

## Keine Gewinner

### 1. Ein Patt nicht nur der Gefühle

Soll man nun jubeln oder heulen, wenn es den britischen Sicherheitskräften gelingt, zwei Dutzend mutmassliche Terroristen festzunehmen und so ein bevorstehendes Blutbad in der Luft zu verhindern? Schwer zu sagen. Denn einerseits käme es selbstverständlich einem riesigen Erfolg der Terrorabwehr gleich, wenn langwierige und mühsame Ermittlungsarbeit und, wie im vorliegenden Fall offenbar zutreffend, geheimdienstliche Zusammenarbeit präventive Wirkung zeitigte. Genau das ist es ja, was man sich wünschen würde: Effizient, intelligent, zielsicher arbeitende Sicherheitsorgane, die das Leben wehrloser Bürger vor den Gefahren dieser Welt schützen.

Andrerseits, und das wäre dann der Grund zum Heulen, weist die Festnahme von 24 tatendurstigen Selbstmordattentätern, so es tatsächlich solche sind, aber auch darauf hin, dass wir weit von einer „Lösung“ (was immer das dann auch heissen würde) des Terrorproblems entfernt sind. England ist durch den jahrzehntelangen Konflikt mit der IRA gestählt, sozusagen terrorgewohnt. Was, wenn Länder mit weniger professionellen Sicherheitsorganen in den Fokus des terroristischen Interesses gerieten? Was, wenn sich die Terroristen anstelle des notorisch als Ziel gewählten Flugverkehrs in völliger Überraschung andere Weichteile westlicher Zivilisation vornehmen würden? In offenen Gesellschaften gäbe es sie ja zuhauf, solche Weichteile. Selbstmordattentäter, „so es tatsächlich solche sind“: Was, wenn die in London Festgenommenen höchstens naive Mörderterroristen mit etwas viel Hollywood-Phantasie wären, währenddem der professionelle Al-Kaida-Terrorismus sich auf das wirkliche „real thing“ vorbereitet? Die Aussagen, man hätte mittels zweier Komponenten den Sprengstoff Triacetone Triperoxid (TATP) verwenden wollen, lässt nämlich einige Skepsis aufkommen. Nach unseren Informationen wäre die Endzubereitung im Flugzeug doch ziemlich aufwendig. So kommt man ohne Kühlung des Gemischs nicht zum explosiven Pulverlein, und ausserdem benötigt man

dazu mindestens einige Stunden. Träfe die These der relativen Harmlosigkeit der Festgenommenen zu, dann wäre dies insofern fatal, als es auf eine falsche Wahl der Fährten und mithin auf krass mangelnde Professionalität bei den Sicherheitskräften hinweisen würde, oder noch schlimmer, auf ein inszeniertes Brimborium zum Nachweis der eigenen Notwendigkeit und, vor allem, der Notwendigkeit des mittlerweile gigantisch gewordenen und den Bürger bedrängenden Apparats im Krieg gegen den Terrorismus.

Ein seltsames Patt der Gefühle bleibt deshalb nach den vereitelten möglichen Terroranschlägen übrig: Die Genugtuung, vielleicht, über den angeblichen Abwehrrfolg, und die mulmige Ahnung, damit könne es nicht sein Bewenden gehabt haben. Interessanterweise zieht sich momentan ein Patt der Gefühle durch viele Bereiche der Weltpolitik, der Wirtschaft und der Finanzmärkte hindurch, und so ist denn dieser Anlagekommentar zur zweiten Hälfte des Jahres 2006 dem *Umgang mit Gleichgewichten* gewidmet, dem Gleichgewicht zwischen westlicher Zivilisation und islamistischem Terrorismus, dem Gleichgewicht zwischen der Weltmacht USA und ihren Herausforderern in Asien und in der Karibik, dem Gleichgewicht zwischen fortschreitender Globalisierung und versuchter Rückkehr zur Abschottung, dem Gleichgewicht zwischen wirtschaftlicher Abkühlung und Inflationsgefahren, dem Gleichgewicht von Gewinnwachstum der Unternehmungen und von Börsenkursen. Es gibt Gleichgewichte und Gleichgewichte: stabile, nachhaltige, verborgene, aber auch wacklige, vorübergehende, vermeintliche. Das Besondere an der momentanen Lage ist die Koinzidenz solcher verschiedenartiger Gleichgewichte und das Fehlen wirklicher Trends. Unseres Erachtens ist es nicht ganz zufällig, dass sich am Vorabend des Entscheids, wohin die wichtigste Nation der Welt bei der Besetzung ihres höchsten Amtes steuert, ein Patt der Gefühle – und eben nicht nur der Gefühle, sondern auch der Fakten! – einstellt. Im Anlagekommentar vom Mai wiesen wir darauf hin, dass das zweite Jahr der amerikanischen Präsidentschaft ein eher mühseliges Börsenjahr zu sein pflegt. Weshalb? Weil eben in diesem Jahr Erledigtes und Unerledigtes, Erfolg und Misser-

folg, Gewissheiten und Gefährdungen, Chancen und Risiken sozusagen einander die Hand reichen und es allenthalben klar wird, dass die künftigen Herausforderungen, wenn nicht grösser und schwieriger, dann aber sicher auch nicht geringer und geringfügiger werden dürften.

Sind Perioden erkannter und offensichtlicher Gleichgewichte langweilig oder gar lästig? Ja, für all jene, die ohnehin und zum vornherein zu wissen vorgeben, wohin die Welt steuert. Für die weniger überheblichen Zeitgenossen aber sicherlich nicht. Denn es sind auch Zeiten, in denen Illusionen und falsche Hoffnungen weniger Hochkonjunktur haben, Zeiten, in denen die Politik uns weniger vormachen, weniger lügen kann, es sind Zeiten, in welchen nicht kopflos irgendwelchen Trends nachgerannt wird, und somit sind es ideale Zeiten zur nüchternen Lagebeurteilung. Nutzen wir sie.

## 2. Verlierer am Werk

Dass sich die westliche Zivilisation für längere Zeit auf die Gefährdung durch den internationalen Terrorismus einstellen muss, war schon bald nach den Anschlägen vom 11. September 2001 klar. Geringe Ursache – grosse Wirkung: Das Teppichmesser der Entführer des American Airlines-Fluges Nr. 11 von Boston nach Los Angeles wurde zum Fanal einer völlig neuen Art von gewaltsamer Auseinandersetzung, welche die Amerikaner seither „Krieg“ nennen, die aber viele von einem klassischen Krieg völlig abweichende Eigenschaften aufweist. Unauffällige Leute führen während langer Zeit sozusagen mitten unter uns ein unbescholtenes Leben, heiraten, haben Kinder, gehen einem Beruf nach, fallen nicht einmal durch besonders eifrige religiöse Betätigung auf, um am Tage X zu blutrünstigen Mördern zu mutieren. Keine Militärhierarchie führt sie in den Einsatz, vielmehr kennzeichnen netzwerkartig verknüpfte Zellen ihre Führungsstruktur. Sie funktionieren relativ autonom und sind deshalb so unsäglich schwer aufzufinden. Keine geldgierigen und deshalb auch auffälligen Mafiabosse sind mit von der Partie, sondern ganz gewöhnliche Mitbürger von nebenan. Ihnen steht das ganze geheimdienstliche, nachrichtendienstliche, polizeiliche und immer mehr auch militärische Potenzial der zivilisierten Staaten gegenüber. Man spricht deshalb auch von „asymmetrischer Bedrohung“. Der Ausdruck trifft den Kern der Sache allerdings nicht.

Die Auseinandersetzung ist nämlich alles andere als asymmetrisch; vielmehr steht sie in einem – für die zivilisierten Gesellschaften erst noch recht prekären – Gleichgewicht. Darin liegt just das Problem. Was sind dessen Bestimmungselemen-

te? Auf der Grundlage von spieltheoretischen Überlegungen lässt sich mit deren drei ein funktionsfähiges Modell errichten:

- a) der Entschlossenheit zum Kampf,
- b) der Fähigkeit zum Finden von Verbündeten,
- c) dem Bedrohungspotenzial bzw. der eigenen Verletzlichkeit.

In einer eigenen Analyse (Anlagekommentar Nr. 214) ordneten wir nach dem 11. September 2001 den beiden Seiten, das heisst dem internationalen Terrorismus und der westlichen Zivilisation, gewissermassen Noten zu. Wir veranschlagten die Entschlossenheit auf Terroristenseite als sehr hoch, auf Seiten der westlichen Zivilisation als nur vorübergehend hoch, dann aber abnehmend-einschlafend. Die Fähigkeit zum Finden von Verbündeten schätzten wir damals, unter dem Eindruck des rasch eingeleiteten Afghanistanfeldzuges, auf zivilisierter Seite als hoch ein, während wir daran zweifelten, dass der extreme Islamismus je wirkliche Freunde gewinnen könne. Das Bedrohungspotenzial bzw. die eigene Verletzlichkeit erachteten wir als antagonistisch: Insgesamt (anzahlmässig und in Bezug auf die vorhandenen materiellen und finanziellen Mittel) geringes Potenzial auf Terroristenseite, gleichzeitig aber auch extrem tiefe Verletzlichkeit – immense Mittel mit rascher Verfügbarkeit auf Seiten der westlichen Zivilisation, gleichzeitig aber auch hohe Verletzlichkeit, „Weichteile“ eben, die sich aus der Konstellation als offene Gesellschaft ergeben. Unsere Beurteilung von damals resultierte in einem Kräfteverhältnis von 1:3 zugunsten der westlichen Zivilisation; längerfristig müsste die offene Gesellschaft also den „Sieg“ davontragen, meinten wir.

Inzwischen geht der „Krieg gegen den Terror“ in sein sechstes Jahr und haben regelmässig neuerliche terroristische Ereignisse stattgefunden. Die Einschätzung von damals ist teilweise zu *korrigieren*. So hat sich zwar an der Entschlossenheit der Extremisten kaum etwas geändert, doch unterschätzten wir damals eindeutig das Stehvermögen der westlichen Zivilisation. Namentlich im angelsächsischen Teil der Welt steht eine Verringerung der Anstrengungen ausserhalb jeglicher Diskussion. Genährt wird diese Entschlossenheit selbstverständlich durch die regelmässige Abfolge neuerlicher Anschläge, was ein strategisches Dilemma der Terroristen offenbart: Um das eigene Netzwerk „bei Laune“ und damit bei der Stange zu halten, sind kleinere oder grössere Ereignisse, wenn möglich Erfolge, notwendig. Gleichzeitig stärkt man damit aber den Gegner psychologisch. Die Fähigkeit zum Bilden von Koalitionen ist hingegen stark zugunsten der extremen Islamisten

zu korrigieren. Sie stehen heute nicht mehr alleine da, sondern haben Verbündete in allen möglichen Teilen der Welt, vor allem aber auch schwierig anzugreifende Basen in Iran, Irak, Syrien und im Grenzgebiet zwischen Pakistan und Afghanistan. Vice versa haben sich die Sympathien für die Sache der westlichen Zivilisation in weiten Teilen der muslimischen Welt vermindert. Es geht hier nicht darum, zu urteilen, sondern lediglich um die Feststellung. Der Schwund an Freunden des Westens im arabischen Raum ist eine Tatsache. Umgekehrt trifft natürlich aber auch der Islam im Westen immer weniger auf Verständnis.

Das Bedrohungspotenzial der westlichen Staaten gegenüber dem Terrorismus konnte in den vergangenen Jahren gewiss stark erhöht, die Mittel verfeinert werden. Dabei gerieten die Privatsphäre und andere individuelle Freiheiten der offenen Gesellschaft aber immer spürbarer in Mitleidenschaft. Die Verletzlichkeit der westlichen Gesellschaften ist auf der faktischen Seite zwar kaum geringer geworden – Flugzeuge bleiben aller Sicherheitsmassnahmen zum Trotz in hohem Masse gefährdete Objekte. *Verringert* hat sich jedoch die *Verletzlichkeit in psychologischer Hinsicht*. Man hat sich nämlich bis zu einem gewissen Grade an den Terrorismus gewöhnt. Versetzten die Bombenanschläge von Madrid die Finanzmärkte noch in helles Entsetzen (Verlust des Eurostoxx in der Woche nach dem 11. März 2004: -6.2 Prozent), so bewirkten die Bomben im nächsten Jahr in London gerade noch ein Achselzucken (Abschlag in der Woche vom 7. Juli 2005: -1.9 Prozent). Völlig neue, überraschende Ziele mit möglicherweise bedeutend höheren Opferzahlen als bisher würden diese relative Gleichgültigkeit aber zumindest vorübergehend ausser Kraft setzen.

Fazit? Keine Entwarnung jedenfalls. Die Wahrscheinlichkeit weiterer terroristischer Aktivitäten ist hoch, das Bedürfnis, dass mit mehr Phantasie deutlich mehr Farbe, sprich Blut, ins Spiel gebracht wird, nicht von der Hand zu weisen. Dem Terraingewinn der zivilisierten Gesellschaften im Abwehrpotenzial stehen Koalitionsprobleme im muslimischen Teil der Welt entgegen. Und nicht zu vergessen: *Nachwuchsprobleme* wird es auf Seiten des Terrorismus kaum geben.

Weshalb? Es wird deutlich zu wenig über die indirekten Auswirkungen des monopolaren Welt-systems nachgedacht. Dieses hat unter anderem zur Folge, dass die Verhandlungsmacht marginaler Gruppierungen viel kleiner ist als in einer Welt mit zwei oder drei echten Machtzentren. Das hat nichts damit zu tun, dass die USA böswillig, anmassend oder naiv wären, sondern ist eine systemische Feststellung. Eine einzige

Superpower versucht in erster Linie, ihre Vormachtstellung zu zementieren, und will irgendwelchen Störungen möglichst zuvorkommen. Diese inhärente Neigung zu Strukturhaltung und -förderung ist nicht eben günstig für Personen und Gruppierungen, welche mit diesen Strukturen nicht leben können oder wollen. Es fällt auf, dass es im bipolaren Weltsystem vor 1989 deutlich weniger und vor allem deutlich weniger blutigen Terrorismus gab. Das Phänomen der Selbstmordattentäter wurde erst nach 1989 zu einem gefährlichen Problem. Dafür hiess vorher jede halbwegs organisierte Gruppe „Befreiungsbewegung“. Befreiungsbewegungen sind von der Bildfläche verschwunden; es gibt nur noch „Terroristen“. Das monopolare Weltsystem produziert eine höhere Anzahl „radikaler Verlierer“, wie sie in seinem genialen Aufsatz der deutsche Philosoph und Schriftsteller Hans Magnus Enzensberger (Der Spiegel, Nr. 45/2005) dargestellt hat, als es das bipolare System tat. Wer damals Verlierer zu werden drohte, konnte sich immer noch der anderen Seite als möglicher Verbündeter andienen. Diese Möglichkeit fehlt ihm heute. Der Weg zur selbstzerstörenden Massenerstörungstat ist zwar unentschuldig, aber nicht unlogisch. Das hat wenig mit der vorgeschobenen Religion zu tun. Im übrigen wäre es ohnehin ratsam, etwas weniger Huntington, dafür etwas mehr Enzensberger zu lesen. Jede Religion, Islam hin oder her, hat das Potenzial, zum Vorwand für radikale Verlierer und Terroristen zu werden. Der „Clash of Civilizations“, das Aufeinanderprallen von verschiedenen Denkweisen, ist mehr Symptom als Ursache. Viel Erklärungswert kommt Huntington deshalb nicht zu.

Nun wünschen wir uns das bipolare Weltsystem ja keinesfalls zurück – der beinahe tödlich ausgetragene Rüstungswettbewerb sitzt noch zu sehr im Nacken. Für unsere Lagebeurteilung gilt es aber festzuhalten, dass wir das prekäre Gleichgewicht zwischen Zivilisation und Terror über die nächsten Jahre kaum loswerden. Die Übermacht der zivilisierten Gesellschaften wird sehr relativ und sehr fragil bleiben. So ist die Welt, wir müssen damit leben.

### 3. Nur Verlierer am Litani-Fluss?

Kriegsberichterstattung ist gewiss nicht unsere Sache, und wie wir schon verschiedentlich dargestellt haben, beeinflussen Kriegshandlungen die Finanzmärkte in erstaunlich geringem Ausmass. Man könnte die Kriege von dieser Warte aus gesehen also auch beiseite lassen. Wenn wir diesmal dennoch auf den Krieg in Libanon eingehen, dann vor allem deshalb, um den roten Faden der prekären Gleichgewichte auch in diesem mili-

tärischen Bereich etwas weiter abzurollen. Denn was der Libanon-Krieg hinter sich gelassen hat, scheinen in erster Linie einmal Verlierer zu sein. Allzu schnell, so der Eindruck, haben bei Anordnung der Waffenruhe beide Seiten für sich den Sieg reklamiert. Das tut man nur, wenn der Sieg nicht wirklich klar ist.

Der *Hizbollah* ist vermutlich stark *dezimiert* und vieler seiner Stellungen und Einfallstore nach Israel beraubt worden. Aber: Es gibt ihn noch. Ihn, den Anführer Hassan Nasrallah, und sie, die Hizbollah-Kämpfer und vor allem auch sie, die in Iran gefertigten Zilzal-Raketen mit mittlerer Reichweite. Ihretwegen wird Israel voraussichtlich weiterhin beschossen werden. Die Hamas-Bewegung steht trotz den Kriegshandlungen im Gaza-Streifen noch stets an der Spitze der palästinensischen Regierung. Israel konnte zwar in eindrucklicher Weise die Feuerkraft seiner Luftwaffe unter Beweis stellen und auch zeigen, dass sich seine Armee bis weit in gegnerisches Territorium hinein wagen kann. Aber: Die erfolgsgewohnte *israelische Armee* hat *nicht gesiegt*. Vielmehr war der Vormarsch zu zögerlich, die Truppenstärken während langer Zeit zu spärlich – ein Fehler, der den Amerikanern im Irak unterlaufen war und der sich, wohl infolge zu starken politischen Diktats, im Libanon-Feldzug wiederholt hat.

Verlierer, und das sei insbesondere aus Sicht eines kleinen, unabhängigen Landes bemerkt, sind gewiss auch das Völkerrecht und die Friedensordnung zwischen den Nationen. Die Selbstverständlichkeit, mit welcher die Weltöffentlichkeit zunächst die die Souveränität des libanesischen Staates völlig missachtenden Aktivitäten des Hizbollah, danach den massiven Einmarsch der Israeli hinnahm, lässt nicht viel Gutes erahnen für künftige Konfliktherde. Die Doktrin der präemptiven Verteidigung hat offensichtlich zu ganz kommuner Kriegführung auf fremdem Territorium mutiert, und niemand stört sich wirklich daran. Anders als mit Gleichgültigkeit in Sachen Völkerrecht kann auch nicht der fahrlässig unklare Auftrag für eine UNO-Friedenstruppe interpretiert werden. Dabei wäre es so einfach, was man diesen Soldaten befehlen müsste: die territoriale Integrität und die vollumfängliche *Souveränität Libanons* wieder herzustellen. Aber das will offenbar niemand wirklich.

Was am Libanon-Konflikt darüber hinaus besonders interessant ist, sind die Abwesenden, an vorderer Front Syrien, dahinter der Iran. Sehr offensichtlich war und ist Israel in keiner Weise an einer Destabilisierung seines nordöstlichen Nachbarn interessiert, und noch weniger sind es die Amerikaner. Sie wissen aus dem Irak nur

allzu gut, wie explosiv sich die Nachfolge einer Diktatur in diesem Raum gestalten kann. Die USA haben kein Interesse, dass sich ihr irakisches Problem zu allem Übel noch ausweitet und dass sie auf einmal in direkten Kontakt zum israelisch-palästinensischen Konflikt geraten. *Syrien* geht, wenn nicht alles täuscht, als relativ *gestärkte Kraft* aus diesem Konflikt hervor, unbehelligt, geschont und selbst von den USA und von Israel instrumentalisiert und damit indirekt anerkannt.

*Lachende Dritte* nach diesem Krieg sind auch die *Iraner*. Zunächst konnten sie sich einmal mehr im Streit über ihr Atomprogramm über die Runden bringen. Just dann, als auch bei den konflikt-scheuen Europäern Bewegung in die Sache zu kommen schien, traten sie den Libanonkonflikt los, indem sie den Hizbollah zur Entführung der israelischen Soldaten veranlassten. Darüber hinaus sind die Iraner offensichtlich in der Lage, so etwas wie Stellvertreter-Kriege zu führen. Ein Machtinstrument, das im Kalten Krieg von der Sowjetunion mit grossem Erfolg angewandt worden war und regelmässig den Amerikanern grössten Schaden zuzufügen in der Lage war. Noch ist es verfrüht, diesbezüglich den Teufel an die Wand zu malen, denn Iran ist weit davon entfernt, eine Weltmacht zu sein, und das Regime Ahmadedschad ist intern zu wenig konsolidiert, als dass gröbere Manöver möglich wären. Dennoch: Man erkennt das Muster und horcht auf.

Fazit: Der Libanon-Konflikt wird als weitere blutige Episode in die Geschichte des Nahen Ostens eingehen. Die Probleme – das offenkundige Sicherheitsproblem Israels und das existenzielle Problem der Palästinenser – sind weit davon entfernt, gelöst zu sein. Die muslimische Welt und insbesondere jene, die man dort zu den gemässigeren Zeitgenossen zählen könnte, haben sich zusätzliche Frustrationen zugezogen. Die Gefahr, dass der wenig vertrauensereckende iranische Regierungschef den Weg zur Atommacht konsequent weiterbeschreiten kann, ist alles andere als gebannt. Die schwärenden Wunden im Nahen und Mittleren Osten werden sich also auf absehbare Zeit nicht schliessen lassen. Vielmehr wird jene Region, welche die Welt mit dem meisten Erdöl versorgt, durch prekäre, aufwendige und nur kurzlebige Gleichgewichte und im übrigen viel Instabilität gekennzeichnet sein.

#### **4. Globalisierung ohne Freihandel?**

Mit einem gestrandeten und umgekippten Frachtschiff karikierte der „Economist“ (29. Juli 2006) das Scheitern der Dauha-Runde der Welthandelsorganisation WTO. Völlig zurecht geisselte das dem Urgestein des Freihandels zuzurechnende Blatt die Gleichgültigkeit, mit welcher das Ende

dieses grossangelegten Anlaufs zur Vereinheitlichung einer Unzahl von bilateralen Freihandelsabkommen hingenommen wurde. Dabei wäre die Ausgangslage ja gar nicht so übel gewesen: Wesentliche Streitpunkte gab es eigentlich nur im Bereich der landwirtschaftlichen Produkte. Gemessen am Bruttoinlandprodukt der beteiligten Staaten macht der Agrarsektor höchstens ein paar Prozente aus; das innenpolitische Gewicht ist jedoch in allen Ländern ungleich höher, und offenbar will es keine Regierung mit den Bauern bzw. jenen, die sie zu vertreten vorgeben, verderben. Mit Schuldzuschiebungen, vor allem zwischen Europa und den Vereinigten Staaten, war man schnell zur Stelle.

Im Hintergrund steckt allerdings mehr als nur eine besondere Affinität der Politiker zur Landwirtschaft. Vielmehr mangelt es am Verständnis für die Bedeutung des freien Verkehrs von Waren, Dienstleistungen, Arbeitskräften und Kapital für das weitere friedliche Zusammenleben auf unserem Globus. Zumindest implizit schimmert allzu oft merkantilistisches Denken durch, das davon ausgeht, dass man durch einseitige Förderung der Eigenproduktion dem Wohlstand besser dienen könne als durch den Austausch von Gütern. Seit Adam Smith und David Ricardo weiss man, dass das nicht stimmt. Keine Delegation an der Dauha-Runde, die nicht über die *Zulassung* von Billigimporten gesprochen hätte, als wären billigere Güter etwas Unanständiges! Die Sprache verrät die Gesinnung.

Die Globalisierung droht damit auf halbem Wege stecken zu bleiben. Die Öffnung der Welt infolge der politischen Umwälzungen nach 1989 und die Kommunikationsrevolution hat uns bis anhin nebst allen Chancen von neuen Märkten und neuen Produktionsstandorten vor allem dramatische Ungleichheiten in Faktorpreisen und in Rahmenbedingungen offengelegt. Ausgleichsbewegungen zwischen dem – teuren – Westen und dem – billigen – Rest der Welt können aber nur in einer vom freien Austausch geprägten Welt stattfinden. Die Armut in Drittweltländern wird sich nur verringern, wenn Güter aus jenen Regionen (und das sind nun eben vorderhand vorwiegend landwirtschaftliche Produkte) zum freien Handel in alle Welt zugelassen sind.

Selbstverständlich würde es im übrigen keinesfalls nur um einseitige Konzessionen, um „Zulassungen“, gehen. Vielmehr hätten die Industrienationen ja durchaus auch berechnete Verhandlungsziele. So müsste dringend sichergestellt werden, dass die neu hinzugekommenen Teilnehmer an einem freien Welthandel Regeln und Usanzen der internationalen Rechts- und Handelsordnung in einigermaßen gleichmässiger

Weise respektieren. Aus unserer Sicht ist es unverständlich, dass eine Wirtschaftsmacht wie die USA die Produktionskapazitäten für eine Vielzahl von Konsumgütern einfach so in den fernen Osten und namentlich nach China abwandern liessen, ohne im Gegenzug wenigstens einigermaßen auf Rechtssicherheit für ihre Investitionen zu pochen. Die Mängel im Patentschutz sind notorisch, weniger bekannt und bewusst sind die Beschränkungen im freien Kapitalverkehr und die mangelnde Möglichkeit, unternehmerische Leistung eigentumsrechtlich zu schützen. Mehr Reziprozität im Bereich rechtlicher Institutionen (Aktienrecht, Grundeigentum, Pfandrecht, Konkursrecht usw.) hätte schon längstens zuoberst auf der Traktandenliste stehen müssen.

Leider ist absehbar, dass die *Idee des freien Welthandels* mit dem Scheitern der Dauha-Runde einen *fatalen Schlag* erlitten hat. Denn im nächsten Jahr endet die Vollmacht des amerikanischen Kongresses an den Präsidenten zum direkten Abschluss von internationalen Handelsverträgen. So, wie es aussieht, wird die nächste amerikanische Legislatur von binnenorientierten Kräften dominiert werden. Der von den Medien emporgejubelte Senatskandidat von Connecticut, Ned Lamont, erinnert in ungunstiger Weise an Figuren wie McGovern, deren linkspopulistisches Credo auch immer von einer gehörigen Portion nach innen gerichtetem Nationalismus geprägt war. Wenn solches zum Programm der Demokraten erhoben wird, dann wird's für den Welthandel prekär.

Fazit: Auch hier keinesfalls Entwarnung. Vielmehr ist damit zu rechnen, dass dem weltweiten Austausch und Ausgleich zunehmend Hindernisse in den Weg gelegt werden. Wir erachten zwar die Kräfte des Marktes für ungleich mächtiger und nachhaltiger als solche letztlich immer künstlichen Barrieren. Vorübergehend wird Protektionismus da und dort aber wieder Platz greifen. Damit werden Rigiditäten in Faktormärkten verbunden sein, ein Phänomen, das wir seit nunmehr 15 Jahren höchstens im europäischen Arbeitsmarkt als wirkliches Problem kennen.

## 5. Schwierigere Geldpolitik

Rigidität bedeutet Unfähigkeit zur Anpassung an neue Bedingungen innert nützlicher Frist und mithin Verknappungs- oder auch Überangebotsituationen mit entsprechenden Folgen bei den Preisen. Rigiditäten sind in zweierlei Hinsicht gefährlich. Erstens, weil sie je nach Tragweite die Tätigkeit der Notenbanken erschweren, zweitens, weil sie „Marktversagen“ suggerieren und Eingriffe der Politik nach sich ziehen, was dann

selbstverständlich zu immer weiteren und noch schlimmeren Rigiditäten führt.

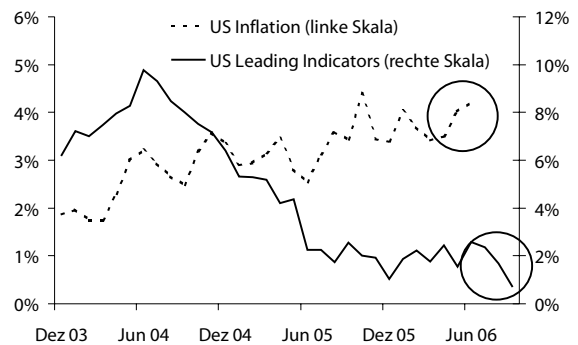
Auch wenn wir das Scheitern der Dauha-Runde nicht als Beginn einer Ära von Protektionismus, von Rigiditäten in bestimmten Faktormärkten oder in einzelnen Wirtschaftsregionen der Welt, von regulatorischen Eingriffen gegen sogenanntes Marktversagen usw. sehen wollen – ganz unbehelligt vom Rückschlag gegen den freien Handel und die Globalisierung werden wir kaum bleiben. Die Zeit, in welcher man im Brustton der Überzeugung und ohne schlechtes ökonomisches Gewissen behaupten konnte, „Inflation ist weit und breit kein Problem“, ist voraussichtlich vorbei. „Da und dort“ ein bisschen Protektionismus kann schnell einmal „da und dort“ ein bisschen Lohnsteigerungsspirale bedeuten, „da und dort“ ein wenig höhere Inflationserwartungen. „Da und dort“: Das ist gleichbedeutend mit höheren Differenzen zwischen den Währungsräumen; die über die letzten Jahre zu beobachtende Konvergenz von Inflationsraten, Zinsen und Geldpolitik würde damit zu Ende gehen.

Die Geldpolitik der Notenbanken wird unter solchen Vorzeichen nicht einfacher werden. Denn einerseits wird im grossen und langfristigen Kontext die Globalisierung mit ihrem inflationsdämpfenden Effekt weitergehen, andererseits werden regional und kurzfristig Rigiditäten zu Verzerrungen führen und für viel Nervosität in den Märkten sorgen. Die Diskussionen um den erstmaligen Verzicht des Fed auf eine Zinserhöhung anlässlich seines Meetings vom 8. August 2006 spricht Bände. Historisch gesehen bewegt sich die amerikanische Inflationsrate zwar auf durchaus tiefem Niveau, der Anstieg der Teuerung scheint nun aber nicht mehr ausschliesslich mit dem Erdölpreisanstieg begründet zu werden, sondern – eben – mit endogenen Faktoren wie Verengungen am Güter- und Arbeitsmarkt. Während die einen sagen, eine weitere Zinserhöhung wäre unbedingt vonnöten gewesen und weitere müssten noch folgen, um den möglichen Brand im Keim zu ersticken, warnen die anderen vor der Gefahr einer Wirtschaftsabschwächung infolge zu hoher Nominalzinsen.

Das Fed wählte den Mittelweg zwischen beiden Lagern, indem es einerseits auf die Zinserhöhung im August verzichtete und andererseits aber den Warnfinger im Hinblick auf die Veröffentlichung nächster Wirtschaftszahlen erhob. Das hat nun zur Folge, dass objektiv gesehen negative Wirtschaftsdaten wie eine höhere Arbeitslosenrate oder ein tieferes BIP-Wachstum von den Märkten positiv aufgenommen werden, weil damit eine Rückkehr des Fed zu einer weiteren Verengung des Geldangebots weniger wahrscheinlich wird.

Selbstverständlich ist ein solches Marktverhalten nicht ungewöhnlich und müsste nicht weiter kommentiert werden. Was uns mehr beschäftigt, sind die Anzeichen zu verstärktem geldpolitischem Aktivismus und, wie uns scheint, zu einer Argumentation, welche sich an die „Phillips-Kurve“ anlehnt. Das wäre ungut.

#### USA: Höhere Inflation und tieferes Wachstum?



Quelle: Bloomberg, Analyse

Weshalb? Weil die „Phillips-Kurve“ suggeriert, es gebe einen Trade-Off zwischen mehr Inflation und weniger Arbeitslosigkeit. Alle Untersuchungen der Vergangenheit haben gezeigt, dass das allerhöchstens in der ganz kurzen Frist zutrifft. Mittel- und längerfristig gibt es einen solchen durch die Geldpolitik steuerbaren „Deal“ aber ebenso wenig wie die Möglichkeit, „ein bisschen“ Inflation zu generieren. Für unsere Ohren wird, auch von oberster Warte des Fed, gegenwärtig zu viel über die Wahl zwischen einer Wirtschaftsabschwächung (was ja dann identisch wäre mit mehr Arbeitslosigkeit) und der Inflationsgefahr gesprochen und bei weitem zu wenig von einer langfristig angelegten, mit ruhiger Hand geführten und nicht auf jede Veröffentlichung von Wirtschaftsdaten reagierenden Geldpolitik.

Die Gefahr ist nicht von der Hand zu weisen, dass in einem künftigen Weltwirtschaftsregime mit steigenden Divergenzen zwischen den Wirtschaftsräumen und mit höherer Volatilität in den Wechselkursen „da und dort“ eine Rückkehr zu geldpolitischem Aktivismus erwartet werden muss. Vielleicht hören wir auch nur das Gras wachsen. Aber es gehört zur Interpretation von prekärer werdenden Gleichgewichtssituationen, dass man den möglicherweise erwachsenden Gefahren ohne Wenn und Aber ins Auge blickt.

Das gilt auch für den zweiten Gefahrenbereich im Zusammenhang mit neu aufkommenden Rigiditäten, der Wahrscheinlichkeit nämlich, dass aufgrund von Überangebots- bzw. Verknappungssituationen auf „Marktversagen“ getippt und nach *Eingreifen der öffentlichen Hand* gerufen wird. Auf die Idee, die Rigidität zum Verschwinden zu bringen, kommen nur ganz wenige.

Ein Beispiel: Die Schweiz verbietet, in völliger Missachtung der Regeln des Freihandels, bekanntlich den sogenannten Parallelimport von Medikamenten. Wenn Roche oder Novartis in einem Land wie, sagen wir, Griechenland ihre Pillen zu einem tieferen Preis als in der Schweiz verkaufen (müssen?), dann ist es nicht möglich, durch Importe aus Griechenland die höheren Produzentenpreise zu unterlaufen. Klassischer Protektionismus, wie er überall auf der Welt betrieben und mit allen möglichen und unmöglichen Argumenten begründet und verteidigt wird. Der schweizerische Markt für Nicht-Generika ist deshalb rigid. Anstatt dem Unfug ein Ende zu bereiten, kommt nun aber der Ruf nach „Medikamentenverbilligung“, Preiskontrollen und ähnlichen regulatorischen Eingriffen auf.

Im Landwirtschaftsbereich zeigt sich, wo eine solche Spirale von Protektionismus, angeblichem Marktversagen und Eingriffen und Gegeneingriffen enden kann: In einem undurchdringlichen, von niemandem mehr zu verstehenden Dickicht von Vorschriften und einem Bauernstand, dessen Haupteinnahmequellen aus staatlichen Subventionen bestehen. Man könnte die Bauern auch gleich direkt beim Bund anstellen.

Das Gleichgewicht zwischen der Öffnung der Welt und dem Hang zu mehr Abschottung wird über die nächsten Jahre vermehrt erschüttert werden. Niemand wird gleich „landwirtschaftliche Verhältnisse“ in anderen, weniger leicht kontrollierbaren Wirtschaftssektoren voraussagen wollen. Eine realistische Lagebeurteilung muss die Gefahr von vermehrtem Protektionismus mit all seinen Wirkungen und Nebenwirkungen aber mitberücksichtigen, haben wir gesagt. Was für die Möglichkeit zu vermehrtem geldpolitischen Aktivismus gilt, ist noch viel richtiger für den regulatorischen Bereich. Weshalb? Weil die Bewirtschaftung von Rigiditäten ganze Heere von Beamten, Juristen, Kontrolleuren und Lobbyisten zu beschäftigen pflegt.

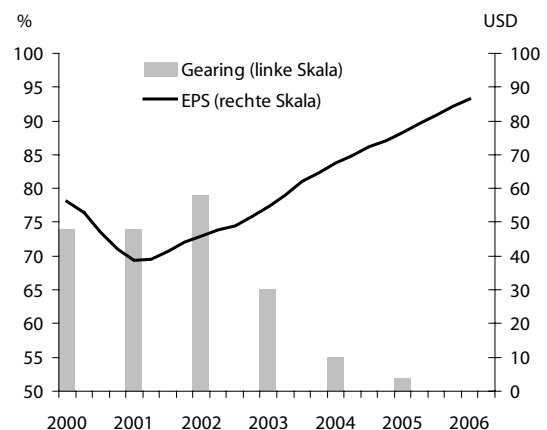
## 6. Noch ein Gleichgewicht: Die Börse

Ein wenig trivial mag schliesslich die Erwähnung und Behandlung des Gleichgewichts an den Börsen erscheinen. Börsen sind doch immer im Gleichgewicht, zwischen Angebot und Nachfrage nämlich, wird man einwenden. Selbstverständlich. Jeder Börsenkurs ist eine Übereinstimmung von Preisvorstellungen sowohl eines Verkäufers als auch eines Käufers. Das ist nicht das Thema. Vielmehr wollen wir auf die seit einiger Zeit zu beobachtende relative Richtungslosigkeit der Kursentwicklung hinweisen. Seit Beginn dieses Jahres sind keine Aktienindizes wirklich fulminant gestiegen; nicht einmal jene der Schwellen-

länder, die gegenwärtig mit 13 Prozent im Plus stehen, denn dort machen neben Gewinnerländern auch happige Verlierer das Bild aus.

Im Bereich der industrialisierten Länder wird eines deutlich: Den meisten *Unternehmungen* geht es *gut*. Es müssen ja nicht gleich die hervorragenden Zwischenergebnisse einer UBS sein, die Aussage trifft auch zu mit Blick auf die aggregierten Gewinne einer grossen und repräsentativen Zahl amerikanischer Unternehmungen. Die Krise von 2001/2002 ist offensichtlich definitiv überwunden, und dies nicht nur in Bezug auf die Gewinnsituation, sondern auch auf die Relationen in den Bilanzen. Heute herrscht ein deutlich gesünderes Verhältnis zwischen Eigenmitteln und Schulden vor. Die Margen – der Gradmesser für die unternehmerische Wertschöpfung schlechthin – sind satt, der Auftragsbestand vielversprechend, die Investitionstätigkeit optimistisch geprägt.

### USA: Unternehmensgewinne und Bilanzrelationen: glänzender geht's kaum



Quelle: Factset, Worldscope, Standard & Poors, Analyse

Bemerkungen: EPS: Entwicklung der operativen Gewinne pro Aktie der S&P500-Unternehmen (für 2006: Schätzungen), Gearing: Nettoverschuldung (Net Debt) dividiert durch das Eigenkapital für S&P500-Non-Financials.

So weit, so gut. Und wie steht es um die Börsenkurse, den Gegenwert für diese insgesamt eigentlich nur als hervorragend zu bezeichnende Situation der Unternehmungen? Fair. Das Kurs/Gewinn-Verhältnis bewegt sich, um noch einmal für das grosse Aggregat von amerikanischen Unternehmungen zu sprechen, irgendwo um den historischen Durchschnitt herum, einmal abgesehen von Sektoren mit notorisch hohen Kurs/Gewinn-Verhältnissen. In einigen Sektoren ist diese P/E-Ratio sogar auf ausserordentliche Tiefstände gesunken. Wenn zum Beispiel mit dem Kurs für eine stolze Pharmafirma wie Pfizer gerade noch das 13-fache des Gewinns entrichtet werden muss, dann ist diese Aktie und mit ihr vermutlich ein rechter Teil des Marktes nicht wirklich teuer.

Uns scheint, dass derzeit ein ziemlich stabiles Gleichgewicht zwischen „gut“ und „kann es denn noch besser werden?“ erreicht worden ist. Von Seiten der Rahmenbedingungen können, allen geldpolitischen Wechselbädern zum Trotz, kaum echte Impulse kommen. Gewiss können die Zinsen wieder etwas sinken, aber die Gefahr schlechterer Inflationszahlen gibt es eben auch. Gewiss können die Wachstumszahlen, sowohl in den USA als auch in Europa, positiver ausfallen als angenommen. Dann werden aber auch die Befürchtungen für höhere Zinsen sofort wieder wach. Umgekehrt könnte die offenkundig werdende Kontraktion im amerikanischen Immobilienmarkt den Konsumenten jenseits des Atlantiks mehr in Mitleidenschaft ziehen, als man das gerne sähe, was dann zwar positiv für die Zinsbeurteilung wäre, aber sicher negativ für die Aussichten der Weltwirtschaft.

So robust die Verfassung vieler Unternehmungen erscheint, so klar stellt sich vielfach und vielerorts aber auch die Frage, wie es denn weitergehen soll. Margen können nicht in den Himmel wachsen, Bilanzrelationen sich nicht noch einmal stark verbessern, der Auftragsbestand nicht unbeschränkt weiterwachsen. Wahrscheinlicher sind dann doch eher negative Überraschungen wie etwa die Ankündigung von erneuten Versuchen, den Aktionär mittels rückdatierten Optionsprogrammen für das Management übers Ohr zu hauen. Der renommierte und so hervorragend positionierte Computer- und Unterhaltungselektronikkonzern Apple wartete vor zwei Wochen mit einer solchen Nachricht auf, und gelangweilt wartet nun die Anlegerschaft darauf, wo sonst noch solche Déjà-Vu-Machenschaften ruchbar werden.

Fazit: Viel Grund zu Euphorie ist derzeit nicht auszumachen, die Annahme, es stehe uns eine richtig schwierige Zeit an den Börsen bevor, aber ebensowenig. Man muss wohl für eine geraume Zeit mit der relativen Stabilität des Gleichgewichts an den Börsen leben.

#### **7. Darf man denn Besseres erwarten?**

Die Aufzählung von Gleichgewichtszuständen vom internationalen Terrorismus über den Libanonkonflikt und über Globalisierungsfragen und die damit einhergehenden geldpolitischen und regulatorischen Konsequenzen bis hin zum Patt

an den Finanzmärkten ist geeignet, düstere Gefühle auszulösen. Denn die Einsicht, dass es nebst all den erkennbar positiven Entwicklungen auch immer Kräfte gibt, die auf die Gegenseite ziehen, ist ernüchternd. Aber dürfte man denn überhaupt erwarten, dass die Welt problemloser wird, dass sich alles zum immer Besseren wendet, dass Risiken plötzlich ausgeschaltet sind? Das wäre, wie die Erfahrung von Jahrtausenden lehrt, völlig abwegig. Ist aus dieser ernüchterten Sicht dann aber Pessimismus abzuleiten?

Nein. Denn dieselbe Erfahrung von Jahrtausenden lehrt uns auch, dass die menschliche Natur geeignet ist, mit sich verändernden Situationen – mit der Verschiebung von Gleichgewichten, mit völlig neuen Elementen – in innovativer Weise umzugehen. So lehrreich der Blick auf die zu einem relativen Stillstand gekommene Entwicklung sein mag: Morgen geht die Reise in die Zukunft weiter, und wir werden die kommenden Herausforderungen irgendwie bewältigen. Aller Kriege und Krisen zum Trotz hat der Weltaktienindex zwischen 1926 und 2006 jährlich um 9 Prozent (nominal, in USD) zugelegt. Im Durchschnitt selbstverständlich. Es gab viele Rückschläge und noch viel mehr Patt-Situationen der Fakten, der Gefühle und der Auf- und Abwärtskräfte für Börsenkurse.

Ganz abgesehen davon ist aber der Stillstand ja wirklich nur relativ, und aus dem Rest an Bewegung lässt sich durchaus das eine oder andere machen. So beobachten wir mit hohem Interesse, dass sich der Beliebtheitsgrad von hochkapitalisierten amerikanischen Aktien laufend erhöht, währenddem die Small- und Midcaps eher unter Druck geraten. Der Anleger kann von diesem Trend, der ein veraltetes und seit einiger Zeit nicht mehr ganz gerechtfertigtes Gleichgewicht korrigiert, ohne weiteres profitieren. Oder wir stellen fest, dass sich die Bewertungsdifferenzen zwischen verschiedenen Schwellenländern in Richtung einer Normalisierung verändern, diese Länder aber insgesamt in erstaunlich nachhaltiger Weise an Terrain in der Weltwirtschaft gewinnen. Trendarme Zeiten lehren einen, die Augen zu öffnen.

KH, 21.8.2006