

## WERTBERICHTIGT

## Zum BIP den passenden Termin

**Börsen-Zeitung, 15.1.2009**  
Manchmal schreibt im wirklichen Leben der Zufall die passendsten Drehbücher. In der Europäischen Union gilt eine Grundsatzmeinung der amtlichen Statistiker, wonach erste Ergebnisse zur volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung eines jeden Quartals möglichst bereits 45 Tage nach dessen Ablauf zu veröffentlichen sind. Getreu dieser „T+45“-Regel wird das Statistische Bundesamt (Destatis) also am 13. Februar eine erste Veränderungsrate für das deutsche Bruttoinlandsprodukt des Schlussquartals 2008 bekannt geben. Und das wird ein so dickes Minus geben, wie dies in Deutschland seit langem nicht mehr der Fall gewesen ist, so viel können die Wiesbadener Statistiker jetzt schon absehen. Da passt es wie die Faust aufs Auge, dass dieser 13. Februar just auch noch ein Freitag ist, von wegen Unglückstag. Und als ob das alles noch nicht genug sei in diesen Zeiten der rabenschwarzen Konjunkturausblicke, fällt der Veröffentlichungstermin für die Detailangaben zum deutschen BIP des vierten Quartals 2008 auf den 25. Februar: Das ist dann der Aschermittwoch.

## Detroit rüstet ab

**Börsen-Zeitung, 15.1.2009**  
Eine solche Motor Show voller Bescheidenheit hat das amerikanische Automekka Detroit wohl noch nie erlebt. Spritfressende Geländewagen stehen im Hintergrund, die – wahrscheinlich vom Staat unterstützte – Autozukunft scheint in den Staaten elektrisch zu werden. Der einst weltgrößte Autokonzern General Motors jedenfalls setzt alles auf eine Karte – auf das Elektromobil Volt. Das Große-Töne-Spucken ist den über Jahrzehnte als „Big Three“ titulierten Konzernen GM, Ford und Chrysler gründlich vergangen. Die Nummer-1-Attitüde passt auch nicht zum Niedergang der drei. Zuletzt vereinten sie in den USA weniger als die Hälfte des heimischen Marktes. Großmanns sucht ist out, jetzt spricht man nur noch von „Detroit Three“. Es gehört nicht viel dazu vorherzusagen, dass es tendenziell nur noch „Detroit Two“ sein werden, denn die Auflösungserscheinungen von Chrysler mehren sich, aller Dementis und vom Management ausgegebenen Durchhalteparolen zum Trotz. „Detroit Two“ wäre aber auch nicht ganz korrekt, denn Ford hat seinen Sitz in Dearborn, nicht im benachbarten Detroit.

## US-Onlinehandel profitiert von Krise

**Börsen-Zeitung, 15.1.2009**  
Hierzulande sind die Einzelhändler 2008 mit einem blauen Auge davon gekommen. Erste Zahlen von Metro, Douglas und Arcandor deuten jedenfalls auf ein insgesamt stabiles Weihnachtsgeschäft hin. Anders sieht es bei den US-Branchenvertretern aus. Wie die Marktforscher der NPD Research Group jetzt mitteilen, rutschten die Erlöse mit Konsumelektronik im für den Einzelhandel überlebenswichtigen Weihnachtsgeschäft 2008 um nahezu ein Zehntel ab. Ganz anders der Onlinehandel: Trotz Finanz- und Konjunkturkrise wurde ein Umsatzplus von mehr als 7% erzielt. Kein Wunder: Wenn das Geld knapp wird, tätigen die Konsumenten ihre Käufe eben noch öfter im Netz, um jeden Kostenvorteil mitzunehmen. Dass der wirtschaftliche Niedergang der Dienstleistungsgesellschaft USA – vor allem am Arbeitsmarkt – sich durch zu erwartende Einzelhandelspleiten noch beschleunigen dürfte, interessiert bei knappem Budget wahrscheinlich die wenigsten Käufer. Die Online-Händler darf das freuen. Für die US-Inlandsnachfrage in den nächsten Monaten verheißt diese Entwicklung aber nichts Gutes.

## SECURITY-Ausfall

VON BERND NEUBACHER

Man habe in der Krise „schnell und kreativ“ reagiert und einen Kollaps des Finanzsystems abgewendet, lobt sich das US-Treasury dieser Tage in einem Bericht an ein Gremium, das die staatlichen Rettungsbemühungen überwachen soll. Kooperiert hat die Behörde demnach mit der Federal Reserve, einer ganzen Reihe von US-Regulatoren sowie mit Finanzministerien und Notenbanken in aller Welt. Eine Institution lässt das Ministerium aus: die US-Wertpapieraufsicht. Dies ist wohl kein Zufall. 75 Jahre, nachdem die Securities and Exchange Commission (SEC) unter dem Eindruck der Großen Depression ins Leben gerufen wurde, muss die Behörde eine beschämende Frage beantworten: Wo war sie, als die größten Umwälzungen seit den dreißiger Jahren auf den Markt zukamen?

Die Liste der Fehler ist lang, von Laissez-faire den fünf großen Investmentbanken gegenüber, die unter der Ägide von Behördenchef Christopher Cox allesamt in die Insolvenz steuerten, von der Notenbank gestützt werden oder zu Geschäftsbanken mutieren mussten, bis hin zur Abschaffung der Leerverkäufe einschränkenden Uptick-Rule, welche den Überfall der Bären auf Goldman Sachs und Morgan Stanley wohl erst möglich gemacht hat. Der Skandal um Bernard Madoff, der offenbar 50 Mrd. Dollar veruntreuen konnte, während Mitarbeiter der SEC Hinweise auf kriminelle Aktivitäten jahrelang nicht recht ernst nahmen, macht das Debakel einer einst hochangesehenen Behörde perfekt. Die Security des Kapitalmarktes ist ausgefallen, und auch deshalb haben sich in den Vereinigten Staaten allein im dritten Quartal 2,8 Bill. Dollar an privaten Vermögen in Luft aufgelöst. Arbeitnehmer müssen froh darüber sein, dass Präsident Bush vor Jahren nicht seinen Plan durchsetzen konnte, den Bürgern einen Teil ihrer Sozialversicherungsbeiträge für Kapitalmarktanlagen in eigener Regie zu überantworten.

Cox zum Sündenbock zu machen greift dennoch zu kurz. Was ist zu erwarten von einem Mann, der mit dem impliziten Auftrag antrat, nach dem vielfach als zu strikt empfundenen SEC-Chef William Donaldson, und gerade einmal vier Jahre nach dem Bilanzbetrug von Enron, wieder stärker zu deregulieren? In der fünfköpfigen Wertpapieraufsichtskommission spielt deren Chef, flankiert von je zwei Demokraten und Republikanern, traditionell das Zünglein an der Waage, und diese Position ist eben politisch. Dies legt den Schluss nahe, dass es dem SEC-Chairman um so schwerer fällt, den Markt zu überwachen, je stärker die Regierg das freie Walten der Kräfte propagiert.

Strukturell war die Behörde schon im Hintertreffen, bevor Cox seinen Posten antrat. Zwar zählte sie 2008 gut ein Fünftel mehr Mitarbeiter als noch Mitte der neunziger Jahre, das Budget hat sich seither mit 1 Mrd. Dollar sogar fast verdreifacht. Allein das Volumen der an US-Börsen gehandelten Aktien ist unterdessen aber von jährlich knapp 6 Bill. auf 44 Bill. Dollar geklettert. Derzeit sollen gut 3500 Mitarbeiter annähernd 13000 Unternehmen, 11000 Anlageberater, 1000 Fondsgesellschaften sowie 5700 Broker-Dealer überwachen. Die Zahl der mit der Verfolgung von Vergehen befassten Mitarbeiter hat zwischen 2005 und 2007, in der Amtszeit von Cox, freilich um gut ein Zehntel auf nicht mehr als 1200 abgenommen. Nur jeder zehnte Anlageberater habe alle drei Jahre eine Kontrolle zu erwarten, und das Ziel, jeden Berater alle fünf Jahre zu überprüfen, sei aufgegeben worden, rechnet Ex-SEC-Chef Arthur Levitt vor. Dabei lohnt sich die Mühe. Drei von vier Untersuchungen bei Anlageberatern und -gesellschaften sowie vier von fünf Tests bei Broker-Dealern fördern irgendwelche Defizite oder Lücken zutage.

Dass die SEC so versagt, hat aber nicht nur ideologische und strukturelle Gründe. Personelle Verflechtungen haben die Grenzen zwischen Kontrolleuren und Kontrollierten verwischt. Es geht nicht nur darum, ob die Nichte Madoffs einen zuvor mit seiner Firma befassten Offiziellen der SEC heiratet oder ob ein Mitarbeiter der Behörde, der eine persönliche Beziehung zum Rechtsbeistand von Bear Stearns unterhält, eine Untersuchung gegen den Broker wegen dessen Bewertungen von Hypothekenspapieren einstellt. Allzu oft dient die SEC als Durchlauferhitzer, ihre Mitarbeiter wechseln über kurz oder lang in weitaus lukrativere Positionen an Wall Street. Ein Übriges tut der regulatorische Flickenteppich mit zahlreichen, ihr Terrain verteidigenden Behörden, deren Kompetenzen sich zum Teil überschneiden.

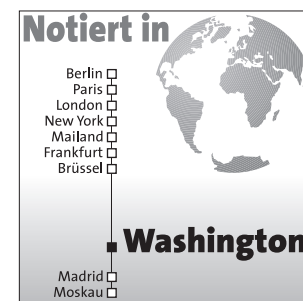
Für Cox-Nachfolgerin Mary Schapiro ist vor diesem Hintergrund ein „Weiter so“ nicht möglich. Unter dem neuen US-Präsidenten Barack Obama muss die Politik klären, was ihr eine Aufsicht wert ist, die politisch unabhängig, finanziell attraktiv und effizient ist, damit sie ihr Mandat des Anlegerschutzes erfüllen und in der nächsten Krise relevant sein kann. Was es kostet, De- zur Disregulierung ausarten zu lassen, zeigt das Beispiel der nun aus dem Markt flüchtenden Kleinanleger. Sollte der durch die Krise zutage getretene Zusammenbruch der Kontrollen helfen, Widerstand gegen eine gründliche Neuausrichtung der Aufsicht zu überwinden – die historischen Umwälzungen der vergangenen Monate hätten noch ihr Gutes.

(Börsen-Zeitung, 15.1.2009)

## Finanzminister in Verzug

VON PETER DE THIER

Im Vorfeld seiner Amtseinführung hat der künftige Präsident Barack Obama großes Lob für seine Personalentscheidungen geerntet. Umso peinlicher ist es deshalb, wenn nun ausgerechnet der designierte Finanzminister, der das Land durch die schlimmste Wirtschaftskrise seit Jahrzehnten navigieren soll, Probleme mit dem Finanzamt hat.



Wie vor Beginn seiner Bestätigungsanhörungen bekannt wurde, hatte Timothy Geithner nämlich versäumt, 34000 Dollar an Sozialversicherungssteuern zu zahlen, die er während seiner dreijährigen Tätigkeit beim Internationalen Währungsfonds (IWF) hätte abführen müssen. Die Rechnung beglich Geithner erst, nachdem Obama ihn im November als obersten Kassenswart der Nation nominiert hatte.

Die Meinungen über den Vorgang sind gespalten. Während Demokraten wie Max Baucus, Chef des Finanzausschusses im Senat, von einem „ehrliehen Fehler“ spricht, sind die Republikaner misstrauisch. Sie meinen polemisch, dass ein Mann, der nicht einmal seine eigene Steuererklärung korrekt ausfüllt, es wohl nicht leicht haben werde, angesichts eines Defizits von 1,2 Bill. Dollar die Staatsfinanzen wieder ins Lot zu bringen. Wie Senator Chuck Grassley feststellt, werde Geithner kein Freilos bekommen. Für die Ungereimtheiten bei der Steuererklärung, die er erst einräumt, nachdem politischer Druck ausgeübt worden war, werde er bei der Senatsanhörung geradestehen müssen.

\*

Von der Bürde des hohen Amtes bald befreit, wirkt der scheidende US-Präsident George W. Bush dieser Tage ganz gelassen. Auch erlebte man bei seiner letzten Pressekonferenz, die Bush als „das ultimative Abschiedsinterview“ bezeichnete, etwas Seltenes: Er wirkte nachdenklich und übte an der einen oder anderen Stelle sogar ein wenig Selbstkritik. Insbesondere lernte man einiges über die Selbstwahrnehmung des stolzen Texa-

ners, den nach Umfragen zu urteilen die Amerikaner für den schwächsten Präsidenten in der Geschichte halten. Er selbst ist dagegen mit seiner Amtsleistung im Großen und Ganzen hochzufrieden. „Ich habe eine gute, starke Bilanz“, resümierte der 62-Jährige.

Zum 47. Mal seit seinem Amtsantritt am 20. Januar 2001 stellte sich Bush im Weißen Haus Journalisten. Mit einer Prise Selbstironie warnte er die Presse vorab, dass sie ihn schon häufig „verunterschätzt“ habe – eine Anspielung auf einen seiner vielen sprachlichen Patzer. Doch dafür, dass der Präsident wirklich einsichtig geworden ist, gab es kaum Hinweise. Immerhin wusste er auf die Frage, welche Fehler er begangen habe, was er früher mit ratlosem Kopfschütteln quittiert hätte, nun eine Antwort: So bedauert er, sich nach seiner Wiederwahl 2004 mehr auf die Reform der gesetzlichen Rentenversicherung als auf Einwanderungspolitik konzentriert zu haben.

Von seinem Publikum erntete Bush nichts als Schmunzeln. Denn die Amerikaner interessiert viel mehr, wie er seine in der öffentlichen Wahrnehmung größten Versäumnisse, nämlich den Krieg im Irak sowie die schleppende Reaktion der Regierung auf den Jahrhundert-Hurrikan Katrina, sieht. Nachdem der Sturm vorbeigezogen war, hätten Hubschrauber der US-Armee und der Küstenwacht mehr als 30000 Menschen von den Dächern ihrer überschwemmten Häuser gerettet. „Was hätte ich mehr tun können, mit Air Force One mitten in New Orleans landen?“ fragte Bush lakonisch. Dass der Eimmarsch im Irak auf Fehlinformationen der Geheimdienste beruhte, stimme ihn nachdenklich, und dass ausgerechnet gegen Ende der Amtszeit die Finanzkrise sich spitzt, sei eben „Pech“. Gereizt wirkte Bush nur, als er auf Amerikas ramponiertes Image auf der globalen Bühne angesprochen wurde. „Im Ausland mögen einige Vertreter der Elite schlecht über uns denken“, konterte der Präsident. In Afrika, Indien oder China hingegen würden die Menschen noch große Stücke auf Amerika halten.

Das „ultimative Interview“ war ein Befreiungsschlag, der wohl letzte öffentliche Auftritt eines erschöpften Präsidenten, der sich als künftiger Rentner schon darauf freut, seine viele Freizeit zwischen der neuen Villa in Dallas und der ruhigen Abgeschiedenheit auf der Familienranch im ländlichen Crawford zu teilen – weit weg von der politischen Bühne in Washington.

(Börsen-Zeitung, 15.1.2009)

## Auch künftig Jahre der Bewährung für die EZB

**Börsen-Zeitung, 15.1.2009**  
Die internationale Kredit- und Konjunkturkrise hat die Europäische Zentralbank in eine exponierte Lage gebracht. Auf der einen Seite haben die EZB und ihr Präsident Jean-Claude Trichet wegen ihrer robusten aber auch flexiblen Reaktion auf die ökonomischen Umwälzungen weltweit ein unerwartetes Ausmaß an Ansehen und Autorität gewonnen – auch im Vergleich zur Federal Reserve oder der Bank von England. Trichet ist in die Fußstapfen der unabhängigen Bundesbank getreten. Glaubwürdig kann er behaupten, durch die Währungsunion ist es dem Alten Kontinent gelungen, mit den internationalen Finanzspannungen besser fertig zu werden, als mit nationalen Währungen möglich gewesen wäre.

Auf der anderen Seite droht 2009 die schlimmste Rezession der Nachkriegszeit über Europa hinwegzuschwappen. Deutschland als stärkstes Mitgliedsland wird möglicherweise von schwächelnden Exportmärkten härter in die Knie gezwungen, als viele dachten. Noch größere Herausforderungen sehen sich eine Reihe Euro-Länder mit beeinträchtigter Wettbewerbsfähigkeit, wachsenden Leistungsbilanzdefiziten, zunehmenden Staatsschulden und schwindender Konjunkturkraft gegenübergestellt. Im Gegensatz zum alten europäischen Währungssystem können sich solche Länder nicht mehr durch Abwertungen retten. Aus all diesen Gründen erhöht sich die Gefahr, dass latenter Nationalismus an die Oberfläche gerät – und damit die hart errungene Stabili-

tät des Euroraums auf den Prüfstein gestellt wird.

Die Divergenzen werden durch die Ausweitung der Renditeunterschiede auf Staatsanleihen der Euro-Mitglieder ersichtlich – ein Zeichen, dass Investoren immer mehr auf die Risiken der schwächeren Länder schauen. Die Diskrepanzen im Vergleich zu Bundesanleihen betragen jetzt 2,3 Prozentpunkte für Griechenland, 1,3 Punkte für Italien und 1,7 Punkte für Irland – gegenüber nur 0,6 Punkte für Griechenland und Italien und 0,4 Punkte für Irland im Juli 2008.

## Spannungsquelle

Eine Spannungsquelle mit Tradition macht sich wieder bemerkbar: die Divergenzen in der Wirtschaftspolitik zwischen den beiden größten Euro-Ländern. Deutschland legt wie immer größten Wert auf die Stabilitätspolitik, während Frankreich für eine „politische Voluntariste“ der aktiven Wachstums- und Nachfragesteuerung plädiert. Wirtschaftspolitische Unterschiede zwischen den beiden Ländern sind nach wie vor zukunftsentscheidend, machen Deutschland und Frankreich immer noch mehr als 50% der Wirtschaftsleistung des Euroraums aus.

Angesichts dieser Divergenzen nimmt Trichet eine Schlüsselrolle ein. Während seiner Zeit als Direktor des französischen Schatzamts Anfang der 1990er Jahre wurde er Veteran heftiger Streitigkeiten mit der Bundesbank. Diese Kampfprobe erfolgte vor allem während der langen Devisenmarktkrise 1992-93, als er

## Ansichtssache



Von David Marsh \*)

die Anstrengungen zur Franc-Stabilisierung vom damaligen Staatspräsidenten François Mitterrand kräftig unterstützt hat – und musste Bundesbank-Präsidenten Helmut Schlesinger hart bekämpfen, der den Franzosen eine Abwertung empfohlen hatte.

Seitdem hat sich die Rollenlage verändert. Präsident Trichet verteidigt mit Vehemenz die Unabhängigkeit der Notenbank. Zusammen mit den nun 21 übrigen Mitgliedern des EZB-Rats widersteht er erfolgreich dem sporadischen Druck aus EU-Hauptstädten, vor allem aus Paris, einen milderen geldpolitischen Kurs anzustreuen. Trotzdem haben die

Rezession und der damit erfolgte Rückgang der Inflationsrisiken die EZB dazu veranlasst, die Zinsen zwischen Oktober und Dezember drei Mal herabzusetzen – erstmals in Trichets fünfjähriger Amtszeit. Dennoch dürfte er wegen des starken Einflusses der Bundesbank-„Falken“ im EZB-Rat, Axel Weber und Jürgen Stark, in den kommenden Wochen keinen Schritt unternehmen, der von der traditionellen Bundesbank-Festigkeit entscheidend abweicht.

Führende französische Politiker und Beamten beklagen, dass – aufgrund seiner Fokussierung auf Exportmärkte und der relativen Vernachlässigung der Binnenkonjunktur – Deutschland durch den Euro einen unfairen wirtschaftlichen Vorteil gewonnen hat. Wegen der Veränderungen der relativen Wettbewerbsfähigkeit ist tatsächlich in Deutschland ein Leistungsbilanzdefizit in Höhe von 0,8% des BIP im Jahr 1998 einem Überschuss von 6,4% des BIP im Jahr 2008 gewichen. In den meisten anderen Euro-Staaten war die Entwicklung ganz anders: Frankreich, Italien und Irland erwirtschafteten 1998 Überschüsse von 2,6, 1,9 und 0,8% des BIP, Defizite von 1,6, 2,6 und 6,2% im Jahr 2008. Im vergangenen Jahr waren die Leistungsbilanzdefizite in Griechenland, Spanien und Portugal noch viel größer: 14,5, 9,7 bzw. 10,9% des BIP.

Sollten die Kreditkosten für Staatsanleihen innerhalb des Euroraums weiter steigen, dann könnten traditionelle Hartwährungsländer wie Deutschland und die Niederlande von den schwächeren Staaten ge-

drängt werden, ihre stabilitätsorientierte Politik etwa auf dem Gebiet des Haushalts zu modifizieren, vielleicht sogar gezwungenermaßen die „No-Bail-out“-Klausel im Maastricht-Vertrag zu modifizieren, die es den Staaten verbietet, einem verschuldeten Land unter die Arme zu greifen. Durch die eigenen Haushaltsprobleme bedrängt, werden allerdings mit Sicherheit die jetzigen und wahrscheinlich auch künftigen Bundesregierungen solche Bitten abzulehnen versuchen.

## Spekulationen angeheizt

Geringes Wachstum sowie interne Anpassungsprobleme in Ländern wie Italien würden Spekulationen über ein mögliches Auseinanderbrechen der Währungsunion sporadisch anheizen. Doch angesichts der potenziell katastrophalen Folgen eines Ausscheidens werden Politiker wohl andere Schritte ins Auge fassen, um den Druck eines überhöhten Wechselkurses zu verringern, beispielsweise Importkontrollen und andere protektionistische Empfehlungen. Je länger die Konjunkturschwäche anhält, desto größer wird die Gefahr politischer Spannungen. Das erste Euro-Jahrzehnt war für die EZB keine einfache Zeit, doch werden 2009 und 2010 Jahre der Bewährung.

\*) David Marsh ist Chairman der London & Oxford Capital Markets plc. In dieser Rubrik veröffentlichen wir Kommentare von führenden Vertretern aus der Wirtschafts- und Finanzwelt, aus Politik und Wissenschaft.