

# Zuckerbrot für Europa

bergsicht



KAPITEL 1

## Neuer Wein, alte Schläuche – oder doch mehr?

Diesmal könnte es funktionieren, und damit würde alles besser herauskommen, als es bisher ausgesehen hat. Ja, die Gefahr besteht, dass es sogar richtiggehend gut kommen könnte, was längerfristig verheerend wäre. – Dies die kurze Zusammenfassung der vorliegenden Analyse zur weiteren Entwicklung in Europa. Nach einem Unterbruch von einem Jahr – *bergsicht* Ausgabe 2 «Free(ze) Europe?» – nehmen wir das Thema erneut auf. Dies zum einen, weil es uns und den in und mit unserem Kontinent vielfältig verknüpften Lesern buchstäblich naheliegt. Die chronische Anämie des europäischen Wirtschaftswachstums in den Nachbarländern Italien und Frankreich drückt allenthalben aufs Gemüt. Zum andern stellt die Auseinandersetzung mit der europäischen Entwicklung eine besondere intellektuelle Herausforderung dar. Die Finanz- und Staatsschuldenkrise haben in der Europäischen Union (EU) und der Euro-Zone im engeren Sinne einen tiefgreifenden Strukturwandel ausgelöst. Wir haben es auf dem alten Kontinent sozusagen mit neuen Territorien zu tun, was für Kartographen, zu denen wir uns zählen, natürlich reizvoll ist.

Auslöser der folgenden Überlegungen ist die am 26. November 2014 mit allen heute zur Verfügung stehen-

den Mitteln moderner Kommunikation angekündigte Lancierung eines von der EU aufgelegten Investmentvehikels namens «European Fund for Strategic Investment (EFSI)» durch den neuen Kommissionspräsidenten Juncker. Die vorläufigen Reaktionen auf die Initiative zu Beginn seiner Präsidentschaft fielen geteilt aus: Jubel aus den logischen Zielländern wie Italien, Spanien und Portugal, verhaltene Freundlichkeit im Rest der EU, tiefe Skepsis in volkswirtschaftlichen Kreisen, Fundamentalopposition bei den EU-kritischen Parteien. Mit Blick auf vergleichbare frühere Pläne wie «Lissabon 2000» oder «Horizon 2020», die alle im wesentlichen versandet sind, könnte man versucht sein, Junckers Vorstoss mit müdem Lächeln und Achselzucken zu quittieren. Wir meinen jedoch, dass diesmal die Sachlage anders aussieht, weil sich die Ausgangslage nach der bislang erfolgreichen Stabilisierung entscheidend verändert hat. Auch deshalb rechtfertigt sich eine vertiefte Analyse.

Die EU-Staats- und Regierungschefs werden über den Antrag Junckers an ihrem Gipfel vom 18. und 19. Dezember 2014 beraten, danach sollen das EU-Parlament und der Ministerrat die notwendigen gesetzlichen Grundlagen in beschleunigtem Verfahren verabschieden, damit das Vehikel ab Mitte 2015 seine Wirkung entfalten kann. Man meint es in Brüssel offensichtlich ernst. Dass «etwas geschehen muss» – wie sinnvoll es dann aus übergeordneter Sicht auch ausfallen wird – ist offenkundig: Nicht nur die Konjunkturdaten sprechen eine deutliche, negative Sprache, sondern mittlerweile auch die Finanzmärkte. So hinkt die Entwicklung der europäischen Aktienindizes markant hinter dem US-Markt (+15 %, ytd) her, ja, der Verlauf des deutschen DAX (+4 %, ytd) ähnelt in bemerkenswerter Weise demjenigen der französischen Börse (+6 %, ytd). Unmut und Ungeduld sind greifbar und verständlich. Für all jene, die

## Europa: nur im Mittelfeld

Aktienindizes (YTD, indiziert, in Lokalwährung)



Quelle: Bloomberg. Für die USA wurde der S&P 500 (Total Return), für Russland der Russia Trading System Index (Total Return), für Frankreich der CAC 40 und für Deutschland der DAX 30 verwendet. Alle Indizes sind in Lokalwährung und indiziert auf den 31.12.13.

mit einem Teil ihres Vermögens in europäischen Unternehmen investiert sind – und dazu dürfte die Mehrheit der *bergsicht*-Leser gehören –, ist die Frage, ob ein von Brüssel ausgelöster Investitionsschub den Schleppgang beenden und was das längerfristig bedeuten könnte, nicht unerheblich.

### KAPITEL 2

## Ein einziger Satz genügt

Um die mögliche Tragweite des vorgeschlagenen neuen Vehikels EFSI besser zu verstehen, muss man etwas weiter ausholen und die im Zuge der Finanz- und Staatsschuldenkrise entstandenen Körperschaften und ihr Verhältnis zur Europäischen Zentralbank (EZB) in die Überlegungen einbeziehen. Es handelt sich dabei um die europäische Stabilisierungsfazilitat EFSF, den europäischen Stabilisierungsmechanismus ESM und um die europäische Bankenunion. Der EFSF war im Jahr 2010, auf dem Höhepunkt der Griechenlandkrise, als eine Art Notnagel mit 200 Milliarden Euro Garantiekapital zur Besänftigung der Märkte errichtet worden. Er wurde im Jahr 2013 durch den bedeutend weiter gefassten ESM abgelöst. Der Stabilisierungsfonds verfügt über ein einbezahltes Eigenkapital in der Höhe von 80 Milliarden Euro und über Garantiezusagen («committed callable capital») von zusätzlichen 622 Milliarden Euro. Der Fonds finanziert sich – mit den Garantiezusagen im Gepäck – über den Kapitalmarkt; er verfügt über ein erstklassiges Rating, und die Rendite seiner Schuldverschreibungen liegt im Bereich von gut 2% (10 Jahre Laufzeit). Die so zu tiefen Konditionen gewonnenen Mittel werden den Zielländern weitergegeben.

Garantiesteller sind die Mitgliedsländer der Euro-Zone, also Deutschland mit einem Anteil von 27 Prozent, Frankreich (20%), Italien (18%), Spanien (12%) und so weiter. Wer Hilfe braucht, fällt logischerweise als Garant aus, was dem Vehikel ein akzelerierendes Risikopotential verleiht beziehungsweise den stabilsten Garant, nämlich Deutschland, asymmetrisch benachteiligt. Nicht vorzustellen, wenn Italien oder Frankreich gleichzeitig den Fonds beanspruchen und damit als Garant ausfallen wurdien! Darauf wird zurückzukommen sein.

Der EFSF wurde von Griechenland, Portugal und Irland in Anspruch genommen, der ESM von Zypern und indirekt, nämlich auf den

Bankensektor beschränkt, von Spanien. Dies wohl, um den Fonds vor dem Ausfall Spaniens als Garant zu bewahren. Mit der Hilfestellung sind programmatische Auflagen aus Brüssel verbunden: das, was gemeinhin «Austeritätspolitik» genannt wird. Zusammen mit Vertretern des Internationalen Währungsfonds (IMF) und der EZB werden den Ländern Auflagen für die Haushalts- und Wirtschaftspolitik gemacht. Im Fall von Irland und anscheinend auch von Portugal haben die Anstrengungen gefruchtet; die Länder sind wieder aus der Kuratel der Troika entlassen worden. Der Mittelfluss zwischen den Kapitalmärkten und den Zielländern ist substantiell: Insgesamt beläuft sich die Finanzierungshilfe durch EFSF und ESM auf 240 Milliarden Euro. Kapital, das die Länder sonst nur schwerlich hätten auftreiben können – oder zu exorbitanten Preisen. Der Direktor des ESM, Klaus Regling, bezifferte jüngst anlässlich eines Referats in Zürich die Solidaritatsleistung beispielsweise für Griechenland in Form tieferer Finanzierungskosten für die ausstehenden Schulden mit 8,5 Milliarden Euro pro Jahr und meinte, dass somit der ESM mehr geleistet habe, als dies der Marshall-Plan nach dem Zweiten Weltkrieg je getan hat.

Gegenüber EFSF und ESM erscheint die europäische Bankenunion als Gebilde mit deutlich weniger klaren Konturen. Zwar unterstehen nun die wichtigsten Bankinstitute der europäischen Bankenaufsicht, dem «Single Supervisory Mechanism (SSM)», der seinerseits der EZB unterstellt ist. Jedoch hat man sich nur mit grösster Mühe auf einen Abwicklungsmechanismus für marode Banken geeinigt, der überdies weiterhin viele Fragen offenlässt. Für die Äufnung eines gemeinsamen Sicherungsfonds lässt man sich acht Jahre Zeit. Da die periodisch auferlegten Stresstests im euro-

päischen Bankensystem keineswegs zu unbedenklichen Resultaten führen, muss man nüchtern festhalten, dass in diesem Bereich per se das Stabilitätsziel noch nicht erreicht wurde.

Bei Lichte besehen würde das eigentlich auch für den Garantiefonds ESM gelten, denn, wie erwähnt, wohnt ihm zum einen ein gefährlicher Mechanismus zuungunsten des stärksten Garanten inne, zum andern stellt sich ganz prinzipiell die Frage, welchen Wert denn Garantien von Garanten haben, die ihrerseits ziemlich hoffnungslos überschuldet sind: Deutschland mit 75 Prozent vom BIP, Frankreich mit 95, Italien mit 134 und so weiter. Unter der im Maastrichter Vertrag stipulierten Limite von 60 Prozent liegen nur relativ unbedeutende Garanten wie die Tschechische Republik, Lettland, Rumänien (!) und Schweden. So gesehen müsste der ESM in den Märkten eigentlich als nicht viel weniger *wackliges Gebilde* wahrgenommen werden als die Zielländer, die er bedient. Dies trifft aber nicht zu.

De facto haben die Obligationenmärkte nämlich die Stabilisierung Europas seit der Staatsschuldenkrise anerkannt und in ihrer Preisstellung vollzogen. Die Risikoprämien für ausstehende Schulden haben sich selbst für so hoffnungslose Fälle wie Griechenland auf sehr tiefe, einstellige Werte reduziert. Für das schwer verschuldete Italien werden derzeit 10-jährige Schuldtitel zu einer Rendite von wenig mehr als 2 Prozent gehandelt. Der Grund für diese im Vergleich zur Staatsschuldenkrise geradezu sensationelle Gutgläubigkeit der Märkte liegt nicht in einer deutlich günstigeren Einschätzung der realen Verhältnisse, sondern einzig im Umstand, dass an den Märkten ein *unendlich potenter Käufer* lauert, dem man glaubt, dass er notfalls alles aufkaufen würde, um das System – gemeint ist der Euro – zu retten. Wir sprechen vom sogenannten «Draghi-Put» der EZB. Was doch ein einziges Sätzlein «... the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the Euro... », ausgesprochen von der richtigen Person mit der richtigen Autorität zur richtigen Zeit, ausmachen kann! Mario Draghi, der Präsident der EZB, wählte am 26. Juli 2012 an einer im übrigen nicht sonderlich inhaltsreichen Konferenz sogar eher die Form einer Nebenbemerkung, um die Milliardenbotschaft zu platzieren.

### KAPITEL 3

## Einzigartige Konstellation

Eine Notenbank kann dank dem ihr hoheitlich verliehenen Monopol zur Äufnung von Geld grundsätzlich völlig frei agieren und ist mithin zu unlimitierten Zusagen wie «whatever it takes» befähigt. Einzige Grenze wären die Glaubwürdigkeit der Währung gegen aussen, das heisst der Wechselkurs, sowie die Glaubwürdigkeit gegen innen, nämlich die Kaufkraft. Wären! Denn unter der gegebenen Konstellation stellt sich weder eine *Wechselkursproblematik* noch die ernsthafte Gefahr einer *Inflationierung*. Draghi und mit ihm die Elite

der EU-Ökonomen haben die Einzigartigkeit dieser Konstellation und die sich aus ihr ergebende unlimitierte Handlungsfreiheit der EZB verstanden und bringen sie nun entsprechend konsequent zum Einsatz. Worin besteht diese Einzigartigkeit der Konstellation?

Sämtliche wichtigen Währungen der Welt befinden sich seit langer Zeit unter Führung der Weltmonopowährung US Dollar in einer Art «race to the bottom», in einer Abwärtsspirale, was die Zinsen betrifft. Die einzige echte Alternative zum Dollar wäre der Euro. Draghi und mit ihm die EZB «spekulierten» völlig richtig, dass die amerikanische Notenbank, das Fed, noch lange weit davon entfernt sein wird, die Dollarzinsen erhöhen zu wollen. Daraus ergibt sich eine asymmetrische Situation: Jeglichem allfälligen, übermässig erscheinenden Abwertungsdruck könnte die EZB mit völlig autonomen Massnahmen begegnen. Ganz abgesehen von diesem besonderen Handlungsspielraum gilt es zu berücksichtigen, dass eine gewisse weitere Abwertung des Euro aus handelspolitischen Überlegungen gar nicht unwillkommen wäre. Weil das die Märkte wissen, stellte sich die Infragestellung der Glaubwürdigkeit des Euro im Aussenverhältnis bisher nicht ein und wird sich auch weiterhin nicht einstellen.

Inflationsdruck, mithin die Infragestellung der Währung von innen, will demgegenüber nicht aufkommen, weil sämtliche realwirtschaftlichen Zeichen auf Verbilligung und nicht auf Verteuerung von Waren und Dienstleistungen stehen. Wir haben in früheren Ausgaben der *bergsicht* ausführlich auf den sich laufend erneuernden Kapazitätsüberhang auf der Angebotsseite der Weltwirtschaft hingewiesen. In einer solchen Situation können die Notenbanken im wesentlichen tun, was sie wollen – die Geldmenge ist zur unerheblichen Grösse geworden, und auch eine (die Geldmenge selbstverständlich potentiell stark tangierende) Aussage «whatever it takes» ist, was die Inflationierungsgefahr betrifft, bis auf weiteres unerheblich. All jene Ökonomen, die angesichts der erfolgten oder potentiell angekündigten Geldschwemme unermüdlich vor einer Inflationierung gewarnt haben, sind bisher enttäuscht worden und verstummen sichtlich nach und nach. In ihrer zumeist monetaristisch geprägten Gedankenwelt hielten sie den Faktor der Geldumlaufgeschwindigkeit (Velozität,  $v$ ) konstant hoch. Infolge der geschilderten, realen Veränderungen hat sich der Geldumlauf jedoch dramatisch verlangsamt. Da Geldmenge mal Geldumlaufgeschwindigkeit der produzierten, gehandelten oder konsumierten Menge von Gütern mal Preisniveau entspricht, tritt ihre warnende Prophezeiung bis auf weiteres nicht ein.

Ist eine Institution beziehungsweise sind die sie vertretenden Persönlichkeiten glaubwürdig genug, dann braucht sie nicht einmal zu handeln, damit die gewünschten Effekte eintreten. Genauso, wie eine gut gerüstete und ausgebildete Armee im Idealfall gar nicht zum Kampf antreten muss, weil der Gegner aus Furcht vor seiner Unterlegenheit die Waffen vorher streckt. Im Verständnis dieser *Dissuasionspotenz* liegt denn auch der Schlüssel zur Erklärung, weshalb die EZB bis heute nicht wirklich zur Tat schreiten musste und sich die

Bilanzaufblähung in relativ engen Grenzen bewegt. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) bekundet demgegenüber deutlich mehr Mühe, ihre (technisch dem Draghi-Put vergleichbaren) Verteidigungslinie von CHF 1.20 gegenüber dem Euro zu halten; ihre Glaubwürdigkeit litt vermutlich unter dem unfreiwilligen Rücktritt des damaligen Direktionspräsidenten Hildebrand beziehungsweise den Umständen, die dazu geführt hatten. So hat die Bilanzsumme der SNB seit Ende 2011 um 50 Prozent zugelegt.

Wie auch immer: Entgegen der Ansicht vieler Skeptiker hat sich die Glaubwürdigkeit der EZB bis heute als sehr strapazierfähig und schlechtwettertauglich erwiesen. «Whatever it takes» entfaltet deshalb eine viel weitergehende und bei weitem gravierendere, *implizite Wirkung*, als es eine konkrete Intervention einer Notenbank am Markt je tun könnte. De facto gehen die Märkte aufgrund des Draghi-Puts nicht nur davon aus, dass kein Land Europas mehr pleite gehen kann, sondern auch, dass, auf welchen Wegen auch immer, die Finanzierung auch andersartiger ausstehender Schulden gesichert sein wird. Sei es, weil die Geschäftsbanken Schuldtitel über ihre nationale Zentralbank der EZB einreichen können, sei es, weil auf analogem Weg der ESM zu frischem Geld kommt, sei es, weil die EZB direkt Schuldtitel aus dem Markt kauft. Anders kann man die dermassen gesunkenen Risikoprämien für wacklige Schuldnerländer und für die nach wie vor unterkapitalisierten Banken nicht erklären. Deshalb bewirkt auch die Bankenunion, entgegen ihrer ursprünglichen Zielsetzung, die ordnungsmässige Abwicklung maroder Geschäftsbanken zu ermöglichen, de facto eine implizite Totalgarantie durch die EZB. Aus dem «too-big-to-fail» von Geschäftsbanken auf nationaler Ebene ist ein analoges «too-big-to-fail» auf der Metaebene der Euro-Zone beziehungsweise der EU geworden. Der indirekte Bail-out spanischer Banken durch den ESM hat gewiss dazu beigetragen.

Die *Stabilisierung* des Euro-Systems durch die EZB und deren Präsidenten Draghi und mit Hilfe der Institutionen EFSF, ESM und Bankenunion ist eine *Erfolgsgeschichte*. Erfolg ist an den Märkten oft eine selbsterfüllende Prophezeiung, und so kann es durchaus sein, dass die Stabilität auch dann Bestand haben wird, wenn die ausserordentlichen Voraussetzungen für die EZB, nämlich die Abwesenheit von Währungswettbewerb und von Inflationsdruck, einmal wegfallen. Die EU und die Euro-Zone hätten sich dann sozusagen an den eigenen Haaren aus dem Sumpf gezogen.

Die Kehrseite dieser Medaille besteht allerdings darin, dass gerade wegen diesem Erfolg das «grosse Reinemachen» bei den Staatsschulden ausgeblieben ist, ja, dass sich die strukturellen Probleme, zum Beispiel in Italien oder in Frankreich, eher noch verschärft haben. Darauf wird bei der Behandlung der aktuellen Konjunkturdaten zurückzukommen sein. Aus übergeordneter Warte stellt man sich natürlich trotz oder gerade wegen der offensichtlichen Erfolgsgeschichte des Draghi-Puts und der sich daraus ergebenden impliziten Totalgarantie im Euro-Raum leise die bange Fra-

ge, wieviel Tautologie ein System denn grundsätzlich ertragen kann, denn letztlich ist ja auch eine Notenbank Teil desselben Volksvermögens, in welchem die unübersehbaren Schuldenstände von Banken und Staaten entstanden sind. Indem die Schulden von einer Tasche in neue (ESM) oder andere (EZB) gesteckt werden, verschwinden sie eigentlich nicht. Oder doch? Dann wüssten wir ja nun, wie man aus Stroh Gold spinnt ... Ernsthafter: Ist ein volkswirtschaftlicher oder sozialpolitischer Zustand denkbar, in welchem aus systemischen Gründen die Pyramide von Garantieverprechungen einzelner Länder und der die Gesamtheit repräsentierenden Totalgarantie der EZB in sich zusammenfällt? Es ist daran zu erinnern, dass der Draghi-Put von dem abhängt, was wir als «einzigartige Konstellation» bezeichnet haben, nämlich die exogen gegebene Abwesenheit einer Wechselkurs- und einer Inflationsproblematik. Solche Bedingungen können durch endogene Veränderungen über Nacht wegfallen.

#### KAPITEL 4

### Erlahmte Vitalität

Dass trotz erfolgter Stabilisierung in Europa nicht alles zum Besten bestellt ist, zeigen die Konjunkturdaten deutlich auf. Zwar stellen sich bei den südlichen Peripherieländern dann und wann positive Wachstumskennzahlen aufgrund von Basiseffekten ein, was dann in den zumeist euphemisch eingestellten Medien prompt und getreulich als Erfolg der europäischen Wirtschafts- und Geldpolitik und als grosse Trendwende gefeiert wird. Indessen darf nicht übersehen werden, dass man sich in solchen Fällen auf bedenklich tiefem Niveau bewegt. So liegt Italiens reales Bruttoinlandprodukt (BIP) pro Kopf derzeit gerade etwa dort, wo es Ende der 1990er-Jahre war. In unserem südlichen und westlichen Nachbarland fand über die vergangenen fünfzehn Jahre eine deutliche Desindustrialisierung statt. Der einzige Sektor, der wirklich zulegen konnte, ist der Staat.

Noch schlimmer sieht es bei der *Arbeitslosigkeit* aus, unter der vor allem die jugendlichen Arbeitswilligen leiden. Es macht allen Anschein, dass ganze Kohorten der Bevölkerung in ihrem Leben nie einen Arbeitsplatz gesehen haben werden. Nicht einmal die Reproduktionsrate scheint sich unter solchen Umständen zu verbessern. Die (süd)europäische Jugend lässt offenbar nicht nur den Kopf hängen. So kommt der ohnehin schon prekäre Generationenvertrag zusätzlich unter Druck. Es ist schlicht unvorstellbar, wie unter solchen Gegebenheiten künftig noch ein umlagebasiertes Rentensystem finanziert werden soll: Dem Überhang an alten Menschen steht eine durch Jugendarbeitslosigkeit reduzierte Generation von Arbeitswilligen gegenüber. Das bedeutet, dass sich das demographische Problem, an dem Europa ohnehin leidet, nochmals verschärfen wird. Auf den ausgewiesenen Staatsschulden türmen sich noch ganz andere Berge impliziter, vorsor-

gebezogener Schulden auf; sie machen ein Mehrfaches des jeweiligen Bruttoinlandprodukts aus. Die Aussicht, dereinst keine oder nur eine stark reduzierte Rente zu erhalten, schlägt aufs *Gemüt*.

Welches ist das treffende Bild, um den die Wachstumsproblematik bewirkenden Gemütszustand zu beschreiben? Versuchen wir es: Demographisch begründete Angst mehrerer Generationen vor dem Alter, Angst vor Strukturveränderungen, Angst vor dem Verlust der Arbeitsstelle, Angst vor dem Heiraten und Zeugen von Kindern, Angst vor der Gründung einer eigenen Unternehmung, Angst vor den eigenen Mitarbeitern, Angst vor Investitionen, Angst vor dem kafkaesken Regulator mit seinen Tentakeln bis weit in die Banken- und Versicherungswirtschaft hinein, Angst vor dem Fiskus und der Fiskalpolizei, Angst vor der globalen Konkurrenz, Wut auf die Massnahmen der Troika. Das Ärgerliche daran ist, dass sich nicht alles, aber vieles, durch bessere Politik hätte vermeiden lassen. Leider helfen auch die nunmehr seit Jahren rekordtiefen Zinsen nicht wirklich, weder auf der Nachfrage- noch auf der Angebotsseite. Ängste, Unbehagen und Unmut stehen offensichtlich nicht in einem direkten Verhältnis zu den Kosten für Geld und Kapital, ganz im Gegenteil: So wird dem Sparer mittels Tiefstzinspolitik, der «financial repression», die Freude an seinem Kapital genommen. Er spart aus Angst vor der Zukunft und nicht aus Freude am aufgeschobenen Konsum beziehungsweise im Hinblick auf ein kommendes, kostenträchtiges Projekt. Lieber verkriecht er sich hinter dem Ofen in Nonnas Küche. Wer grundsätzlich zu investieren in der Lage wäre, lässt es trotz tiefsten Zinsen lieber bleiben. Denn er befürchtet, dass der Nutzen aus seiner Investition künftig nur noch abnehmen wird, weil zwischen seinem privaten Ertrag und der sich weiter auftürmenden Staatsschuld ein negativer fiskalischer Zusammenhang besteht. Unbehagen also, wohin das Auge blickt.

Da und dort, bis anhin aber glücklicherweise noch weit weg vom richtigen Ecclat, äussert sich das Unbehagen in politischer Unrast. So berichtete die NZZ kürzlich ausführlich über die spanische Protestbewegung «Podemos». Sie könnte das säuberlich austarierte Machtsystem zwischen Konservativen und Sozialisten in der jungen Demokratie gefährden und das ohnehin durch die Sezessionsgelüste der Katalanen herausgeforderte Land vor eine Zerreihsprobe stellen. Podemos rekrutiert sich just aus jenen Schichten, die durch die Staatsschuldenkrise am meisten betroffen sind. Zu denken geben muss vor allem die Ideologie, die man ohne Übertreibung als sozialfaschistisch bezeichnen muss. Wenn man in Szenarien denken mag und mithin gedanklich auch besonders negativen Wendungen nicht ausweicht, dann gehört die Mobilisierung Unzufriedener in den Peripherieländern Europas gewiss zu jener «wild card», deren schlimmste Ausprägung eine auf der Strasse ausgetragene Unrast im nicht ganz so peripheren Frankreich darstellen würde. Auszuschliessen ist das keineswegs.

Unangenehmerweise hat nun auch die Vorzeigung *Deutschland* einen *konjunkturellen Dämpfer* erhal-

ten. Die Schätzungen von Eurostat für das dritte Quartal 2014 liegen bei gerade noch 0.1 Prozent, über das ganze Jahr gesehen ergibt sich ein wenig mehr als 1 Prozent. Im Vergleich dazu wachsen die USA derzeit mit etwa 2 ½, das Vereinigte Königreich mit 3 Prozent. Ob der Rückgang mit den insgesamt unterschätzten Wirtschaftsbeziehungen zwischen Deutschland und Russland beziehungsweise den wegen der Ukraine-Krise verhängten Sanktionen zusammenhängt oder mit einer Drosselung der Exporte nach Fernost, ist noch schwer zu beurteilen. Aber eines ist klar: Wenn Deutschlands Wirtschaft tatsächlich zu stottern begänne, dann wäre das für die gesamte Euro-Zone verheerend. Denn die Glaubwürdigkeit vieler institutioneller Arrangements in der EU, nicht zuletzt vermutlich auch der EZB, hängt letztlich mit der Standfestigkeit der deutschen Wirtschaft zusammen.

## KAPITEL 5

### Der Traum vom Silicon Valley

Im Lichte solcher alles andere als erhebenden Stimmungsbilder ist es nachvollziehbar, dass der neu ernannte Präsident der EU-Kommission, Jean-Claude Juncker, die Flucht nach vorne antritt. Die Kommission weiss, dass sich – vereinfacht – das Bruttoinlandprodukt aus den Faktoren Staats«produktion» (G), Konsum (C), Netto-Exporte und *Investitionen* (I) zusammensetzt. Seit 2012 versucht man, G in den wackligen Ländern in den Griff zu bekommen, was sich bezüglich BIP jedoch zunächst negativ niederschlägt. Der Konsum lässt sich offenkundig nur schwer beeinflussen, es sei denn, man würde zur Geldverteilung per Helikopter schreiten. Eine Steigerung der Netto-Exporte ist wegen dem für die Peripherieländer nach wie vor zu hohen Euro schwierig; noch ist die Konkurrenzfähigkeit trotz innerer Abwertung nicht hergestellt, oder aber es sind die Industrien gar nicht mehr existent. Selbst Deutschland bekundet Mühe, seine bisherige Erfolgsgeschichte fortzuschreiben.

Bleibt folglich die Grösse I, die Investitionen. Ihnen gilt die Initiative des EFSI. Was sieht Präsident Juncker respektive die EU-Kommission vor? Sie möchten einen Fonds auf die Beine stellen, der innerhalb von drei Jahren insgesamt 315 Milliarden Euro für Investitionsvorhaben bereitstellt. Trägerin des Fonds soll die Europäische Investitionsbank (EIB) sein, die ihrerseits mit einer Bilanzsumme von etwa 500 Milliarden Euro bereits in ähnlicher Mission unterwegs ist. Zunächst soll der EFSI mit 5 Milliarden Euro einbezahltem Kapital aus der EIB versehen und dieses Eigenkapital dann mit einer Garantie der EU über 16 Milliarden Euro auf 21 Milliarden erhöht werden. Juncker geht davon aus, dass es dank des Triple-A-Ratings der EIB kein Problem sein werde, dieses Grundkapital mittels Finanzierungen aus dem Kapitalmarkt fünfzehnmal zu hebeln. So kommt er auf die angestrebte Zahl von 315 Milliarden.

Dieses Kapital soll über die Jahre 2015 bis 2018 von einer «eigenen Management-Struktur» anhand von «vereinbarten Investitionsrichtlinien» und einem «unabhängigen Investmentausschuss» dort eingesetzt werden, wo die privaten Initiativen nicht genügend greifen. Die EIB soll dafür einen speziellen Stab an Mitarbeitern zur Verfügung stellen, der dafür sorgt, dass die Pipeline an geeigneten Projekten gefüllt wird. Man stellt sich das konkret so vor, dass ausgewählte, das heisst für gut befundene, Projekte dank der Garantie des Fonds zunächst mit einem Faktor 3 nachrangig, darüber hinaus angesichts dieses Risikopuffers mit einem Faktor 5 «normal» finanziert werden. Technisch gesehen handelt es sich beim EFSI um ein Finanzvehikel mit spezieller Zweckbestimmung und eingebauter Kaskadenhaftung, um ein «*Special Purpose Vehicle*», wie wir es aus Zeiten vor der grossen Finanzkrise in den USA kannten. Das Triple-A-Rating der EIB soll auf dieses Vehikel ausstrahlen.

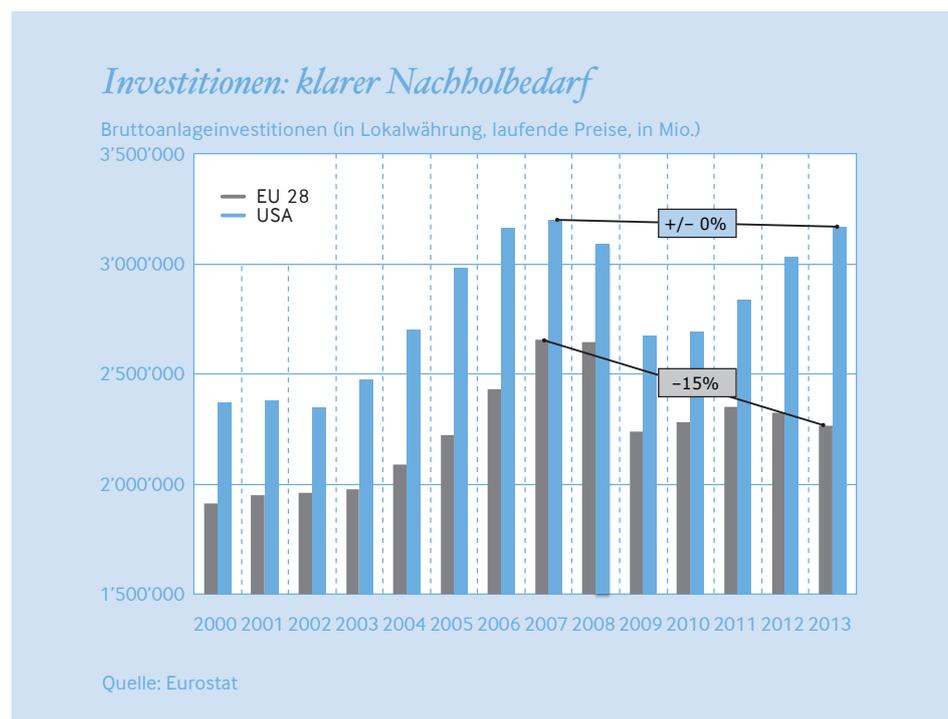
Aufgrund des makroökonomischen Datenkranzes ortet die EU-Kommission namentlich in einzelnen Ländern ein Missverhältnis von bis zu 75 Prozent zwischen der heutigen Investitionstätigkeit und jener zur Zeit vor der Finanzkrise. Insgesamt wird seit 2007 von einem EU-weiten Rückgang der Investitionen in der Höhe von 430 Milliarden Euro oder 15 Prozent ausgegangen, währenddem im selben Zeitraum sich das Bruttoinlandprodukt und die Konsumtätigkeit wieder auf das Niveau von damals erholt haben. Die entsprechenden Zahlen sehen in den USA völlig anders aus: Der Einbruch von 2008/09 wurde in der Zwischenzeit praktisch wieder wettgemacht. Etwas relativierend muss man allerdings feststellen, dass zur als Vergleichsbasis gewählten Investitionstätigkeit von 2007 auch der Immobilienboom in Ländern wie Spanien und Portugal gehört. Der Investitionsrückgang bei Maschinen und Ausrüstungsgütern fällt bei weitem bescheidener aus, ist aber auch nicht wegzuleugnen.

Wenn es nach den Vorstellungen von Präsident Juncker und der EU-Kommission geht, dann wird das Investitionsprogramm des EFSI mit seinen 315 Milliarden weitere, rein private Folgeinvestitionen in der Höhe von noch einmal mehreren hundert Milliarden Euro auslösen. Die Kommission hofft, mit dem Plan einen zusätzlichen Beitrag zum Bruttoinlandprodukt der EU von knapp einem Prozent zu leisten und den Arbeitsmarkt mit mehr als einer Million zusätzlichen Stellen zu bereichern bezie-

ungsweise die Arbeitslosigkeit um etwa drei Prozent zu reduzieren. Anzumerken ist, dass eine neu geschaffene Arbeitsstelle auf diese Weise auf 100'000 Euro zu stehen kommt.

Bezüglich der ins Auge gefassten Finanzierungsmethoden für Projekte bleibt der Juncker-Plan relativ offen, indem von «Marktlücken», «neuen Kunden», «neuen Produkten» und «neuen Distributionsmodalitäten» gesprochen wird. Der Plan verspricht völlige Transparenz in der Pipeline der möglichen Investitionsziele des EFSI, womit andere dazu angeregt werden sollen, Gleiches zu tun. Als *Investitionsziele* werden Projekte der «strategischen Infrastruktur» im Energiesektor und im digitalen Bereich genannt, die Transportinfrastruktur, arbeitsintensive Tätigkeiten von kleinen- und mittleren Unternehmungen, Projekte mit nachhaltiger Wirkung im Umweltbereich, Innovation durch Forschung und Entwicklung. Alles muss den Leitlinien der EU entsprechen, einen ökonomischen Zusatznutzen schaffen und innerhalb der kommenden drei Jahre realisierbar sein. Die Mitgliedländer werden eingeladen, ihren finanziellen und sachlichen Beitrag zur Initiative zu leisten. Entgegenkommenderweise sollen Investitionen der Staaten in den EFSI als nicht Maastricht-relevant behandelt werden.

Als Hauptvorteil der Investitionsinitiative nennt Juncker den Umstand, dass keine neuen Mittel im Budget der EU beantragt werden müssen. Die Garantien über 16 Milliarden, die zum Kernkapital des Fonds gehören, werden zur Hälfte bereits bestehenden Programmen wie Horizon 2020 entnommen, der Rest aus dem ordentlichen Budget, das sich auf insgesamt 180 Milliarden Euro pro Jahr beläuft. Es gehe lediglich darum, mit geeigneten Institutionen und bescheidenen finanziellen Mitteln Katalysator für den privaten



Sektor zu spielen und so das darniederliegende Vertrauen der Investoren zu erwecken und zu stärken.

## KAPITEL 6

### Es könnte funktionieren!

Man ist bei diesem Plan, genau wie bei seinen Vorläufern, selbstverständlich rasch mit Fundamental-kritik zur Stelle. Im Vordergrund steht der Vorwurf von technokratischem *Machbarkeitsglauben*. Weshalb in aller Welt sollen Experten aus Brüssel, Frankfurt und Luxemburg besser als Wirtschaftspraktiker vor Ort beurteilen können, was lohnende Investitionsziele sind? Sodann: Wenn es so einfach wäre, einen Investitionsboom auszulösen – weshalb hat man das denn noch nicht (erfolgreich ...) versucht? Liegt es wirklich am Mangel eines eigenkapitalähnlichen Risikopuffers, dass Projekte nicht finanziert werden? Oder gibt es jene, die für die Zurverfügungstellung des Risikopuffers eigentlich vorgesehen wären, die Unternehmer nämlich, aus irgendwelchen Gründen nicht mehr? Ist wirklich sichergestellt, dass trotz allen Vorgaben aus Brüssel und trotz allem hochprofessionellen Controlling die Mittel dann doch nicht (wieder) in völlig überflüssige Immobilienbauten gesteckt werden? Und so weiter.

Wir wollen es bei dieser Kritik, so berechtigt sie ist, jedoch nicht bewenden lassen. Vielmehr versuchen wir im folgenden, die Investitionsinitiative in den größeren Kontext der EU und ihrer Funktionsweise seit der Finanzkrise zu stellen und mithin die Erkenntnisse, die wir mit dem EFSF, dem ESM und dem Draghi-Put gewonnen haben, miteinzubeziehen. Stände die Initiative des EFSI für sich allein, dann würde Achselzucken genügen. Mit Blick auf den für viele Beobachter überraschenden Erfolg der Kombination einer unabhängig erscheinenden EU-Institution mit der de-facto-Totalgarantie der EZB reicht eine oberflächliche Beurteilung jedoch nicht. Was die EU mit den Stabilisierungsvehikeln EFSF und ESM erreichte, möchte sie nun auf Wachstum generierende Instrumente umlegen, so unsere Vermutung.

Für uns steht ausser Frage, dass der EFSI, wenn er denn durch die zuständigen Instanzen genehmigt wird, unter dieselbe implizite Totalgarantie des Draghi-Puts schlüpfen wird wie die beiden Stabilisierungsvehikel zuvor. Der gewählte, extrem hohe Multiplikator von 15 weist indirekt darauf hin. Keine Geschäftsbank würde es nach der Finanzkrise wagen, so hohe Risiken – und um solche und nichts Anderes geht es – mit einem derart hohen Leverage zu finanzieren. Sämtliche Kapitalunterlegungsregeln im Bankgeschäft, Basel II oder III, würden eine solche Risikoonahme verhindern. Nun kann man selbstverständlich argumentieren, dank der Kaskadenstruktur seien letztlich nur die 16 Milliarden Euro der EU beziehungsweise die 5 Milliarden der EIB im Risiko, und das sei mit Blick auf das Gesamtvolumen des EU-Budgets und der Bilanzsumme der EIB ein kleiner Klacks. Nur: ähnlich tönte es vor 2007 bezüg-

lich der amerikanischen CDOs ebenfalls. Es gibt Konstellationen in der Wirtschaft und in den Märkten, in denen sich ziemlich plötzlich sämtliche Risiken einstellen. Oder anders gesagt: Intrinsisch ist der geplante Fonds ein risikobehaftetes Vehikel. Wenn dessen Schuldverschreibungen aber mit denselben *Privilegien* ausgestattet sein werden, wie es diejenigen des ESM auch sind, dann steht dem Erfolg des EFSI am Kapitalmarkt kein Hindernis im Wege – dank Draghi-Put lässt sich auch hier fröhlich das Spiel mit dem Carry Trade spielen.

Oder anders gesagt: Ohne den Draghi-Put könnte Junckers Investitionsinitiative nicht abheben. Umgekehrt stimmt die Aussage aber möglicherweise eben auch: Dank dem Draghi-Put wird der EFSI realisierbar, und wenn das Modell taugt, dann kann man gewiss sein, dass ihm weitere Initiativen EFSX, EFSY, EFSZ und andere folgen werden. Darin liegt die wahre Tragweite der Investitionsinitiative: dass die EU mit diesem Vehikel und ähnlichen Strukturen ihre *Governance* anzupassen und aufzubauen beginnt. Die Stabilisierungsmechanismen und der neue Investitionsfonds sind Bausteine, die durch den enorm zähen Mörtel der EZB zusammengehalten werden. Weitere Bausteine könnten folgen. Was das längerfristig heissen könnte, gilt es nun noch zu untersuchen.

## KAPITAL 7

### Déjà vu – im Mittelalter

Zuckerbrot und Peitsche sind zwei bewährte Hilfsmittel in der Führung von Menschen und Nationen. Der Sanktionsmechanismus des Maastrichter Abkommens reichte als Peitsche nicht, um die Finanzdisziplin innerhalb der Euro-Zone aufrechtzuerhalten respektive wiederherzustellen. Dies in erster Linie deshalb, weil sich die möglichen, mächtigen Zuchtmeister als erste nicht an die Richtlinien hielten, dann aber auch, weil man aus politischen Gründen möglichst rasch eine möglichst breitabgestützte Währungsunion wollte und deshalb Mitglieder aufnahm, bei welchen schon zum vornherein klar war, dass sie den Anforderungen nicht genügen. Die Staatsschuldenkrise offenbarte: Ohne so etwas wie eine Fiskalunion wird das nicht gehen. Auf ordentlichem Wege, das heisst über die Anpassung der EU-Verträge, ist aber eine Fiskalunion kaum zu erreichen. Dank der Finanz- und der nachfolgenden Staatsschuldenkrise konnte die Lücke nun auf viel sanftere Art und Weise geschlossen werden: Im do-ut-des-Verfahren wurden den Empfängerländern Finanzierungshilfe vermittelt und Finanzdisziplin verpasst. Dabei wanderte viel Macht aus den betroffenen Ländern in Richtung von Brüssel, was zum Teil soweit ging, dass regelrecht Statthalter mit Regierungskompetenz eingesetzt wurden. Die Peitsche hat funktioniert, die der EU innewohnende Schwäche, sich in den Mitglieds-ländern durchsetzen zu können, wurde überspielt.

Mit der Investitionsinitiative EFSI folgt nun der zweite Akt im Aufbau einer kohärenteren Gover-

nance. Jetzt kommen die Zückerchen. Der EFSI ist so konzipiert, dass es sich lohnen wird, möglichst gute Beziehungen zur Zentrale zu pflegen, um in den Genuss von Risikokapital zu gelangen. Gute Beziehungen bedeutet unter anderem: Vertretungen vor Ort, um zu lobbyieren, Beherrschung der geforderten Metasprache (inklusive aller sie charakterisierenden Abkürzungen!), Verinnerlichung der geforderten politischen Korrektheit (kein Projekt ohne Nachhaltigkeitsaspekt), Loyalität zum System, dem man ja letztlich die Totalgarantie verdankt. Notabene erfolgen Gesuchstellung und Finanzierung an sämtlichen bestehenden Strukturen wie Mitgliedländer oder Regionen vorbei; daraus ergibt sich absehbar eine Machtverschiebung zum Zentrum hin.

Sowohl bei den Stabilitätsmechanismen EFSF und ESM als auch beim vorgesehenen EFSI legt die EU grossen Wert auf die «Unabhängigkeit» von Institutionen und Gremien. Nominell mag das zutreffen, wenngleich man sich kaum vorstellen kann, dass man sich im engen Dreieck zwischen Brüssel, Frankfurt und Luxemburg nicht ab und zu begegnet. Materiell kann davon angesichts der von uns unterstellten Totalgarantie der EZB für diese Vehikel keine Rede sein. Und was ganz gewiss ist: demokratischer Kontrolle sind solche «unabhängigen» Gremien auch weitgehend entzogen. Es handelt sich schlicht um weitgehend selbsternannte oligarchische Strukturen elitärer Technokraten.

Interessanterweise schimmert unseres Erachtens im Aufbau der EU-Governance ein Modell durch, das diesen Kontinent über lange Zeit wesentlich prägte: Das *Lebenswesen*. Im Mittelalter waren es Könige oder Herzoge, die ihren Adligen Land zur Verfügung stellten und eine Art «Totalgarantie» für Schutz und Schirm gewährten. Als Gegenleistung waren Waffendienst, persönliche Dienstleistungen und Abgaben zu erbringen. Was immer im Reich auf untergeordneter Ebene geschah, hatte seinen obrigkeitlichen Ursprung beziehungsweise eine entsprechende Verankerung. Auch im Reich brauchte es Zuckerbrot und Peitsche, und es gehört zur europäischen Geschichte beziehungsweise deren Tragik, dass die Loyalität oft von beiden Seiten vernachlässigt, ja missbraucht wurde und dass dann und wann auch eine «Totalgarantie» in sich zusammenbrach.

Ohne vorschnell werten zu wollen, glauben wir hier doch feststellen zu dürfen, dass ein solches obrigkeitliches, nun noch durch technokratisches Gedankengut komplettierte Staats- und Gesellschaftsmodell sehr wesentlich von dem abweicht, was beispielsweise jenseits des Atlantiks gepflegt wird. Der Kapitalismus ist eine Bottom-up-Angelegenheit. Was sich in der EU immer mehr anbahnt, ist ein Top-down-Modell, ist Staatskapitalismus im Deckmantel raffinierter Finanzierungsvehikel. Über der vorhandenen, bisher noch einigermassen föderalen Struktur von Mitgliedländern und über den mehr oder minder demokratischen Körperschaften von EU-Parlament, EU-Kommission und Ministerräten entfaltet sich eine neue *Metastruktur*, in deren Herzen die EZB die tragende Rolle spielt und

die über Finanzierungsvehikel für Loyalität und Kohärenz sorgt. Und weil die Finanzhilfen durchaus bis in die Kapillaren von KMU oder Universitäten zu wirken in der Lage sind, kann sich Brüssel letztlich der Vasallentreue gewiss sein. Mag das Volk noch so murren (was es derzeit hörbar auch tut), die Eliten, darunter namentlich die intellektuell-politischen und mithin kaum je produktiven, werden alles tun, dass der Tropf, an dem man hängt, nie zum Versiegen kommt.

Eine andere Frage ist selbstverständlich, inwieweit dieser sich abzeichnende technokratisch-obrigkeitliche Ansatz im grossen Mit- und Gegeneinander der Weltwirtschaft sich behaupten kann. Die Welt drifte auseinander, stellten wir vor knapp einem halben Jahr fest, und dachten, es werde so etwas wie eine aus den westlichen Industrienationen bestehende tektonische Platte der freien Marktwirtschaft und des Kapitalismus geben. Aufgrund der nunmehr erfolgten Beobachtung und Analyse müssen wir davon ausgehen, dass sich Europa voraussichtlich in andersartiger Weise als die USA, das Vereinigte Königreich (!), Kanada, Australien und einige der BRIC-Staaten entwickeln wird, nämlich deutlich gelenkter und obrigkeitlicher. Diese Denkweise ist auf dem Kontinent weitverbreitet, sowohl im kartesisch-merkantilistischen Frankreich als auch in Deutschland, das in vielfacher Hinsicht einen intellektuellen «reverse take over» mit der ehemaligen DDR vollzogen hat.

Was sich kurzfristig ganz nett bis attraktiv anhört, nämlich, dass «endlich etwas geschieht» und dass «Brüssel endlich handelt» und dass «ohne Staatsmittel» die Achillesferse der europäischen Erholung verarztet wird, ja, dass aufgrund des substantiellen Mitteleinsatzes sich auch einmal der eine oder andere Aktienindex nach oben bewegen könnte, erweist sich bei näherem Zusehen als weiterer Schritt in eine Richtung, die punkto Wettbewerbsfähigkeit, Selbstverantwortung, Unternehmertum und freie Entfaltung nur Ungutes erahnen lässt. Cause à suivre.

KH, 8. DEZEMBER 2014

---

M1 AG  
Postfach 344, Museumstr.1  
9004 St.Gallen – Schweiz  
Telefon +41 (0) 71 242 16 16  
Telefax +41 (0) 71 242 16 17  
info@m1ag.ch

---

Abonnieren: [www.bergsicht.ch](http://www.bergsicht.ch)