

Free(ze) Europe?

bergsicht



KAPITEL 1

Zeitgewinn – wofür?

Einfacher hatte es der Anleger noch nie. Sein Glück und sein Verderben sind völlig monokausal verknüpft, nämlich mit der Persistenz der Geldpolitik der Notenbanken. Solange diese alles tun, um mit viel Liquidität die Finanzmärkte und das Bankensystem vor erneuter Erstarrung zu bewahren, werden die Anleger entschädigt: Risikonahme (angeblich) ohne Risiko. Die Notenbanken gewinnen damit Zeit für das System.

Allerdings: Zeitgewinn bedeutet allzu oft Aufschub und verkommt zur Gnadenfrist, die in der Ahnung drohenden Unheils die Kräfte für sinnstiftende Aktivitäten erlahmen lässt. Im Unterschied zur Ruhe vor dem Sturm, die oft unwissentlich noch richtig ausgekostet wird, ist mit Zeitgewinn und Gnadenfrist beziehungsweise mit deren Genuss eine gewisse Unverfrorenheit verbunden. Weit davon entfernt, als Schwarzmaler in die Reihe der Wirtschaftskommentatoren eingeordnet werden zu wollen, bekunden wir Mühe mit der geldpolitisch induzierten Sorglosigkeit. Als ob die realen Verhältnisse (und Missverhältnisse) nicht existierten! Gründe, den Risikoappetit zu zügeln, gäbe es nämlich schon. Auf der Nordseite der Alpen gibt es das monokausal bedingte Schönwetter dank Föhn. Der Föhn endet immer, und fast zwingend endet er mit Regen, Schnee und Kälte.

Zur gegenwärtigen monokausalen Verknüpfung von Glück und Verderben gehört beispielsweise, dass der sonst übliche Regimewechsel zwischen einer relativen Attraktivität der Aktienmärkte und der Obligationenmärkte bis auf weiteres ausser Kraft gesetzt ist. Beide Märkte atmen sozusagen im Gleichtakt, expandieren und kontrahieren miteinander, sind «positiv korreliert». Wenn Ben Bernanke die Stirne runzelt, erstarren beide simultan vor Schreck (als müsste bei der völlig asymmetrischen Zinssituation nicht doch einmal mit einem Anstieg der Zinsen gerechnet werden...); erfolgt daraufhin stante pede die Entwarnung, dann greift generelle Erleichterung um sich. Da die extrem liquiditätsorientierte Geldpolitik der Notenbanken letztlich Katastrophenhilfe bedeutet, werden nach wie vor Anzeichen, dass der chronische konjunkturelle und strukturelle Schleppgang in den westlichen Industrieländern seine Fortsetzung erfährt, von den Märkten positiv gedeutet. Gegenläufige Anzeichen wie tiefere Arbeitslosenraten oder anziehende Rohstoffpreise lassen demgegenüber sofort die Befürchtung laut werden, das segensreiche Wirken der Notenbanken könnte doch zu Ende gehen.

Wir bleiben dabei: Solch widersinniger Antagonismus kann nicht von Dauer sein. Ja, wir meinen auch, dass in einem höchst komplexen System, das Wirtschaft und Finanzmärkte nun einmal sind, monokausale Phasen aus systemtheoretischer Sicht höchst problematisch sind. Denn die Gefahr ist gross, dass diese eine, als einzig relevant betrachtete Kraft das System statt ins Gleichgewicht in eine unheilvolle Dynamik verzerrender Energien bringt. Die zurzeit weitestgehend unwidersprochene Unterstellung, Notenbanken seien qua ihrer Monopolposition im Geld- und Währungssystem auch unfehlbar in ihrer Lagebeurteilung («forward guidance»...) und in ihren Handlungen, ist

bei Lichte besehen wagemutig oder einfältig. Auch die Vorstellung, dass der geldpolitische Beitrag zum Wirtschaftsgeschehen in irgendeiner Art hinreichend sein könnte, um die herrschende Monokausalität zu begründen, scheint reichlich naiv. Aber es ist nun einmal so, wie es ist: Die Märkte haben Freude an der Extrapolation des Gehabten. Dies, obschon man weiss: Was für die Gegenwart als gewonnen erscheinen mag, könnte sich als problematisch bis desaströs für die Zukunft erweisen. «Zeitgewinn» ist ein heikles Strategieverhalten.

Unter dem Eindruck der hohen Liquiditätsversorgung durch die Notenbanken zeigen die Finanzmärkte bis auf weiteres nur in eine Richtung: der Höherbewertung aller Anlageklassen – selbstverständlich mit Ausnahme des Geldes bzw. der Liquidität als solcher. Die Preissignale der Obligationenmärkte sind nicht mehr das Resultat von Marktkräften, mithin vom unabhängigen Verhalten unzähliger Marktteilnehmer, sondern von der «visible hand» der Notenbanken. Die frühere Meinung, Notenbanken seien nur in der Lage, die kurzfristigen Zinsen zu beeinflussen, hat spätestens seit der unkonventionellen «Operation Twist» der US-Notenbank an Gültigkeit verloren. Sich am Informationswert von Preissignalen der Obligationenmärkte über den Zustand von Volkswirtschaften zu orientieren, ist so zur Farce verkommen. Auch die Aktienmärkte vermögen sich dieser Art von Geldpolitik nicht zu entziehen. Aus dem Kursverlauf der Aktienmärkte Rückschlüsse auf die realen Gegebenheiten zu ziehen, führt zu Fehlbeurteilungen.

Hingegen können wir beobachten, dass relative Vergleiche von Sektoren oder von Ländermärkten nach wie vor über einen Informationsgehalt verfügen, da die Liquiditätsversorgung der Notenbanken sie im gleichen Ausmass beeinflusst. Dabei fällt beispielsweise das deutlich bessere Abschneiden des US-Aktienmarktes gegenüber den Aktienmärkten Europas über die vergangenen fünf Jahre auf. Dafür muss es tieferlie-

gende Gründe geben. Das Sorglosigkeitsmantra der Notenbanken scheint die realen Gegebenheiten wenigstens hier nicht vollständig unter den Teppich gekehrt zu haben. Die ins Auge stechende, im Vergleich verhaltene Entwicklung der europäischen Aktienmärkte beschäftigt uns, und wir widmen diese *bergsicht* deshalb einigen Aspekten zum Thema Europa. Denn Europa ist unsere Heimbasis als Anleger, Europa ist unsere Schlagseite («home bias») mangelnder Diversifikation, Europa ist Projektionsfläche unserer Wünsche und Ängste. Ein wenig kühle Analyse mag da nicht schaden.

KAPITEL 2

Vom Wald und den Bäumen, vom Seelenheil und der Kirche

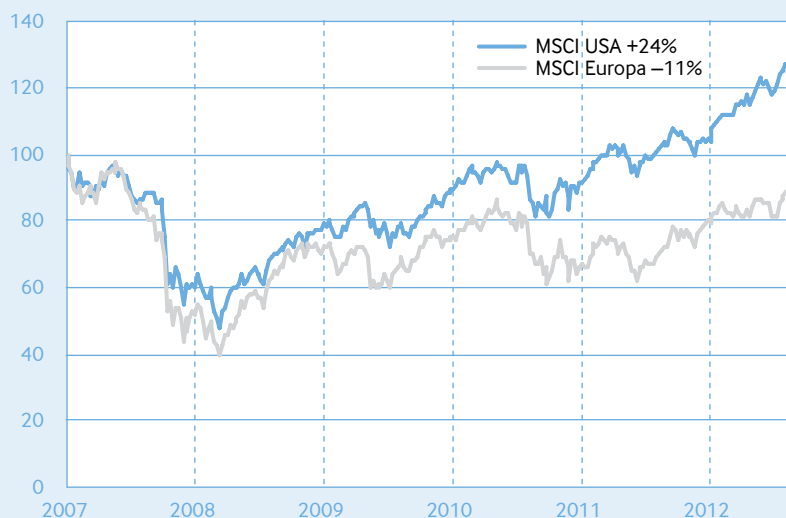
Wer «Europa» sagt, assoziiert damit eine Menge von Schlagwörtern wie: Friedensordnung seit über 60 Jahren, Montanunion, EWG, EFTA, EU, Osterweiterung vor 20 Jahren, Europäischer Gerichtshof, Brüssel, Strassburg, Achse Paris-Berlin, London, Maastricht, MiFID, Binnenmarkt, ECU, Euro, EZB, Regulierung, Lissabon, Subsidiarität, Zentralisierung, Bürokratie, Ministertreffen, Demokratiedefizit, Euro-Zone, Resteuropa, verschiedene Geschwindigkeiten, Migration, Lampedusa, Finanzkrise 2008/09, Bankenkrise, Griechenlandkrise, Target-II-Saldi, EFSF, ESM, Fiskalunion, Bankenunion, Transferunion, Zypern, Rezession, Arbeitslosigkeit, Austerität – und so weiter, und so fort. Wir mussten uns über die letzten Jahre ein neues Vokabular zulegen, um den eigenen Kontinent einigermaßen zu verstehen. Mit den meisten der obigen Begriffe verbinden sich grössere oder kleinere Welten mit ihren Eigenheiten und besonderen Herausforderungen. Es ist deshalb *keine Kunst, kompliziert über Europa zu reden* und alle möglichen Bäume und Gewächse statt

den Wald zu sehen. Die Reduktion auf das Wesentliche ist dagegen deutlich schwieriger.

Aber versuchen wir es. Ob unsere Ängste unberechtigt und unsere Wünsche einigermaßen erfüllt, unser Verbleib als Personen und als Anleger mit unserem Kapital in Europa sinnvoll seien: Die Konditionalität dafür liegt gewiss in der Frage, inwieweit auf diesem Kontinent *konfliktarmes Zusammenleben in Wohlstand* möglich sein wird. Aus unserer – zugegebenermassen sich auf die ökonomischen Fragestellungen konzentrierenden – Sicht gibt es drei grosse Herausforderungen, welche diesbezüglich über die nähere und fernere Zu-

Europa stagniert: Warum?

Die Aktienmärkte der USA und Europas im Vergleich



Quelle: Bloomberg; Bemerkung: Die Indizes MSCI USA (NDDUUS) und MSCI Europa (NDDUE15) sind indiziert mit Beginn per 31. Dezember 2007.

kunft der Länder, Völker und Individuen in Europa bestimmen, nämlich:

1. Auf welche Weise kann mit Blick auf die globalisierte Welt die *Konkurrenzfähigkeit* der Unternehmen aufrechterhalten bzw. wiederhergestellt werden? Wie soll sich der europäische Binnenmarkt in die arbeitsteilige Welt einordnen?
2. Welche Strategievarianten ergeben sich im Hinblick auf die immer noch *steigende Lebenserwartung* der Bevölkerung und die fast überall *tiefe Reproduktionsrate*? Ist Europa auf das Schrumpfen vorbereitet?
3. Wie können die diversen *Altlasten* aus den Fehlallokationen zu Beginn des neuen Jahrtausends saniert werden? Können Vertrauen, Zuversicht und Zukunftsfreude zurückgewonnen werden?

Es mag auffallen, dass wir im Gegensatz zu den meisten Kommentatoren den Euro beziehungsweise die Euro-Krise nicht als grundsätzliche Herausforderung unseres Kontinents betrachten, sondern eher als (wichtige!) realexistierende Nebenbedingung, welche die Probleme gegebenenfalls erhöht oder deren Lösung erleichtert. Ebenso meinen wir, dass die vielfältigen institutionellen Fragestellungen zwar durchaus von eminenter Bedeutung sind. Selbstverständlich stellen sich die alten und stellen sich neue Machtfragen. Daraus ergeben sich die Rahmenbedingungen. Aber weder ein spezifisches Währungssystem noch Machtkonstellationen bzw. deren Institutionen können unter dem Titel «konfliktarmes Zusammenleben in Wohlstand» Ziel per se sein. Eines der Hauptprobleme der gegenwärtigen Debatten und Demarchen in Europa liegt genau in der *Verwechslung von Zielen und von Mitteln*, die zum Erfolg führen (oder auch nicht). Und so werden dann Institutionen wie die EU oder der Euro plötzlich als «alternativlos» bezeichnet, statt dass sie als das qualifiziert würden, was sie sind: politische Projekte mit all ihren Nach- und möglichen Vorteilen. Es verhält sich so wie früher das Seelenheil zur Kirche: Die Verabsolutierung der letzteren («alternativlos», vor allem für die Priester) auf Kosten des ersteren führte vor 500 Jahren mit der Reformation immerhin zu einer der grösseren Umwälzungen in Europa...

KAPITEL 3

Unterschiedlichkeit als Axiom

Bei den folgenden Überlegungen verschliessen wir uns jener oft zu beobachtenden phänomenologischen Betrachtungsweise, welche aus schieren Gegebenheiten versucht, irgendwelche Schlüsse zu ziehen. Manche jener Überlegungen grenzen an rassistische Sichtweisen, die nicht nur als solche verwerflich sind, sondern auch im Hinblick auf ökonomisch korrekte und konsistente Aussagen nichts bringen. So ist es wenig hilfreich, den angeblich fehlenden Fleiss der Griechen zu beklagen und daraus zu schliessen, diese könnten sich deswegen ohnehin nicht aus ihrer desolaten Lage befreien. Die Italiener werden oft pauschal als hoffnungslos mafios und illoyal gegenüber ihrem eige-

nen Fiskus bezeichnet. Aber selbst wenn viele Beobachtungen in diese Richtung weisen und zutreffen – ist es der Italiener qua Herkunft und DNA, der solche Lebensumstände verursacht? Spanier seien besonders stolze Leute, wird gesagt. Kann man aus dieser angeblichen Gegebenheit ein Modell zur Beendigung der Immobilienkrise formulieren? Gerade weil Europa so vielgestaltig ist, gilt es, mit Vor- oder auch Urteilen über Völkerschaften vorsichtig umzugehen. Weder geiler Geiz noch nördlicher Fleiss noch südländischer Hang zu Dolce Vita sind relevant, sondern vielmehr die Rahmenbedingungen, die Anreizsituationen, welche zu mehr oder weniger wirtschaftlicher Wertschöpfung antreiben, Breiten- und Längengrad hin oder her. Das südländische Venedig war ein reicher Stadtstaat, Neapel war ein wirtschaftlich florierendes Königreich, als in weiten Teilen Europas noch auf Allmenden und Almen Schafe und Ziegen gehütet wurden.

Der Verzicht auf letztlich im Völkischen zu lokalisierende Erklärungsversuche bedeutet hinwiederum aber keinesfalls, dass es richtig wäre, die Augen zu verschliessen vor den tatsächlich gegebenen Unterschiedlichkeiten auf dem europäischen Kontinent, die in vielen Bereichen grösser nicht sein könnten. Von *Homogenität* kann *keine Rede* sein, und deshalb ist es auch ziemlich abwegig, Durchschnittszahlen oder aggregierte Werte als relevante Indikatoren zu verwenden. Weder die durchschnittliche Pro-Kopf-Produktivität noch das Gesamt-BIP der Euro-Zone haben eine besondere Aussagekraft angesichts der Differenzen von Land zu Land. Interessant sind vielmehr die geographischen Gruppierungen, ja, die auffallende Ballung bestimmter Phänomene. So gibt es beispielsweise einen klaren «Wertschöpfungs-Cluster» mit Baden-Württemberg und Bayern im Norden, Österreich und der Schweiz in der Mitte und Oberitalien im Süden. Einen zweiten Ballungsbereich mit hoher Wertschöpfung bilden die Benelux- und die skandinavischen Staaten. Auffallend ist das Ödland Frankreich, einst stolze Industrienation, und der nach wie vor unverkennbare Rückstand des ehemaligen Ostdeutschlands.

Es ist nicht so, dass durch die zahlreichen Initiativen und den dahinter stehenden Zeitgeist mehr Homogenität entstünde. Wenn man die Europa-Karte bezüglich Brutto-Wertschöpfung über die letzten 25 Jahre betrachtet, dann gab es nur eine kurze Periode, in welcher gewisse Gegenden in eine deutlich positivere Färbung wechselten: dort, wo bis 2008 der Immobilienbereich boomte. Seither fiel man, teilweise wenigstens, auf Vor-Euro-Niveau oder noch weiter zurück. Wenn schon, dann gibt es eher eine Dynamik in umgekehrter Richtung, seit man sich um mehr Einheitlichkeit bemüht: Die Differenzen zwischen einzelnen Regionen und Ländern vergrössern sich. In dieser Hinsicht fällt wiederum Frankreich negativ auf. Lediglich die Hauptstadt Paris sticht heute noch durch einigermaßen positive Zahlen heraus. Die wachsenden konjunkturellen (und strukturellen) Unterschiede zwischen den zwei so lange verbündeten Ländern Frankreich und Deutschland müssen zu denken geben.

Ähnliche geographische Betrachtungen kann man für die Arbeitslosenzahlen oder für die Wert-

schöpfung pro Kopf anstellen. Immer zeigen sich grosse Unterschiede zwischen den verschiedenen Gegenden. Besonders frappierend ist für uns, gerade im Bereich der Arbeitslosigkeit, die Karte von Deutschland. Was in der EU wie ein Nord-Süd-Gefälle aussieht («je südlicher, desto arbeitsloser»), verhält sich in Deutschland genau umgekehrt. Es gibt ein Süd-Nord-Gefälle. Keine oder kaum ins Gewicht fallende Zahlen in Bayern und Baden-Württemberg, deutlich grössere Probleme nördlich des Neckars, also auch und gerade in früheren Hochbeschäftigungszonen wie dem Rheinland und dem Ruhrgebiet, und nach wie vor eine ziemlich düstere Lage im ehemaligen Ostdeutschland. Dies zeigt übrigens auch schlaglichtartig auf, wie wenig hinreichend eine Einheitswährung für homogenes Wachstum offensichtlich ist. Denn immerhin gilt dieselbe Währung in Westdeutschland seit dem 2. Weltkrieg und in ganz Deutschland nun schon seit 23 Jahren. Offenbar sind es ganz andere, zusätzliche Bestimmungselemente, die Wohlstand herbeiführen oder fernhalten. Wer völkisch argumentiert, würde den alemannischen Fleiss als Grund anführen, was bei den Bajuwaren dann aber wiederum nicht zutreffen würde. Wäre es dort der dem Bier inwohnende Nährwert?

Doch Spass beiseite. Wenn selbst in Deutschland statt Einheitlichkeit Vielfalt herrscht und dieselbe Wirtschaftspolitik zu völlig divergenten Resultaten führt, wenn auch massivste Strukturhilfe – wie sie für die ehemalige DDR zweifelsohne stattfand und munter weitergeführt wird – nüchtern betrachtet wenig zielführend ist, dann ist Vorsicht geboten bezüglich der sich in letzter Zeit häufenden «Erfolgsmeldungen», was eine gemeinsame europäische Wirtschafts-, Währungs- und Fiskalpolitik betrifft. Homogenität, so sie denn überhaupt erwünscht wäre, ist offensichtlich künstlich kaum herbeizuführen. Kürzlich wurde beispielsweise der Anstieg der Lohnstückkosten in Deutschland und deren Verringerung in den angeschlagenen Ländern Italien,

Spanien und Portugal als Erfolg der gemeinsamen Wirtschaftspolitik gefeiert. Als hätte es die konzertierte Erosion der Konkurrenzfähigkeit jener Länder durch die Einführung des Euro zuvor nicht gegeben! Was als Erfolg gefeiert wird, ist, wenn überhaupt, ein Erfolg für die «Kirche», sprich für die verabsolutierten Institutionen, und nicht für das «Seelenheil», sprich den Wohlstand der Menschen, und möglicherweise auch überhaupt nicht für das konfliktarme Zusammenleben.

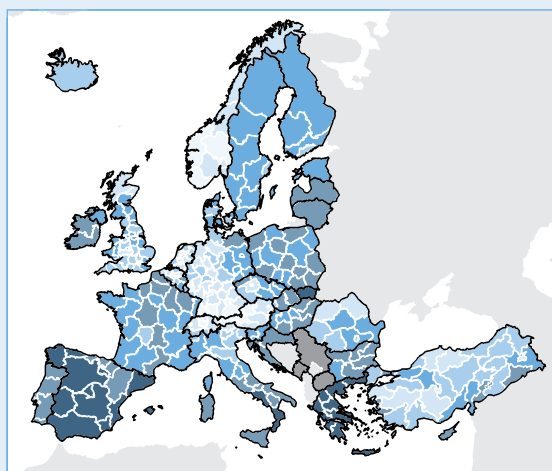
Wenn auf einem und demselben Kontinent, auf welchem Ländergrenzen keine echten Hindernisse für die Bewegungsfreiheit mehr darstellen, sozusagen axiomatisch unterschiedliche Verhältnisse herrschen, müsste man annehmen, dass der Ausgleich dann wenigstens über die Binnenwanderung stattfindet. Das, beispielsweise, zeichnet die Vereinigten Staaten von Amerika aus: Dass regionale Wirtschaftsflauten rasch einmal durch Wegzug in florierende Gegenden ausgeglichen werden. Die ziemlich einheitliche Kultur in den USA – weder Shopping Malls noch Privathäuser noch Essgewohnheiten unterscheiden sich zwischen Ost- und Westküste wirklich – erleichtert die Binnenwanderung selbstverständlich, ebenso die gemeinsame Sprache, deren generelle Verständlichkeit nur im Falle der Texaner die Ausnahme zur Regel macht.

Ein Blick auf die Zahlen der EU lässt auf eine eher tiefe Wanderlust der Europäer schliessen. Im Jahr 2012 waren laut der EU-Statistik-Behörde Eurostat rund 34.3 Millionen Ausländer in den EU-Mitgliedsländern zu verzeichnen. Davon stammten 20.7 Millionen aus Nicht-EU-Staaten wie der Türkei, Albanien oder Marokko, während 13.6 Millionen Menschen aus andern Mitgliedsländern kamen. Gemessen an der Gesamtbevölkerung von etwa 500 Millionen Einwohnern sind das 2 ½ Prozent. Das ist angesichts des als so wichtig eingestuftem «freien Personenverkehrs» enorm wenig. Offensichtlich sind die *Europäer* sehr *sesshaft*. Dies betrifft vor allem die Kernländer wie Deutschland,

Frankreich, Italien und sogar Spanien. Einzig aus Polen gab es nach der Ostöffnung eine echte Absetzbewegung, vorab nach Deutschland und in die angelsächsischen Länder. Auffallend ist überdies die Anzahl Rumänen in Italien und Spanien. Dennoch: Im grossen und ganzen gibt es keine bedeutende europäische Binnenwanderung, vor allem nicht zwischen den grossen Blöcken Deutschland, England und Frankreich. Nicht einmal die Eurokrise hat mit den sich erhöhenden Wachstumsdifferenzen Wesentliches daran geändert. Der grosse Exodus arbeitsloser Griechen und Spanier nach Bayern und Baden-Württemberg fand bis anhin auch nicht statt.

Ein Kontinent als Fleckenteppich

Arbeitslosenquote in Europa



Quelle: Eurostat; Bemerkung: Die Darstellung zu den Arbeitslosenquoten und der Bruttowertschöpfung weisen Ähnlichkeiten auf. Die Darstellung bezieht sich auf das Jahr 2012.

Wäre mehr Binnenwanderung wünschbar? Aus übergeordneter Sicht, das heisst der Zielsetzung von Wohlstand bei konfliktarmem Zusammenleben: nicht zwingend. Wenn man aber unterstellt, dass zur Erreichung dieses übergeordneten Ziels eine homogene Währungs-, Wirtschafts- und Fiskalpolitik notwendig sei: unbedingt. Denn die Mobilität der Arbeitskräfte ist eine der wenigen Ausgleichsmöglichkeiten nebst der Kapitalallokation und nebst Transferzahlungen, um reale Unterschiede zu glätten. Dass dabei kulturelle, konfessionelle und, nicht zuletzt, familiäre Identitäten leiden, interessiert bei dieser Sichtweise wenig. Die Rechtfertigung des nivellierenden Geschehens durch Wahrnehmung multikultureller Chancen tönt ja auch nicht ganz schlecht.

KAPITEL 4

Konkurrenzfähig – aber wie?

Unschwer kann die Akzeptanz der geschilderten Unterschiedlichkeit respektive ihre unumstössliche Immanenz auf diesem Kontinent als euroskeptische Häresie abgetan werden. «Kirchen» haben an sich, dass sie zur Leugnung offensichtlicher Fakten neigen. So schon geschehen, als man nicht wahrhaben wollte, dass sich die Sonne nicht um die Erde dreht. Aus unserer Sicht ist Unterschiedlichkeit nicht nur ein europäisches Faktum, schon gar nicht ein Problem, sondern vielmehr eine Chance. Vielleicht sogar die einzig echte Chance auf diesem Globus, der laufend flacher wird. Wir wollen dies an der zuvor gestellten Forderung, Europa müsse weltweit konkurrenzfähig bleiben beziehungsweise zur Konkurrenzfähigkeit zurückfinden, etwas ausführen.

Es steht ausser Zweifel, dass sich die Wettbewerbssituation der westlichen Industrieländer im Zuge der Globalisierung in den letzten 25 Jahren dramatisch verändert hat. Laufend sind neue Anbieter aufgetaucht, tauchen weiterhin auf, und laufend werden sie auch qualifizierter. In einigen Bereichen wie etwa der Konsum-Elektronik oder der Textilien können nur noch sehr spezialisierte Unternehmungen aus westlichen Industrieländern mithalten, und wenn überhaupt, dann in den meisten Fällen nur dank Auslagerung der eigentlichen Produktion in die aufstrebenden Schwellenländer. Etwas besser sieht es in anderen industriellen Sektoren wie dem Maschinen- und Anlagebau aus, wengleich auch da Produzenten aus Ländern wie der Türkei oder China den westlichen Anbietern hart auf den Fersen folgen. Noch etwas unproblematischer präsentiert sich die Konkurrenzsituation überall dort, wo die industrielle Leistung eine starke Service-Komponente einschliesst.

Als Hauptgrund für den nicht wegzuleugnenden Terrainverlust westlicher Anbieter werden in der Regel die hohen Lohnstückkosten angeführt. Zum Wohlstand in unseren Breitengraden gehören nun einmal – und zum Glück! – eine sattere Bezahlung der Arbeitskräfte und eine bessere sozialstaatliche Ausstattung, die aber selbstverständlich die Lohnstückkosten zusätzlich nach oben treibt. Aber das ist nur ein Teil der Wahrheit.

Ohne die völlig verunglückte Makrosteuerung durch das Aufzwingen der Einheitswährung Euro wären die Lohnstückkosten in den Ländern Italien, Portugal, ja vielleicht sogar Frankreich in einigermaßen wettbewerbsfähigem Bereich geblieben. Diesen heute schwer angeschlagenen Ländern hätte zur Senkung der Lohnstückkosten respektive zur besseren Positionierung der eigenen Exportwirtschaft das Instrument der Währungsabwertung zur Verfügung gestanden. Zugegeben, dann wären auch die «Segnungen» der Einheitswährung, nämlich Wegfall der Länder-Risikoprämien, generell tiefere Zinsen mit daraus folgendem Immobilienboom, das Ende des diesen Ländern traditionell inhärenten Inflationspotentials weggefallen. Es hätte weniger Spielraum für die zusätzliche Staatsverschuldung gegeben – heute wäre man insgeheim vermutlich mancherorts froh, dieses Rad der europäischen Geschichte zurückdrehen zu können. Der ökonomische Gewinn aus dem Wegfall der Informations- und Transaktionskosten infolge Abschaffung der vielen verschiedenen Länderwährungen wird möglicherweise überschätzt.

Interessanterweise, und das relativiert dann die Bedeutung der Lohnstückkosten erheblich, kann Deutschland trotz vergleichsweise satter Entlohnung «Exportweltmeister» spielen. Offenbar ist eben auch Erfolg auf den Weltmärkten nicht monokausal mit dem einen Element auf der Kostenseite verbunden. Vielmehr muss es das Zusammenwirken einer Vielzahl von günstigen Umständen, von Know-how, von besonderen Qualitäten, von Geschwindigkeit, von Flexibilität, von Vertragstreue sein, die den Erfolg auf den Weltmärkten begründen. Weshalb, beispielsweise, behaupten sich deutsche Autos gegenüber der Konkurrenz aus Korea, Japan und neuerdings auch China, während die französischen Automobilhersteller ohne laufenden Support durch den Staat längstens am Ende wären? Billig sind Audi, BMW, Mercedes und Volkswagen beileibe nicht; die Preise widerspiegeln unter anderem die hohen deutschen Lohnstückkosten. Aber offenbar sind die deutschen Autos deutlich besser – besser nicht nur in technischem, sondern in umfassendem Sinn, das heisst so, wie die Leistungen vom Markt bewertet werden. Das schliesst subjektive Wahrnehmungen über Design, Markenpflege, Imagebildung beim Käufer usw. mit ein.

Es geht hier nicht um eine Eloge auf Deutschland oder um Frankreich-Bashing. Vielmehr wollen wir deutlich machen, in welche Richtung Europa insgesamt eine *Chance* hätte, sich im weltweiten Wettbewerb zu behaupten. Kostenführerschaft? Wohl nur im Ausnahmefall. Es werden sich noch für lange Zeit auf dem Globus Produzenten finden, deren Lohnkostenniveau weit unter dem europäischen liegt. Bleibt als Ausweg nur die *Einzigartigkeit*. Wettbewerbsfähig ist, wer einzigartig punkto technischer Qualität und punkto technologischer Innovation ist, einzigartig punkto Serviceleistungen, Pünktlichkeit, Verlässlichkeit, Anpassungsfähigkeit, einzigartig bezüglich Vernetzung. Gerade letzterer Punkt darf nicht unterschätzt werden. Dabei macht Einzigartigkeit interessanterweise nur höchst selten einen einzelnen Produzenten aus. Markterfolg basiert zumeist aus Clustern. Cluster sind gleichbedeutend mit einem Vieleck, in welchem für

Kunden, Anbieter, Arbeitnehmer, Zulieferer, Investoren und andere Stakeholder laufend neue Realoptionen geschaffen werden.

Es gab einmal einen Textil-/Seide-Cluster in Como, einen Cluster von Schuhherstellern in der Marche, es gibt noch einen Cluster von Parfümherstellern in Südfrankreich. Besonders erfolgreich sind, wie gesagt, der deutsche Automobil-Cluster oder auch die Präzisionsmechanik im Schwarzwald (und im Schweizer Jura). Europa ist eigentlich ein Fleckenteppich von erfolgreichen Clustern. Doch die Zeit für dieses Erfolgsmodell läuft aus. Der infolge Einheitswährung und Schuldenkrise verabreichte wirtschaftspolitische Cocktail droht in Italien, Spanien, Frankreich und anderswo den Mittelstand und die Industrie definitiv abzuwürgen und auszuhungern. Es werden bei ohnehin rezessiver Konjunktur die Währung hochgehalten, Steuern erhöht oder sogar neue eingeführt und die Fiskaltätigkeit gedrosselt. Wo der Staat dennoch etwas bestellt, wird er zum säumigsten Debitor der Privaten. Es gehen laufend gewerbliche und industrielle Substanz und Know-how verloren. Die einstmalige stolze Industrienation Frankreich verlor zwischen 1999 und 2010 anteilmässig bereits einen Drittel ihrer industriellen Wertschöpfung an andere Sektoren. Aus Italien hört man, leider glaubwürdig genug, ökonomische Schauergeschichten. Das über Jahrzehnte so erfolgreiche Patt zwischen der (in vielen Belangen unfähigen) Politik und einem höchst erfolgreichen Privatsektor ist seit der Regierung Monti dermassen destabilisiert, dass kaum mehr Investitionen getätigt werden. Die unternehmerisch denkenden Geister wandern ab, der Rest des Landes versinkt in Depression.

Die typische europäische Vielfalt und die offensichtlichen Fähigkeiten zu Kreation, Design und Marke hängen zusammen. «Vielfalt» ist ja letztlich ein kulturell bedingtes Phänomen, hat viel mit Geschichte, mit Terroir, mit den Gegebenheiten der Zivilgesellschaft zu tun. Ein Europa, das auf Einheitlichkeit statt auf Vielfalt setzt, begibt sich eines der wenigen wirklichen komparativen Vorteile gegenüber Wettbewerbern mit bedeutend kollektivistischerem Hintergrund.

KAPITEL 5

Ungelöste demographische Probleme

Aber selbst wenn wir davon ausgehen, dass die Euro-Zone irgendwie aus dem gegenwärtigen Schleppgang findet und auch die peripheren Länder aus der derzeit schwierigen Situation aufzutauchen vermögen – um die Ecke schaut bereits das nächste grosse Problem, die demographische Herausforderung. Die Lebenserwartung in Europa steigt nach wie vor mit etwa 2 Monaten pro Jahr und liegt gemäss den aktuellsten Zahlen bei etwa 83 Jahren für Frauen und 77 Jahren für Männer. Die Reproduktionsrate liegt in den meisten Ländern zwischen 1.3 und 1.7 Kindern pro Frau, einzig England und Frankreich erreichen mittlerweile wieder die Marke von 2. Insgesamt reproduzieren sich die Europäer aber nicht.

Es geht hier nicht darum, die ganze Vorsorgeproblematik auszubreiten. Festzuhalten ist einfach, dass, in diesem Fall ohne wesentliche Abweichungen von der Vielfältigkeit, auf dem ganzen Kontinent zum einen in den kommenden zehn bis dreissig Jahren ein wachsender Anteil der Bevölkerung alt sein wird. Das ist beileibe nicht negativ, hat aber strukturelle Konsequenzen, beispielsweise im Spital- und Pflegebereich. Zum andern wird die Gesamtbevölkerung gesamthaft schrumpfen. Es wird weniger Spaghetti, weniger Kleider, weniger Schulen brauchen. Daher rührt, unter anderem, auch unsere Sorge um die europäische Konkurrenzfähigkeit weltweit. Weil absehbar der Binnenmarkt weniger hergeben wird, ist eine genügende Exportorientierung unabdingbar.

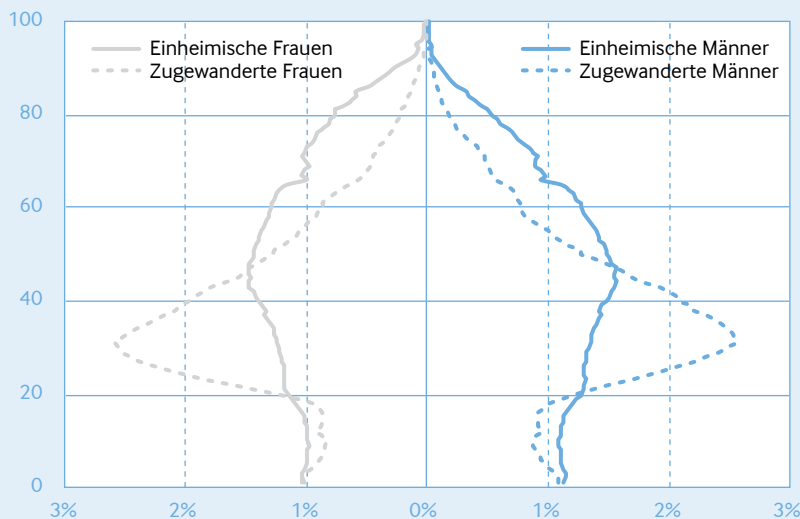
Mittels Zuwanderung könnten sowohl die Altersstruktur beeinflusst als auch der Schrumpfungsprozess aufgehalten werden. Bei einer Gesamtbevölkerung von etwa 500 Millionen Einwohnern bräuchte es aber wohl einen Zustrom von etwa 50 Millionen durchgehend junger, reproduktionsfreudiger Menschen, um die Verhältnisse signifikant zu beeinflussen. Das wird so wohl nicht funktionieren, zumal die örtlich nächsten Kandidaten, die Türken, angesichts der immer besseren wirtschaftlichen Verhältnisse in ihrem Heimatland kaum mehr auswandern wollen. Von der europäischen Aufnahmebereitschaft reden wir hier besser nicht. Die Option «Zuwanderung» scheint also nicht wirklich realistisch.

Der vielgerühmte «Generationenvertrag», ein Produkt aus dem späten 19. Jahrhundert, als Bevölkerungspyramide und Lebenserwartung noch völlig anders aussahen, nämlich so, dass sich die Finanzierungsnotwendigkeit der aktiven Generation zugunsten der betagten Landsleute noch in engen Grenzen hielt, wird in der versprochenen Form nicht aufrechterhalten werden können. Die implizite Verschuldung, die aus den Vorsorgeversprechungen resultiert, übersteigt die ausgewiesenen Staatsschulden um ein Mehrfaches und beträgt mehrere Jahresprodukte der jeweiligen Volkswirtschaften. Aus «implizit» wird spätestens dann eine auszuweisende, zu verbuchende Schuld, wenn die Auszahlungen die Einzahlungen übersteigen. Für uns steht ausser Frage, dass trotz der fragwürdigen Nichtverbuchung die aus der impliziten Verschuldung resultierende zusätzliche Belastung der Staatshaushalte ihre Vorwirkung entfaltet, einerseits als lähmendes Element beim Bürger («Ich werde ohnehin nie alles zurückerhalten!»), andererseits vielleicht bald einmal bei der Einstufung der Staatshaushalte durch die Finanzmärkte. Eines ist klar: Der auf die jeweilige eigene Volkswirtschaft bezogene Generationenvertrag hängt stark vom Erfolg, sprich der Produktivität, des aktiven Teils der Bevölkerung ebendieser Volkswirtschaft ab.

Bleibt die Kapitaldeckung. Zwei Drittel der EU-Mitgliedsländer kennen keine Vorsorgesysteme mit Kapitaldeckung. In der Masse, als Kapital vorhanden und es in andere Volkswirtschaften hinein diversifiziert wäre, könnte man auf den Generationenvertrag mit einer schrumpfenden eigenen Jugend verzichten. Es würde sozusagen die Jugend von Kapital-Empfänger-Ländern für die alten Europäer arbeiten. Diversifizierte Kapitaldeckung ist so etwas wie ein grenzüberschreitender

Alte Europäer, junge Ausländer

Die Alterspyramiden von Einheimischen und Zugewanderten



Quelle: Eurostat; Bemerkung: Die Darstellung ist für jede Bevölkerungsgruppe prozentual. Die Ausländer machen insgesamt lediglich 7% der Gesamtbevölkerung der EU aus.

Generationenvertrag. Davon ist Europa weit entfernt. Ausser in den Niederlanden, in Teilen Skandinaviens, des Vereinigten Königreichs und seit der Riester-Reform nun auch zunehmend in Deutschland herrscht die kollektivistische, selbstreferentielle und damit leider fragwürdige Problemlösung vor.

Bleibt die Kapitaldeckung. Nämlich jene mit Humankapital: die Familien. Sie sind nicht zu unterschätzen, Scheidungsraten hin oder her. Gegenwärtig sind es in Italien und in Spanien vorab die Familien, welche die Last der enorm hohen Jugendarbeitslosigkeit tragen. Nonna kocht und wäscht, Sohn und Tochter bleiben länger zuhause wohnen, als man dies bis vor ein paar Jahren noch zu tun pflegte. Die Familie ist das ultimativ dezentrale Sozialnetz, das dann zum Einsatz kommt, wenn alle übergeordneten kollektiven Stricke reissen. Es ist absehbar, dass der *Familie* in Europa ihr grosses *Comeback* bevorsteht. Wegen fehlendem Vorsorgekapital und schwierig zu erfüllenden kollektiven Generationenverträgen wird es gar nicht anders gehen, als dass die Eltern die Grosseltern und die Grosseltern die Urgrosseltern pflegen. Man nennt dies in der Soziologie die «Vertikalisierung der Familie».

Machen wir uns aber keine Illusionen. Das demographische Problem dräut über Europa, wenn vielleicht auch nicht so greifbar, aber mindestens so beängstigend, wie die Staatsschuldenkrise. Keine Frage, dass das lähmt und die Bereitschaft, an einem freudigen Aufschwung mitzuwirken, im Keim erstickt.

KAPITEL 6

Altlasten: Stabilisierung statt Sanierung

Im Umgang mit den Altlasten der Finanz-, Banken- und Eurokrise, sprich den durch verzerrende Fehlallokationen entstandenen Schuldenbergen in den

peripheren Ländern der Euro-Zone und in den Bilanzen bestimmter (zu zahlreicher und gewichtiger) Banken wird am stärksten gegen die europäische Vielfalt gekämpft. Die Verantwortlichen der Euro-Zone taten und tun ziemlich alles Denk- und zunehmend auch Undenkbare, um spezifische und regional beschränkte Probleme zu kollektivieren und ihnen damit Hebelwirkung für die ganze Staatengemeinschaft zu verschaffen.

Es gab einmal eine Zeit (das war im Frühjahr 2010), da wurde das Griechenland-Problem durch Jean Paul Juncker auf EUR 45 Mrd. geschätzt. Gewiss, das war damals beschöni-

gend gemeint. Wir denken aber, dass die Isolierung des Brandherdes und das Nicht-Bail-In (wie es nun in diesem Jahr, relativ grobschlüchtig zwar, mit Zypern veranstaltet wurde), das heisst die sofortige Mitbeteiligung aller Gläubiger, die nachfolgende Welle mit Irland, Portugal, Spanien usw. gar nicht erst hätte entstehen lassen. Ohne die vielen und während langer Zeit unglaubwürdigen Hilfspakete und Garantieverprechen wäre die enorme Hektik um die «richtigen» Risikoprämien für hochverschuldete Staaten gar nicht erst aufgekommen. Vielmehr hätten sie sich rasch einmal eingependelt, und man hätte den Kampf um tiefere Risikoprämien, gleichbedeutend mit tieferen Zinsen zur Refinanzierung der Staatsschulden, den einzelnen Mitgliedsländern überlassen können.

Der andere, kollektivierende Weg wurde gewählt. Im Zuge der Eurokrise entstanden nach und nach in der Euro-Zone neue Strukturen, zunächst unter dem Titel EFSF («European Financial Stability Facility») mit einem Garantiekapital von EUR 200 Mrd. Seit Februar 2013 ist der ESM («European Stability Mechanism») mit einem einbezahlten Kapital von EUR 80 Mrd. und einem Garantiekapital aller Euro-Länder von EUR 700 Mrd.) installiert. Die zwei ineinander verschmolzenen Mechanismen haben bisher den Mitgliedsländern Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Zypern beziehungsweise deren Gläubigern mit total EUR 213 Mrd. in Cash und 437 Mrd. zugesagter Hilfe unter die Arme gegriffen. Über das Vehikel werden den hilfesuchenden Ländern die Bedingungen diktiert.

«Regiert» wird der ESM durch eine ausgeklügelte, nach Gesichtspunkten moderner Governance gebildete Struktur. Oberstes Organ ist ein «Board of Governors», bestehend aus den Finanzministern der Länder der Euro-Zone, deren Stimmrecht dem Gewicht der Beteiligung des jeweiligen Staates an der EZB (welche wiederum die Höhe der Garantiesumme am ESM bestimmt) entspricht. Für bestimmte Entscheide (zum

Beispiel die erste Hilfestellung an ein Land) gilt das Einstimmigkeitsprinzip, für andere ein qualifiziertes Mehr von 80 Prozent. Für das operative Geschäft wählt das Board of Governors ein «Board of Directors» und dieses einen «Managing Director». Damit hat nun die Euro-Zone dank der Krise ihr erstes politisches Organ erhalten. Es ist absehbar, dass, falls der Euro und damit dessen Zone als solche überleben, der ESM den Kern des inneren Kreises der EU bilden wird. Denn im wesentlichen sind die gewährten Garantien ja nichts Anderes als Transfers zwischen stärkeren und schwächeren Mitgliedsländern und die gesetzten Auflagen Teil dessen, was an Programmatischem bei einem Finanzausgleich mitgeliefert wird. Der ESM wird absehbar zum Leitorgan auf dem Weg der Euro-Zone zu einer gemeinsamen Währungs-, Wirtschafts- und Fiskalunion. In gewissem Sinne entspricht er einem «Directorium» nach der französischen Revolution: weitgehend undemokratisch-selbsternannt und einem Chimären-artigen Ziel verpflichtet, koste es, was es wolle.

Etwas zynisch könnte man sagen, dass den zentralistischen Denkenden innerhalb der EU (gibt es überhaupt andere?) die Krise zupass kam. Denn vieles, was bisher klar den einzelnen Mitgliedsländern vorbehalten war, konnte in der Not nach Brüssel übertragen werden. Ein Teil der deutschen Politik tut sich zwar noch etwas schwer mit der einhergehenden Kompetenzübertragung, aber unter der Androhung des mutwillig verursachten Systemkollapses kuschen sogar Verfassungsrichter. Ökonomisch gesehen hätte der ESM seine heute wichtige Stellung nicht erlangt, wenn das Garantiegebäude nicht von der Notenbank EZB bzw. durch dessen Gouverneur Draghi mittels einer speziellen Zusage gestützt worden wäre. Mit der Aussage, man werde «alles tun», um die Stabilität in der Euro-Zone aufrechtzuerhalten, erhielt der ESM eine Art Blankoscheck, und da bei Notenbanken bereits Ankündigungen genügen, muss dieser Blankoscheck nicht einmal benutzt und eingelöst werden.

Im Resultat beruhigte das die Finanzmärkte und brachte die Kritiker der gesamten Rettungsmanöver (mit einigen wenigen Ausnahmen) zum Schweigen. Wir meinen, dank ESM und EZB ist zwar Zeit gewonnen, die Hoffnungslosigkeit der solcherart organisierten Schuldenbewirtschaftung wird dadurch aber nicht behoben. Im Gegenteil: Was ESM und EZB stabilisieren, ist nicht nur «das System», sondern die Fehlallokationen und Altlasten. Es wird stabilisiert statt saniert.

KAPITEL 7

Europa am Scheideweg

Die Frage ist, wieviel Misserfolg es braucht, dass ein Umdenken erfolgt, und, ob ein solches Umdenken noch rechtzeitig eintritt. Wir veranschlagen die Gnadenfrist auf zwei, höchstens drei Jahre. Europa müsste dringend über alternative Konzepte zur Tilgung der Altlasten nachdenken. Die Schuldenübernahme durch den Steuerzahler haben wir schon durchexerziert, die (selektive) Beteiligung von Gläubigern auch. Neu war

bei Zypern die Idee der Enteignung völlig unbeteiligter Gläubiger von unbeteiligten zypriotischen Drittbanken. Erstaunlich, was für seltsame Blüten ein Minister rat (bzw. das «Board of Governors» des ESM...) an einem Treffen treiben lassen kann. Allen bisherigen Versuchen zur Problemlösung wohnt der Makel inne, dass sie von der Eigenverantwortung der Schuldner immer weiter wegführen und auch keine raschen Schlussstriche zulassen.

Was bis anhin noch nicht wirklich ernsthaft ins Spiel gebracht wurde: die Möglichkeit des «debt to equity»-Swaps. Wenn über Staatsschulden gesprochen wird, dann wird (mangels entsprechender Verbuchung) immer so getan, als gäbe es überhaupt keine Aktiva, welche der hohen Verschuldung gegenüberstehen. Weshalb wird nicht über die Erdgas- und Erdölvorkommen in der Ägäis gesprochen? Weshalb nicht über die zeitweise Abtretung der Akropolis an eine Tourismus-Unternehmung? Weshalb werden nur so zögerlich Häfen und Flugplätze ins Spiel gebracht? Es müsste ja nicht gerade die Insel Lesbos an die Türkei gehen. Aber für die Vergabe von Lizenzierungsmöglichkeiten und auch die Verschaffung von echtem Eigentum an Staatsdomänen gäbe es mehr Spielraum, als man gemeinhin denkt. Die genannten Lager mit fossiler Energie unter dem Mittelmeer werden auf Beträge zwischen EUR 100 und 400 Mrd. geschätzt. Aber es muss gar nicht so spektakulär sein. Wir sind der festen Überzeugung, dass sich sogar aus der Kehrrichtentsorgung von Neapel ein Geschäft machen liesse, so man es richtig organisieren könnte. Schliesslich betreibt es die Mafia ja seit je, und es besteht in Zeiten der Schuldennot des Staates kein Grund, dass dies so bleiben soll.

Europa muss *rasch sanieren*. Europa darf nicht noch mehr industrielles Substrat verlieren. Die Arbeitslosenzahlen müssen rasch reduziert werden, ansonsten entsteht aus den Jugendarbeitslosen eine «lost generation». Europa muss zu mehr Freude und Hoffnung zurückfinden. Der Weg führt nicht über noch mehr nutzlose Vereinheitlichungsversuche, sondern über die Anerkennung und Bejahung der Vielgestaltigkeit. Das Projekt *Euro* stiftet wenig Nutzen, dafür sehr hohe *Opportunitätskosten*. Man sollte sich mit Sinnvollem beschäftigen und den eingeschlagenen Irrweg auf das reduzieren, was zur Gesichtswahrung gerade noch genügt.

Dann, ja dann gäbe es auch für den Anleger gute Gründe, «in Europa zu bleiben» beziehungsweise den Fleckenteppich Europa in seinen Allokationsentscheidungen nicht bewusst tiefer zu gewichten als andere Weltgegenden. Noch ist unser Kontinent hoffentlich nicht verloren.

KH, 26. AUGUST 2013

—
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