

## Der Euro – ein Unheil ohne Heil

Referat von Dr. h.c. Beat Kappeler  
anlässlich der

**25-Jahrfeier der Salmann Investment Management AG**  
am 8. Juni 2010

Ich würde dem Titel hier immerhin ein Fragezeichen zugestehen, aber nur ein kleines. Zu stark sind schon Verwerfungen eingetreten, als dass noch eine breite Wahl von Auswegen besteht. Es gibt allerdings noch zwei, drei Fluchtpunkte. Aber fangen wir mit den Anfang an.

Man erinnert sich heute kaum mehr daran, dass 1999 bei der Euro-Einführung viele Leute meinten, der Franken werde schnell verdrängt und bald würden alle auch in der Schweiz nur noch Euro annehmen. Zehn Jahre später sieht alles anders aus. Diese Währung mit Anspruch auf Stabilität, auf Ersatz des Dollars, wurde zu einer höchst gefährdeten und mit tausend Milliarden gestützten Schwachstelle.

Allerdings – schon 1992 hatten 60 Ökonomen feierlich gewarnt, 1998 sogar 155 Ökonomen. Ich selbst hatte für den Schweizerischen Wissenschaftsrat 1993 eine Studie gemacht und die kritischen Punkte eruiert.

### **Wie sieht eine optimale Währungsunion aus?**

Die Probleme des Euro-Raums rühren aus seiner falschen Konstruktion her. Es ist eine Währung ohne Staat.

In einer „optimalen Währungsunion“, wie sie der Dollar Amerikas, der Schweizer Franken oder früher die DM sind und waren, müssen zwei Bedingungen erfüllt sein – bei „asymmetrischen Schocks“, die nur einen Teil des Währungsraums betreffen, müssen die Arbeitskräfte wegwandern (wie jetzt aus Detroit oder seinerzeit weg von der Uhrenregion Jura 1980) und zweitens müssen automatische Geldflüsse aus dem Zentrum eintreffen wie Arbeitslosengelder, Renten, Finanzausgleich, Subventionen. Diese Erkenntnis wurde vom amerikanischen Ökonomen Robert A. Mundell schon 1961 formuliert und 1999 mit dem Nobelpreis gekrönt. Man hätte es wissen können.

Diese Bedingungen der „optimalen Währungsunion“ sind in der EU nicht erfüllt. Aber asymmetrische Schocks traten auf:

Die Lohnkosten der südlichen Länder stiegen stärker als jene des Nordens an, und die Produktivität nahm nicht zu.

Eine Schere von gegen 25% der Lohnstückkosten tat sich auf und bewirkte massive Handelsbilanzdefizite des Südens, damit steigende Staatskosten für Arbeitslose, subventionierte Firmen, Frühpensionierungen. Sie können nicht abwerten. Die hohen Staatsdefizite waren die Folge eher, nicht die Ursache der Ungleichgewichte. Ausserdem sank beim Eintritt in den Euro für die südlichen Länder der Zinssatz – für

Hypotheken wie für die Staatsschulden – auf die Hälfte oder ein Drittel, was die Schuldenwirtschaft förderte.

### **Die Maastricht-Regeln**

Kleiner Exkurs in Zynismus: Die „Maastricht-Regel“ von 60% Staatsschulden gemessen am Bruttoinlandprodukt und 3% laufendes Defizit hiess, dass die Staatsschulden „gratis“ waren: falls die Schuldzinsen 5% von 60% betragen, sind sie 3% des BIP, und wenn dieses nominal jährlich soviel wächst, können die Schulden immer weiter gewälzt werden und das nominelle BIP-Wachstum zahlt über die mitwachsenden Staatseinnahmen die Zinsen darauf. Wenn aber Schulden oder Zinsen höher steigen, oder das BIP weniger wächst, geht die ungebremste Schuldenfalle auf. Dies ist heute für die südlichen Länder des Euro der Fall – die Schulden liegen deutlich über den 60%, die Zinsen für diese (falls private Geldgeber überhaupt zeichnen) steigen über 5%, das laufende Defizit beträgt ein Vielfaches von 3% des BIP und das Wachstum wird wegen der Sparmassnahmen unter null liegen.

### **„Union durch das Recht“ im Unrecht**

Der Reputationsschaden von Euro-Land ist enorm, in der Perspektive der weltweiten Anleger, die jetzt die Staatsfinanzen oder das 750-Milliardenpaket finanzieren sollen. Denn „die Union durch das Recht“, als welche sich die EU gerne bezeichnet, hat im Mai 2010 innert Tagen klare Rechtsbrüche begangen:

- Der Artikel 125 des Lissabonner Vertrags untersagt ausdrücklich („Verbot“ steht dort) Hilfe an schwächelnde Euro-Mitglieder – es wurden 750 Milliarden versprochen.
- Die Statuten der EZB verbieten den Aufkauf von Ramsch-Papieren und die Geldschöpfung daraus, sie tut dies jetzt.
- Die Regeln von höchstens 3% Staatsdefizit gemessen am Bruttoinlandprodukt wurden ab 2003 von D und F für sich selbst ausser Kraft gesetzt, ab 2005 ausdrücklich auch für Griechenland.
- Die italienische Zentralbank befreite die italienischen Banken vom Nachschuss der Eigenkapitalunterlegung, wenn ihre Portfolios an europäischen Staatspapieren im Wert sinken.

### **Die Abhilfen**

Die Kur besteht, wegen der fehlenden Leistungskraft, nicht in Stützungen an die Süd-Staaten, wie jetzt mit 750 Milliarden € bereitgestellt, sondern alternativ oder kumulativ

- in einer jahrelangen internen Lohn- und Preisdeflation des ganzen Euro-Südens,

- im Nachholen der Produktivität (flexible Arbeit, Innovationen, Informationstechniken, Englischkenntnisse, Grossfirmen, Exporte aufbauen)
- im Austritt des Nordens oder des Südens aus dem Euro
- in einem Staatsbankrott (halb so schlimm – Erstreckung der Obligationenschuldfrieten, Reduktion der Zinsen darauf). Sobald das Primärbudget, ohne Zinszahlungen, ausgeglichen ist, lohnt sich für ein Land der Bankrott. Es wird von alten und neuen Gläubigern unabhängig.

Serving Private Clients

Jedenfalls gibt es für die westlichen Staaten, die USA inbegriffen, nur die Alternative zwischen Finanzausrottung oder massivem Sparen, kombiniert mit massiven Steuern. Hinzu kommen die irgendwann steigenden Zinsen auf diesen Schulden. Das wird sich wie ein schwerer, deflationärer Schatten auf die Konjunktur legen.

Ob die Inflation durch diese Geldspritzen und die hohe Staatsnachfrage steigt, ist eine offene Frage. Dagegen sprechen der offene Weltmarkt, der die Preise drückt, die unausgelasteten Produktionsanlagen und Arbeitsmärkte. Dafür spricht der Verdacht, dass die da und dort politisch ausweglose Lage der Staatsfinanzen irgendwann doch durch die Notenbanken durchfinanziert wird, länger als die Volkswirtschaft selbst dies bräuchte. Dann gibt es Inflation.

Es ist zu erwarten, dass der Spagat zwischen restriktiver Budgetpolitik des Staates und expansiver Geldpolitik der Notenbank versucht wird, womit die Anleger um die richtigen Zinsen für die Staatsschulden gebracht werden. Die Zinsen werden künstlich tief gehalten.

### **Wie geht es aus schweizerischer Perspektive weiter?**

Die Lage ist diesmal viel besser als in allen andern westlichen Staaten.

- ✓ bereits Lichtblicke auf dem Arbeitsmarkt,
- ✓ gleich gute Produktivitäts- und gleich moderate Lohnentwicklung wie die nördlichen Euro-Länder,
- ✓ Halbwegs sanierte Staatsschulden (“nur” 40% des BIP heute),
- ✓ Keine Immobilien-Krise wie Esp, Irl, UK, USA (die hatten wir 1992-97, aber das System lernte...),
- ✓ sodann auf 2009 hin eine reale Lohnerhöhung von ca. 2,6% für alle, sowie 1-2% mehr Arbeitende (u.a. Deutsche), sodass die verfügbaren Einkommen ausgerechnet im Krisenjahr enorm zunahmten und auch ausgegeben wurden, wie die haushohen Zunahmen der Detailverkäufe zeigen,
- ✓ Dann half auch die Arbeitslosenversicherung der Schweiz mit den Kurzarbeitsentschädigungen, welche manche Firma über das

Auftragsloch durchtrugen, die Belegschaften damit, und die jetzt wieder mit den bestehenden Teams loslegen können.

- ✓ Ein intakter Finanzplatz mit geretteter UBS und hoher Eigenkapitalausstattung der Banken. Nach dem Einschwenken auf die Bankgeheimnis-Definition der OECD ist er gleichauf, hat eine eigene Währung, starke Versicherungen, tiefe Steuern für Inländer wie Ausländer, hohe Attraktivität für Hedge Funds, Rohstofffirmen, hohe Sicherheit und Stabilität des gesellschaftlichen, politischen Umfelds. Der Zustrom beginnt wieder massiv, diesmal auch aus Euro-Land.
- ✓ Die Nationalbank versucht, den Franken mit viel flüssigem Geld tief zu halten. Eines Tages wird sie diese Politik reduzieren und der Franken könnte steigen. Man muss also die Verlautbarungen der Notenbanken, vor allem aber ihre Taten, verfolgen – geht die Geldmenge zurück, lassen sie die Zinsen ansteigen?
- ✓ Wenn dadurch der Franken gegenüber dem Euro steigt, wenn zudem Euroland in langjährigem Sparkurs in Deflation fällt, dann hat der Schweizer Export Schwierigkeiten. Denn im Unterschied zu den 70er und 80er Jahren fällt diesmal auch Deutschlands Währung ab. Dafür könnte – wie gegenwärtig – der Dollar steigen, damit auch die asiatischen Währungen. Die Schweizer Exportposition nimmt in diesen Räumen stärker zu.
- ✓ Die schlechteste Variante – ohne Heil für den Euro - muss mitgedacht werden – dauernde Staatsfinanz-Krisen im Euro-Land, politische Unruhen im zahlenden Norden wie im deflationierenden Süden, Austritt des Südens aus dem Euro mit massiven Anlageverlusten und Kurssenkungen.

### **Der Schluss**

Die Europäer haben die Strafe für die Kopfgeburt, für „Visionen“ ihrer Politiker von 1992 eingefangen. Die wirtschaftliche Wirklichkeit, nicht „spéculation“, ist stärker als Kopfgeburten. Die europäischen Politiker können sich nicht mit den Augen der Angelsachsen, der Chinesen, der Schweizer sehen, sie sind provinziell geworden und stehen im Alleingang. Der wahre Charakter Europas, nämlich die Vielheit und der „Wettbewerb der Lösungen“ nach nationalen Mustern, ist in der EFTA, nicht in der Harmonisierungswalze und Vergemeinschaftung der EU verkörpert.

Die Schweiz hingegen ist, mit ihrer weltweiten Ausrichtung, mit den Freihandelsabkommen der EFTA, mit der Mitgliedschaft in der WTO, mit ihrer Nüchternheit wie die Angelsachsen und Asiaten, im Weltgang.