

## POSTEINGANG

**Nutzlose Grabenkämpfe**

Zu „Deutsche Telekom: Schwere Vorwürfe an den Vorstand“ (FTD-Online vom 17. März)  
Wenn die laufende Diskussion über die Deutsche Telekom lange genug geführt wird, kann dies zu einem weiteren Kursabfall führen. Kleinaktionäre gehören in Deutschland zu denen, die das Auf und Ab an der Börse offensichtlich psychisch noch nicht verkraften. Lasst das jetzige Vorstandsteam in Ruhe seiner eigentlichen Aufgabe nachgehen und sich nicht in nutzlosen Grabenkämpfen verschleifen. Der zukünftige Erfolg wird ihnen Recht geben.

Konstantin Bers, Berlin

**Baisse hat erst angefangen**

Zu „Ist das die Kapitulation an der Börse?“ (FTD vom 15. März)  
Die seit Anfang der 80er Jahre stattfindende Hausse an den Aktienmärkten ist beendet. Während dieser Zeit konnten die Aktienkurse im S&P 500 inflationsbereinigt um über 500 Prozent zulegen. Der langfristige Durchschnitt der Unternehmensgewinne legte im gleichen Zeitraum lediglich um gut 90 Prozent zu.

Was sich derzeit an der Börse abspielt, kann man daher als Anpassung der Aktienkurse an die reale Entwicklung der Unternehmensgewinne bezeichnen. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis am amerikanischen Aktienmarkt pendelte in den letzten Jahrzehnten um den Faktor 15. Aktuell notiert der S&P 500 immer noch mit dem 20fachen der für 2002 erwarteten Gewinne. Wenn man bedenkt, dass diese Erwartungen immer noch sehr ambitioniert sein dürfen und eine Baisse sicherlich nicht bei einem durchschnittlichen Kurs-Gewinn-Verhältnis von 15 halt machen wird, so bleibt noch genügend Spielraum für weitere Kursverluste.

Wer glaubte, dass auf fast zwei Jahrzehnte Hausse nur zwölf Monate Baisse folgen werden, der sollte jetzt investieren. Wer sich erinnert, dass Alan Greenspan bereits 1996 von irrational hohen Kursen sprach, wird vielleicht zu einer anderen Entscheidung kommen. Wer noch mehr Entscheidungshilfen wünscht: Für den Titel „perfekter Kontraindikator“ haben sich die Prognosen der DG Bank qualifiziert. Erst wenn diese Bank zum Totalausstieg bläst, dürfte das Größte überstanden sein. Da dies noch lange nicht in Sichtweite ist, bleibt nur zu bemerken: Die Baisse hat erst angefangen.

Daniel Haase, Kiel

**Moderne Scharlatane**

„Lufthansa steigert Ergebnis stärker als erwartet“ (FTD vom 15. März)  
Da steigert ein Unternehmen seinen Gewinn um 44 Prozent. Da schaffen Mitarbeiter und Manager eine großartige Leistung, um die viele Unternehmen sie beneiden. Und was schreiben Sie? Sie geben den modernen Scharlatanen mit dem wohlklingenden Fantasienamen „Analyst“ auch noch die Bühne, diesen Erfolg herunterzureden – wahrscheinlich, bis der Dax bei null steht.

Wolf Schneider, Berlin

**Wettbewerbs-Behinderer?**

Zu „Querelen bei der Bahn“ (FTD vom 16. März)  
Bei der Bahn wird eben die Diskriminierung von Wettbewerbern zum Chefsache gemacht. Anders ist es wohl nicht zu erklären, dass ein sich bedroht fühlender Herr Mehdorn in die Task-Force drängt. Hat die Bahn durch die Privatisierung denn wirklich schon so viel Monopolstellung verloren, dass sich jetzt Herr Mehdorn Sorgen machen muss? Wie wäre es denn, wenn man sich zur Abwechslung mal auf das Gewinnen von neuen Kunden konzentrieren würde? Vielleicht sollte sich Herr Mehdorn doch lieber bei Verdi als Chef-Wettbewerbs-Behinderer bewerben.

Helge Feddersen, Bredstedt

**Zurück zum Sparbuch**

Zu „Nemax 50 schließt nahe am Allzeittief“ (FTD-Online vom 19. März)  
Als Betroffener lese ich Ihre Artikel über den Niedergang der Aktien am Neuen (Horror-)Markt mit Interesse. Leider jedoch wird die unheilvolle Rolle der Leerverkäufe wieder einmal nicht behandelt. Ihre Zurückhaltung ist mir unverständlich. Die Leerverkäufe öffnen der Kursmanipulation Tür und Tor, wobei der Privatanleger völlig auf der Strecke bleibt! Angesichts gewaltiger Verluste wird man sich wohl eher dem Sparbuch wieder zuwenden und um Aktien einen großen Bogen machen.

Holger Burghardt, per E-Mail

**LESERBRIEFE**

Brieffach 02, 20444 Hamburg  
Kennwort: Leserbrief  
Fax: 040/31990-506, E-Mail: leserbriefe@ftd.de  
Die hier abgedruckten Leserbriefe sind keine redaktionellen Beiträge, sondern geben ausschließlich die Meinung der Einsender wieder. Zuschriften ohne vollständige Angabe des Absenders werden nicht veröffentlicht. Die Redaktion bittet um Verständnis dafür, dass aus Platzgründen nicht jede Einsendung veröffentlicht werden kann. Wir behalten uns das Recht auf Kürzungen vor. Alle Anregungen werden sorgfältig bearbeitet, auch wenn wir sie nicht beantworten können.

## DAS ZITAT DES TAGES

„Ich will keine nackten Hühner in Drahtkäfigen mehr sehen“

Heide Simonis MINISTERPRÄSIDENTIN  
SCHLESWIG-HOLSTEIN

## IMPRESSUM

**Financial Times Deutschland**  
Redaktion Hamburg  
Stubbenhuk 3, 20459 Hamburg  
Tel.: 040/31990-0, Fax: -310  
Redaktion Frankfurt  
Nibelungenplatz 3  
60318 Frankfurt/Main  
Tel.: 069/153097-0, Fax: -50  
Redaktion Berlin  
Friedrichstraße 71, 10117 Berlin  
Tel.: 030/22074-0, Fax: -150  
www.ftd.de  
E-Mail: info@ftd.de  
ISSN 1615-4118

**Chefredakteur:** Andrew Gowers  
**Stellvertretende Chefredakteure:** Christoph Keese, Wolfgang Münchau  
**Chefredakteur Electronic Media:** Peter Berger  
**Geschäftsführender Redakteur:** Ulf Schüller  
**Chef vom Dienst:** Wolfgang Büchner  
**Layout/Infografik:** Dominik Arndt, Christine Thede  
**Bildchef:** Lutz Schmidt  
**Chefreporter:** Tasso Enzweiler  
**Lektorat:** Axel Kintzinger, Heimo Fischer  
**Ressortleiter Agenda:** Steffen Klusmann (verantwortl.), Dr. Nikolaus Förster (Stv.)  
**Ressortleiter Unternehmen:** Dr. Ursula Weidenfeld (verantwortl.), Stefan Weigel (Stv.)  
**Ressortleiter Politik & Wirtschaft:** Thomas Hanke (verantwortl.), Thomas Fricke (Stv.)  
**Ressortleiter Finanzen:** Lucas Zeise (verantwortl.)  
**Weekend:** Friederich Stüdemann-Schulenburg (verantwortl.)

**Portfolio:** Heinz-Josef Simons (verantwortl.)  
**Redaktionsleiterin Online:** Kirsten Haake  
Verantwortliche Redakteure im Sinne des Presserechts sind die vorstehend als solche genannten Redakteure für ihren Bereich, im Übrigen die Chefredaktion. Redaktionsitz des Ressorts Politik ist Berlin, des Ressorts Finanzen Frankfurt am Main, im Übrigen Hamburg.  
**Industrie + Dienstleistungen:** Stefan Weigel  
**Informationstechnologie/Medien:** Stefan Biskamp  
**Deutsche Politik/Wirtschaftspolitik:** Peter Ehrlich, Margaret Heckel  
**Ausland:** Kathrin Hille, Wolfgang Proissl  
**EU-Politik:** Thomas Klu  
**Märkte und Finanzen:** Hans-Werner G. Grunow  
**Finanzdienstleistungen:** Das Kapital: Jörg Berens  
**Lektorat:** Jan Lehmann  
**Übersetzungen:** Volker Bormann  
**Verlag:** Financial Times Deutschland GmbH & Co KG, gemeinsam vertreten durch die Geschäftsführer Andrew Gowers und Michael Rzesnitsek  
**Verlags-geschäftsführer:** Michael Rzesnitsek  
**Stellv. Verlags-geschäftsführer:** Christoph Rühl  
**Anzeigenleiter:** Jürgen Maukner (verantwortl.)  
**Leiter Electronic Media:** Dr. Christoph Weger  
**Verlagsleiterin Editionen:** Julia Jäkel

**Leiter Marketing:** Thorsten Kerwin  
**Leiterin Presse- und Öffentlichkeitsarbeit:** Susanne Jesche  
**Vertrieb Deutschland:** Gruner+Jahr AG & Co  
Fachbereich Vertrieb  
20444 Hamburg  
**Vertrieb International:** Deutscher Pressevertrieb GmbH, Postfach 101606, 20010 Hamburg, Tel.: 040/237110  
**Anzeigenabteilung:** Tel.: 040/31990-224, Fax: -214  
E-Mail: media@ftd.de  
Anzeigen-/Druckunterlagen-Schluss zwei Werktagen vor Erscheinen, 16 Uhr  
**Abobestellung Deutschland und übriges Ausland:** Financial Times Deutschland Kundenservice, Postfach 57 01 59, 22770 Hamburg  
Tel.: 01802/81 82 83\*, Mo. bis Fr. 7 bis 20 Uhr, Fax: 01802/81 82 84\*  
\* DM 0,12 pro Anruf bzw. Fax; www.ftd.de/abo, E-Mail: abo@ftd.de  
**Abobestellung Österreich:** Tel.: 0800/201144 (aus Österreich)  
**Abobestellung Schweiz:** Tel.: 0800/83 44 44 (aus der Schweiz)  
**Abobestellung Luxemburg:** Tel.: 499 888 308 (aus Luxemburg)  
**Nachdruckrechte/Syndication:** Tel.: (+49)-40-319 90 361  
Erscheint bösensätzlich montags bis freitags  
**Druck:** Presse-Druck- und Verlags-GmbH, 86167 Augsburg; Mannheimer Morgen Großdruckerei und Verlag GmbH, 68167 Mannheim; Druck- und Verlagszentrum GmbH & Co. KG, 58099 Hagen; G + J Berliner Zeitungsdruck GmbH, 10365 Berlin

## Amerika und das Japan-Syndrom

Der Vergleich zwischen USA heute und Asiens Ex-Vorbild vor dem Absturz 1990 hinkt – kein Grund zu Gelassenheit

Von **Thomas Fricke**, Berlin

Amerikas Wirtschaft kriselt, an den Börsen herrscht Panik. Je länger der konjunkturelle Abwärtstrend anhält, desto wüster wirken die Mutmaßungen. Seit geraumer Zeit wird unter Fachleuten vor allem ein Szenario diskutiert: Steht Amerika vor einer ähnlich drastischen Krise wie Japan vor rund zehn Jahren?

Der Vergleich mag übertrieben wirken. Doch gibt es beeindruckende Parallelen zwischen Japans wirtschaftlicher Lage 1990 und den USA von heute. Streiten lässt sich nur darüber, was daraus folgt und welche Konsequenzen dies für die USA in den kommenden Jahren hat. Spätestens seit dieser Woche scheint die Frage akut. Trotz jener Zinssenkung durch die Fed, die der Wirtschaft eigentlich helfen sollte, stürzten die Aktienkurse auf fast allen Ebenen. Das wirkt in zweierlei Hinsicht wie ein Warnsignal. In Japan folgte dem Börsenboom von Ende der 80er Jahre eine lange und dramatische Baisse. Und: Selbst eine extrem lockere Geldpolitik der Bank of Japan konnte die wirtschaftliche Talfahrt irgendwann nicht mehr aufhalten – ein schlechtes Omen, zumindest auf den ersten Blick.

**Test für die New Economy**

Die auffälligsten Parallelen liegen in den vergangenen Zuwächsen von Börsenkursen und Investitionen. In Japan verdreifachten sich die Notierungen zwischen 1985 und 1990, die Investitionsquote stieg binnen kurzem um beinahe die Hälfte. Fast exakt die gleichen Expansionsraten registrierten die USA zwischen 1995 und 2000 (siehe Grafiken links). Worin dies enden kann, erlebt Japan seit zehn Jahren. Dem Boom folgte der Absturz. Die Investitionen sanken drastisch, als klar wurde, dass die Unternehmen viel zu hohe Kapazitäten aufgebaut hatten.

Nun mag man entgegenhalten, dass dahinter in Japan tiefe strukturelle Probleme steckten – anders als in den USA heute. Ob das zutrifft, wird sich für die USA im jetzigen Abschwung allerdings erst zeigen. Gerade Japan hat erlebt, wie schnell sich die Zeiten – und auch die Einschätzungen der Ökonomen – ändern können. Bis zum Crash galt das fernöstliche Land als wirtschaftlich unschlagbar. Nicht auszuschließen, dass sich Amerikas New-Economy-Boom im Nachhinein ebenfalls als weitgehend unhaltbar herausstellt.

Auch Japans Wirtschaft war vor dem Absturz über Jahre mit Raten von mehr als vier Prozent gewachsen; in den USA ist es seit 1995 sogar etwas weniger gewesen. Das hohe Produktivitätswachstum der japanischen Unternehmen ließ – wie zuletzt in den USA – auf ein neues Wachstumszeitalter schließen (siehe Grafiken rechts).

Erst im Nachhinein wurde klar, dass Japans Boom zumindest zum Teil darauf zurückzuführen

war, dass die Notenbank der Wirtschaft viel, womöglich zu viel Geld zur Verfügung gestellt hatte. Die hohe Liquidität nährte den Boom an den Börsen und ließ neben den Aktien auch die Immobilienpreise extrem steigen. Mittlerweile kämpft Japan mit der Deflation.

Amerika mag den Vorteil haben, dass zumindest die Immobilienmärkte nicht so deutlich übertrieben haben wie in Japan, wo die Preise Ende der 80er Jahre verdreifachten. Das Absturzpotenzial ist geringer. Allerdings vermuten Kritiker, dass auch Greenspans Geldpolitik in den vergangenen Jahren oftmals zu locker war und den Boom künstlich verstärkte. Immerhin sind in den USA die Preise für Gewerbeimmobilien um mehr als die Hälfte gestiegen. Die Eigenheimquote der Amerikaner kletterte auf 70 Prozent. Viele konnten das Heim aber nur dank der insgesamt stark gestiegenen Vermögen finanzieren – wenn jetzt die Kurse fallen, droht Überschuldung.

Japans Erfahrung erschiene demnach durchaus übertragbar auf die USA. Fallende Börsenkurse führen zu Finanzproblemen bei Verbrauchern, Unternehmen und Banken. Die Unternehmen reduzieren ihre Investitionen, und schwindende Gewinnhoffnungen führen dazu, dass Produkte aus der New Economy mit größerer Vorsicht lanciert werden. Allein dies würde reichen, um das bislang vom Computersektor getragene Produktivitätswachstum in den USA auf absehbare Zeit zu bremsen.

Was für Amerika im direkten Vergleich hoffen lässt, sind weniger die viel zitierten Spielräume der US-Finanzpolitik. Tokios Regierungen haben erlebt, wie schnell ein solcher finanzieller Rückhalt bei ausbleibendem Wirtschaftswachstum schwinden kann. Binnen drei Jahren wurde Anfang der 90er Jahre aus einem Staatsüberschuss von knapp 2,9 ein Minus von 1,6 Prozent.

Es könnte sich dagegen auszahlen, dass die US-Notenbank japanische Fehler vermeidet. Wäh-

rend die Bank of Japan 1990 trotz des Absturzes die Zinsen erst einmal weiter angehoben habe, sei die Fed jetzt bereits auf Lockerungskurs, schreiben die Ökonomen des Kieler Instituts für Weltwirtschaft in einer US-japanischen Vergleichsstudie.

Als US-Bonus dürfte es sich längerfristig auch erweisen, dass die USA weniger unter demografischen Problemen leiden als Japan. Dort bremsst die Alterung der Bevölkerung das Wirtschaftswachstum; und die räumlichen Möglichkeiten, dies durch Zuwanderung auszugleichen, sind begrenzt.

All dies dürfte reichen, um den USA ein verlorenes Jahrzehnt zu ersparen, wie es Japan in den 90er Jahren erlebt hat. Die Geschichte wird sich kaum wiederholen. Allerdings ist dies weder ein Grund zu Gelassenheit, noch wird es Amerika auf die Schnelle helfen.

Zum einen wird sich der derzeitige Abwärtstrend kurzfristig kaum stoppen lassen. Zum anderen gibt es auch einige Unterschiede zu Japan, die Amerikas Lage auf kurze Sicht sogar schwieriger machen: Die Verschlechterung der Leistungsbilanz führte in Japan Ende der 80er Jahre zu einem weltwirtschaftlich gewünschten Abbau von Überschüssen, während die USA heute mit stark korrekturbedürftigen Rekorddefiziten leben. Und während Japans Bürger vor zehn Jahren noch wacker sparten, geben die US-Haushalte ihre laufenden Einkommen derzeit vollständig aus. Auch das scheint bei sinkendem Aktienvermögen auf Dauer kaum tragbar.

Ob und auf welchem Wege den USA die entsprechenden Korrekturen gelingen, wird maßgeblich darüber entscheiden, wie tief der jetzige Abschwung ausfällt und wie schnell die US-Wirtschaft künftig wieder wachsen wird.

Nächsten Freitag folgt ein zweiter Teil zur notwendigen Korrektur der strukturellen US-Probleme.

E-MAIL: fricke.thomas@ftd.de

Tokio hat erlebt, wie schnell aus staatlichen Überschüssen Defizite werden können

## Gewinnen durch gemeinsame Währungen

Currency Boards, Dollarisierung und Währungsunionen erhöhen die Handelsströme und das Wachstum

## GASTBEITRAG

Von **Jeffrey Frankel** und **Andrew Rose**

In den letzten Jahren haben verschiedene Länder ihre Währung aufgeben oder zumindest mit dem Gedanken gespielt – Currency Boards, Dollarisierung oder Europäische Währungsunion heißen die Schlagworte. Doch praktische Richtlinien dafür, wer ein guter Kandidat für welche Währungsunionen ist, gibt es nicht. Manche Befürworter von Währungsunionen geben sich nicht einmal mit der Frage ab, für welche Länder ein Beitritt überhaupt sinnvoll ist.

Die meisten Wirtschaftsexperten gründen ihren Rat ausschließlich auf makroökonomische Argumente: Die Aufgabe der monetären Unabhängigkeit ist der ultimative Beweis für die glaubhafte Abkehr von inflationärer Geldpolitik. Aus dieser Perspektive betrachtet macht es keinen großen Unterschied, welcher Währung sich ein Land anschließt, sofern sie nur als hart und stabil gilt. El Salvador hätte statt des US-Dollar ebenso gut den Schweizer Franken übernehmen können, und Litauen wäre mit dem Yen nicht schlechter bedient als mit dem Euro.

Im Rahmen einer Studie wurden 200 Länder und Territorien untersucht, von denen 52 einer Währungsunion angehören. Das Ergebnis war, dass Währungsunionen seit 1970 positiven Einfluss auf die Wirtschaft haben. Verantwortlich dafür

ist jedoch nach unseren Ergebnissen einzig der Handel. Wenn zwei Länder der gleichen Währungsunion beitreten, verdreifacht sich der Handel zwischen ihnen, sofern andere wichtige Faktoren im bilateralen Warenaustausch unverändert bleiben. Tatsächlich ist der Einfluss auf den Handel ebenso groß wie bei der Einrichtung einer Freihandelszone.

Dass Währungsunionen den Handel von Nichtmitgliedern beeinträchtigen, ist als Tendenz dagegen nicht nachweisbar. Mitglieder von Währungsunionen sind also generell offener – gemessen am Anteil des Handels am Bruttoinlandsprodukt.

Offenheit wiederum ist gut für das Wachstum. Wächst der Anteil des Handels am BIP um ein Prozent, steigt das Pro-Kopf-Einkommen Schätzungen zufolge um 0,3 Prozent über die folgenden 20 Jahre. Nimmt man alles zusammen, lassen sich überraschende Prognosen entwickeln. El Salvadors Entscheidung für den Dollar dürfte das BIP um schätzungsweise 20 Prozent ansteigen lassen – wenn sich der Handel mit den USA voll entfaltet hat. Auch Polen könnte sein Einkommen durch die Einführung des Euro um etwa 20 Prozent steigern. Dieser Effekt wäre wesentlich geringer, würde El Salvador den Euro und Polen den Dollar

oder beide den Schweizer Franken einführen. Die Entscheidung, welche Währung übernommen wird, muss sich an einem natürlichen Handelspartner orientieren – und das ist meistens ein großes Nachbarland.

Wie steht es mit den viel diskutierten makroökonomischen Folgen des Beitritts zu einer Währungsunion? Macht sich der Vorteil einer geringeren Inflation auch in Form von langfristigen Wachstum bezahlt, wenn die Notenbank dauerhaft die Kontrolle über das eigene Geld aufgibt? Nach unseren Untersuchungen hat der Beitritt zu einer Währungsunion für sich genommen, also nach Berücksichtigung der Auswirkungen auf den Handel, keinen weiteren positiven Wachstumseffekt. Unter dem Strich könnte sogar ein negatives Ergebnis stehen, vielleicht weil geldpolitische Unabhängigkeit immerhin gewisse Möglichkeiten zu konjunkturellem Gegensteuern gibt. Diese aufzugeben, ist kostspielig.

Wegen dieser möglichen Nachteile ist ein so drastischer Schritt nicht jedem Land zu empfehlen. Wenig Sinn macht er für große Länder wie die USA oder Japan, die nicht sehr stark vom Außenhandel abhängig sind. In solchen Ländern ist der Binnenmarkt groß genug, um Kostenvorteile durch zunehmende Ska-

leneffekte nutzen zu können. Zudem besitzen sie eine Vielzahl von Ressourcen innerhalb der eigenen Grenzen. Von entscheidender Bedeutung ist die Förderung des Handels durch Senkung der Zollschranken oder Gründung einer Währungsunion dagegen für Wirtschaftsräume, die nicht das Glück hatten, von vornherein mit Größe gesegnet zu sein.

Die Mitglieder von Währungsunionen, auf die sich die Daten unserer Untersuchung bezogen, reichen von kleinen Ländern wie Panama, Irland, Eلفenbeinküste oder Hongkong bis hin zu kleinsten Volkswirtschaften wie Puerto Rico, Grönland, Dschibouti und Vanuatu. Letztere sind eindeutig zu klein, um für sich allein wirtschaftlich lebensfähig zu sein. Wir zögern mit dem Urteil, dass für Länder von der Größe Frankreichs oder Deutschlands die gleichen Effekte unvermindert gelten. Allerdings haben wir sehr sorgfältig nach Anzeichen dafür gesucht, dass die Vorteile eines verstärkten Handels schwächer werden, sobald ein Land eine bestimmte Mindestgröße überschreitet. Gefunden haben wir keine. Die handelsfördernden Effekte, die von einer Währungsunion ausgehen, sind zwar nicht alles, was zählt, aber sie spielen jedenfalls eine wichtige Rolle.

**JEFFREY FRANKEL** ist Professor an der Harvard University.  
**ANDREW ROSE** ist Professor an der University of California in Berkeley.