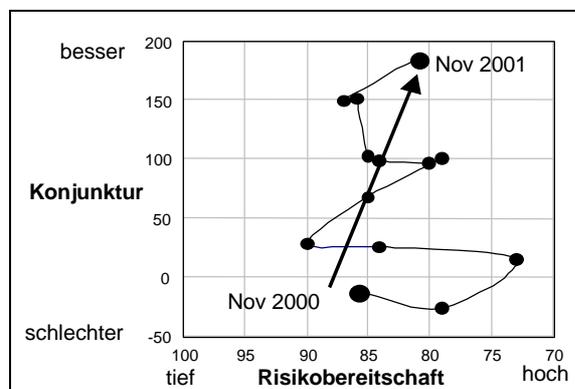
Diese Art Gewöhnung an neue Risiken kann durchaus sonderbarer Natur sein. Wer wäre vor, sagen wir, drei Monaten verstanden worden, wenn er bei einem Flugzeugabsturz ein Stossgebet „Wenn es sich um Himmels willen nur um einen Unfall handelt!“ von sich gegeben hätte? Ein Unfall, so tragisch er für die Beteiligten ist, misst sich seit September mit der für die Allgemeinheit viel schlimmeren Variante eines erneuten Anschlags. Dasselbe Phänomen war sogar bezüglich der Beurteilung der zweiten Linie von Terror in den USA, den Anthrax-Fällen, zu beobachten. Bald einmal stellten sich nämlich die relativen Vor- und Nachteile von Milzbrandsporen als Terrorwaffe heraus – dass sie zwar ziemlich einfach herstellbar und vor allem sehr haltbar und damit einfach zu lagern sind, dass sie selbst aber über keinen Multiplikationsmechanismus verfügen, sich nicht von selber ausbreiten. Und schon wurde Anthrax als vergleichswei-

se kleines Übel buchstäblich weggesteckt. Und dies, obschon irgend jemand versucht hatte, das halbe Capitol zu verseuchen!

Der relative Optimismus erstreckt sich nicht nur auf diese neuen Umstände der realen Welt, sondern hat auch die monetäre Seite erfasst. Dies, obwohl seit September die Konjunkturdaten und die Meldungen über die Unternehmensgewinne nochmals schlechter geworden sind. Negative Meldungen scheinen derzeit auf so etwas wie *achselzuckende Gleichgültigkeit* zu treffen. Jedenfalls vermögen sie nicht mehr die Kursstürze auszulösen, wie man sie ja vor dem 11. September schon gesehen hatte. So schlossen an dem Tag, als der Mega-Kollaps des weltweit tätigen amerikanischen Energiehändlers Enron Tatsache wurde, sowohl der Dow-Jones- wie auch der Nasdaq-Index mit Zuwächsen von gemütlichen 1,2 bzw. 2,4 Prozent. Von regelrechter Party-Stimmung kann nach all den Verlusten innerhalb der letzten anderthalb Jahre zwar allerdings auch keine Rede sein, wirkliche Breite haben die Aktienmärkte noch nicht erreicht; doch eine Verbesserung der Gefühlswelt ist unverkennbar. Diese Beobachtung wird durch Fakten durchaus bestätigt.

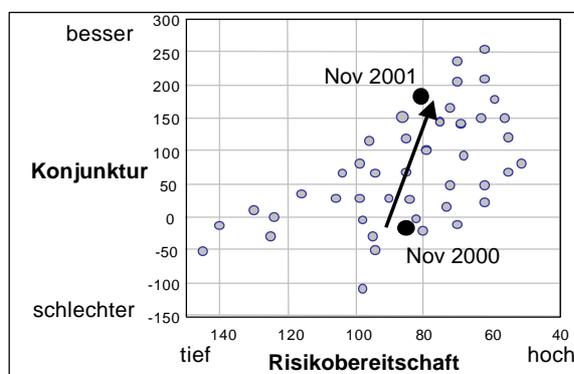
Unser Bankhaus arbeitet seit geraumer Zeit zur Beurteilung, ob man sich insgesamt in „guten Zeiten“ oder in „schlechten Zeiten“ befindet, mit einem Wirtschaftsbarometer, das sich nicht auf Gefühle oder Umfragen stützt, sondern auf Marktdaten abstellt. Marktdaten sind keine (folgenlos geäußerten) Meinungen irgendwelcher Einkaufsmanager, sondern bezahlte Preise für sehr konkrete Finanzinstrumente. Die Beurteilung, ob die Konjunkturaussichten von den Marktteilnehmern insgesamt eher positiv oder eher negativ gesehen werden, stützt sich auf den Unterschied zwischen den Kurzfrist- und den Langfristzinsen („term spread“) ab. Höhere Langfristzinsen können erwartetes höheres Wirtschaftswachstum bedeuten (es sei denn, es stecke viel Inflationserwartung und mithin eine Risikoprämie für künftige Teuerung in der Zinsdifferenz). Für die Beurteilung der „Laune“ der Anleger dient uns deren Risikoappetit, gemessen an

der Zinsdifferenz zwischen risikoarmen und risikoreicheren Obligationenanlagen („credit spread“). Der Verlauf des Barometerstands seit November 2000 spricht für eine sehr deutliche Verbesserung sowohl der Konjunkturaussichten als auch der Stimmungslage.



Quelle: eigene Darstellung

Auch im längerfristigen Vergleich (betrachteter Zeitraum: 10 Jahre, Quartalszahlen) vermag der Stand des Wirtschaftsbarometers durchaus zu erfreuen. Der Quadrant rechts oben bedeutet „gute Zeiten“ – positive Konjunkturaussichten und Freude der Anleger für die Übernahme des Risikos, in diese positiven Aussichten hinein zu investieren.



Quelle: eigene Darstellung

In dieselbe Richtung weisen die in den Wirtschaftsgazetten nun immer häufiger zu lesenden Untersuchungen über den typischen Verlauf von Rezessionen bzw. das Verhalten der Aktienmärkte während den Rezessionen. Keine der neun Rezessionen in den USA seit dem zweiten Weltkrieg dauerte mehr als drei Quartale, und in jeder der neun Rezessionen stiegen die Aktienindizes mit zweistelligen Prozentzahlen. Folgerung: Auch jetzt wird es wieder so sein. Freude herrscht. – Tatsächlich?

Es geht hier keinesfalls darum, aufkeimende positive Gefühle zu verletzen. Es stellt sich für uns lediglich die Frage, was passiert, wenn es uns

tatsächlich gelingen sollte und wir es wagen könnten, die Köpfe aus den Katakomben herauszustrecken. Wie würde die Welt dann aussehen? Welche Bedingungen müssten erfüllt sein, dass nicht neue Enttäuschungen und Bedrohungen die Welt und ihre Wirtschaft erneut und vielleicht für längere Zeit in den Untergrund von Rezession, Krise und Krieg zurückwerfen? Es geht also um die mittelfristige Lagebeurteilung. Den kurzfristigen Gesang in den Katakomben singen wir durchaus mit. Beziehungsweise: Wir summen ihn.

## 2. Atypische Rezession

Wenn man die genannten neun Rezessionen in den USA seit dem zweiten Weltkrieg näher analysiert, dann stellt man fest, dass alle (mehr oder weniger ausgeprägt) dieselbe Ursache hatten: Auf eine geldpolitische Ausweitung, eine ausgeprägte monetäre Stimulierung also, folgte jeweils eine hochkonjunkturelle Verengung der Gütermärkte und eine Überbeanspruchung der vorhandenen Produktionskapazitäten, was entsprechende Teuerungsraten bei Gütern und Löhnen nach sich zog. Die Notenbank sah sich gezwungen, durch drastische Massnahmen an der Zinsfront die Geldmenge zu drosseln, der Wirtschaft Liquidität zu entziehen und die Refinanzierung der Unternehmungen und der Privaten massiv zu verteuern. Dann folgten zwei, drei Quartale rückläufigen Wirtschaftswachstums, während denen die Geldpolitik wieder gelockert und die Zinsen mithin gesenkt werden konnten und das Spiel nach einer Weile von neuem begann.

Der immer wieder zu beobachtende Börsenaufschwung während der Rezession kam jeweils einer Vorwegnahme der freundlichen Rahmenbedingungen nach einer Rezession gleich und war eigentlich zwingend, vorausgesetzt, die Nachfrage lässt sich so mir nichts, dir nichts über die Geldmengenpolitik steuern. Vor allem aus den Erfahrungen während den siebziger und frühen achtziger Jahren wissen wir, dass aber genau darin jeweils der grosse Irrtum lag, der dann unter anderem sehr bald wieder zu Enttäuschungen an den Börsen führte und im übrigen enorme volkswirtschaftliche Kosten verursachte.

Wie ist die Rezession 2001/2002 entstanden? – Ganz gewiss *nicht wie die neun vorhergehenden*. Von konjunktureller Überhitzung, von hohen Teuerungsraten, von restriktiver Geldmengenpolitik und sehr hohen Nominalzinsen konnte keine Rede sein. Vielmehr wuchs die Wirtschaft (der USA) während Jahren praktisch inflationsfrei mit einer hohen Rate von real 3 bis 5 Pro-

zent. Das Fed versorgte das System mit genügend Liquidität; die Zinsen überstiegen die 6-Prozentmarke nur während kurzer Zeit und lediglich minimal. Die Produktivität der amerikanischen Wirtschaft stieg von Jahr zu Jahr in eindrucklicher Weise und liess Befürchtungen zu hoher Kapazitätsauslastungen immer wieder ins Leere laufen.

Das einmalig lange und einmalig hohe und einmalig inflationsarme Wirtschaftswachstum war gekennzeichnet durch einen ebenso einmaligen Anteil an Ausgaben für Kapitalgüter. Capital Spending, Investieren, war das grosse Thema bis zum Jahr 2000, und die Amerikaner veranstalteten diesen Boom nicht nur für sich selber, sondern es nahm buchstäblich die ganze Welt daran teil. Die Zukunft der Weltwirtschaft wurde fast ausschliesslich in den USA gewittert – dort wird (übrigens immer noch) der grösste Teil von neuen Patenten angemeldet, was mit sehr ausgeprägter Innovationskraft gleichgesetzt werden kann – und deshalb nahm der Kapitalfluss aus allen Ländern in Richtung Amerika enorme Ausmasse an. Der US-Dollar war, für viele Analysten dennoch unerklärlicherweise, entsprechend stark.

Aus heutiger Sicht kann kein Zweifel bestehen, dass zunehmend mehr Geld in völlig aussichtslose Zukunftsprojekte geflossen sein muss. Wir haben uns mit diesem Phänomen des irrational erscheinenden Überinvestierens in früheren Kommentaren ausgiebig auseinandergesetzt. Der Kollaps war unumgänglich und hinterlässt nun ein Trümmerfeld mit einigen wenigen überlebensfähigen Elementen. Interessanterweise führte der Kollaps im Investment Spending aber vorderhand nicht zu einem dramatischen Anstieg der Arbeitslosigkeit oder zu einem drastischen Rückgang bei den Konsumzahlen, wie das für eine „klassische“ Rezession hätte der Fall sein müssen. Im Grunde genommen wurde das Bersten der Blase seitens der Realwirtschaft in erstaunlich moderater Weise weggesteckt.

Um so schlimmer wurde der Anleger bestraft. An der Nasdaq und in den technologieorientierten Börsen anderer Länder wurden Billionen von Dollars vernichtet. Entgegen den Befürchtungen vieler Analysten führten diese Kursverluste aber keineswegs zu einem namhaften konjunkturellen Einbruch auf der Konsumseite. Der Beitrag von Wall Street an das konjunkturelle Tief dürfte 1 Prozent Verlust an BIP-Wachstum kaum übertroffen haben.

Dieser gesamtwirtschaftlich also eigentlich gar nicht so negative Verlauf des Platzens der Inve-

stitutionsblase erklärt allerdings auch die Schwierigkeit, mit geldpolitischen Massnahmen viel auszurichten. Was in „klassischen“ Rezessionen kurzfristig (vielleicht) funktioniert, dass tiefe Geldmarktzinsen den Konsum anheizen, stimmt für diese atypische Art von Rezession gewiss nicht. Investitionsausgaben sind nicht ausgesprochen zins sensitiv, was auch ohne weiteres einleuchtend ist. Denn entweder erscheint ein Investment aussichtsreich oder eben nicht, Zinsen hin oder her. Wenn eine Investition aussichtsreich sein wird, dann muss sie die Zinsen einspielen können – fast unabhängig vom Zinsniveau. Falls nicht, dann lässt man es selbst dann bleiben, wenn man für Geld beinahe nichts zu bezahlen hat.

Die aggressiven Zinssenkungen des Fed in diesem Jahr konnten m.a.W. bestenfalls das Niveau der Konsumausgaben stützen, einen wesentlichen Einfluss auf die Wiederaufnahme der Investitionstätigkeit hatten sie nicht und werden sie auch nicht haben. Investitionen richten sich in erster Linie nach realen und strukturellen Gegebenheiten und nicht nach monetären. Das bedeutet, dass ein Auftauchen aus dieser atypischen Rezession keinesfalls analog verlaufen muss zum so gerne herbeigewünschten Ende eines klassischen Konjunkturtiefs. Es geht vermutlich bedeutend *langsamer* und verläuft zumindest am Anfang harziger als ein monetär organisiertes Strohfeuer.

### 3. Überlagerung durch Terrorschock

Der atypisch flache und nicht primär konsumseitig getriebene Verlauf einer Rezession wurde nun durch die Geschehnisse vom 11. September durch einen Schock überlagert, dessen Folgen nun allmählich absehbar sind. Der Schock hat seine negativen Konsequenzen in erster Linie im Bereich des sonst relativ ungeschmälernten Konsums, aber auch hier sind Differenzierungen notwendig: Ganz drastisch sind die Einbussen in allen Bereichen, in denen man sich fortbewegen müsste, also namentlich im Tourismus, ganz spezifisch aber vor allem im (margenträchtigen) Konferenztourismus. In den USA und auch weltweit sind die Kapazitätsreduktionen im Luftfahrtwesen voll im Gange, in der Hotellerie dürften die Pleiten und Entlassungen noch bevorstehen, und aus diesem Sektor ist denn auch mit den grössten Problemen bezüglich Arbeitslosigkeit zu rechnen, da die Berufe zum grössten Teil branchenspezifisch sind und das Bildungsniveau hohe Anforderungen an Umschulungsprogrammen stellt.

Interessanterweise leidet der Detailhandel in den USA wenig oder gar nicht unter den Terroranschlägen vom 11. September bzw. den Anthrax-Briefen darnach. Im Gegenteil: Der Amerikaner scheint sich durch Einkaufstouren zur nächstgelegenen Mall zu trösten. Wal Mart und ähnliche Ketten melden gute bis hervorragende Verkaufszahlen! Die Sparquote in den USA ist mit Blick auf die gewaltige Verunsicherung durch die Terroranschläge nur geringfügig auf etwa 4 Prozent gestiegen. In unserem letzten Kommentar von Anfang Oktober prognostizierten wir eine solche Konstanz in den Gewohnheiten der Amerikaner, vorausgesetzt, keine zweite Welle ernstzunehmender Terroranschläge würde die Angst vor der Zukunft definitiv obsiegen lassen. Trotz gelegentlicher Zitterpartien (Anthrax, Flugzeugabsturz in Queens) hat sich diese Sichtweise bis heute als richtig erwiesen.

Unter derselben Voraussetzung der Abwesenheit weiterer Terrorschocks in den nächsten paar Monaten bleiben wir für unsere Prognose weiterhin bei diesem Muster: Demnach hätte die sich im Gang befindliche Rezession die Form eines *breiten Tals*, das durch den Einbruch im Investment Spending herbeigeführt wurde, den Konsum aber nicht stark berührte, versehen mit einem *Trog* des terrorbedingten kurzfristigen Einbruchs auf der Konsumseite und einer ziemlich schnellen Normalisierung. Die Vorstellung eines solchen Trogs, der über steile Ufer verfügt, darf nicht dazu verleiten, die Ränder des ganzen Tals ebenfalls steil zu sehen, und darin liegt gegenwärtig die grösste Gefahr der Beurteilung der Zahlen durch Analysten und Märkte. Die Erholung im zweiten, spätestens dritten Quartal 2002 wird wesentlich verhaltener ausfallen, als es aufgrund der derzeitigen Normalisierungstendenz gerade den Anschein macht.

Entsprechend wird die Durststrecke für viele Unternehmungen eher länger ausfallen als erwünscht, und insbesondere dürften glaubhaft höhere Gewinne noch eine Weile auf sich warten lassen. Man darf nicht vergessen: Rezessionen sind dazu da, Überkapazitäten aus dem Wirtschaftsleben zu eliminieren, und dieser Prozess ist bei weitem noch nicht zu Ende. Die kommenden Monate werden uns mit weiteren Konkursen konfrontieren. Am Beispiel des Energiehandelsunternehmens Enron kann man ablesen, dass durchaus auch Bereiche erfasst werden können, die bis vor ganz kurzer Zeit noch als stabil, substanzreich und beinahe mündelsicher galten.

Damit ist eine klare Konsequenz für die Anlagepolitik der nächsten Monate formuliert: Es gilt auf Unternehmungen zu setzen, die über ver-

hältnismässig *sichere Erträge* und *satte Margen* verfügen und die nicht so wenig Eigenkapital haben, dass bei einer Verlängerung der Talsohle der Schnauf bald einmal ausgehen wird. Unternehmungen, die aufgrund ihrer Verschuldungssituation eher Optionen gleichen, die bekanntlich einen bestimmten Verfallszeitpunkt haben, muss man unter Berücksichtigung des Szenarios einer langsamer als allgemein erwarteten Erholung meiden. Zeit darf bei dieser atypischen Rezession keine Rolle spielen! Zudem sollte man darauf achten, nicht allzu phantasievolle Gewinnerwartungen in die Unternehmungen zu setzen. 2002 könnte hart und teilweise enttäuschend ausfallen, und es ist absehbar, dass die Börsen mit solchen Enttäuschungen um so ungnädiger umgehen werden, je höher die (übertriebenen) Erwartungen waren. Hohe Kurs/Gewinn-Verhältnisse mahnen deshalb zur Vorsicht.

#### 4. Rezession à la japonaise?

Atypische Formen von Wirtschaftsentwicklungen sind nicht beliebt, denn der weitere Verlauf lässt sich nicht einfach per Analogieschluss aus der Vergangenheit ziehen; vielmehr muss man ihn durch analytische Überlegungen zu ergründen versuchen. Es verwundert nicht, dass angesichts des Fehlens direkter „Vorbilder“ aus der Rezessionsvergangenheit andere Krisen herhalten müssen. So wird denn immer wieder vor allem 1929 ff. für den Vergleich mit der heutigen Situation bemüht. Dies, obschon so ziemlich alle denkbaren Rahmenbedingungen damals völlig anders waren. Telekommunikation, freier Kapitalverkehr, Bankenaufsicht, derivative Märkte usw. usf. fehlten damals. Ja, der amerikanische Aktienmarkt war zu jener Zeit noch völlig vom Ausland, d.h. von Europa, beherrscht. Die damalige Wirtschaft war schwerindustriellastig – heute beherrschen agile Dienstleistungsunternehmen die Szene. Unseres Erachtens führt solche analytische Vergleichsarbeit nicht viel weiter. Wir müssen versuchen, die *heutige* Welt zu verstehen.

Momentan noch populärer ist der Vergleich mit Japan. Aufgrund der nach den September-Attentaten sehr tiefen amerikanischen Geldmarktzinsen wird argumentiert, das Fed habe bald „alles Pulver verschossen“, und die Gefahr bestehe, dass man, falls die amerikanische Konjunktur dann doch nicht anspringt, über keine weiteren Stimulantien verfüge. (Eine, mit Verlaub gesagt, doch etwas verquere Ansicht: Wenn das Mittel heute nicht wirkt – weshalb in aller Welt sollte es dann später besser sein?) Auch der Vergleich der heutigen Situation mit derjenigen

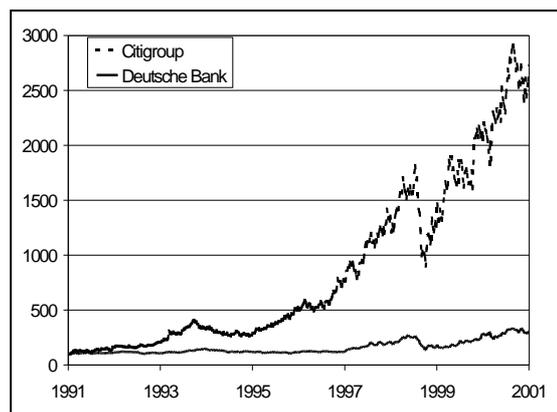
von Japan vor 10 Jahren übersieht die riesigen Unterschiede in den Rahmenbedingungen der beiden Wirtschaftsblöcke. Auf der einen Seite ein binnenmarktorientiertes, staatskapitalistisches System ohne nennenswerte Anreizstruktur zu Eigeninitiative, geschweige denn Unternehmertum, auf der anderen Seite ein sehr rasch reagierendes, sehr schnell regenerierungsfähiges System mit unheimlich viel Eigeninitiative und einer geradezu atemberaubenden Fähigkeit zur Bildung neuer Unternehmungen. Dort ein sehr beschränkt durchlässiger Finanzmarkt, da das weltweit eigentlich einzige wirklich kapitalistisch organisierte Refinanzierungssystem: Jegliche Vergleiche müssen an den grossen strukturellen Unterschieden zwischen Japan und Amerika scheitern!

Vor allem aber: Japans Banken waren schon zu Beginn der Rezession 1991 weitgehend marod, und sie sind es heute noch. Die Rolle der Banken für den Verlauf von Rezessionen ist aber zentral. Besteht aufgrund der Bilanzsituation der Banken wenig oder kein Spielraum zu zusätzlicher Kreditschöpfung, so kommen die Unternehmungen aus Refinanzierungsgründen nicht aus der Krise heraus. Das Bankensystem der USA ist, insgesamt und cum grano salis gesehen, völlig intakt und gesund. Zu Beginn der neunziger Jahre war dies bekanntermassen nicht der Fall: Die Savings-and-Loans-Krise, kombiniert mit den Nachwehen der internationalen Verschuldungskrise der Achtziger Jahre, brachte damals selbst eine so stolze Bank wie die Citibank beinahe an den Abgrund.

Wenn man schon einen Vergleich mit Japan anstellen wollte, dann müsste man, just wegen der Situation des Bankensystems, dies viel eher mit der Bundesrepublik *Deutschland* tun. Es ist unverkennbar, dass Europa, in ganz ähnlichem Ausmass wie die USA, aber aus anderen Gründen, ebenfalls in eine Rezession hineinschlittert. In Europa müssen nicht in erster Linie die Überbleibsel eines technologischen Investitionsbooms weggeräumt werden. Vielmehr plagen hier zum x-ten Mal die altbekannten strukturellen Probleme. Europa hat wenig Regenerierungskraft, arbeitet seit langer Zeit bei weitem unproduktiver als die USA und hält an Arbeitsmarktmodellen fest, die jegliche Strukturveränderungen im Keim ersticken. Die europäische Notenbank erweist sich ausserstande, eine Geldpolitik zu verwirklichen, die sich an den Schwergewichten des Kontinents orientiert.

Für Deutschland könnte sich das Bankensystem in einer Zeit flauen oder rückläufigen Wirtschaftswachstums als Achillesferse erweisen.

Denn der sehr gewichtige Teil der mittelständischen Unternehmungen ist wegen (immer noch) weitgehenden Fehlens eines effizienten Kapitalmarkts zur Refinanzierung fast ausschliesslich auf das Bankensystem angewiesen. Dieses Bankensystem zeichnet sich nun aber seit ein paar Jahren in erster Linie durch kleinere oder auch grössere *Flops* aus. Zunächst musste die DG Bank, immerhin unter den 10 grössten Instituten des Landes einzureihen, anfangs 2001 einen Verlust von 2 Milliarden Mark verbuchen. Nachdem sie sich mit der ebenfalls genossenschaftlich organisierten GZ-Bank zur DZ Bank zusammengeschlossen hatte, schien die Situation fürs erste gerettet. Doch nun wird über ein erneutes Loch von einer Milliarde gesprochen. Seit Jahren schon kränkelte ein anderes grösseres Institut Deutschlands, die sich teilweise in den Händen des Staates befindliche Bankgesellschaft Berlin. Ihretwegen kam es in Berlin in diesem Sommer zu einem Regierungswechsel; der Steuerzahler muss für Milliardenbeträge geradestehen. Vor kurzem hat das Schicksal eine der vornehmsten Privatbanken ereilt: Im Gegensatz zu schweizerischen Privatbanken üben die deutschen Häuser das Kreditgeschäft aus. Im Falle der SchmidtBank allzu freizügig, und nun steht die Bank infolge zusätzlichen Abschreibungsbedarfs auf der Internet-Tochter Consors vor dem Aus. Das Bankensystem Deutschlands vereitelte einen Konkurs, um wenigstens diesmal noch einmal Stabilität zu suggerieren.



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Das Problem liegt aber selbstverständlich nicht nur im Versagen einzelner Bankunternehmungen oder einzelner vielleicht etwas wagemutiger Jungbankers, sondern ist grossenteils auch strukturell bedingt: Die *deutschen Banken verdienen schlicht zu wenig*, und wenn sie sich reorganisieren wollen, dann stellen sie sich unmöglich an. Die Fusionen Deutsche Bank – Dresdner Bank resp. Dresdner Bank – Commerzbank scheiterten im Grunde am Eigeninteresse der involvier-

ten Bank-Chefs. Von Shareholder-Value-Orientierung ist solches Verhalten meilenweit entfernt. Obige Grafik zeigt den Kursverlauf der Citibank im Vergleich zur Deutschen Bank. In den 10 besten Jahren des Jahrhunderts brachte die deutsche Aktie dem Anleger beinahe nichts. Mit der Citigroup hingegen verdiente man im Durchschnitt 36 Prozent p.a.!

Nun kann zwar zugegebenermassen aus dem Verlauf des Aktienkurses nicht direkt auf die Unternehmensqualität geschlossen werden. Ein zehnmal besseres Abschneiden in den aggregierten Augen aller Aktienmarktteilnehmer scheint uns aber dennoch eindeutig genug: In Frankfurt ist Bereinigungsbedarf angesagt. Das Auftauchen aus den Katakomben der europäischen Rezession dürfte sich unter solchen Vorzeichen als wesentlich mühsamer erweisen als in den USA.

### 5. Heikle mittelfristige Pendenzen

Wenn unsere Mittelfrist-Prognose insgesamt ziemlich verhalten ausfällt, so hat das seine Gründe nicht nur in den beschriebenen Besonderheiten der amerikanischen Rezession und gewissen spezifischen strukturellen Nachteilen, die uns seit Jahren für Europa Sorge bereiten, sondern in erster Linie in der neuen Situation, in welcher sich die Welt nach den September-Attentaten befindet. Aufkeimender Optimismus hin oder her – die Welt befindet sich in einer tödlichen Auseinandersetzung, die in keiner Weise weniger ernst ist als das Niederringen Nazi-Deutschlands im Zweiten Weltkrieg oder das Überwinden des Sowjet-Imperiums im Kalten Krieg. Der September 2001 hat gezeigt, dass es relativ kleinen, aber hervorragend organisierten und bis zum Exzess entschlossenen Gruppierungen möglich ist, die Welt solchermaßen zu treffen, dass sie nicht mehr funktioniert. Die Verwendung von lebendigen Menschen als Waffenplattformen war eine der Möglichkeiten aus dem Arsenal der Terroristen, Massenvernichtungswaffen im A-, B- oder C-Bereich sind die logische Fortsetzung.

Die Fortschritte im Krieg in Afghanistan dürfen keinesfalls zum Schluss verleiten, damit sei die Angelegenheit erledigt. Selbst mit der Beseitigung Usama Bin Ladins und grosser Teile des Al Kaida-Netzwerks steht man erst am Anfang der grossen und schwierigen Arbeit. Denn erstens gibt es noch weitere, möglicherweise sogar noch gefährlichere Gruppierungen im Terrorbereich. Die Augen sind derzeit vor allem auf Irak und auf Somalia gerichtet. Noch hat aber auch der ungleich mächtigere Iran seine Ungefährlichkeit

in Bezug auf den internationalen Terror nicht bewiesen.

Zweitens ist aber die Vorstellung einer Lokalisierbarkeit des Problems – Afghanistan, Irak, Somalia, Sudan, Kolumbien usw. – ohnehin eine falsche Art des geistigen Umgangs mit der neuen grossen Weltbedrohung. Wir sind in unserem strategischen Denken viel zu stark mit früheren Konflikten behaftet. Lokalisierbarkeit war ein Thema des Zweiten Weltkriegs, vielleicht auch noch des Kalten Kriegs. Internationaler Terror ist ubiquitär. Damit ist auch gesagt, dass die militärische Zerstörung bestimmter Basen des Terrors eine vielleicht notwendige, sicher aber nicht eine hinreichende Massnahme sein kann. Vielmehr muss es darum gehen, ganz allgemein und überall zu verhindern, dass einzelne Menschen oder irgendwelche Gruppierungen sich künftig in die Lage versetzen können, die zivilisierte Welt ernsthaft zu gefährden. Dass sie es können, haben sie mit dem 11. September bewiesen.

Die Chancen, dass uns, das heisst der zivilisierten Welt, dies gelingen wird, stehen nicht sehr gut. Das Problem liegt in der *Asymmetrie* von Macht und Verletzlichkeit von Angreifern und Angegriffenen. Hierin liegt der Kern, um den sich die Strategiediskussionen in der nächsten Zeit drehen müssen. Die bisherigen grossen machtpolitischen oder kriegerischen Auseinandersetzungen, also zum Beispiel der Erste oder der Zweite Weltkrieg, im Grunde genommen aber auch der Kalte Krieg, liefen nach dem Prinzip mehr oder weniger symmetrischer Voraussetzungen auf beiden Seiten der Konfliktparteien ab. Beide Seiten verfügten über ein bestimmtes Bedrohungspotential und über ein bestimmtes Mass an eigener Verletzlichkeit. Der Gang der Dinge wurde im wesentlichen bestimmt durch die Fähigkeit der Konfliktparteien, sein Bedrohungspotential zu steigern und ihre Verletzlichkeit zu minimieren. Der Zweite Weltkrieg ging zu Ende, weil Nazideutschland ihr Bedrohungspotential völlig verschleudert hatte und sich gegen Luftangriffe nicht mehr wehren konnte, also völlig verletzlich wurde. Bei Japan mussten die ersten Nuklearwaffen eingesetzt werden, um die Verletzlichkeit herbeizuführen. Im Kalten Krieg hielt das Gleichgewicht des Schreckens Bedrohungspotential und Verletzlichkeit beider Konfliktparteien in einem Pattzustand; das Ende der einen Konfliktpartei erfolgte durch Selbstaflösung nicht aus kriegerischen, sondern aus gesellschaftspolitischen und wirtschaftlichen Gründen.

*Terroristen* verfügen über ein sehr namhaftes Bedrohungspotential, sind aber letztlich fast unbeschränkt *unverletzlich*. Die Gegenseite hat

zwar ein bestimmtes Bedrohungspotential, ist aber gleichzeitig auch enorm verletzlich. Das ist der Calculus des Kriegs gegen den Terror. Die Unverletzlichkeit der Terroristen liegt in ihrer Gleichgültigkeit, ja ihrer Bereitschaft, für ihre Sache zugrundezugehen, die enorme Verletzlichkeit der zivilisierten Welt liegt in ihren hochkomplexen Systemen, in ihrer Offenheit, ihrer Toleranz, aber auch ihrer geringen Bereitschaft, für ihre Sache zu leiden.

## 6. Das Problem der extremen Aktion

Wenn man den Calculus des Kriegs gegen den Terror zu Ende denkt, dann kann er von der zivilisierten Welt eigentlich nur gewonnen werden, wenn man das Bedrohungspotential so schnell als möglich und darnach nachhaltig auf Null setzt. Der amerikanische Präsident Bush hat dies vermutlich instinktiv erkannt; seine Rhetorik wird von der europäischen Intelligentsia als „texanisch“ und „Cowboy-mässig“ bezeichnet, trifft aber den Kern der Sache. Jede Halbheit, jegliches Dulden schafft wegen der Asymmetrie der relativen Verletzlichkeit eine für die zivilisierte Welt unerträglich gefährliche Situation. Es steht ausser Frage, dass dies gerade auch den Investor und den am Fortgang der wirtschaftlichen Entwicklung Interessierten besonders beschäftigen muss. Denn die Unsicherheiten, welche der internationale Terror nach sich zieht, treffen die Wirtschaft, den Austausch von Gütern, Dienstleistungen und Kapital, im Herzen. Auf die Dauer höhere Transaktionskosten, ja die physische Unmöglichkeit zum internationalen Tausch und Handel, würden sämtliche Börsenträume zunichte machen und eine weltweite Rezession auslösen, in deren Vergleich die gegenwärtige Abkühlung nur ein kühles Lüftchen gewesen wäre.

Die Frage ist nur, ob die zivilisierte Welt überhaupt in der Lage ist, in dieser Konsequenz den Kampf zu führen, und welches die Mittel sein könnten, die zum Erfolg führen, ohne dass man sich selber just in Frage stellt. Der Kampf gegen den Terror hat für die zivilisierte Welt ja offenkundig eine paradoxe Komponente. Die zivilisierte Welt ist zivilisiert, weil sie ihren Bürgern Eigenverantwortung und Freiheit zugesteht. Sie ist zivilisiert, weil sie nicht alles und jedes kontrollieren, sondern weil sie bewusst den Dingen freien Lauf geben will. Ihre gesellschaftspolitische und wirtschaftliche Stärke liegt gerade in dieser Bereitschaft, spontanen Entwicklungen Raum zu geben und Altes, Marodes durch Besseres Neues verdrängen zu lassen. Die zivilisierte Welt ist zivilisiert, weil sie weiss, dass spontane

Entwicklungen nur dann entstehen können, wenn eine genügende Privatsphäre den Querdenker vor dem Establishment und seinen Schutzmechanismen schützt.

Und genau bei dieser Privatsphäre muss nun unglücklicherweise die Terrorbekämpfung ansetzen! Nicht in Afghanistan oder im Irak, sondern auch in Zürich, in Frankfurt, in London und in Washington. Die Notwendigkeit, das Bedrohungspotential von Terroristen möglichst auf Null zu setzen, führt in der Konsequenz zur Notwendigkeit der lückenlosen Überwachung der ganzen Welt. Das sind ungemütliche Aussichten. Die Bekämpfung des Terrors durch die freie Welt wird auf einen weltweiten Polizeistaat erster Güte hinauslaufen. Womit sich die freie Welt selber abgeschafft hätte.

Hirngespinnst des paranoiden Kommentators aus St. Gallen? – In Amerika wird allen Ernstes über die Wiedereinführung der Folter diskutiert. In England wurde die Jahrhunderte alte Regel des Habeas Corpus, also des Verbots unrechtmässiger Gefangennahme, im Falle von Terrorverdacht über Bord geworfen. In Afghanistan wird in völliger Missachtung des Völkerrechts mit militärischen Mitteln und ohne schlüssige Beweise die Auslieferung oder Vernichtung eines Verdächtigen erzwungen. Die westliche Welt schmiedete eine Allianz mit Regierungen fragwürdigster Legitimität zusammen. Bei allem Verständnis, ja der Einsicht, für die Notwendigkeit der Abwehrreflexe muss man sehen, dass das Paradox bereits am Laufen ist: Man will den „Rule of Law“ retten, und kann dies nicht tun, ohne dass man dessen Prinzipien selbst verrät.

## 7. Prioritäten setzen

Das Thema des Schutzes der freien Welt vor weiteren tödlichen Terroranschlägen, ohne am Ende einem *unerträglichen Staatsterror* anheimzufallen, müsste dringendst auf die Tagesordnung internationaler Konferenzen und Symposien gesetzt werden. Die Frage ist absolut existentiell. Und sie ist bereits konkret. Wenn nämlich unter dem Titel der Terrorbekämpfung nun eine staatliche Instanz nach der andern ihren eigenen Interessenbereich auszubreiten beginnt, dann ist die Angelegenheit bereits teilweise verdorben. Weshalb?

Alle möglichen Themen sind ja denkbar: Der Kampf gegen die Pornografie, der Kampf gegen den Drogenhandel, der Kampf gegen den Zigarettenhandel, der Kampf gegen das Vitamin- und gegen andere Kartelle, der Kampf gegen die Steuerhinterziehung und gegen die Kapitalflucht.

Gewiss, alles wichtige Problemkomplexe, aber alles in allem eben doch *nicht* von der Qualität einer tödlichen *Bedrohung für das System als Ganzes*. Die Gefahr ist gross, dass bei einer extensiven Interpretation des Informationsbeschaffungs- und Verfolgungsauftrags zum einen viel zu viel letztlich irrelevante Information verarbeitet werden muss. Was aber viel schlimmer ist: Das System wird, je nebensächlicher die Delikte sind, sich immer mehr gegen die eigenen Bürger wenden. Heute verfolgt die Bundesrepublik Deutschland mit polizeistaatlichen Methoden Steueründer. Sie setzt dazu Mittel des Bundesnachrichtendienstes ein. Gleichzeitig, weil man ja nicht alles auf einmal tun kann, verpasst es derselbe Bundesnachrichtendienst, in Hamburg und in Frankfurt die wichtigsten Zellen von Al Kaida ausserhalb der USA aufzudecken.

Die staatlichen und überstaatlichen Instanzen werden im Kampf gegen den Terrorismus auf sehr eng definierte Prioritäten *beschränkt* werden müssen. Als Korrelat zu dieser engsten Beschränkung auf das eine und nur das eine Ziel werden sie mit dem höchsten denkbaren Anspruch auf Ausübung des Gewaltmonopols ausgestattet sein müssen, um überhaupt erfolgreich sein zu können. Ihr Auftrag wird ein *Vernichtungsziel* in militärischem Sinne sein. Der ganze Rest der „auch noch im öffentlichen Interesse“ liegenden Themen, auch wenn es sich um strafrechtlich relevante Fragen geht, muss dringendst ausserhalb dieses Vollmachtsregimes gehalten werden.

Es geht also darum, im Handeln unserer Gesellschaft und ihrer Organe Prioritäten zu bilden. Diese Fähigkeit ist der zivilisierten Welt in den letzten Jahren zusehends abhanden gekommen. Prioritäten bilden heisst, darüber zu entscheiden, was wichtig ist und was weniger und hat sehr viel mit der *Wertefrage* zu tun. Unsere pluralistische Gesellschaft bewegt sich weitgehend im wertfreien Nichts. Medienmässig orientierter Pragmatismus prägt das Verhalten unserer politischen Behörden. Einziges Kriterium ist letztlich der Eigennutz. Anstand, Prinzipientreue, Loyalität sind Schlagwörter, die man gerne benützt, wenn sie eine günstige Wirkung zeitigen, die man aber ohne weiteres verrät, wenn es sich als notwendig erweisen sollte. Kein bisschen besser in der Wirtschaft. Wo sind die Vorbilder, die zielgerichtet, aber dennoch bescheiden bleibend, ihre Aufgabe ausführen? Halbseidene Schlau-

meier und bonusgeile Manager beherrschen die Szene. Sie kommen halt in den Hochglanzmagazinen auch am besten weg.

Diese Politiker und Wirtschaftsführer sind das Produkt einer Gesellschaft, die ihrerseits die Orientierung an Werten weitgehend verloren hat. Völlig unreflektiert wird der Wohlstand, dessen man sich erfreut, einfach hingenommen. So, wie man glaubt, der Strom käme einfach aus der Steckdose, wird die Rolle einer freien, marktwirtschaftlichen, am Rechtsstaat und an der Wahrung der Eigentumsrechte orientierten Ordnung völlig verkannt, ja verachtet. Dies, obwohl noch keine andere Ordnung je mehr Wohlstand und eine bessere Achtung der Menschenrechte hervorgebracht hat. Die westliche Intelligentsia und die von ihr durchdrungenen Medien sind letztlich von Zwangsregimen fasziert, selbst der extreme Islamismus findet stille Sympathisanten in unserer Gesellschaft. Wer mit aufmerksamen Augen das kulturelle Schaffen verfolgt, dem springen die Allusionen an faschistische Vorbilder längst in die Augen. Gleichzeitig kommt es zu immer mehr völlig unmotivierten und blödsinnig erscheinenden Gewaltakten, bei denen nur noch die Freude am Exzess das Ziel ist und bei denen das unschuldige Opfer das ideale Opfer ist. Die Gesellschaft nimmt dies mit Achselzucken zur Kenntnis.

„Aussichten auf den Bürgerkrieg“ hat der deutsche Schriftsteller Hans Magnus Enzensberger seine den obigen Rundumschlag noch bei weitem übertreffende Analyse des herrschenden *Nihilismus* betitelt. Es lohnt sich, den Aufsatz genau zu studieren, bevor man zu definitiven Konzepten der westlichen Zivilisation gegen den Terrorismus gelangt. Aus unserer vorläufigen Sicht werden wir nicht um einen Paradigmenwechsel herumkommen, der endlich wieder Freiheit, Verantwortung und Rechtsstaatlichkeit als wichtigste Kriterien anerkennt. Nur so wird die zivilisierte Welt den Weg zur Prioritätsbildung finden. Und abgesehen davon wäre sie ja ganz allgemein weniger angreifbar gegenüber totalitären Ideen aller Art, wenn sie ein wenig mehr an das glauben würde, was sie stark gemacht hat.

KH, 3. 12. 2001