



WEGELIN & Co.

PRIVATBANKIERS SEIT 1741

Anlagekommentar Nr. 279 vom 3. Oktober 2011

## Europa am Scheideweg

### 1. Schweizerfranken: ein „Quasi-Euro“

Dass dem Verfasser des Wegelin-Kommentars je der Stoff ausgehen würde: Diese Sorge braucht ihn bis auf weiteres nicht zu plagen. Die Übersicht zu bewahren beziehungsweise für den Leser zu schaffen: ein bei weitem schwierigeres Unterfangen! Was ist derzeit wichtig? Was ist prioritär? Was ist wichtig und prioritär zugleich?

Beginnen wir mit dem Naheliegendsten, unserer eigenen Währung. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat seit der letzten Ausgabe des Anlagekommentars, in welcher die möglichen Optionen der Notenbank ausführlich dargestellt wurden, ihre Geldpolitik grundlegend verändert. Von der auf Inflations- und Konjunkturrisiken bezogenen, sich letztlich an Geldmengen-Überlegungen orientierenden Mechanik ging die SNB zu einer währungsorientierten Geldpolitik über. Die Definition einer Obergrenze für die Aufwertung des Frankens entspricht dem Willen zu einer potentiell unbeschränkten Geldmengen- ausweitung, die nur deshalb nicht stattfinden muss, weil niemand auf der Welt gegen die unlimitierte Übermacht einer Geldbehörde, die allein Herrin über die Menge von emittierten Franken ist, spekulieren wird. Solange die Notenbank unmissverständlich an dieser Strategie festhält, muss sie funktionieren. Denn dass jemand vorsätzlich in einem aussichtslosen Kampf Geld verlieren will, ist doch recht unwahrscheinlich.

Ein Restrisiko in der Umsetzung dieser geldpolitischen Strategie bleibt aber selbstverständlich. Wir durchleben bekanntlich eine neuerliche Finanzkrise. Bankintern nennen wir sie nach jener von 2008/09, welche vor allem den amerikanischen Immobilienmarkt und im Gefolge die Banken betroffen hatte, „Finanzkrise Version 2.0“. Sie betrifft in erster Linie staatliche Schuldner und in deren Gefolge wiederum Banken. Eine veritable Krise! Mit allen Unwägbarkeiten, mit allen vermeintlich oder kurzfristig attraktiven Verlockungen oder angeblichen Notwendigkeiten, von einer gewählten Strategie abzuweichen. Auch Notenbank-Direktoren sind nur Menschen.

Das heisst, sie können Fehler machen. Die von der SNB eingeschlagene Politik erträgt nicht den geringsten Hauch einer Idee von Abweichung. Genau deshalb erachten wir diesen Teil des Restrisikos aber als gering. Das Direktorium weiss nämlich um den Umstand, dass ein Strategiefehler sozusagen tödlich wäre. Es gibt allerdings noch einen zweiten Teil des Restrisikos, der hier nicht verschwiegen sei. Die Währung, an welche der Schweizerfranken nun einseitig geknüpft wurde, ist ihrerseits ja nicht nur ein „moving target“, sondern ein geradezu gejagtes Objekt. Wir werden in diesem Anlagekommentar auf mögliche europäische Szenarien zurückkommen. Eines davon lautet „Währungszerfall“, dessen Subvarianten heissen „geordnet“ respektive „ungeordnet“. Die Fortführung der von der SNB eingeschlagenen Geldpolitik wäre in beiden Fällen undenkbar beziehungsweise müsste wohl in Richtung einer anderen Referenzwährung (Dollar? Sonderziehungsrechte des Internationalen Währungsfonds IMF?) modifiziert werden.

Wichtig und prioritär sind für unsere Kunden und für uns als deren Vermögensverwalter und Berater allerdings nicht diese Restrisiken, sondern die sich unmittelbar stellenden Herausforderungen, welche sich aus der Tatsache ergeben, dass der Schweizerfranken eine Art Euro geworden ist. „Eine Art“: Mit der Festlegung einer Aufwertungs-Obergrenze kann sich der Schweizerfranken definitionsgemäss nur noch in eine Richtung bewegen, nach unten nämlich. Oder umgekehrt: Der Euro kann sich gegenüber dem Schweizerfranken nur noch aufwerten. Diese Asymmetrie von Risiko und Chance muss in der Anlagepolitik reflektiert werden. Für europäische Kunden lohnt es sich unter diesen Umständen nicht, Schweizerfranken zu halten (es sei denn im Hinblick auf das „Restrisiko“...). Der Schweizer Anleger tut gut daran, sich zu überlegen, ob er den auf dem Niveau von 1.20 äquivalenten Franken nicht gegen Euro mit Aufwertungspotential eintauschen sollte. Da wir um die verbreitete Zurückhaltung gegenüber der europäischen Einheitswährung wissen, hat unser Bankhaus zum Zwecke des Aufbaus eines angemessenen Euro-Exposures eine Reihe von Strukturierten Produkten auf der Basis der Heimwährung Schweizerfranken emit-

tiert. Und weil wir uns auch in garstigen Zeiten ein gewisses Mass an Scherz, Satire und Ironie nicht nehmen lassen, läuft diese Produkteserie unter der Marke „Wir vertrauen der SNB“.

Es gibt ein zweites Thema unter dem Titel „wichtig und prioritär“ zu regeln. Durch die Verknüpfung des Schweizerfrankens mit dem Euro ist der Diversifikationseffekt der jeweiligen Fremdwährung weggefallen. Wer in einem Portefeuille 50 Prozent Franken und 20 Prozent Euro hielt, verfügt jetzt de facto über 70 Prozent Euro. Das ruft nach deutlicher Korrektur in Richtung *anderer Währungen*. Diversifikation ist, gerade in so krisenhaften Zeiten, ein unverzichtbares Strategieelement. Das gilt auch und gerade für Pensionskassen, die unseres Erachtens bezüglich ihrer Währungsallokation dringend über die Bücher gehen sollten. Allerdings, welches sind die in Frage kommenden „anderen Währungen“? Der US-Dollar? Ja, beziehungsweise: trotz aller Vorbehalte auch jener hochverschuldeten Nation gegenüber. Denn immerhin repräsentiert der Dollar ja nicht nur das amerikanische Festland, sondern über die vielen Währungsanbindungen auch einen schönen Teil der Welt. Ausserdem wird sich der Dollar, sollte es denn mit dem Euro schief laufen, trotz allem als ultimative Weltwährung erweisen. Andere, zusätzliche Diversifikationsmöglichkeiten ergeben sich in Währungen wie dem australischen oder neuseeländischen Dollar, der norwegischen Krone, dem Kanada-Dollar oder dem Singapur-Dollar. Ja, mit etwas Phantasie und Geschick kann man sogar den chinesischen Yuan investierbar gestalten. Ausser im wirklichen Ernstfall weisen viele dieser Alternativen eine sozusagen natürliche Aufwertungstendenz gegenüber dem US-Dollar auf. Unter den Gegebenheiten der neuen geldpolitischen Ausrichtung der SNB müsste diese Aufwertungstendenz auch gegenüber dem Schweizerfranken ihre Wirkung entfalten.

Wohlverstanden: Wir haben die Wertungsfrage bezüglich der geldpolitischen Neuausrichtung der SNB nie gestellt und werden sie auch weiterhin nicht stellen. Wir konstatieren lediglich die tiefgreifende Änderung und leiten die Konsequenzen für unsere Anlagepolitik daraus ab, nicht mehr und nicht weniger. Darüber hinaus gibt es allerdings eine – geldpolitische Mechanismen bei weitem übersteigende – grundsätzliche Fragestellung nach der Existenz des seltsamen Landes inmitten des immer instabiler werdenden Kontinents Europa. Dieser Fragestellung wollen wir im folgenden nachgehen. Weshalb? Vermögensverwaltung beruht auf der Idee des *Eigentumsschutzes*. Welche Wendungen die Finanzkrise 2.0 auch immer nehmen wird, eines ist gewiss: Wo übermässige

Verschuldung abgebaut werden muss, ist Eigentum, vor allem reichlich vorhandenes, in Gefahr. Die Zeitschrift „The Economist“ wählte vor kurzem den Titel „Hunting the rich“ – die Jagd auf die Reichen. Die Schweiz, während langer Zeit und namentlich auch in schwierigen Phasen wie dem Zweiten Weltkrieg sozusagen unanfechtbare Garantin gegenüber konfiskatorischen Ansprüchen aus der näheren oder weiteren Umgebung, sieht sich vor die Herausforderung gestellt, mit weidwunden und deshalb auch immer unberechenbarer werdenden Stakeholdern umgehen zu müssen, der fiskalisch angeschlagenen westlichen Staatenwelt. Soviel sei vorweggenommen: Ohne ein genügendes Mass an hoheitlich wahrgenommener Eigenständigkeit wird es in dieser Konstellation keinen genügend glaubwürdigen Eigentumsschutz geben. Und ohne letzteren hat ein Finanzplatz Schweiz keine Existenzgrundlage mehr.

## 2. Ein Teil der Welt ...

Unseres Erachtens greifen sämtliche Analysen der sich akzelerierenden Finanzkrise 2.0 beziehungsweise der Instabilisierung von Eurozone und Europäischer Union zu kurz, wenn sie nicht Bezug nehmen auf die wesentlichsten Entwicklungen, welche die Welt als Gesamtheit über die letzten 20 Jahre vollzogen hat. Viele der bisherigen komparativen Vorteile der westlichen Industrienationen sind geschrumpft, haben sich eliminiert, haben ihre Bedeutung verloren oder sich gar ins Gegenteil gedreht, sind zu Nachteilen geworden.

So wurde, mit Blick in die fernere Vergangenheit gewiss zurecht, die nunmehr während über 60 Jahren funktionierende Friedensordnung in Europa als die grösste Errungenschaft des Alten Kontinents betrachtet und gefeiert. Auf die Aufrechterhaltung der Friedensordnung bezieht sich denn auch die Sinnfrage der Europäischen Union; wer immer Skepsis an deren Strukturen, schlimmer noch an deren Existenzberechtigung anmeldet, gerät auch unmittelbar in den Verdacht, den Wert der Friedensordnung in Frage stellen zu wollen. Nun, wie immer man dies auch beurteilen will, eines wird immer deutlicher: Es gibt *auch anderswo* auf der Welt Zonen, wo *Friede* herrscht. Abgesehen von ein paar wenigen, von Halbverrückten oder Ganzkriminellen regierten Ländern streben die meisten Weltregionen nach mehr Wohlstand und wissen um den Umstand, dass solches Gedeihen nur im Austausch mit friedlichen Mitteln möglich ist. Gegenseitige Wegnahme ist ein Negativsummenspiel, Produktivitätszuwachs und Austausch bringen allen mehr. Diese Grundwahrheit ist, insgesamt und

selbstverständlich *cum grano salis*, akzeptiert. Die Kriege der letzten 20 Jahre galten eigentlich „nur“ noch dem Containment, der Abschottung, vor Halbverrückten und Ganzkriminellen. Oder anders ausgedrückt: Wie kaum je zuvor hat die Welt über die letzten Jahrzehnte eine positive Entwicklung in Richtung Frieden erlebt. Wo Friede herrscht, bleiben Produktionsmittel und Infrastruktur (Mensch, Land, Maschinen, Schulen, Universitäten, Spitäler, Strassen, Kommunikationsnetze) verschont. Wo Friede herrscht, lohnt es sich zu investieren. Wer hätte vor 40 Jahren daran geglaubt, dass Vietnam zu einem der interessantesten Länder für Direktinvestitionen würde? Allerdings: Friede ist damit nicht mehr Alleinstellungsmerkmal der westlichen Staatenwelt; Investitionssicherheit gibt es seit einiger Zeit und in immer grösserem Ausmasse auch an anderen Orten der Welt.

Die Welt wird *reicher*. Die berüchtigte Schere zwischen arm und reich geht nicht immer weiter auseinander. Der Süden wird nicht immer ärmer. Gewiss: An der Côte d'Azur, in Monaco, in St. Moritz und Gstaad gibt es sie, die spektakulären Zuzüge von Hochnetzwertindividuen, von jenen also, die die statistischen Argumente von militanten Entwicklungspolitikern nähren. Sie sind aber irrelevant im Vergleich zur Milliarde von ärmsten Chinesen, die über die letzten zehn Jahre ihren „Reichtum“ verdoppeln, verdreifachen, vervielfachen konnten. Wir sprechen von Leuten, die 1990 pro Kopf noch mit weniger als einem Dollar im Tag auskommen mussten. In vielen mausarmen Entwicklungsländern gibt es ihrer noch Legion. Dennoch: Die Armut der Welt hat sich, vor allem durch die Hinwendung der Chinesen zu ihrer Art von Kapitalismus, markant verringert. Wo bis anhin noch keine bürgerliche Mittelklasse existierte, zeigen sich Ansätze in dieser Richtung, was ja bekanntlich für den Aufbau einer Zivilgesellschaft unabdingbar ist und insofern zuversichtlich stimmt.

Voraussetzung für diese bemerkenswerte Hinwendung zum Besseren war die Implosion des Ostblocks im Gefolge der Maueröffnung von 1989. Die Welt wurde damals um mehr als die Hälfte des Territoriums und der Bevölkerung erweitert. Der Vorgang ist noch nicht abgeschlossen. Noch harren beispielsweise weite Teile Afrikas der „Öffnung“, wobei hier nicht Mauern und Ideologien im Wege stehen, sondern die von den abziehenden Kolonialisten hinterlassenen pseudodemokratischen oligarchischen Strukturen. Spannend wird sein, wie die überhandnehmende Neokolonialisierung Afrikas durch die Chinesen auf diesem schwierigen Kontinent aufgenommen werden wird. Dass insgesamt aber auch hier eine

reale Wohlstandsvermehrung bevorsteht, ist für uns eher eine Frage der Zeit als des Grundsatzes.

„Wille zur Prosperität“, so könnte man die Haltung bezeichnen, welche im Zuge der Globalisierung Schwellen- und in immer grösserem Ausmasse auch Entwicklungsländer erfüllt. Mit dieser Haltung ist eine, je nach Weltregion selbstverständlich unterschiedlich intensive, Bereitschaft zu höherer Arbeitsleistung und Produktivität verbunden. Leistungswille und Leistungsfähigkeit sind damit nicht mehr die Alleinstellungsmerkmale von Schwaben und Japanern. Der Wettbewerb um Wettbewerbsfähigkeit greift um sich. Anspruchsdenken, Forderungen an den fürsorglichen Staat, Vorstellungen über Freizeit und Ferien, wie sie in Europa üblich sind, haben in diesem Kontext einen immer schwereren Stand.

Wie wir im Wegelin-Kommentar nicht müde werden zu erwähnen, wurde dieser reale Schock der Gebietserweiterung der Welt sekundiert durch einen zweiten, womöglich noch folgenreicheren *technologischen Schock*: die Kommunikationsrevolution. Sozusagen jedermann auf der Welt, vom amerikanischen Präsidenten bis zum Slumbewohner in Nairobi, ist heute mit einem Hochleistungscomputer und einem äusserst effizienten Informations- und Kommunikationsmittel namens Handy ausgerüstet. Es macht den Zwischenhandel, die Intermediation, die nicht immer ganz interessenfreie Beratung bis hin zur Zuhälterei, in weiten Teilen überflüssig, senkt mithin die Informations- und Transaktionskosten dramatisch. Handy und internetbasierte Kommunikationstechnologie haben der Globalisierung buchstäblich Flügel verliehen. Der Welthandel floriert, die globale Arbeitsteiligkeit ist zur Selbstverständlichkeit geworden; kaum eine kleine oder mittelgrosse Unternehmung, die heute nicht so selbstverständlich wie eine Grossunternehmung „sourcen“, das heisst Bestandteile aus den wettbewerbsfähigsten Gebieten beziehen würde. Kaum eine KMU, welche nicht irgendwo auf der Welt über eine Tochterunternehmung oder über ein Joint Venture verfügen würde.

Oder anders ausgedrückt: Binnenmarkt, Binnenhandel, bislang unbestrittene Flaggschiffqualifikationen der EU, gibt es heute, abgesehen von meist agrarisch beeinflussten Teilbereichen der Wirtschaft, in weltweitem Massstab. Die immer noch existierenden Handelsschranken und die nichttariflichen Handelshemmnisse sind heute Nebenbedingungen, welche die logistischen Optimierungsstrategien sozusagen selbstverständlich zu bewältigen haben. Den „No Go“ gibt es in der globalisierten Wirtschaft kaum mehr. Deshalb

relativiert sich die Bedeutung des „grössten Binnenmarkts der Welt“ in erheblichem Masse.

Nun wäre es allerdings verfehlt, die Welt in allzu rosigem Licht erscheinen zu lassen. Zwei Einschränkungen drängen sich unseres Erachtens auf. Erstens: Die soeben beschriebene immer arbeitsteiligere Welt beruht auf einem *störungsfrei* funktionierenden Welthandel. Die Sicherheit der Meere, im wesentlichen die Domäne der USA, und der Lufte bilden das reale Rückgrat des Welthandels. Die Fähigkeit des internationalen Bankensystems, den Welthandel durch Akkreditive und andere Formen der Handelsfinanzierung zu alimentieren, ist aber von ähnlicher Bedeutung. Als im Jahr 2008 als Folge der Hypothekenkrise in den USA die Liquidität im Interbankgeschäft versiegte, war es um den Welthandel geschehen. Sozusagen über Nacht brachen die Volumina um 30, ja 50 Prozent ein. Fazit: Das System ist so verletzlich, wie es die Twin Towers im Jahr 2001 gegenüber dem Terrorismus waren.

Zweite Einschränkung: Die weltweite Arbeitsteiligkeit kann zu gefährlichen beziehungsweise auch Instabilität erzeugenden Ungleichgewichten führen. Im Vordergrund steht die einseitige Konzentration der USA auf Konsum, der Volksrepublik China auf billige Produktion und Deutschlands (und der Schweiz) auf Ausrüstungsgüter und Industrieanlagen für die chinesische Produktion. Freier Warenaustausch bei nicht frei konvertierbaren Währungen: Eine solche Konstellation muss fast zwangsweise zu *Verzerrungen* führen, die irgendwann abrupte und damit gefährliche Korrekturen nach sich ziehen können.

Aber selbst wenn man diese und weitere Vorbehalte zur Globalisierung berücksichtigt, dann kann man gleichwohl feststellen, dass sich zwischen der Alten Welt der westlichen Industrieländer und den aufstrebenden Nationen im Fernen Osten und in Lateinamerika eine Differenz in der Dynamik ergeben hat. Angesichts des Umstands, dass eigentlich gerade in jenen Ländern, welche aus demographischen Gründen an Momentum einbüßen werden, und dies durch erhöhte Anstrengungen und durch Risikonahme auf der wirtschaftlichen Seite kompensiert werden müsste, muss diese Differenz zu denken geben. Dass es die westlichen Industrieländer geschafft haben, über die kommenden Jahrzehnte Nettoschuldner zu bleiben, währenddem die Schwellenländer ihre Gläubiger geworden sind, entspricht einer Widerspiegelung dieser problematischen Konstellation.

### 3. ... aber auch eine sehr eigene Welt

Die Geschichte Europas wird in diesen Tagen und Wochen ganz bestimmt um einige Kapitel erweitert. Wer an die Europäische Union und ihre Institutionen glaubt, ist der Überzeugung, dass einmal mehr die Krise den Fortschritt beflügelt. „Zwei Schritte nach vorn, ein Schritt zurück“, wie das jüngst der Berner Völkerrechtsprofessor Thomas Cottier (NZZ vom 29.9.2011, S. 23) formuliert hat. Nach seiner Meinung bedeutet „vorn“ beziehungsweise Fortschritt „Steuerhoheit auf Unionsebene“ und eine „eigentliche Bundesstaatlichkeit“. Die Verlagerung von Kompetenzen erfolge in „geschichtlicher Notwendigkeit, Einheit, Zusammenhalt und sozialen Frieden herzustellen.“

Unseres Erachtens steht Europa allerdings vor der Frage, ob der Vektor in Richtung von mehr „Einheit“ und „Zusammenhalt“ wirklich der richtige ist beziehungsweise ob am Ende die Friedensordnung – es ginge dann ja um deutlich mehr als lediglich den sozialen Frieden! – nicht durch solcherart Fortschritt mehr gefährdet würde als durch deutlich dezentralere Varianten. Das Projekt des Euro, nun selbst vom früher eher unskeptischen „Spiegel“ als „romantisch“ bezeichnet (Der Spiegel vom 26.9.2011, S. 56 ff.), weist auf die Gefahren von zuviel Zentralismus in Europa hin.

Im Gegensatz zu sehr vielen Programmen und Projekten der EU, bei denen zwar Mindeststandards und Musterverhaltensweisen definiert, aber kaum Entscheidungskompetenzen an die Zentrale delegiert wurden, scheint die Eurozone ganz offensichtlich um eine „Vertiefung“ nicht herumzukommen. Vertiefung ist ein europäisches Zauberwort, das im Klartext auf eine Delegation der Kompetenzen an eine zentrale Instanz hinausläuft. Brüssel hat eine eigene, recht euphemistische Semantik. Die grossen Schwierigkeiten, welchen sich die Eurozone heute ausgesetzt sieht, werden auf den Mangel an „Einheit“ und „Zusammenhalt“ in Fragen der Fiskal-, Steuer-, Sozial- und Wirtschaftspolitik zurückgeführt. Wenn in all diesen Bereichen einheitlich hätte bestimmt und kontrolliert werden können, dann wäre die desaströse Schuldenanhäufung in verschiedenen Mitgliedsländern gar nicht erst erfolgt, wird argumentiert. Folglich müsse die Eurozone „vertieft“ werden. Begriffe wie „europäische Wirtschaftsregierung“ oder „europäischer Finanzminister“ finden neuerdings Verwendung. Man kann sich des Eindrucks nicht erwehren, dass es unter dem Einfluss der Eurokrise nicht um „zwei Schritte nach vorn, einen Schritt zu-

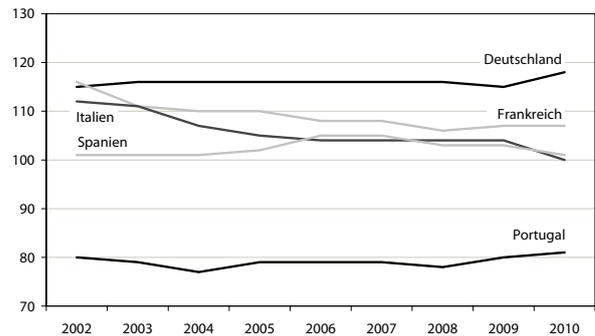
rück“, sondern um einen regelrechten Galopp in Richtung Vereinheitlichung geht.

Das Problem liegt darin, dass für diese Art Umgang innerhalb Europas *Führung* notwendig wäre. Darum ist die EU bei Lichte besehen bis anhin herumgekommen. Im Kalten Krieg lag die Führung Westeuropas ganz klar bei den USA. Französische Abweichungen und italienische Frivolitäten wurden innerhalb eines bestimmten Rahmens geduldet, aber wenn es hart auf hart kam, dann war die Hackordnung klar, zumal das wirtschaftlich bedeutendste Land, die Bundesrepublik Deutschland, ohnehin eng an die Siegernation jenseits des Atlantiks geknüpft war. Nach dem Mauerfall entstand eine Art Kollektivführung durch die wichtigeren EU-Länder (mit nach wie vor stiller Teilhabe der USA). Sie konzentrierte ihre Aktivität auf die räumliche Ausweitung der Union. Den Rest der Führungstätigkeit, das heisst die Verwaltung der rasch wachsenden Institution, konnte man getrost einer Gruppe von Technokraten anvertrauen, die jenseits „vertiefender“ Entscheidungskompetenzen ihrer Tätigkeit nachgehen konnten.

Nun, worin bestünde denn die Führungsaufgabe einer europäischen Wirtschaftsregierung beziehungsweise eines europäischen Finanzministers? Müssten sie die Schuldenkrise der peripheren Euroländer in den Griff bekommen? Ja, aber das wäre nicht hinreichend. Die Staatsschuldenkrise in der Eurozone entspricht nämlich nur einem Teil der Herausforderung, ja, ist vielleicht nur äusserlich sichtbares Symptom einer viel schwerwiegenderen Problematik. Sie liegt in den weit auseinanderklaffenden Vorstellungen und Usanzen, was Arbeit und Produktivität betrifft. Die nachfolgende Grafik gibt die Entwicklung der Produktivität einiger ausgewählter europäischer Länder seit der Einführung des Euro wieder, ausgedrückt in Bruttowertschöpfung pro Kopf der Bevölkerung. Was hätte zusammenwachsen müssen, liegt nach wie vor weit auseinander. Entsprechend gibt es innerhalb des „grössten Binnenmarkts der Welt“ ein eklatantes Gefälle zwischen den Leistungsbilanzen.

## Grosse Wohlstandsunterschiede

BIP pro Kopf in Kaufkraftstandards (EU-27 = 100)



Quelle: Eurostat; eigene Darstellung

Bemerkung: Ist der Indexwert eines Landes grösser (kleiner) als 100, so liegt das BIP pro Kopf über (unter) dem EU-Durchschnitt.

Nicht einmal das hochindustrialisierte, über Spitzentechnologie verfügende Frankreich kann sich wirklich mit Deutschland messen. Wenn man die Wirtschaftlichkeit der französischen und der deutschen Automobilindustrie vergleicht, dann zeigt sich, dass für ein (mehr oder weniger) homogenes Produkt völlig unterschiedliche Voraussetzungen vorliegen. Ja, wir gehen so weit zu behaupten, die Wettbewerbsfähigkeit der Franzosen habe sich seit dem Jahr 2000 kaum verbessert, sondern, relativ gesehen, verschlechtert.

Noch einmal: Worin bestünde also die *Führungsaufgabe* in einer zentral regierten Eurozone? Die rechtlichen, ökonomischen, sozialen und mentalen Voraussetzungen einander *anzugleichen*. Oder: Die bestehenden Differenzen durch laufende *Ausgleichszahlungen* zu überbrücken. Oder beides zugleich. Ohne Befehl, Kontrolle und Durchsetzung geht das nicht. Je rascher man einigermassen ausgeglichene Verhältnisse schaffen will, desto rigoroser muss die Vorgehensweise sein. Entweder muss man der einen Seite beibringen, dass sie zu tieferen Löhnen länger arbeiten muss, oder man muss die andere Seite davon überzeugen, sich mit einem Teil ihrer Wertschöpfung mit der ineffizienteren Seite „solidarisch“ zu zeigen.

Daraus ergeben sich zwei Anschlussfragen. Erstens: *Wie wettbewerbsfähig* wäre eine solche Transferunion im globalisierten Kontext? Weiter oben haben wir geschildert, wie hungrig die Schwellenländer höheren Wohlstand anstreben. Ob in einer solchen Welt ein Subventionsmodell – darum und nur darum handelt es sich ja bei einer Transferunion – Platz hätte, ist mehr als fraglich. Die Gefahr, dass eine Transferunion über kurz oder lang in einer nach aussen abgeschotteten, protektionistischen „Festung Europa“ endet, ist unseres Erachtens imminant.

Zweite Anschlussfrage: *Wer würde denn diese Führung übernehmen?* Das ist zunächst ein ganz praktisches Problem, denn zwischen der Eurozone der 17 Mitgliedsländer und der Union der 27 besteht ja ein Unterschied. Für die Eurozone fehlen die Institutionen weitgehend, im wesentlichen ist es nur die Europäische Zentralbank. Die EU-Kommission handelt in Sachen Eurokrise derzeit sozusagen treuhänderisch (oder auch anmassend, wenn man so will). Es müssten also Institutionen geschaffen werden. Angesichts der sich akzelerierenden Krise sehr rasch. Wie hoch wäre ihre demokratische Legitimation? Darüber hinausgehend und, zugegebenermassen, „typisch europäisch“ fragend: Wer hätte die Führung tatsächlich inne? Die Deutschen oder die Franzosen? „Deutsch“ und „Führung“ – geht das nun endlich wieder? Naheliegender wäre es, denn sie wären ja während langer Zeit Nettozahler und würden dadurch auch ihre globale Wettbewerbsfähigkeit aufs Spiel setzen. Die Franzosen? Haben sie Royalismus und Merkantilismus wirklich hinter sich gelassen, mithin, die französische Revolution tatsächlich vollzogen?

Ätzende Fragen, wir geben es gerne zu. Aber sie sind auch wichtig und prioritär. Wenn sie jetzt nicht gestellt werden, dann könnte es bald einmal zu spät sein. Die Schuldenkrise in der Eurozone hat zentripetalen Kräften innerhalb der EU ungläubliches Momentum verliehen; skeptische Stimmen werden überhört oder systematisch totgeschwiegen. So erfolgte vor knapp einer Woche in Deutschland ein Aufruf zu „Mehr Wahrheit und Klarheit in der Europapolitik“, unterzeichnet immerhin vom ehemaligen Bundespräsidenten Roman Herzog, vom früheren Hamburger Bürgermeister Klaus von Dohnanyi, vom Bayer-Aufsichtsratspräsidenten Manfred Schneider, vom früheren Ministerpräsidenten von Baden-Württemberg Erwin Teufel, vom Ex-BDI-Präsidenten Hans-Olaf Henkel und anderen mehr. Sie warnen vor falsch verstandener „political correctness“ und vor plakativen Aussagen wie „Scheitert der Euro, scheitert Europa“ (Merkel) und fordern zu erhöhter Rationalität in der europapolitischen Diskussion auf. Welches Echo hat dieser staatsmännische Aufruf ausgelöst? Sozusagen keines. Das muss zu denken geben. Denn wenn jetzt nicht mehr in aller Besonnenheit über die Ausrichtung des oben erwähnten Vektors gesprochen werden kann, dann drohen irreversible Entscheidungen, welche unseren Kontinent zum wirtschaftlichen, politischen, sozialen und durchaus auch sicherheitspolitischen Krisengebiet der Welt machen werden.

**4. Scheitert der Euro, scheitert was und wie?**

Dass in den letzten Wochen in den Führungsriege Europas so etwas wie Panik aufkommen konnte, ist durchaus verständlich. Denn was zurzeit an den, beziehungsweise besser: durch die Finanzmärkte vollzogen wird, ist einmalig und dramatisch. Das Staatsschuldenproblem beschränkt sich bei weitem nicht mehr nur auf das insgesamt unbedeutende Griechenland, sondern hat nun auch „Kerneuropa“ erfasst. Man mag von den Credit Default Swaps (CDS) halten, was man will – für uns sind sie als eine Art Versicherung gegen die Zahlungsunfähigkeit eines Schuldners Gradmesser für die Einschätzung der Verhältnisse durch einen Marktmechanismus und mithin verlässlicher als analytische Überlegungen, beispielsweise einer Rating Agentur. Denn Marktpreise kommen durch Einigung zweier entgegengesetzter Parteien zustande, die beide mutmasslich kein Geld verlieren wollen; Analysen sind einseitige Kreationen und deshalb auch leichter zu beeinflussen. Nun, wenn man besagte CDS-Spreads zu Rate zieht, dann ergeben sich derzeit die folgenden Wahrscheinlichkeiten für die Zahlungsunfähigkeit ausgewählter europäischer Länder:

**Mit Momentum in die Insolvenz**

Land	CDS-Prämie	Konkurswahrscheinlichkeit	Veränderung letzte 3 Monate	Veränderung letzte 12 Monate
Italien	456	45%	+ 277	+ 258
Spanien	374	39%	+ 96	+ 145
Frankreich	178	21%	+ 95	+ 99

Quelle: Bloomberg; Stichtag 29.9.2011

Bemerkungen: basierend auf der Annahme einer Schuldenaggregation in einer 5-jährigen Anleihe; Konkursdividende 60%

Die Regierungen der Eurozone, bis anhin entschlossen, den Zahlungsausfall eines Mitgliedslandes sozusagen à tout prix zu verhindern, mussten zu Kenntnis nehmen, dass man im Markt diese Entschlossenheit nicht ernst nimmt. Seit über einem Jahr spricht die Eurozone von „Retten“, und genau seit diesem Zeitpunkt steigt die Konkurswahrscheinlichkeit unaufhaltsam, greift um sich – es findet de facto also genau jener Dominoeffekt statt, den man zu verhindern trachtete. Das europäische Interbankgeschäft ist nur noch via Notenbanken (inklusive dem amerikanischen Fed ...) liquid, der Geldmarkt ist ausgetrocknet, jede Refinanzierung alter Staatsschulden durch Ausgabe neuer Papiere wird zur Zitterpartie; ohne Europäische Zentralbank (EZB) ginge gar nichts mehr. Das ist die Finanzkrise 2.0. Im Unterschied zu jener von 2008/09 hat sich das Substrat sicherer Anlagen, in welche das Publikum flüchten kann, stark verringert. Wer Staatsanleihen als Sicherheiten benutzen will, muss sich bei seriösen Gläubigern einen Ab-

schlag, je nach Schuldnerland in unterschiedlicher Höhe, gefallen lassen. In der Finanzkrise 2.0 gibt es keine Sicherheit mehr, alles fliesst (was ja eine griechische Erkenntnis ist ...).

Der Rettungsschirm EFSF („European Financial Stability Facility“) ist auch in seiner aufgestockten Version von 780 Milliarden Euro zu klein, um als Bail-Out-Vehikel wirklich glaubwürdig genug zu erscheinen und so die Konkurswahrscheinlichkeiten deutlich zu reduzieren. Die Eurozone sucht deshalb verzweifelt nach Auswegen, den EFSF zu vergrössern, ohne noch einmal und immer aussichtsloser bei den Mitgliedsländern anknöpfen zu müssen. So wurde nun die Idee einer Hebelung des EFSF lanciert. Das bestehende Kapital (nebenbei: ist es wirklich „bestehend“?) würde in Eigenkapital einer Art Bank gewandelt, und diese könnte dann mit Fremdkapital bis zu 2'000 Milliarden Euro Bilanzsumme aufgestockt werden, um damit europäische Staatsanleihen aufzukaufen. Damit könnte man auch die EZB künftig vor der Peinlichkeit bewahren, direkt Staatsanleihen aufzukaufen und somit Staatsschulden durch Geldschöpfung zu finanzieren.

Nun, abgesehen von den rechtlichen Fragen, die sich bezüglich einer solchen Verwandlung des rechtlich ohnehin schon wackligen EFSF ergeben, stellen sich selbstverständlich vorab auch ökonomische Fragen. Unseres Erachtens ist das einzig halbwegs Positive, was über einen gehebelten EFSF gesagt werden kann: Er schafft Liquidität und damit etwas Zeit. Im übrigen wäre das Vehikel in dieser aufgeblasenen Version noch problematischer, als es der EFSF bereits ist: offen gegen „Maastricht“ verstossend, den amerikanischen Immobilienvehikeln Fannie Mae oder Freddie Mac verdächtig ähnlich, illusionär bezüglich der Erledigung von Sanierungsarbeiten, nie wieder loszuwerdende Hypothek einer institutionell schlecht verknüpften Garantengemeinschaft. Das Schlimmste aber: Diese Garanten sind zum Teil – man beachte die Konkurswahrscheinlichkeiten – potentielle Anspruchnehmer des Vehikels. In der Finanzkrise 2.0 werden dermassen offenkundige Scheinlösungen kaum mehr akzeptiert; diese Zeiten sind vorderhand vorbei.

Nüchtern betrachtet ergeben sich daraus und aus den Ausführungen in Kapitel 3 die folgenden Szenarien für die weitere Entwicklung in Europa:

- a) Es gelingt, entgegen unserer Prognose und mit viel geschickter Rhetorik, die Märkte und die europäischen Bürger von der Fortführung der „Rettung“ zu überzeugen. Im Lichte überraschend positiver Konjunkturdaten beruhigen sich die Märkte; aller Unkenrufe zum Trotz überraschen die Peripherieländer Eu-

ropas durch handfeste Resultate ernsthafter Sparanstrengungen.

- b) Infolge von eintretender und nicht mehr aufzuhaltender Zahlungsunfähigkeit einzelner Mitgliedsländer ergibt sich eine Absatzbewegung aus der Eurozone. Dies kann entweder „top-down“ erfolgen, das heisst von den zahlungsfähigeren Staaten ausgehend, oder „bottom-up“, indem sich die hochverschuldeten Länder verabschieden. Beide Varianten könnte man sich einigermaßen geordnet vorstellen; Chaos ist aber auch nicht ausgeschlossen.
- c) Die Eurozone wird rasch zu einem zentral geführten Bundesstaat umgebaut. Deutschland saniert und befiehlt. Oder Deutschland saniert und Frankreich befiehlt. Subvariante: Die Governance folgt demokratischen Prinzipien. Der Rest der EU formiert sich neu.

So oder so: *Europa wird*, wie gesagt, um einige Kapitel in seiner Geschichte reicher. Im übrigen aber vermutlich vor allem *ärmer*. Die Euro-Krise dürfte einen deutlich negativen Wachstumseffekt nach sich ziehen. Weshalb? Weil gesellschaftliche und wirtschaftliche Unsicherheit risikofreudige Investitionen hemmt. Doppelte Risiken sind zu gefährlich. Wo aber die Investitionstätigkeit erlahmt, da wird auch der Rest der Wirtschaft stocken, allen Stimuli zum Trotz.

## 5. Die Schweiz in Europa

Unser Land, wirtschaftlich, politisch, aber auch durch unübersehbare persönliche Kontakte überaus eng mit dem europäischen Kontinent verbunden, institutionell aber selbständig und bei weitem demokratischer organisiert – welche Optionen stehen dem Land inmitten der auf absehbare Zeit krisengeschüttelten Eurozone offen? Ohne Zweifel wird es in verschiedener Hinsicht interessanter, möglicherweise auch gefährlicher werden. „Hunting the rich“, die Jagd auf die Reichen, muss sich ja nicht zwingend auf einzelne Personen beziehen, sondern kann auch einem Kollektiv gelten. Allzu leicht könnte der Eindruck entstehen, ja, ist vielleicht schon entstanden, dass unser Land zwar Nutzniesser der europäischen Friedensordnung sei, aber die Lasten nicht mittragen wolle. Solcherart Argumentation trifft dies- wie jenseits der Schweizergrenze auf einen empfindlichen Nerv. Die Angst vor dem schlechten Ruf des Trittbrettfahrens hat die politische Debatte in der Schweiz über weite Strecken beherrscht. Wenn Europäer den Begriff der „Rosinenpickerei“ in den Mund nehmen, dann blasen viele Schweizer zum Rückzug. Nur das nicht: den Verdacht unsolidarischen Profitierens, und wäre er noch so haltlos.

Die Schwierigkeit der kommenden Zeit wird darin bestehen, an solchen romantischen Gefühlen vorbei und unter ebenso klarer Verneinung der Vorstellung, man sei sozusagen alleine auf diesem Kontinent, zu einer Politik zu finden, die offen zur *Dualität der Doktrin* steht. Dualität in dem Sinne, dass sowohl Eigenständigkeit ohne Wenn und Aber als auch Zusammenarbeitsfähigkeit und -wille sich die Waage halten müssen. Wie schwer eine solche Doktrin kommunizierbar und dann auch noch politisch durchsetzbar ist, mag das Beispiel der Abgeltungssteuerverträge zwischen Deutschland beziehungsweise Grossbritannien und der Schweiz belegen.

Im Jahr 2001 wurde erstmals die Idee lanciert, mit einer solchen grenzüberschreitenden Besteuerungslösung die Schweiz und ihren Finanzplatz aus der sich schon damals abzeichnenden Gefährdung der grenzüberschreitenden Vermögensverwaltung zu befreien. Es brauchte ganze acht Jahre, eine happige Finanzkrise, Datendiebstähle von der Gegenseite, Druck aus Richtung OECD, bis in den einschlägigen Kreisen unseres Landes die Einsicht obsiegte, dass weder stramm-stures Beharren auf bisherigen Positionen noch bedingungsloses Nachgeben in Richtung des automatischen Informationsaustauschs zielführend sein werden, sondern – eben – eine offen duale Strategie, welche für beide Seiten zu vertretbaren Ergebnissen führt. Automatischer Informationsaustausch – damit wäre dem „Hunting the rich“, der absehbaren Jagd auf die Reichen, Tür und Tor geöffnet. Es gehört zur Eigenständigkeit der Schweiz, dass wir den Schutz des Substrats, des Eigentums, gerade im Hinblick auf gefährlicher werdende Zeiten gewähren wollen. Mit der anonym erhobenen Abgeltungssteuer räumen wir dem zweiten Standbein der dualen Doktrin, der pragmatischen Zusammenarbeit, den berechtigten Platz ein.

*Eigenständigkeit und Zusammenarbeit:* Unter diesem Titel lässt sich eine Fortsetzung des Erfolgs des Finanzplatzes Schweiz durchaus vorstellen. Was in welchem Falle überwiegen soll, muss – die Dualität erfordert dies – sowohl prinzipiellen als auch pragmatischen Überlegungen folgen. Wollen wir uns der europäischen MiFiD-Regulierung annähern? Wie weit? Wo setzen wir Grenzen? Wie weit lassen wir uns auf Target-2-Securities ein? Wäre die von den Europäern so sehnlichst erwünschte Steuer auf Finanztransaktionen auch für uns ein Thema? Selbst wenn alle ökonomische Vernunft dagegen spricht? Oder gar

ein Mitziehen bei den von den Kontinentaleuropäern so hochgeschätzten Verboten bestimmter Finanztransaktionen und -instrumente? In allen aufgezählten Fällen geht es stets auch um die Frage des Eigentumsschutzes und der gewerblichen Freiheiten von Bürgern. Wenn künftig an solche Themen nicht mehr mit dem A-Priori-Schuldbekenntnis der „Rosinenpickerei“ herangegangen wird, sondern mit durchaus selbstbewusstem „Welche unserer Prinzipien sind unverzichtbar?“ sowie „Was bringt es uns?“, dann hat unser Land endlich wieder zu jener Art des Umgangs gefunden, die auch von Mächtigeren verstanden wird.

Allerdings: Eine duale Doktrin ist völlig unromantisch. Unromantisch war die Schweiz in ihren besten Zeiten ohnehin. Zu Unrecht wurde die Schweiz in den letzten Jahren zur „Willensnation“ emporstilisiert. Dieser Anspruch und alle mit viel zu vielen Schweizerkreuzen gefeierte „Swissness“ zielen an unserem wirklichen Wesen vorbei. Willensnation? Die Schweizer wollten, wollen sich nicht unbedingt. Von Liebe zueinander kann schon gar nicht die Rede sein. Der Anspruch ist viel tiefer gestapelt, dafür umso ehrlicher: Man hält es miteinander besser aus als ohne. Einander Aushalten, das ist unsere Staatsidee, mehr wäre romantisch und damit gefährlich.

Wir sind dezidiert der Ansicht, dass allein eine betont nüchterne, Eigeninteressen weder verheimlichende noch verschmerzende, zur Zusammenarbeit befähigte und bereite Aussenpolitik die Schweiz durch die gefährlicher werdenden Häutungsphasen Europas, der EU und der Eurozone führen wird. Die Einheitswährung Euro, der „Spiegel“ hat recht, war ein romantisches Projekt. Es hat zu Verzerrungen geführt, die unabwendbar bereinigt werden müssen. Romantik und Selbsterstörung waren schon immer ein gefährliches Paar. Ein Europa, das sich zwar nicht unbedingt liebt, aber wenigstens gegenseitig aushält: Diese Art von Friedensordnung würde den meisten Einwohnern dieses Kontinents wohl vollends genügen. Man kann seine Ziele auch zu hoch stecken. Ikarus, dem Griechen, wurden sie zum Verhängnis.

KH, 3.10.2011