

Europa ist attraktiv

1. Überschätzte Zusammenhänge

Seit die Franzosen und die Holländer über den ihnen vorgelegten Entwurf für eine EU-Verfassung abgestimmt und mit ihrer Willensäusserung diffuse Signale über ein ziemlich generelles Missfallen ausgesandt haben, hat sich die Stimmungslage in Europa und zu Europa etwa umgekehrt proportional zu den auf diesem Kontinent vorherrschenden Temperaturen entwickelt. Das rituelle Nachbeten von Bekenntnissen zum Siegeszug der europäischen Einheit vermag das Krachen im Gebälk als Folge der aufgetretenen Risse und der offensichtlichen wirtschaftlichen Schwäche des Konstrukts kaum mehr zu über-tönen, und der an Gipfel- und anderen Treffen geäusserte und bis in die Kapillaren der Medien gepflegte Zweckoptimismus kontrastiert nunmehr so deutlich mit den effektiv erzielten Resultaten, dass den meisten Verlautbarungen jegliche Glaubwürdigkeit fehlt. Im Vergleich zur insgesamt kohärent auftretenden, wirtschaftlich bedeutend kraftvolleren und einstellungsmässig viel zuversichtlicheren amerikanischen Nation oder gemessen an der Aufbruchstimmung in Asien scheint Europa am Boden zerstört. Ein historischer Tiefpunkt mit vielen, vielen Fragezeichen für die Zukunft. Was soll angesichts sich dermassen häufender Probleme dann aber ein Anlagekommentar über und *für* Europa?

Bei aller Freude an der Analyse politischer Rahmenbedingungen und bei aller Anerkennung der Wichtigkeit von geschichtlichen Entwicklungen – wir werden einen Teil dieses Anlagekommentars der Thematik widmen – muss gleich zu Beginn dieser Europanummer des ein gewichtiger Vorbehalt bezüglich der unmittelbaren Relevanz politischer Ereignisse für das Geschehen an den Finanzmärkten angebracht werden. Ein Blick auf die vergangenen etwa achtzig Jahre finanzieller Weltgeschichte zeigt kaum irgendwelche direkten Zusammenhänge zwischen dem, was sehr real und häufig leider auch brachial auf unserer Erdkugel vorgeht, und den Mechanismen, die über die Kapitalallokation die realen Entwicklungen speisen, am Leben erhält, fördert oder auch absterben lässt.

Unbeeindruckt oder zynisch-abgehoben?

Politische Krisen	Weltaktienmarkt in USD im Krisenzeitraum	
2. Weltkrieg	1939-1945	35%
Korea-Krieg	1950-1953	57%
Suez-Krise	1956	7%
Kuba-Krise	1962	-6%
Vietnam-Krieg	1965-1972	92%
Studentenunruhen China	1989	17%
1. Irak-Krieg	1990	-17%
2. Irak-Krieg	2003-2004	54%

Quelle: Datastream, eigene Darstellung

Insoweit, als über die jeweilige Kursentwicklung kleinere oder auch grössere Vermögen wachsen oder schrumpfen, erwächst aus der Nichtkorrelation zwischen unmittelbaren geschichtlichen Ereignissen und den Trends an den Finanzmärkten eine problematische ethische Komponente. So können Kriege wüten, Menschen dahingeschlachtet werden, verhungern, verdursten und gleichzeitig die Börsen jublieren, Wall-Street-Yuppies ihren Bonus einfahren, Reiche noch reicher werden. Das mag stören. Umgekehrt liegt aber in der Unabhängigkeit von Entwicklungen auf der realen Seite, der Aktivseite der Welt sozusagen, und der Passivseite, der Finanzierungsseite der Bilanz also, auch eine grosse Stärke des kapitalistischen Systems. Denn ganz offensichtlich lässt sich auch die reale Wirtschaft („Main Street“) von „Wall Street“ nicht so schnell beeindrucken. Einbrüche an den Finanzmärkten bleiben oft erstaunlich folgenlos für den allgemeinen Gang der Wirtschaft.

Wo ist da die Korrelation?

Baissen US-Aktienmarkt		Reales Wachstum USA am Ende der Baisse
Zeitraum	Verlust	
1929-1932	-83%	-13%
1939-1942	-24%	14%
1946-1947	-21%	-8%
1962	-22%	7%
1973-1974	-43%	-3%
1987	-30%	3%
1990	-14%	-2%
2000-2002	-45%	2%

Quelle: Datastream, eigene Darstellung

Historische Ereignisse wie auch Vermögenseffekte, sichtbar an der Entstehung und am Bersten von grösseren oder kleineren Übertreibungen, werden bezüglich ihres Einflusses auf die kon-

junktuelle Entwicklung vermutlich ziemlich systematisch überschätzt. Dahinter steckt ein mangelndes Verständnis davon, was die Finanzmärkte wirklich sind: ein riesiges System nämlich zur zeitlichen und räumlich Umverteilung von Risiken, wie sie eben auf der Aktivseite (politische Krisen, Rezessionen, Kriege) und der Passivseite (Unter- oder Überversorgung mit Geld, Übertreibungen, Crashes) entstehen können. Die kommunizierenden Röhren bzw. die Mengen, die darin fließen, gehorchen keinesfalls irgendwelchen allgemein sichtbaren und offensichtlich logisch erscheinenden Kausalitäten. So wäre es grundfalsch, aus der derzeitigen Krise Europas zu schließen, der Alte Kontinent würde künftig und für immer vom Interesse der globalen Kapitalallokation ausgeschlossen. Im Gegenteil. Die „Neuigkeit“, welche die Abstimmungen in Frankreich und Holland sowie das nachfolgende EU-Gipfeltreffen für den durchschnittlichen Politiker oder die durchschnittlichen Medien gewesen sein mögen, war so „neu“ ja nicht. Im effizientesten aller Informationsverarbeitungssysteme, den Finanzmärkten, war die krisenhafte Entwicklung Europas ja schon lange bekannt, der schleichende Niedergang weitgehend vorweggenommen. Die Vorwegnahme widerspiegelt sich unter anderem in – im Vergleich zu den USA beispielsweise – deutlich tieferen Preisen für Unternehmensanteile, für Aktien also. Die Finanzmärkte mögen sich dann und wann zwar irren oder bestimmte Entwicklungen überschätzen. Aber sie kennen im Gegensatz zu politisch motivierten Informationsprozessen eines nicht: „political correctness“, falsche Rücksichtnahmen und Hemmungen zur Nennung dessen, was nicht sein darf. Was als „Neuigkeit“ für Politiker und Medien eine Katastrophe bedeuten mochte, weil es die eigenen ideologisch geprägten Erwartungen enttäuschte, erwies sich für die Finanzmärkte einerseits als Bestätigung dessen, was implizit schon bekannt war, andererseits aber auch als Signal für möglicherweise positiv zu wertende Veränderungen.

Quintessenz: Wenn sich bei absolut ödem Wirtschaftswachstum in Europa und bei völliger Orientierungslosigkeit der politisch Verantwortlichen die europäischen Börsen als die derzeit weltweit interessantesten erweisen, dann liegt darin nicht ein Widerspruch oder gar ein abgründiger kapitalistischer Zynismus, sondern eine versteckte Logik, die Neuigkeiten nicht auf dem Bildschirm oder in den Zeitungsspalten sucht und erkennt, sondern in den tieferen Zusammenhängen von Geschichte, Wirtschaft und weltweiter Kapitalallokation. Im Folgenden wollen wir diesen Linien nachgehen und unsere eigenen Schlüsse daraus ableiten.

2. Selbsterlösung und Autokannibalismus

Gerade wenn man über Europa nachdenken will, ist es wichtig, die Geschichte ernstzunehmen. Die überragenden kulturellen Leistungen und der während langer Zeit von Europa getragene technische Fortschritt im Rahmen der Industrialisierung wurden fast unterbrochungslos begleitet von einer ausserordentlichen Gewalttätigkeit im Umgang der Europäer untereinander. Die zwei letzten ganz grossen und blutigen Auseinandersetzungen auf dem Alten Kontinent, der 1. und der 2. Weltkrieg, konnten nur noch durch Intervention von aussen, durch die Amerikaner, beendet werden. Und ohne ebendiese Amerikaner wäre auch die letzte grosse Diktatur auf dem Alten Kontinent, die Sowjetunion und der von ihr beherrschte Warschauer Pakt, kaum so bald in sich zusammengebrochen. Diese Erfahrungen, erstens, der *inhärenten Gewalttätigkeit* auf diesem Kontinent, zweitens, der Gefahr des *Abgleitens in autoritäre Regierungsformen* und, drittens, der *Unfähigkeit*, die Wende zum Besseren *aus eigener Kraft* zu schaffen – diese Erfahrungen haben die Befindlichkeiten der Europäer tief geprägt und machen den Wunsch nach einem übergeordneten, mit der nötigen Macht und deren Mitteln versehenen Gebilde erst wirklich verständlich. Das Misstrauen gegenüber den einzelnen Nationalstaaten sitzt verständlicherweise tief, ja, die Nationen werden geradezu als das (zu eliminierende) europäische Problem aufgefasst, wie dies zum Beispiel der noch amtierende deutsche Aussenminister klar zu verstehen gab.

Ebenfalls in den geschichtlichen Kontext Europas gehört die *Abwendung* des Alten Kontinents *vom Religiösen* – dies in völligem Gegensatz etwa zu den USA. Die Wurzeln dieser Entwicklung gehen auf Philosophen wie Voltaire und Rousseau zurück; einen ersten Versuch zur Verwirklichung einer areligiösen Gesellschaft gab es zu Beginn der Französischen Revolution. Die Beliebtheit der marxistischen Ideologie, ihre praktischen Anwendungen im Sowjetkommunismus und im Nationalsozialismus, vor allem dann aber deren doch erstaunlich hohe Akzeptanz in breiten Bevölkerungsschichten wie auch und gerade bei den Intellektuellen lassen sich kaum anders erklären als durch das Bestreben, ein *diesseitiges Paradies* zu schaffen. An die Stelle der göttlichen Autorität trat stets eine staatliche bzw. eine durch abgründig gefährliche Charaktere geprägte menschliche Instanz. Europas Geschichte ist gekennzeichnet von Ersatzreligionen, und der auf diesem Kontinent gepflegte Stil der politischen Auseinandersetzung ist geprägt vom Hang, eine weltliche Staatsreligion durchzusetzen. Die geistige Gleichschaltung der Intellektuellen und der Medien

gehört gleichermassen zum Arsenal dieser Kirche wie das gebetsmühlenhafte Bekenntnis der Exponenten zu den Prinzipien der jeweiligen Staatsreligion.

Nach den blutigen und tyrannischen Ausgeburten pseudoreligiöser Ideen im Sowjetkommunismus und im Nationalsozialismus war es eine ungleich humanere Variante von praktiziertem Selbsterlösungswillen, die ihren Siegeszug durch Europa antrat: Der Vorsorgestaat. Die Idee also, dass für mehr oder weniger sämtliche Lebensumstände eine gütige, ordnende, ausgleichende Instanz dafür sorgt, dass individuelle Unbill ausbleibt oder sich in Grenzen hält. Im Gesundheitswesen soll es genügend Ärzte, Krankenschwestern, Spitalbetten, Pflegeplätze für alle geben; im Bildungswesen soll jeder genau diejenige Ausbildung geniessen können, die ihm am ehesten zusagt und unbeschränkt lange studieren können; das kulturelle Schaffen sollen nicht nur alle miterleben dürfen, sondern es soll auch jeder Künstler ungeachtet der jeweiligen Nachfrage und vielleicht auch ungeachtet seines Könnens zulasten der Allgemeinheit produzieren dürfen; der Arbeitsmarkt soll nebst Mindestlöhnen auch Arbeitsplätze für alle generieren und mithin ausserhalb von Nachfrage und Angebot funktionieren; der öffentliche Verkehr soll das Bedürfnis nach flächendeckender Mobilität möglichst kostengünstig abdecken, und schliesslich sollen auch die Bauern ihre Produkte zu garantierten Preisen absetzen können.

Das Quasiparadies hatte und hat durchaus seine Attraktion und hat deshalb auch seine Priesterschaft und sein gläubiges Kirchenvolk. Nur zeichnete sich halt schon vor langer Zeit ab, dass es sich als Sozialkonstrukt nicht selber tragen kann, sondern infolge Tautologie und Reibungsverlusten in sich zusammenfallen muss. So lange den wichtigsten europäischen Volkswirtschaften von aussen her kein ernstzunehmender Konkurrenzdruck erwuchs, und das war bis zum Fall der Mauer mehr oder weniger der Fall, so lange konnte durch Exporterfolge der Wohlfahrtsstaat schlecht und recht ernährt werden. Die Zeiten sind nun aber seit etwa 10 Jahren vorbei. Der Wohlfahrtsstaat europäischen Zuschnitts frisst sich seither langsam, aber sicher buchstäblich selber auf, und als Resultat herrscht nun in Europa ein kritischer Zustand:

- In den wichtigen Kernländern Deutschland, Frankreich und Italien herrscht wirtschaftliches *Nullwachstum* als Folge sozialpolitisch induzierter Hoffnungslosigkeit.

- Die Staatshaushalte der wichtigsten Mitgliedsländer sind stark *überschuldet*, die Staatsquote

steigt aber dennoch weiter an, die Steuerlast ist erdrückend hoch.

- In den meisten Ländern Kerneuropas herrscht massive *Arbeitslosigkeit*; die Arbeitsmärkte sind völlig rigide.

- Europa steht wegen der immer noch steigenden Lebenserwartung vor einer *demographischen Herausforderung* erster Güte; tiefgreifende Anpassungen im sozialpolitischen Bereich wären eigentlich unumgänglich.

- *Regelverstösse* gegen das ordnungspolitische Korsett der EU werden immer häufiger (Maastricht!).

- Wichtige Kräfte in der EU und in den Regierungen einzelner Mitgliedsländer werden mehr und mehr von *expansionistischen Ideen* bestimmt. Das erklärte Ziel ist ein europäischer Flächenstaat, dessen Zusammenhalt jedoch kaum finanziert werden kann oder aber irgendwann mit Machtmitteln erzwungen werden muss.

Der Glaube an den Wohlfahrtsstaat und die immer heftiger gewordene Hinwendung der Politik und der Intelligenz zum europäischen Einheitsstaat müssen in einer Linie gesehen werden: Je wacklicher das Fundament des offensichtlich werdenden Irrglaubens wurde, desto mehr bot sich das Heil im „Zusammenschluss“, im „Binnenmarkt“, in der „Einheitswährung“, im „Europäischen Sozialmodell“ und in allen möglichen und unmöglichen Harmonisierungsbemühungen an. Der Glaube an „Brüssel“ ist in den letzten Jahren mehr und mehr an die Stelle des Machbarkeitsglaubens auf nationaler Ebene getreten. Und die Strukturen der EU entsprechen denn ja auch in vielerlei Hinsicht den Bedürfnissen pseudoreligiöser Praktiken. Die Priesterkollegien verschiedener hierarchischer Stufen werden auf ziemlich undemokratische Weise zusammengestellt und wirken vor allem durch implizite Machtausübung. Der Vorhöfe im Tempel sind viele und der Tempelwärter noch mehr. Gutes Benehmen auf den Stufen zum Tempel wird insofern belohnt, als man in mehr oder weniger aussichtsreicher Position zu Tische sitzen darf. Der Pilgerreisen sind inzwischen Legion, Reisen ins europäische Mekka sind zur unverzichtbaren Handlung all derer geworden, die sich auch noch ein paar Brosamen von der Tafel der Einheit erhoffen. Zweifler, Skeptiker und Ketzer sind unwillkommen und werden auf die eine oder andere Weise stigmatisiert.

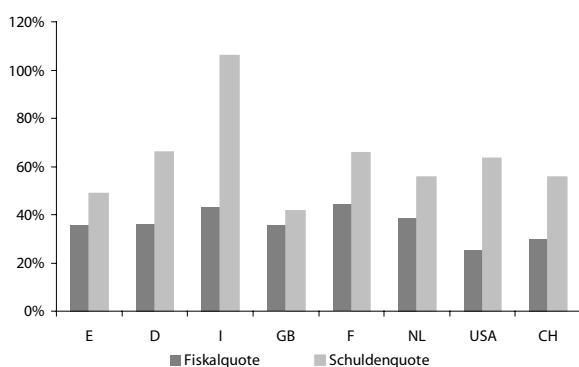
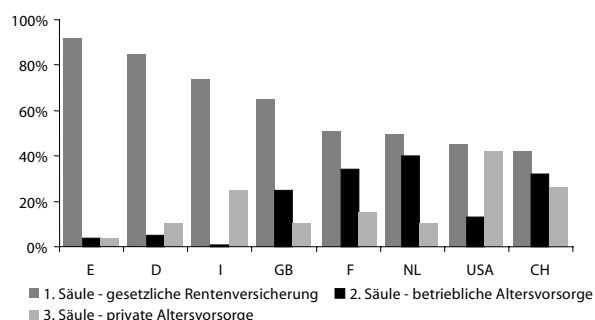
Das mag zynisch tönen, ist es aber eigentlich nicht. Die blutigen Erfahrungen aus Europas Geschichte verbieten es selbstverständlich, die europäischen Einigungsversuche lächerlich zu machen. Aber die unselige Verquickung der Idee

eines friedlichen europäischen Zusammenlebens mit dem Glauben an den Vorsorgestaat und die Erhebung dieser Verquickung zu einem höheren Prinzip verlangt dringend nach einer adäquaten Analyse und Demaskierung. So war ja Churchills Aufruf „Let Europe arise!“ von 1946 mit Sicherheit nicht gemeint gewesen. Dass das so konstruierte Europa nun in einer Sackgasse steckt, haben die Franzosen und Holländer im Frühsommer 2005 der Welt mitgeteilt.

3. „Wir sind pleite.“

In den Auswertungen der Meinungsäußerung tönt es selbstverständlich deutlich weniger explizit. Verbal wollen ja ziemlich alle immer ziemlich alles; und solche Diffusität kann dann in den Medien nach eigenem Gutdünken interpretiert werden. Das ist aber bedeutungslos gemessen am Gewicht, das die Regierungen sowohl Frankreichs als auch der Niederlande einem „Ja“ einräumten. Sie wollten explizit eine Zustimmung zum realexistierenden europäischen Konstrukt. Das „Nein“ kommt in diesem Lichte deshalb dem Votum über ein allgemeines, tiefsitzendes Misstrauen gleich. Dass es berechtigt ist, belegen zum einen die in Kapitel 2 aufgestellte Liste von Strukturmängeln in der EU oder in den wichtigsten Mitgliedsländern, zum andern der Blick auf die zentralen Daten, welche die Aussichtslosigkeit der Finanzierung des Vorsorgestaates, wie er nominell den Bürgern versprochen worden ist, überdeutlich aufzeigen.

Alles Wechsel auf die Zukunft



Quelle: Avenir Suisse, OECD, Statistisches Bundesamt Deutschland

Bei zugleich hoher Staatsverschuldung und bereits hoher Steuerlast erweist sich die Altersvorsorge in den EU-Kernländern Deutschland, Frankreich und Italien als äusserst fragil, weil sie fast ausschliesslich auf der nach dem Umlageverfahren organisierten ersten Säule beruht. Die mangelnde Kapitaldeckung bedeutet, dass für die künftigen Verpflichtungen ausschliesslich das Arbeitseinkommen der dannzumal aktiven Generationen aus den betreffenden Ländern aufkommen muss. Eine Finanzierung über zusätzliche Steuern wird aufgrund der bereits hohen Steuerlast und der auf dem Staat lastenden Schulden (mit dem damit verbundenen Zinsendienst) kaum möglich sein. Wenn man bedenkt, dass die genannten „aktiven Generationen“ wegen der tiefen Geburtenraten schrumpfen und das Vorsorgebetreffnis wegen der höheren Lebenserwartung noch lange weiter steigen wird, dann ergibt sich daraus eine implizite Schuld, die vermutlich einige Jahres-Bruttoinlandprodukte der betreffenden Länder erreicht. Dies um so mehr, als die Altersvorsorge vermutlich ohnehin schon mit einer A-Priori-Generationenschuld aufgebaut worden war, das heisst eine Bezügenergeneration begünstigt worden war, ohne dass diese je adäquat in die „Versicherung“ einbezahlt hatte. Dieses (für Politiker natürlich attraktive) Geschenk an die Älteren belastet die Sanierung der Vorsorgewerke in praktisch allen sozialstaatlich organisierten Gesellschaften (so auch in der Schweiz und in den USA), schränkt aber angesichts der besonderen demografischen Herausforderungen in den Kernländern Europas und wegen des Fehlens anderer Vorsorgetöpfe den Handlungsspielraum zusätzlich ein. Immer weniger Leute müssen für immer mehr Pensionäre arbeiten.

Wenn man sich die sozialpolitisch/fiskalische Disharmonie zwischen den einzelnen EU-Ländern vor Augen führt und gleichzeitig bedenkt, zu welchen Schwierigkeiten bereits der sogenannte „Britten-Rabatt“ (Nichtteilnahme Grossbritanniens an den Agrartransfers innerhalb der EU) geführt hat, dann lässt sich nur sehr schwer vorstellen, dass sich die EU und ihre Mitgliedsländer noch lange auf dem bisherigen Pfad fortbewegen können. Weshalb? Weil es sich bei Sanierungen oder Teilsanierungen der Vorsorgewerke um ganz andere Beträge handelt als bei den Agrarsubventionen. Falls sie sozusagen „komptant“ geleistet werden sollten, würde die Steuerlast zusätzlich in die Höhe schnellen und damit die Konkurrenzfähigkeit Europas gegenüber den weitgehend unbelasteten Mitbewerbern aus Asien noch mehr eingeschränkt.

Falls aber – zugegebenermassen die bislang bevorzugte, weil politisch attraktivere Variante – die

Finanzierungslücke durch weitere Wechsel auf die Zukunft „geschlossen“ werden sollte, wird dies weiterhin und in verstärkter Masse auf die Befindlichkeit der Bürger drücken. Das anämische Wirtschaftswachstum kommt ja nicht von ungefähr. Wer ahnt, dass irgendwann einmal, aber unausweichlich, schwere Lasten finanziert werden müssen, der verspürt vergleichsweise wenig Lust zu einem Sondereffort in seinem Leben. Wer denn sonst als jene, die verdienen oder die verdient haben (also die „Reichen“), käme für eine solche Finanzierung in Frage? Von gewerkschaftlicher Seite wird immer wieder vorgebracht, es brauche „nur“ zwei, drei Prozent mehr Wachstum und ein um noch ein paar Prozentpunkte höheres Produktivitätswachstum, dann sei die Sache wieder im Lot. Als könnte Wachstum und als könnten Produktivitätssteigerungen einfach so mir nichts, dir nichts herbeigezaubert werden. So lange die Wahrscheinlichkeit überwiegt, dereinst einmal um die Früchte seiner Anstrengungen gebracht zu werden, werden sich nur Hyperaktive und Dumme anstrengen.

Blicke, *horribile dictu*, sonst nur noch der Raubzug auf Verdienst und Vermögen ausserhalb der EU. Der nicht ganz unumstrittene Historiker Götz Aly wies in seinem Buch „Hitlers Volkstaat. Raub, Rassenkrieg und nationaler Sozialismus“ (S. Fischer, 2005) nach, dass viele der nachmaligen Errungenschaften der „sozialen Marktwirtschaft“ ihre Wurzeln in Geschenken des Führers hatten, um das Volk zufriedenzustellen. Die „Geschenke“ wurden durch die besetzten Länder finanziert oder erwirtschaftet. Eine wenig nachhaltige Methode und mithin ein Verfahren, das sich niemand zurückwünschte.

Mit anderen Worten bleibt eigentlich nur eines, und dieses eine heisst „Schnitt“. Zugeben, dass man pleite ist (was eigentlich alle schon ahnen), Beendigung des Zustands der Unsicherheit, wer diese Pleite zu bezahlen hat, Schaffen einer Gewissheit, dass die Lasten in Zukunft nicht wieder grösser werden, sondern kleiner. Das wäre das Programm, das Europa zu neuem Wachstum verhülfe. Durch die Krise innerhalb der EU und die absehbaren politischen Umwälzungen in Deutschland kommen wir nun dem Punkt näher, an welchem sich die Dinge entscheiden. Ob die Sanierung auf der Ebene der EU oder doch eher wieder im nationalstaatlichen Bereich stattfinden wird, ist noch völlig offen. Die Verweigerung der Teilnahme Grossbritanniens an den Agrartransfers zugunsten von Frankreich weist eher in die zweite Richtung. Welche Strategie eine Bundeskanzlerin Merkel einschlagen wird, ist ebenfalls noch völlig offen. Frau Merkel ist intelligent genug, sich nicht zu früh festzulegen, verfügt aber

durchaus über Eigenschaften, wie sie eine Margaret Thatcher auszeichneten. An der Sache selbst führt kein Weg vorbei.

4. Kein Zuckerschlecken

Nun wird man natürlich einwenden, dies sei ein höchst risikoreicher Vorgang und, weil der „Point of no Return“ in Reichweite ist, erhöhe sich die Unsicherheit in und um Europa. Mithin sei es schon ziemlich gewagt, unter dem Titel „Europa ist attraktiv“ den Anlagekunden zu empfehlen, in europäische Aktien zu investieren. Die Argumentation verkennt die aggregierte Sichtweise der Finanzmarktteilnehmer. Es ist ja nicht so, dass diese bis anhin geschlafen hätten und es kein Bewusstsein darüber gegeben hätte, in welchem deplorablem Zustand sich der Alte Kontinent befindet. Es ist auch nicht so, dass die Risiken eines „Turn-Around“ in Europa verkannt würden. Die Angelegenheit könnte ja auch gründlich falsch herauskommen – immerhin gibt es ja auch ein paar schwer durchschaubare oder auch unzuverlässig scheinende Mitspieler, beispielsweise an der Spitze Frankreichs oder Italiens – und rechts- oder linkspopulistische Kräfte lauern leider auch um die Ecke. Trotz dieser absehbaren, hohen Unsicherheiten ist in den letzten Wochen dennoch *mehr Gewissheit* eingekehrt, Gewissheit darüber nämlich, dass Veränderungen bevorstehen. Das ist besser, als wenn auch darüber Unklarheit herrschen würde, denn die bisher in der Tat vorhandenen Unklarheiten beseitigten die absehbaren, hohen Unsicherheiten ja nicht, sondern schoben sie höchstens auf und machten sie dadurch noch grösser. Das ist nun höchstwahrscheinlich vorbei. Es ist deshalb ziemlich rational, dass die europäischen Börsen die Brüsseler Krise mit einem kleinen Kursfeuerwerk begleitet haben.

Es sind *drei kritische Bereiche* auf dem Weg zur Gesundung Europas auszumachen. An ihrer Bewältigung wird sich dann auch ziemlich bald erweisen, ob der Alte Kontinent seinen Weg in die Zukunft wirklich findet oder nicht. Erstens wird man gespannt zur Kenntnis nehmen, wie der Durchschnittseuropäer auf das Explizitwerden der aufgezeigten Pleite reagieren wird. Denn es wird damit ja auch klar werden, dass es vom liebgewordenen *Anspruchsdenken* an das Kollektiv *Abschied zu nehmen* gilt. Die Interessen gewichtiger Gruppen und Organisationen, welche dieses Anspruchsdenken verwalten, stehen sowohl der Transparenz (der Pleite) als auch vor allem dem angedeuteten notwendigen Schnitt negativ gegenüber. Es wird entscheidend sein, dass der Aussichtslosigkeit der bisherigen Rezepte genügend aussichtsreiche, Zuversicht fördernde und

insgesamt glaubwürdige Varianten gegenübergestellt werden. Im Arsenal der Politikwissenschaft und der Sozialökonomie gäbe es an sich genügend Konzepte, die auch und gerade die sozial Schwächsten besser berücksichtigen als der allgemeine Vorsorgestaat. Reformen haben zurecht nur eine Chance, wenn sie sozialetisch unanfechtbar sind.

Die zweite grosse Herausforderung wird darin bestehen, das Verhältnis des Bürgers zu seinem Gemeinwesen – sei es nun der Nationalstaat als Mitglied einer EU-Freihandelsorganisation, sei es eine bedeutend weiter integrierte Union – besser zu regeln. Besser in dem Sinn, als irgendwo die *Begrenzung der staatlichen Macht* abschliessend verankert sein muss. Nicht umsonst war die Verfassung der Vereinigten Staaten ein dermassen durchschlagender Erfolg. Sie schützte und schützt immer noch in erster Linie den Bürger vor dem Kollektiv. In Europa fehlt ein solches Dokument, zumal die Verfassungen der einzelnen EU-Mitgliedsländer, wo sich die Grundrechtskataloge befinden, durch Erlasse der EU immer mehr relativiert worden sind. In einer umfangreichen Dokumentation zeigte kürzlich das Nachrichtenmagazin „Der Spiegel“ (Nr. 23/2005) auf, wie subtil die Aushöhlung der auf Nationenebene gewährten Grundrechte vor sich gehen kann. Als Beispiel zeigte „Der Spiegel“ die Bemühungen im Bereich der Betrugsbekämpfung auf, wo eine in Brüssel domizilierte Amtsstelle mit dem harmlosen Namen „Olaf“ systematisch dafür sorgt, die Kriminalitätsgrenze des Betrugstatbestands vom Vorsatz in Richtung Fahrlässigkeit zu senken, um damit den Spielraum bei den Ermittlungen auf eine entscheidend grössere Menge von EU-Bürgern ausweiten zu können. Da mit einer ausufernden Bürokratie Betrügereien und Unregelmässigkeiten korreliert sind, haben Organe wie „Olaf“ den durchaus bedrohlichen Charakter von Betreibern eines Teufelskreises. – Wenn der Europäer sich auf keiner der denkbaren Ebenen verfassungsmässig und definitiv geschützt fühlt, wird nie und nimmer das Gefühl der Unverletzlichkeit der persönlichen Integrität auf diesem Kontinent zurückgewonnen werden. Im Angesicht eines Orwell'schen Überwachungsstaats mag keine Freude zu mehr Wachstum aufkommen.

Der dritte Knackpunkt wird der Umgang mit der realen *Unterschiedlichkeit* auf diesem Kontinent sein. „Friedliches Zusammenleben“ von Völkern muss, ja kann vermutlich nicht „Gleichschaltung“ heissen. Obschon in der EU nominell das Prinzip der Subsidiarität gilt, gingen allzu viele Entwicklungen in Richtung einer Vereinheitlichung – bis hin zur inzwischen berühmt gewordenen Krümmung der Feldfrucht, die nur dann Essiggurke

heissen darf, wenn sie den von Brüssel erlassenen Normen entspricht. Europa ist von seiner Geografie, seiner Geschichte, von der herkunftsmässigen Zusammensetzung seiner Bevölkerung, der Verschiedenheit in mentaler, religiöser und sprachlicher Hinsicht bei weitem zu divergent, als dass eine künstlich aufgesetzte Vereinheitlichung Erfolg versprechen könnte. Der europäische Flächenstaat ist deshalb eine völlig utopische Grösse, und die Gedanken an ihn sind nicht einmal angenehm. Der Ausweg kann nur in einer *Föderalisierung* bestehen, und wenn eine solche Föderalisierung Bestand haben soll, dann bedeutet sie auch Abtretung der Macht von der Zentrale an die Glieder. Mit anderen Worten gibt es nicht nur im individuellen, sondern auch im Bereich des Verhältnisses des Ganzen zu den Teilen einen dringenden Bedarf zur verfassungsrechtlichen Klärung und Verankerung. Inwieweit die Einheitswährung Euro mit einer solchen (aus unserer Sicht unausweichlichen) Dezentralisierung kompatibel sein wird, ist schwer zu beurteilen. Die Meinungen gehen denn auch stark auseinander. Vor kurzem bestätigte der Übervater der Geldpolitik, Milton Friedman, seine Prognose aus dem Jahr 2002, dass es den Euro in 15 Jahren nicht mehr geben werde, da er zur Ursache für andauernde politische Streitereien unter den Europäern werde. Dem steht die Tatsache entgegen, dass der Euro sich seit seiner Einführung als eines der ganz wenigen stabilen europäischen Produkte erwiesen hat. Die Europäische Zentralbank hat sich als bemerkenswert besonnene Institution bewährt. Ohne grosse Not wird ein solches Instrument als ordnende (und bislang kaum politisierte) Kraft wohl nicht aufgegeben werden.

Drei kritische Bereiche – erstens die Fähigkeit, die entstandene und existierende Pleite zu kommunizieren, den Schaden eindeutig zu allozieren und künftigen Schaden glaubwürdig zu verhindern, zweitens die Klärung des Verhältnisses zwischen den staatlichen Instanzen verschiedener Hierarchiestufen und dem Individuum, drittens der Umgang der Teile eines unendlich divergenten Kontinents untereinander – die Klärung kommt gewiss nicht von heute auf morgen, wird kein Sonntagsspaziergang sein und kann auch scheitern. Unter Umständen gewinnt in Europa die Einsicht an Bedeutung, dass *kleinere Lösungen* – sachlich kleiner, physisch bzw. territorial kleiner und finanziell günstiger – Vorteile haben können. Der Druck von aussen, die rasant fortschreitende Globalisierung, lassen es nicht zu, weiterhin auf ineffiziente, teure, megalomane Konstrukte zu setzen. Insofern ist ein gewisses Mass an Zuversicht für den Alten Kontinent nicht abwegig. Möglicherweise wird man das mehr oder

weniger Richtige tun, nicht weil man will, sondern weil man muss.

5. Corporate Europe als Taktgeber

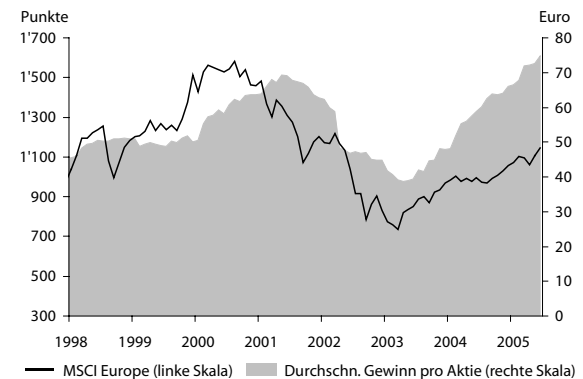
Es war von „anämischem Wirtschaftswachstum“ die Rede. Es lohnt sich aber, in verschiedenerlei Hinsicht zu differenzieren. Blutleer ist nämlich eigentlich nur die Binnenwirtschaft der Kernländer Deutschland, Frankreich und Italien. Die exportorientierten Unternehmungen verzeichnen dagegen deutlich bessere Leistungen, und die meisten, die sich irgendwie multinational organisieren konnten, verdienen heute gutes Geld. Wie ist das zu erklären? Völlig abgekoppelt von kontinentalen Fesseln entwickelt sich im übrigen der angelsächsische Teil Europas, und im „Neuen Osten“ geht zum Teil buchstäblich die Post ab, weil dort die strukturellen Beschränkungen und Probleme der alten EU-Länder fehlen.

Die Binnenwirtschaft von Kerneuropa leidet unter der in den vorherigen Kapiteln beschriebenen Hoffnungslosigkeit und der vom Vorsorgestaat begünstigten Apathie. Die hohe Sparquote (die noch deutlich höher ausfallen würde, wenn man den in der Grauwirtschaft erzielten Verdienst dazuzählen würde...) erklärt sich aus den immanenten Befürchtungen über die Zukunft. Entsprechend verhalten ist schon seit Jahren die Konsumfreude der Europäer. Sinkende Immobilienpreise weisen auf eine gefährlich deflationär werdende Situation in einzelnen Grossstädten Europas hin. Verwahrlosungserscheinungen in vordem noch intakten Quartieren sind wegen der zum Teil miserablen Finanzlage der Kommunen keine Seltenheit mehr. Höchst unklug wäre es auch, die Augen vor den Ängsten vieler Kerneuropäer um ihren Arbeitsplatz und um die Höhe ihres Lohnes zu verschliessen. Soweit nicht ohnehin schon arbeitslos, stehen die Lohnbezüger unter einem hohen psychischen und vermutlich auch faktischen Druck. Ähnliches dürfte auch für die gewerblichen Betriebe zutreffen.

In dieses düstere Bild scheinen die satten Gewinne von Corporate Europe nur sehr bedingt zu passen. Im traditionell ideologiefälligen Deutschland wurde denn auch bereits eine polemische Kontroverse um „Heuschrecken“ losgetreten, mit dem klaren Ziel, die Leistungen der kapitalistischen und im Vergleich zum öffentlichen Sektor offensichtlich sehr viel erfolgreicheren Wirtschaft zu diskreditieren. Dabei wurden dort im Grunde genommen ja nur die Hausaufgaben gemacht. In verschiedener Hinsicht waren es regelrechte Befreiungsschläge, welche namentlich durch die deutsche Wirtschaft vollzogen wurden. Zum einen konnte man sich (noch sachte zwar, aber dennoch eindeutig) einigen *Fesseln des ge-*

werkschaftlichen Diktats entziehen. Pionierarbeit leistete dabei die Firma Siemens, welche im Frühling 2004 den Entscheid, auf zusätzliche Auslagerungen zu verzichten, von der Flexibilisierung der gewerkschaftlichen Haltung in Bezug auf die Arbeitszeit abhängig machte. Eine Schwalbe macht zwar noch keinen Sommer, aber die Richtung wurde vorgegeben.

Europäische Unternehmungen verdienen gut und sind relativ günstig



Quelle: Datastream, eigene Darstellung

Zum ändern befreite man sich von den Fesseln binnenwirtschaftlichen und vertikal integrierten Denkens, indem sehr viele europäische Unternehmungen zu einer *konsequent globalen* und auf den Zukauf von Komponenten ausgerichteten *Produktionsweise* übergingen. Interessanterweise haben sich die traditionell sehr erfolgreichen Zulieferer auf die neue Situation eingestellt und produzieren heute ihre Komponenten ebenfalls dort, wo dies lohnkostenmässig vertretbar ist. Diese als „Auslagerungsstrategie“ zum Teil gebrandmarkte Wende in der Unternehmensführung belastet zwar die mittelständischen Unternehmungen beträchtlich, zeigt aber auch die Stärke des Privatsektors in Zeiten tiefgreifender Strukturveränderungen auf. Dass der kerneuropäische Arbeitsplatz darunter litt und leidet, steht ausser Frage. So nahm die Zahl der im produzierenden Gewerbe Erwerbstätigen in Deutschland zwischen 1991 und 2004 von 14 Millionen auf rund 10 Millionen ab. Aber die Wirtschaft hat überlebt und floriert nicht nur im Bereich von ausgesprochen multinationalen Gesellschaften, sondern auch bis in den mittelständischen Bereich hinein.

Darüber hinaus gibt es, namentlich in Deutschland beobachtbar, einen weiteren und vielleicht sogar entscheidenden Befreiungsschlag: die Reduktion der sogenannten Kreuzbeteiligungen. Der lange gepflegten Unsitte also, dass Allianz an der Münchner Rück und die Münchner Rück an der Commerzbank und die Deutsche Bank an Siemens und Siemens an RWE und RWE an

MAN und das nicht nur kaskadenartig, sondern durchaus auch gegenseitig, beteiligt waren, Aufsichtsräte in die befreundeten Unternehmungen delegieren konnten und auf diese Weise ein ziemlich kohärentes Kapitalgeberkartell formten. Eine Steuergesetzrevision im Jahr 2002 machte den Weg frei für die kostengünstige Realisierung von Buchgewinnen; seit sich die Börsenkurse wieder etwas erholt haben, geht die Entledigung von nichtstrategischen Beteiligungen munter vorwärts. So hat vor kurzem die Münchner Rück 12 Millionen Aktien der Commerzbank veräußert, und ihre 18-Prozent-Beteiligung an der HVB-Gruppe dürfte nur noch eine Frage des zu erwartenden erfolgreichen Abschlusses der Akquisition dieser nach der Deutschen Bank zweitgrößten Bankengruppe durch den italienischen UniCredito sein. In den deutschen Kapitalmarkt und, wenn man an die Finanzkraft gerade der zuletzt genannten Italiener denkt, wohl viel allgemeiner: in den europäischen Kapitalmarkt ist endlich Bewegung, sprich *Liquidität* gekommen, und das sind ausgezeichnete Nachrichten für den Anleger, der bis anhin nur in den USA investieren konnte, wenn er für seine Anlagen einen Kapitalmarkt suchen wollte, der diesen Namen verdient.

6. Huhn oder Ei?

Stellt sich dem vorsichtigen Anleger natürlich doch die Frage, ob eine dermassen grosse Divergenz zwischen dem Doom und Gloom auf der politisch-strukturellen Seite und wirtschaftlichem Erfolg bei den Unternehmungen nicht im Desaster enden muss. Oberflächlich gesehen könnte man mit gutem Grund unter Anlagegesichtspunkten eigentlich sagen: Hände weg – da kann man nur Geld verlieren. Irrtum. Die Logik der Märkte folgt anderen Gesetzen als denjenigen der Politik. Wenn es politisch am dunkelsten zu sein scheint, beginnt die Erwartungshaltung der Märkte schon, die möglicherweise bessere Zukunft vorwegzunehmen. Typischerweise sind politisch bedingte

Strukturkrisen von tiefen Bewertungen der ansässigen Unternehmungen begleitet. So betrug das durchschnittliche Kurs-/Gewinnverhältnis in den USA zu Beginn der Reagan-Ära ganze 9, um dann relativ kontinuierlich auf über 31 (im Jahr 2000) zu steigen. Ein steigendes Kurs-/Gewinnverhältnis bedeutet, dass sich mehr und mehr Marktteilnehmer sozusagen in den betreffenden Teil der Welt „verlieben“. Der Prozess kann ziemlich lange dauern. In den USA folgte erst nach rund 10 Jahren deutlicher Kursanstiege ausländisches Kapital den zuvor durch Amerikaner getätigten Aktienkäufen nach, um im Jahr 2001 zu kulminieren.

In Europa beträgt das durchschnittliche Kurs-Gewinnverhältnis zurzeit 15 (USA: 20). Europa ist billig zu haben, die Mehrheit der Unternehmungen arbeitet dank konsequenter Auslagerungsstrategien recht profitabel. Wenn nicht eine ideologisch induzierte Katastrophe passiert (Verstaatlichungen oder Konfiszierungen gegen die „Heuschrecken“), dann dürfte die Rechnung für den Anleger aufgehen. Und Europa wird ökonomisch wie auch politisch attraktiver werden – nicht weil eine Politikerin oder ein Politiker das ausgesprochen wollte, sondern weil Europa schlicht und einfach muss.

Das ist das Schöne an der globalisierten Kapitalallokation: Wer für Kapital attraktiv sein will, muss ein paar Minimalstandards erfüllen und muss über Entwicklungsstrategien verfügen, die Hoffnung zulassen. Die Aussicht auf Eier zwingt die Hühner, das Legen wieder zu lernen. Sozusagen. Ob die EU als Organisation eine solche Reagan-Thatcher-Revolution überleben wird, steht auf einem andern Blatt. Aber das ist auch nicht so wichtig, zumindest unter dem Titel von Anlageaspekten nicht.

KH, 4.7.2005