

Wie man neues Vertrauen schafft. Oder auch nicht.

1. So kämpft Eli Lilly gegen den Terrorismus

Laut einem Artikel im „Wall Street Journal“ wurde einer langjährigen Mitarbeiterin einer Zulieferfirma des amerikanischen Pharmakonzerns Eli Lilly Ende Januar fristlos gekündigt. Der Grund: Sie stelle für das Pharmaunternehmen ein besonderes Sicherheitsrisiko dar. Die betreffende Frau hatte vor rund zwei Jahren aus Versehen eine Rechnung über \$ 60 (d.h. rund 100 Franken) mit einem Check auf eine Bankbeziehung beglichen, die sie infolge Wohnortwechsels schon saldiert hatte. Sie wurde in der Folge wegen eines Checkvergehens zu einer Busse von \$ 179 (rund 300 Franken) und zur Übernahme der Gerichtskosten verurteilt. Die Frau teilt ihr Schicksal bei Eli Lilly mit über 100 Arbeitskolleginnen und -kollegen, bei denen anlässlich eines Sicherheits-Audits durch eine auf kriminologische Nachforschungen spezialisierte Firma eine problematische Vergangenheit nachgewiesen werden konnte. In den allermeisten Fällen handelt es sich bei den „Kriminaltaten“ allerdings um völlig nebensächliche und zum Teil auch nicht einmal sauber abgeklärte Delikte.

Eli Lilly entschloss sich zu diesem Sicherheits-Audit nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001. Einer der weltweit grössten Hersteller von Insulin will unbedingt vermeiden, dass sich auf seinem Fabrikationsgelände unerkanntermassen potentielle Täter aufhalten, um später einmal zum Grossrisiko zu werden. Rund 7'000 Mitarbeiter von Zulieferern mussten in die Prozedur zur Überprüfung ihrer Vergangenheit einwilligen, sonst wäre ihnen a priori gekündigt worden. Das Resultat des Unterfangens erweist sich nun allerdings als so fragwürdig, dass selbst das in letzter Zeit überaus patriotisch und regierungsfreundlich gesinnte „Wall Street Journal“ seine Fragezeichen setzt.

Man könnte die beschriebene Jagd nach vermeintlichen Terroristen als eine nebensächliche Folgeerscheinung des Schocks vom 11. Septem-

ber abtun, wenn das Vorgehen nicht absolut symptomatisch wäre für einen wesentlichen Teil der Aufarbeitung des Terrorproblems durch die USA. Und weil mit dem umfangreichen Gesetzeswerk des „Patriot Act“ nicht nur inneramerikanische Verhältnisse betroffen werden, sondern ganz bewusst die ganze Welt in die amerikanischen Anstrengungen gegen den Terrorismus einbezogen wird, kann die Angelegenheit weder dem beobachtenden und analysierenden Wirtschaftskommentator noch dem auf bessere Zeiten hoffenden Investor gleichgültig sein. Der „War on Terrorism“ wird das politische wie auch das wirtschaftliche Geschehen über die nächsten Jahre sehr wesentlich beeinflussen. Sowohl das Mass des Erfolgs im Kampf gegen die neuartige Bedrohung als auch die Kosten und Nebenwirkungen, die er impliziert, werden letztlich über die Konjunkturlage der kommenden Jahre wie auch über die Verfassung der Finanzmärkte wesentlich mitentscheiden. Es steht ausser Frage: Die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte können nicht mit einer andauernden terroristischen Bedrohung leben. Die Risiken würden immer wieder jegliche aufkeimende Hoffnung abwürgen. Die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte können aber auch nicht mit fehlschlagenden und nebenwirkungsreichen Strategien leben. Hierin liegt das Problem.

Zunächst sind es ganz praktische Gründe, die an der Richtigkeit des Vorgehens von Eli Lilly zweifeln lassen. Das Problem mit den Terroranschlägen vom 11. September liegt ja gerade darin, dass deren Verursacher weder Checks gefälscht hatten noch als Schüler in ihre High School eingebrochen waren noch Marihuana geraucht noch ihre vermeintliche Freundin unzünftig berührt hatten. Vielmehr lebten sie unbescholten und unauffällig, bis ihr grosser Tag gekommen war. Untersuchungen bei amerikanischen Banken haben ergeben, dass der Kontoverkehr der mutmasslichen Täter kaum irgendwelche Besonderheiten aufwies, die eine frühzeitige Entdeckung der Absichten ermöglicht hätten. Die Frage, ob durch alle Massnahmen, die mit dem „Patriot Act“ zur rigoroseren Kontrolle der gesamten

finanziellen Transaktionstätigkeit in und um Amerika eingeführt worden sind, auch nur der Hauch einer Chance bestanden hätte, die Terroranschläge vom 11. September zu verhindern, musste ein hoher Beamter des Schatzamtes klar verneinen. Die nachfolgende Frage nach dem Sinn der neuen Bestimmungen wollte der Beamte dann nicht mehr beantworten.

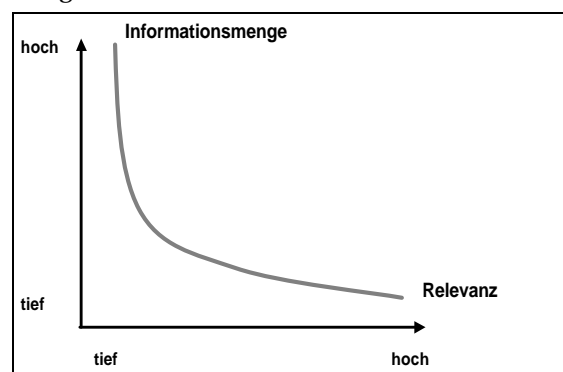
2. Total Control = No Control

Es ist durchaus nachvollziehbar, dass Amerika nach dem 11. September gewahr wurde, wie ausserordentlich verletzlich es auch im eigenen Land ist und wie wenig Kontrolle faktisch ausgeübt wird, sei es an Flughäfen, sei es im gesamten öffentlichen Raum, sei es aber auch innerhalb von Unternehmungen. Die sehr weitgehende Niederlassungsfreiheit und die Abwesenheit von Einwohnerämtern gehörten zu den traditionellen Privilegien, deretwegen sich die Amerikaner freier fühlten als die Bürger anderer Staaten. Die Terroranschläge vom 11. September wollten just diesen besonderen „way of life“ der Amerikaner treffen, und dies ist offensichtlich auch gelungen, wie das Beispiel von Eli Lilly zeigt. Das Land, das einen westwärts ziehen liess, wenn er am alten Ort pleite gegangen war oder etwas auf dem Kerbholz hatte, beginnt nun, über seine Bürger Fichen anzulegen. Die persönliche Vergangenheit droht nun im Land, das im Vergleich zu Europa so herrlich vergangenheitsfrei war, einen hohen Stellenwert einzunehmen.

Man mag dies als unausweichliche Folge des Geschehenen hinnehmen. Die Radikalität, mit der in den USA sowohl im öffentlichen wie anscheinend auch im privaten Sektor versucht wird, die Kontrolle zu erlangen, lässt nun aber aufhören und veranlasst zu weitergehenden Überlegungen. Diese Radikalität zum Erreichen eines Zustands genügender Kontrolle steht vordergründig durchaus der Radikalität des Terrorismusproblems gegenüber. Terroristen nehmen es, ganz im Gegensatz zu den meisten „normalen“ Kriminellen, in Kauf, sich für ihr Ziel zu opfern. Sie wollen von den Früchten ihres Tuns nicht unbedingt profitieren, oder zumindest im Diesseits nicht. Präventive Massnahmen gegen Terroristen können deshalb nicht auf der effizienten Verfolgung der Täter nach der Tat aufsetzen und auch nicht auf der Konfiskation der Beute. Selbst eine drastische Bestrafungspraxis dürfte nur sehr beschränkte Auswirkungen zeitigen. Dieser offenkundige Mangel an general- oder auch spezifisch präventiven Mitteln legt den Drang nach radikaler Kontrolle nahe.

Das Problem liegt allerdings darin, dass, selbst wenn man sämtliche Nachteile zur Erreichung totaler Kontrolle in Kauf nähme, dieses Ansinnen denselben Gesetzmässigkeiten unterliegt wie alle anderen gesellschaftlichen Prozesse. Es gibt Unmöglichkeiten, es gibt Gegenläufiges, es gibt Kosten. Zunächst steht einmal ausser Frage, dass es das Konzept totaler Kontrolle gar nicht geben kann. Im Grunde genommen liefe es auf eine lückenlose Gehirnwäsche aller Bürger hinaus. Die Überprüfung des Kontoverkehrs reicht nicht, ebensowenig das Aufzeichnen der letzten Auslandsreisen oder die Überwachung der Telefongespräche. Nicht einmal die allerärgsten totalitären Systeme der Geschichte erreichten je einen Zustand totaler Kontrolle der Bürger, weder Nazideutschland noch die stalinistische Sowjetunion noch Nordkorea.

Wenn man diese Unmöglichkeit totaler Kontrolle als gegeben anerkennt, dann bleibt nur noch die Optimierung der Kontrolle, das heisst die Optimierung von Informationsbeschaffung und -auswertung. Aber auch diese kennt Gesetzmässigkeiten. In der Informationswissenschaft spricht man von einem quasi axiomatischen *Zielkonflikt* zwischen der Informationsmenge und der Qualität der gefundenen Ergebnisse (Relevanz). Je höher die zu bewältigende Informationsmenge, desto tiefer die sogenannte „Retrievalqualität“, und umgekehrt: Je bessere Resultate von Recherchen man anstrebt, desto weniger Information darf man zur Verarbeitung bringen.



Quelle: eigene Darstellung

Moderne, computergestützte Screening-Methoden haben diese axiomatische Gegebenheit scheinbar in den Hintergrund treten lassen. Man nehme nur eine genügend gute Software und baue die geeignetsten Filter ein, dann wird man schon genügend Treffer produzieren. Am besten werfe man also das gesamte gesellschaftliche Verhalten, alle Transaktionen, alles Tun und Lassen, in einen grossen Topf, und dann wird man schon mit Hilfe der so raffinierten modernen Technik die gefährlichsten Terroristen fin-

den. Wirklich? Zwei Gründe sprechen dagegen. Erstens haben ja gerade die Terroristen vom 11. September gezeigt, dass sie durchaus in der Lage sind, die (damals schon vorhandenen!) Filter von CIA und FBI auszutricksen. Es wäre naiv zu glauben, dass solches nicht auch in Zukunft wieder geschehen würde. Zweitens unterliegen auch die besten und effizientesten Sicherheitsdienste Kapazitätsgrenzen. Und Sicherheitsdienste, die in der grossen Menge und über lange Zeit nur mit irrelevanter Information zu tun haben, erlahmen, werden unaufmerksam und verfallen dem Schlendrian. Und wäre der gesuchte Gegner noch so gefährlich.

Genau sechs Monate nach dem 11. September stellte die amerikanische Einwanderungsbehörde INS die Studentenvisa für Mohammed Atta und Marwan ash-Sheih per Post an die Flugschule in Florida zu, wo sich die beiden mutmasslichen Terroristen hatten ausbilden lassen. Die Visa waren im Sommer 2000 beantragt und ein Jahr später erteilt worden. Weshalb sich die Zustellung so lange hinauszögerte bzw. noch ausgeführt wurde, ist unklar. Der Sprecher der Einwanderungsbehörde wies auf die hoffnungslose Überlastung seines Amtes hin. So viel zum Thema „total control“.

3. Unentschiedener Kampf

Die raschen Erfolge der Amerikaner in ihrer Afghanistan-Kampagne lassen vergessen, dass damit das eigentliche Problem bei weitem nicht gelöst ist. Präsident Bush wird nicht müde, dies seinem Volk auch immer wieder zu sagen. Dennoch: Die allgemeine Stimmung hat die akute Bedrohung wieder in den Hintergrund treten lassen. Man wiegt sich in Sicherheit und übersieht, dass der Kampf gegen den Terrorismus alles andere als entschieden ist. Die Lokalisierung des Problems auf das Land Afghanistan war sozusagen eine elegante Lösung, ohne Notwendigkeit zu weiteren Abklärungen, geschweige denn zur Beweisführung, mit dem Segen der UNO losschlagen zu können. Amerika brauchte einen Erfolg, und ein solcher war in Afghanistan am ehesten zu erreichen. Ausserdem war das Land mit dem vielseitig gehassten Taliban-Regime ein Ziel, das am wenigsten Widerstand gegen einen Feldzug hervorrufen würde.

Doch die Angelegenheit wird zusehends komplexer. Zum einen ist man der vermuteten Drahtzieher der Anschläge vom 11. September noch nicht oder nur zu Teilen habhaft geworden. Zum andern stellt sich nun immer mehr die Frage, wie "es" weitergehen soll. Man munkelt abwechslungsweise von Angriffen auf den Irak, auf

Yemen oder Somalia; auch schon ist der Name des mächtigen Iran gefallen, ja selbst Nordkorea figuriert auf der Liste möglicher Ziele. Wie immer die Sache im Detail weitergeht – ein paar Dinge scheinen schon heute klar: Erstens wird es in jedem Fall schwieriger sein, die internationale Koalition gegen den Terrorismus zusammenzuhalten. Nicht einmal die Einigkeit in der NATO ist gewiss, geschweige denn eine Unterstützung weiterer Kampagnen durch die UNO. Zweitens werden die USA nicht darum herumkommen, ihren Gegner genauer einzugrenzen, zu definieren. Kann das Terrorismusproblem wirklich mit relativ konventioneller Kriegführung gegen Staaten gelöst werden? Drittens besteht auch ein gewisser Zeitdruck. Je entfernter die Ereignisse vom September 2001, desto weniger werden sich konsequente militärische Aktionen vor der Weltöffentlichkeit rechtfertigen lassen. Der Mensch ist allzu gerne zu vergessen bzw. zu verdrängen bereit.

In unserer Publikation haben wir unmittelbar nach den Anschlägen vom 11. September auf das Grundproblem des Kampfes gegen den Terrorismus hingewiesen. Es heisst *Asymmetrie* und hat weitreichende Konsequenzen. Der unbestreitbaren militärischen Supermacht USA stehen ja weitgehend unbekannte und unverletzliche Ziele gegenüber. Das Taliban-Regime brach unter den amerikanischen Bomben zusammen – aber werden dies die mit Sicherheit vorhandenen vielen terroristischen Zellen in aller Welt auch tun, wenn sie überhaupt je zum Ziel militärischer Mittel werden? Demgegenüber stehen den Terroristen zwar nur limitierte Mittel zur Verfügung. Die Attentäter vom 11. September beschränkten sich auf ein paar blanke Klingen und bedienten sich ziviler Flugzeuge als Waffenträger. Es ist aber wahrscheinlich, dass auch noch potentere Mittel aus dem A-, B- und C-Bereich in gewissem Umfang zur Verfügung stehen. Aber selbst wenn diese zusätzlichen Mittel letztlich sehr beschränkt sind, über Labordimensionen kaum hinausgehen – dem relativ mageren Bedrohungspotential steht eine ausgesprochen hohe Verletzlichkeit der offenen Gesellschaften der westlichen Zivilisation gegenüber, und deshalb fällt die Beschränktheit der Mittel nicht wirklich ins Gewicht.

Mittlerweile wurden Berechnungen über das relative Stärkeverhältnis zwischen dem internationalen Terrorismus und den USA und ihren Verbündeten angestellt. Bei allen Vorbehalten, die der Quantifizierung des Nichtquantifizierbaren entgegengebracht werden müssen, stimmt das Ergebnis nachdenklich. Die USA und ihre

Verbündeten sind in der Auseinandersetzung nicht zwanzigmal, sondern höchstens dreimal stärker, mächtiger als der internationale Terrorismus. Bei der Berechnung wurde das jeweilige Bedrohungspotential und die jeweilige Verletzlichkeit, die Fähigkeit zur Bildung von Koalitionen sowie die Entschlossenheit zum Kampf berücksichtigt; das Gleichgewicht wurde nach der Formel des Nobelpreisträgers Nash berechnet. Die – magere! – Überlegenheit der USA und ihrer Verbündeten gründet sich nach den Berechnungen in erster Linie auf der sehr viel besseren Fähigkeit zur Bildung von Koalitionen sowie auf der (für die Terroristen vermutlich überraschenden) Entschlossenheit, mit der die Auseinandersetzung an die Hand genommen wurde.

Hierin liegt nun aber just auch der springende Punkt in der Lagebeurteilung sechs Monate nach den Terroranschlägen. Die Entschlossenheit im Kampf hat, wie bereits angetönt, für den Westen eine kürzere Halbwertszeit als für die Terroristen. Im Wettstreit der verschiedenen politischen Kräfte und angesichts der schwer prognostizier- und schon gar nicht steuerbaren Medien ist es nur noch eine Frage von Wochen, höchstens Monaten, bis der Elan verlorenght, es sei denn, in der Zwischenzeit passiere wieder etwas Aufwühlendes.

Bleibt die Koalitionsfähigkeit. Wenn das mit der Asymmetrie von Bedrohungspotential und Verletzlichkeit stimmt, dann müsste im Kampf gegen den internationalen Terrorismus eigentlich versucht werden, den höchsten Grad an Isolation gegenüber terroristischen Gruppierungen zu erreichen. Oder umgekehrt gesagt: Die USA müssten versuchen, nicht nur alle möglichen Länder in die *Allianz* einzubinden, sondern, weil das Phänomen ja vermutlich nicht lokalisierbar ist, auch *alle möglichen Gesellschaftsschichten*. Wenn nun aber in einem beispiellosen Kraftakt versucht wird, nebst dem Terrorismusproblem auch gleich noch alle anderen Probleme und Problemchen dieser Welt zu lösen, indem man totale Kontrolle über alle gesellschaftlichen Phänomene zu erringen sucht, dann wird man dem internationalen Terrorismus wesentliche Kräfte in die Hand spielen. Die strategische Vision müsste sozusagen darin bestehen, nicht nur Premier Blair auf seiner Seite zu wissen, sondern auch sicherzustellen, dass der Mafiaboss von Sizilien nicht nur nichts mit Terroristen zu tun haben will, sondern sie gegebenenfalls auch noch denunziert. Zugegebenermaßen eine gewagte und etwas weitgehende Gedankenführung – aber solches muss erlaubt sein in einer Auseinander-

setzung, für die es vorderhand weder Erfahrungswerte noch Doktrinen gibt.

4. Master of the Universe – calvinistisch

Die bedauernswerte Angestellte der Zulieferfirma von Eli Lilly wurde durch ihre absurde Einstufung als "Sicherheitsrisiko" de facto den Attentätern vom 11. September gleichgestellt. Oder sie muss es zumindest subjektiv so empfinden. Wenn alle Amerikaner, die in ihrem Leben einmal Haschisch konsumierten und dabei erwischt wurden, wegen dieser "Vortat" ebenfalls entlassen werden oder künftig, weil sie ein "Sicherheitsrisiko" darstellen, keine Stelle mehr finden, dann dürfen sich zwar die Saubermänner dieser Welt glücklich wähnen, dem Kampf gegen den Terrorismus hat man aber in entscheidender Weise geschadet. Versucht man dann zudem noch, die (amerikanischen) Vorstellungen von Moral und Ethik auf die ganze Welt zu übertragen, dann verliert man genau jene Freunde, die man für seinen Kampf so dringend benötigen würde.

Die Anstrengungen der amerikanischen Regierung laufen derzeit genau in diese Richtung. Man kämpft gegen Terrorismus, gegen den Drogenhandel, gegen die Pornografie, gegen die Kapitalflucht und gegen Steuervergehen, alles auf einmal und zusammen. Und gleichzeitig stellt man den ums Leben gekommenen Terroristen Atta und ash-Sheih Einwanderungsvisa aus. Offenkundige Überheblichkeit und Machbarkeitsdenken paaren sich mit wenig überraschender Unfähigkeit.

Die Gefahr dieser Vorgehensweise ist eine zweifache. Erstens gefährdet man damit, wie oben hergeleitet, mittel- und langfristig den Erfolg in der Auseinandersetzung, weil man der vielleicht wesentlichsten Koalitionspartner verlustig geht. Zweitens wird man sich, ob man es will oder nicht, bald einmal auf dem dünnen Eis der *Doppelmoral* befinden. Es mag zwar zum calvinistisch inspirierten amerikanischen Traum der sozialen Kontrolle gehören, dass man alles Unrechte und Unanständige aus der Welt verbannen will. Die tatsächlichen Verhältnisse holen einen aber immer wieder ein. So führen die USA einen blutigen und verheerenden Drogenkrieg in Lateinamerika und anderswo auf der Welt, bezichtigen alle möglichen Finanzplätze der Welt der Hehlerei und der Geldwäscherei – sind aber gleichzeitig die grössten Drogenkonsumenten der Welt überhaupt; und es gibt glaubwürdige Quellen, die behaupten, der Arm der Drogenmafia reiche bis weit unter die Kuppel des Capitols.

Nichts wäre schlimmer, als wenn sich die USA im Zuge der Fortsetzung ihres Kampfes gegen den Terrorismus wegen ihres Hangs zu Saubermacherei und totaler sozialer Kontrolle mehr und mehr ins Unrecht der Doppelmoral begeben würden. Offenkundige Unfähigkeit, als Ordnungsmacht im Nahen Osten aufzutreten, gepaart mit einer durch Hypokrisie gefährdeten Legitimation für weitere militärische Aktionen im Kampf gegen den Terrorismus, könnten früher oder später zu jenem gefährlichen Gemisch werden, gegen das auch die mächtigste Supermacht nichts auszurichten vermag. Wer sich noch an die Anti-Vietnamkrieg-Demonstrationen erinnern kann, weiss, wovon wir reden. Stimmungswechsel sind keine linearen Prozesse. Stimmungen pflegen zu kippen. Die gegenwärtige euphemistische Rhetorik darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass weder der Krieg gegen den Terror gewonnen ist noch die Erfolgsaussichten so eindeutig sind, wie man dies gerne hätte. Nach dem 11. September wäre die Welt dringend auf einen *Aufbau neuen Vertrauens* angewiesen. So, wie die Sache sich heute präsentiert, sind wir davon nicht nur weit entfernt, sondern bewegen uns insgesamt vermutlich in die *falsche Richtung*. Wenn Friedrich August von Hayek noch leben würde, müsste er seinem Kapitel „The Mirage of Social Justice“ (in seinem dreibändigen Werk „Law, Legislation and Liberty“) noch ein weiteres beifügen: „Über die Illusion totaler Kontrolle“. Diese Illusion ist das Pflaster der Strasse, die „Road to Serfdom“ heisst.

5. Vertrauensmangel – das Kernelement der gegenwärtigen Rezession

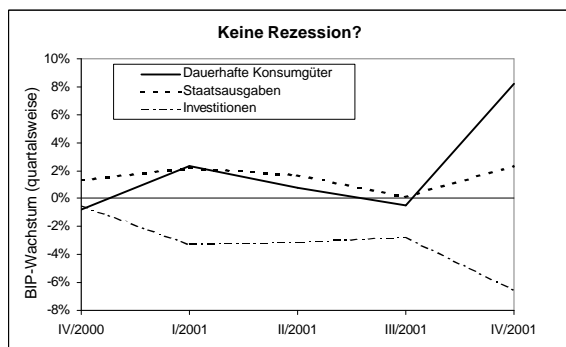
Das Gewicht, das in diesem Anlagekommentar der Frage der Vorgehensweise im Kampf gegen den Terrorismus zugemessen wird, mag übertrieben erscheinen. Zugegebenermassen handelt es sich ja um eine Bankpublikation, die vorab wirtschaftlichen und nicht sicherheitspolitischen Themen gewidmet sein soll. Nur: Zum einen kann das Terrorismusproblem von seinen praktischen Auswirkungen her in keiner Weise von der Frage nach der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung getrennt werden. Die Summen, welche die Versicherungsgesellschaften für die Schäden in New York hinzublättern haben, sprechen eine genügend deutliche Sprache. Der etwa dreissigprozentige Einbruch im Luftverkehr nach dem 11. September hält länger an und führt zu drastischen Strukturveränderungen in einem wichtigen volkswirtschaftlichen Sektor. Der internationale Handel hat bei weitem nicht mehr die Geschwindigkeit erreicht, die vor dem 11. September selbstverständlich schien. Die Transaktions-

kosten sind dramatisch gestiegen. Der Erfolg im Kampf gegen den Terrorismus ist deshalb notwendige Voraussetzung für einen nachhaltigen Aufschwung. Demgegenüber wäre nebenwirkungsreiche Erfolglosigkeit verheerend.

Zum anderen und vielleicht noch viel tiefgreifender zeigt es sich aber, dass all die beschriebenen Massnahmen, mit denen nun weltweit „total control“ zu erreichen versucht wird, sehr direkten Einfluss auf die allgemeine Stimmungslage haben. „Total control“ bedeutet für das einzelne Wirtschaftssubjekt ja nichts anderes als einen fast unumstösslichen Sieg der Nomenklatur aller Regulatoren und Administratoren dieser Welt über eine freie, individuell geprägte und durch Eigeninitiative und Eigenverantwortlichkeit gekennzeichnete Wirtschaftstätigkeit. Konzessionsverfahren, Formulare für alle möglichen Bewilligungen, die Gefahr, auf Schritt und Tritt etwas Unrechtes zu tun, quasi laufend mit einem Bein im Gefängnis zu stehen, wegen Lappalien als „Sicherheitsrisiko“ eingestuft und wegen möglicher Verbindungen zum internationalen Terrorismus entlassen zu werden: Wird unter solchen Rahmenbedingungen eine neue Generation von unternehmerischen Wirtschaftssubjekten so bald ihre Arbeit aufnehmen können oder wollen, um durch erhöhte Produktivität und innovative Verfahren alsdann Gewinne zu erwirtschaften? Was aber, wenn nicht die Aussicht auf künftige Gewinne, würde die Weltwirtschaft denn sonst aus der gegenwärtigen Rezession herausführen?

Euphemistische Rhetorik prägt derzeit nicht nur das sicherheitspolitische Geschehen, sondern auch die Lagebeurteilungen im wirtschaftlich-konjunkturellen Bereich. Die amerikanische wie auch die europäischen Volkswirtschaften befänden sich gar nicht mehr in einer Rezession, ja, es hätte gar nie eine solche gegeben, wird gesagt. Und die monetären Rahmenbedingungen seien angesichts der in allen wichtigen Währungen sehr tiefen Geldmarktzinsen geradezu ideal – ein kräftiger Aufschwung stehe unmittelbar bevor. Es lohnt sich, die Rhetorik an ein paar nüchternen Daten zu messen. Wenn man zum Beispiel die Entwicklung des amerikanischen Brutto-Inland-Produkts, das sich in den letzten Monaten gesamthaft in der Tat nur knapp entlang der Minuszone bewegt hat, in seine Komponenten zerlegt, dann sieht man, dass vor allem zwei Bereiche positive Wachstumsraten aufwiesen: die Staatsausgaben sowie die dauerhaften Konsumgüter. Ohne die positiven Wachstumsraten in diesen zwei Bereichen wäre die amerikanische Wirtschaft nicht nur leicht, sondern recht kräftig

geschrumpft, und niemand käme auf die Idee, *nicht* von einer Rezession zu sprechen.



Quelle: Bureau of Economic Analysis; eigene Darstellung

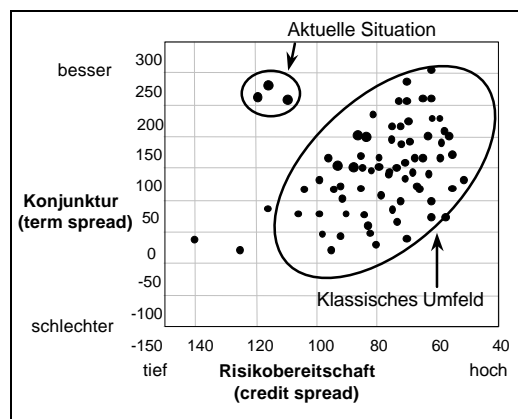
Nun muss man allerdings auch noch wissen, wie der sehr markante Anstieg der Wachstumszahlen bei den dauerhaften Konsumgütern im vierten Quartal 2001 zustande gekommen ist: Durch eine wohl einmalige Verkaufsaktion der amerikanischen Autokonzerne, die praktisch auf eine Gratisfinanzierung der Käufer hinauslief. Kredite zum Nulltarif, wenn man sich dafür ein Auto erwirbt. Die Halden bereits produzierter Wagen bauten sich auf diese Weise ab – nur: So bald ist dieser Verkaufserfolg nicht wiederholbar. Denn wer ein neues Auto hat, kann nicht schon morgen ein nächstes erwerben, Gratskredit hin oder her. Von Nachhaltigkeit der Wachstumsraten bei den dauerhaften Konsumgütern kann deshalb keine Rede sein.

Die erhöhte Wirtschaftstätigkeit des Fiskus nach dem 11. September ist weder erstaunlich noch ganz abwegig. Es galt, Schadensregulierungen vorzunehmen und den Sicherheitsapparat in Gang zu setzen. Aber jedermann weiss, dass die fiskalische Tätigkeit irgendwann einmal dämpfend auf die weitere Wirtschaftsentwicklung wirkt, weil sie über Steuern oder Staatsschulden finanziert werden muss.

Kontrastiert werden die positiven Wachstumsraten durch die nach wie vor katastrophal tiefe Investitionstätigkeit der Unternehmungen in der Industrie und im Dienstleistungsbereich. Die Rezession, die zweifelsohne eine veritable ist, folgt eben völlig anderen Linien als die früheren, „normalen“ Rezessionen. Jene liefen ohne Ausnahme auf kräftige Einbrüche auf der Konsumseite hinaus; die gegenwärtig herrschende Kontraktion beschränkt sich auf die Investitionsseite. Wir haben in früheren Kommentaren schon mehrfach darauf hingewiesen, dass gerade deshalb die monetären Rahmenbedingungen für einen Aufschwung von weniger entscheidender Bedeutung sind. Investitionsneigung ist nicht sonderlich zinssensitiv: Entweder glaubt man an

die Zukunft oder man glaubt nicht daran, Zinsniveau hin oder her.

Die von unserem Haus verwendeten Daten zur Messung des konjunkturellen Klimas weisen deshalb sehr *atypische Strukturen* auf. Die für einen „klassischen“ Aufschwung aus einer „normalen“ Rezession sprechenden monetären Rahmenbedingungen erweisen sich in der Tat als sehr positiv. Als Mass für das Konjunkturklima dient uns der sogenannte „Term Spread“, d.h. der Unterschied zwischen kurzen und langfristigen Zinsen – die Steilheit der Zinskurve also. Das an sich positive Umfeld wird drastisch kontrastiert durch eine enorm tiefe Bereitschaft, Risiken einzugehen. Wir messen die Risikobereitschaft anhand des sogenannten „Credit Spread“, dem Unterschied in der Verzinsung von Papieren erstklassiger Schuldner und solcher minderer Bonität. Unsere Erhebungen erstrecken sich über einen Zeitraum von mehr als zehn Jahren. Die Risikobereitschaft war noch nie anhaltend so tief, und noch nie waren gleichzeitig die monetären Verhältnisse so vermeintlich konjunkturfreundlich.



Quelle: Vescore; eigene Darstellung

Tiefe Risikobereitschaft ist gleichbedeutend mit einem Mangel an Vertrauen in die künftige Entwicklung. Dass ein solcher Mangel berechtigt ist, haben wir für den sicherheitspolitischen Bereich abgehandelt. Ein sich abzeichnendes globalisiertes Konzessionsregime unter amerikanischer Oberleitung zehrt enorm am Zukunftsglauben. Nebst dieser (wichtigen) sicherheitspolitischen Seite gilt es nun aber doch auch noch die rein wirtschaftlichen Aspekte des gegenwärtigen Vertrauensmangels zu beleuchten.

6. Wem kann man denn noch trauen?

Nach der Kernschmelze des amerikanischen Energiehandelsunternehmens Enron und den damit verbundenen Vorwürfen an den Wirtschaftsprüfer Andersen hat eine Reihe weiterer mehr oder weniger krasser Enthüllungen über

die Schönung von Resultaten und über die Bezüge des obersten Managements bestimmter Firmen Zweifel aufkommen lassen, ob die Wirtschaft überhaupt in der Lage ist, sich selber im Griff zu halten. Selbstverständlich war man alenthalben schnell bereit, der Marktwirtschaft und dem Kapitalismus Systemversagen vorzuwerfen; der Ruf nach zusätzlicher Regulierung ist unüberhörbar.

Bei allem Verständnis für die Entrüstung über die Missstände sollte man darauf bedacht sein, erst nach einer Analyse, weshalb es gerade jetzt zu einer solchen Häufung von Skandalen kommt, den moralisierenden Zeigefinger zu erheben oder gar regulatorische Eingriffe zu fordern. Denn es könnte sein, dass aufgrund der Analyse ganz andere Rezepte für die Zukunft vorgeschlagen werden müssten.

Weshalb ein Kollaps von Enron, weshalb Bilanzfälschungen, weshalb die Diskussion um die Verbuchung des sogenannten „Goodwill“ und um Buchhaltungs-Standards, weshalb absurd erscheinende Gehälter und Boni, weshalb das angeschlagene Ansehen von Wirtschaftsprüfern? Aus unserer Sicht war nach den Übertreibungen im Gefolge des Technologieschubs und der massiven Überinvestitionswelle gar nichts anderes zu erwarten. Die goldenen Neunziger Jahre bewirkten im wesentlichen, dass jede Investition, wenn sie einmal getätigt worden war, nach geraumer Zeit am Markt mehr wert wurde. In einer solchen Situation der systematischen und unaufhaltsamen Wertsteigerung schöne Bilanzen zu zeigen, stattliche Gewinne auszuweisen und sich den Erfolg auch noch selber zuzuschreiben, ist zum einen keine Kunst und zum anderen auch noch ziemlich naheliegend. Es war dies auch die Phase, in welcher es sich lohnte, Eigenmittel möglichst abzubauen und fortlaufend neue Investitionen zu tätigen, mochten sie auch noch so teuer sein. „Leverage“, d.h. die Erhöhung der Bilanzrisiken durch den Aufbau von Schulden, wurde als positives Zeichen gedeutet.

Die wilde Investitionstätigkeit etwa einer Rentenanstalt oder einer Zurich Financial Services zu Lasten der ursprünglich komfortablen Eigenmitteldecke steht in einer langen Reihe analoger Fälle, wo aus biedereren Managern und noch biedereren Verwaltungsräten plötzlich akquisitionshungrige Raiders wurden. Ob sich ein Investment je auszahlen kann oder ob es überhaupt strategisch oder operativ Sinn machte, kümmerte wenig. Man investierte, weil es die andern auch taten und weil es sich – kurzfristig gesehen – lohnte.

Kapital war zu diesen Zeiten keine Mangelware. Die Märkte stellten es freudig zur Verfügung. Skepsis war kein Modewort. Man gab Kapital, weil es die andern auch taten und weil es sich – kurzfristig gesehen – ausserordentlich lohnte. Wir haben in früheren Anlagekommentaren versucht, die Logik dieses in der Übertreibung endenden Marktverhaltens zu erklären. Wir meinen, dass ein grösserer technologischer *Entwicklungsschub* mit einem volkswirtschaftlichen *Kapitalüberhang* verbunden *sein muss*, weil nur über ein massives Zurverfügungstellen von Kapital die Unmenge neuer Realloptionen wahrgenommen werden kann, welche die neuen Technologien der Gesellschaft zur Verfügung stellen. Wie auch immer: Investitionsfreude und höchste Risikobereitschaft prägten diese Phase. Sie ging vor zwei Jahren zu Ende.

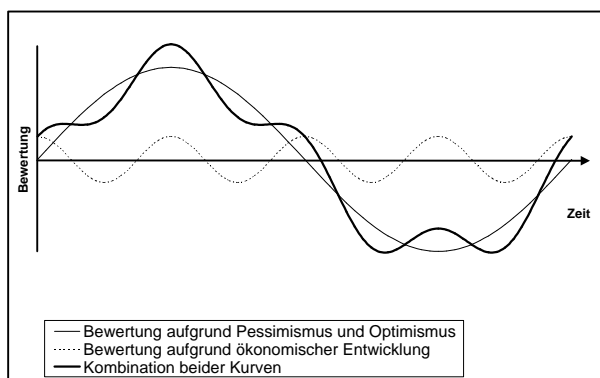
Nun befinden wir uns in der Phase des Abbaus des volkswirtschaftlichen Kapitalüberhangs. Aus den sich früher im Wert immer steigernden Investitionen sind Gewichtssteine geworden, welche die eine oder andere Unternehmung in die Tiefe zu reissen drohen. Nicht mehr das Ausweisen von „Goodwill“ (gleichbedeutend mit dem Unterschied zwischen einem errechneten Buchwert und dem am Markt erzielten Preis für die Akquisition) in den Bilanzen ist das Problem, sondern die Frage, auf welche Weise man den mittlerweile eingetretenen Wertverlust verbuchen soll. Wenn das eigene Salär in starker Abhängigkeit zum (ausgewiesenen!) Reingewinn steht, dann ist die Versuchung halt gross, die Bilanz vorderhand weiterhin etwas zu strecken. Dass man zu diesem Zwecke auch noch versucht, den Wirtschaftsprüfer unter dieselbe Decke zu stecken, ist zwar bedenklich, aber deshalb nicht minder naheliegend. Dass unter solchen Umständen das Vertrauen leidet, überrascht nicht.

Wem kann man heute noch trauen – ist das aber überhaupt die richtige Frage? Müsste man sich nicht, durchaus selbstkritisch, vielmehr fragen, ob man in der Phase der Euphorie bei weitem zu vertrauensselig war und welches denn in der neuen Phase des Abbaus eines dramatisch hohen Kapitalüberhangs die richtigen Strategien wären, um unternehmerische Substanz und Leistung ausfindig zu machen? Wenn man beispielsweise weiss, dass nichts einfacher ist, als ausgewiesene Reingewinne zu manipulieren, und wenn man auch weiss, dass selbst für das ehrlichste Management der Spielraum fast unbeschränkt ist, wie man mit Bewertungsfragen umgeht – weshalb konzentriert man sich dann immer noch auf den Reingewinn als *die* wichtigste Kennzahl in der Finanzanalyse überhaupt? Wenn man zudem

weiss, dass die ganze Investitionsspirale gedreht wurde von einem System von Investmentbanken, die mit ihren Research-Berichten immer wieder eine nächste Drehung hinzufügten, bei denen mithin die Analyse Teil ihres gigantischen Marketings waren (und noch sind) – weshalb vertraut man dann diesem fremden Urteil noch immer und verlässt sich nicht vermehrt auf den eigenen Verstand, den gesunden Menschenverstand vielleicht sogar?

7. Mehr Leistung für einen Dollar verlangen

Wir sehen die gegenwärtige Phase, welche die Wirtschaft und mit ihr die Finanzmärkte durchlaufen, als eine Überlagerung zweier zumindest gedanklich trennbarer Entwicklungslinien. Die eine Entwicklungslinie bezieht sich auf das makroökonomische, konjunkturelle Auf und Ab sowie auf das, was die einzelnen Unternehmungen daraus machen. Gemessen und prognostiziert wird die makroökonomische Entwicklung anhand der bekannten Kennzahlen wie BIP-Wachstum, Zinsentwicklung, Inflation und dergleichen, die unternehmensspezifische am Umsatzwachstum, an der Margenentwicklung, an der Investitionsrendite und ähnlichen Werten. Wie wir darzustellen versuchten, stellt sich der derzeitige Verlauf weder zyklisch noch typisch dar, sondern ist durch den Abbau der Überinvestitionswelle der Neunziger Jahre gekennzeichnet. Prognosen für den weiteren Verlauf fallen deshalb ungewöhnlich schwer, und entsprechend gross ist denn auch die diesbezügliche Vielfalt von Meinungen.



Quelle: eigene Darstellung

Überlagert wird nun aber diese zwar auch schon recht komplexe konjunkturelle Welt durch einen *Bewertungszyklus*, der sich aus der aggregierten Stimmungslage aller Marktteilnehmer ergibt. So optimistisch sie in den Neunziger Jahren noch waren, so sehr hat Realismus, ja vielleicht auch ein gewisses Mass an Pessimismus, in den letzten

zwei Jahren um sich gegriffen. Wenn zuvor für einen Dollar, der investiert wurde, nicht ein Hauch von sichtbaren Erfolgen oder greifbaren Gewinnen verlangt wurde, so überlegt sich der Anleger heute mehrfach, wem er sein Geld anvertrauen will. Die oben (Seite 6) gezeigte Differenz zwischen der Verzinsung von Schulden erstklassiger und solcher zweitklassiger Bonität widerspiegelt genau diese erhöhte Vorsicht. Wie entsteht Optimismus, wann kippt er in Pessimismus ab? Der Stanford-Ökonom Mordechai Kurz (et al.) hat in seinen bahnbrechenden Aufsätzen von 1997 und 2001 gezeigt, dass Bewertungszyklen nicht prognostizierbar sind, aber meist länger dauern als die Konjunkturzyklen. Bewertungszyklen machen das eigentliche Risiko für den Anleger aus, denn es kann durchaus sein, dass sie einen relevanten Abschnitt in seinem Leben (z.B. die Zeit der Pensionierung) ausmachen. Die über (längere) Zeit erzielbare Überrendite von Aktien gegenüber festverzinslichen Anlagen leitet sich genau aus diesem „eigentlichen“ Anlegerrisiko ab. Das ist eine gute und eine schlechte Nachricht zugleich.

Zweierlei scheint uns heute erkennbar. Erstens glauben wir nicht, dass die derzeitige Situation, in der sich die Welt befindet und bewegt, zu besonderem Optimismus Anlass gibt. Die Bereinigungen, die in der Wirtschaft als Gesamtheit wie auch in allen einzelnen Unternehmungen vorgenommen werden, um den Kapitalüberhang aus den Neunziger Jahren abzubauen, wird auf längere Zeit die Stimmung dämpfen. Zweitens scheint uns in diesem Zusammenhang eine *Hinwendung* zu mehr Substanz, oder vielleicht besser, zu *mehr künftiger Unternehmensleistung* feststellbar zu sein. Wenn wir die letzten paar Monate an den Aktienbörsen richtig interpretieren, dann ist eine ziemlich dramatische Neubewertung mit all ihren immanenten Unsicherheiten bereits im Gange. Das würde dann aber auch heissen, dass gerade wegen erhöhten Anforderungen an die Bewertung von Unternehmungen durchaus auch Chancen bestehen, vorausgesetzt, man nimmt die Analyse der auszuwählenden Unternehmungen ernst. Die Hinwendung geht in Richtung übersichtlicher, einfacher, kleinerer, transparenter Strukturen, in Richtung Ehrlichkeit, massvollem Verhalten, langfristig angelegter und auch gelebter Strategien. Gar nicht so unsympathisch, wenn man es bedenkt: Dass Vertrauenswürdigkeit künftig vom Markt belohnt wird.

KH, 18. 3. 2002