



Flossbach von Storch  
RESEARCH INSTITUTE

WIRTSCHAFT & POLITIK 30/07/2019

# Zur ökonomischen und politischen Lage der Europäischen Union

von NORBERT F. TOFALL

## Zusammenfassung

Im Handelsstreit zwischen China und den USA ist die Europäische Union sowohl ökonomisch als auch politisch denkbar schlecht aufgestellt. Das ist umso problematischer, als es sich bei dem Handelsstreit zwischen China und den USA nicht um einen normalen Handelsstreit handelt, sondern um den geopolitischen Konflikt zwischen einer aufstrebenden neuen Supermacht mit hegemonialen Anspruch und einer etablierten alten oder älteren Hegemonialmacht.

## Abstract

In the trade dispute between China and the USA, the European Union is in a very weak position, both economically and politically. This is all the more problematic because the trade dispute between China and the US is not a normal trade dispute, but a geopolitical conflict between an emerging new superpower with hegemonic claims and an established old or older hegemonic power.



Im Handelsstreit zwischen China und den USA ist die Europäische Union sowohl ökonomisch als auch politisch denkbar schlecht aufgestellt. Das ist umso problematischer, als es sich bei dem Handelsstreit zwischen China und den USA nicht um einen normalen Handelsstreit handelt, sondern um den geopolitischen Konflikt zwischen einer aufstrebenden neuen Supermacht mit hegemonialen Anspruch und einer etablierten alten oder älteren Hegemonialmacht.<sup>1</sup> Würde es sich bei dem Handelsstreit zwischen China und den USA um einen normalen Handelsstreit handeln, würde es also rein um ökonomische Interessen gehen, dann müßten wir uns um die Weltwirtschaft und die internationalen Beziehungen und um die Rolle und den Zustand der Europäischen Union keine größeren Sorgen machen. Denn rein ökonomische Interessen lassen sich im Grunde relativ leicht zum Ausgleich bringen, wenn dem ökonomischen Interessenausgleich keine politischen und keine geopolitischen Interessen im Wege stehen.

Der politische und geopolitische Interessenkonflikt zwischen China und den USA wird jedoch selbst dann bestehen bleiben, falls sich China und die USA auf einen „Deal“ im derzeitigen Handelsstreit einigen sollten. Die Weltwirtschaft und die internationalen Beziehungen werden in den nächsten Jahren und den kommenden Jahrzehnten unausweichlich vom politischen und geopolitischen Konflikt zwischen China und den USA geprägt werden.

Erschwerend kommt hinzu, daß geopolitische Konflikte heute oftmals nicht mehr primär durch Sicherheits- und Verteidigungspolitik ausgetragen werden, sondern vermehrt durch Geoökonomik.<sup>2</sup> Das heißt nicht, daß die traditionelle Sicherheits- und Verteidigungspolitik und der Einsatz militärischer Mittel heute keine Rolle mehr spielen. Vielmehr heißt das *erstens*, daß aufstrebende Mächte heute deshalb zunehmend primär ökonomische Instrumente einsetzen, um geopolitische Einflußsphären auf- und ausbauen und um hegemoniale Führungsrollen zu gewinnen,<sup>3</sup> weil der Einsatz öko-

---

<sup>1</sup> Siehe GRAHAM ALLISON: *Destined For War. Can America and China Escape Thucydides's Trap?*, London (Scribe) 2017.

<sup>2</sup> Zum Begriff Geoökonomik siehe ROBERT D. BLACKWILL and JENNIFER M. HARRIS: *War by Other Means. Geoeconomics and Statecraft*, Cambridge, Massachusetts, and London, England, (Harvard University Press) 2017, S. 20: „Geoeconomics: The use of economic instruments to promote and defend national interests, and to produce beneficial geopolitical results; and the effects of other nations' economic actions on a country's geopolitical goals.“ Notabene: Der Begriff Geoökonomik wird zwar immer populärer, es hat sich jedoch bislang keine allgemein anerkannte Definition durchgesetzt.

<sup>3</sup> Siehe ebenda S. 33-34.



nomischer Instrumente unter den gegebenen Machtkonstellationen oftmals einfach erfolgsversprechender erscheint als der Einsatz militärischer Mittel.<sup>4</sup>

Zudem scheinen *zweitens* die heutigen aufstrebenden Mächte mehr ökonomische Ressourcen zur Verfügung zu haben als in früheren Zeiten. Und diese ökonomischen Ressourcen befinden sich oftmals unter direkter oder indirekter Kontrolle der Regierungen, weshalb von einer modernen Rückkehr des Staatskapitalismus die Rede ist.<sup>5</sup> Obwohl der Staatskapitalismus keine neue machtpolitische Erscheinungsform darstellt, scheint er in den letzten Jahren wieder eine steigende Bedeutung zu erhalten. Nach Robert Blackwill und Jennifer Harris besitzen Regierungen – und nicht private Shareholder – heute die weltweit 13 größten Öl- und Gasunternehmen und 75 Prozent der Weltenergieserven.<sup>6</sup> „Across a number of measures, from major industries to equity and bond markets, from capital flows to foreign direct investment, the state's hand is visible and growing.“<sup>7</sup>

Und *drittens* scheint die zunehmende Bedeutung von Geoökonomik in einem nicht zu unterschätzenden Zusammenhang mit der heutigen Struktur globaler Märkte zu stehen: „Notably, today's markets – deeper, faster, more leveraged, and more integrated than ever before – exert more influence over a nation's foreign policy choices and outcomes, compelling more attention to economic forces along the way.“<sup>8</sup>

Aus dem geopolitischen Konflikt zwischen China und den USA folgt für die Europäische Union ohnehin bereits ein erheblicher außenpolitischer und inhereuropäischer Druck in Bezug auf „alte“ politische Bündnisse und Loyalitäten einerseits und „neue“ Partnerschaften und Loyalitäten andererseits, die allein schon aufgrund der schieren Größe des chinesischen Absatzmarktes angestrebt werden. Dieser erhebliche Druck wird zusätzlich dadurch gesteigert, daß der geopolitische Konflikt zwischen China und den USA primär mit ökonomischen Mitteln ausgetragen wird. Die Europäische Union kann sich aufgrund der heutigen weltwirtschaftlichen Verflechtung und der Struktur globaler Märkte nicht von diesem mit ökonomischen Mitteln geführten Konflikt abkoppeln. Darüber hinaus ist die Europäische Union nicht nur aus

---

<sup>4</sup> Siehe ebenda S. 35 und dort auch: „The logic of challenging the United States in a largescale war is growing more remote (especially for state actors and especially in any land-war scenario) ... Even if countries were challenging the United States militarily, there remain separate questions about whether today's security challenges are best suited to military tools.“

<sup>5</sup> Vgl. ebenda S. 36 und auf S. 269, Fn. 15: „State capitalism ... has four primary actors: national oil corporations, state-owned enterprises, privately owned national champions, and sovereign wealth funds.“

<sup>6</sup> Siehe ebenda S. 36.

<sup>7</sup> Ebenda S. 37.

<sup>8</sup> Ebenda S. 37.



den Europäischen Wirtschaftsgemeinschaften entstanden, sondern wird auch heute noch dominierend durch den Binnenmarkt zusammengehalten. Die EU ist vornehmlich ein ökonomisches Projekt, das zweifelsohne wichtigen politischen Zielen dient, aber ohne die ökonomischen Motive nicht zusammengehalten werden kann. Der mit ökonomischen Mitteln geführte Konflikt zwischen China und den USA, der die kommenden Jahrzehnte prägen wird und von dem sich die EU nicht abkoppeln kann, ist für die EU deshalb nicht nur ein außenpolitisches Problem neben anderen, sondern könnte den konstituierenden und integrierenden ökonomischen Kern der EU Schritt für Schritt erodieren lassen, wenn sich die EU ökonomisch und politisch falsch aufstellt, was leider sehr wahrscheinlich ist.

Daß die Lage sehr ernst ist und daß die Europäische Union angesichts des geopolitischen Konflikts zwischen China und den USA ökonomisch und politisch denkbar schlecht aufgestellt ist, ergibt sich vornehmlich aus drei Faktoren:

*Erstens:* Die Finanzkrise ist nicht bereinigt worden. Und die strukturellen Folgen dieser Problemverschleppung sind in der EU und selbst in Deutschland angekommen (siehe II.).

*Zweitens:* Weder auf der gesamteuropäischen Ebene noch auf der Ebene der meisten Mitgliedsländer der EU sind zur Zeit politische Mehrheiten oder auch nur einzelne staatliche Institutionen erkennbar, die gewillt wären, die wirtschafts- und geldpolitischen Problemverschleppungen der letzten 10 Jahre zu beenden (siehe III.).

*Drittens:* Der seit der unbereinigten Finanzkrise entstandene Rechts- und Linkspopulismus in Europa verschärft die Polarisierung durch Problemverschleppung und verfolgt weder in seiner rechten noch in seiner linken Spielart Politikprogramme, welche die ökonomischen Problemverschleppungen in Europa beenden könnten (siehe IV.).



## II.

Obwohl in den letzten Jahren immer wieder das Ende der Finanzkrise von 2007/2008 verkündet wurde, ist die Finanzkrise bis heute nicht überwunden oder gar bereinigt worden. Selbst der Internationale Währungsfonds (IWF) stellt in seinem *Global Financial Stability Report*<sup>9</sup> im Oktober 2018 fest, daß die mittelfristigen Risiken für die Finanzstabilität nach wie vor hoch sind. Und die Verschuldung des nicht-finanziellen Sektors in Ländern mit systemisch relevanten Finanzsektoren habe ein Allzeithoch von 250 Prozent im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt erreicht und sei schneller gestiegen als das Wirtschaftswachstum.<sup>10</sup> Der IWF betont zurecht, daß das einerseits die finanziellen Folgen der Rettungspolitik ab 2007/2008 und andererseits die geringe fiskalische Disziplin vieler Länder widerspiegele.

Das heißt weniger zurückhaltend formuliert: Es wurde und wird versucht, die Finanzkrise seit 2007/2008, die eine Überschuldungskrise von Staaten und Banken ist, durch noch mehr Schulden zu überwinden. Unser Finanz- und Wirtschaftssystem ist durch die vielfältigen Rettungsmaßnahmen der Zentralbanken und Staaten nicht stabiler geworden, sondern fragiler. Durch die künstliche Unterdrückung von Volatilität, ökonomischen Anpassungen und „schöpferischer Zerstörung“ wurden die sichtbaren Anzeichen für Risiken ausgeschaltet, nicht jedoch die Risiken als solche vermindert. Im Gegenteil: Unter der Oberfläche akkumulieren sich die stillen Risiken immer weiter und erhöhen die Fragilität des Wirtschafts- und Finanzsystems.

Denn durch die Null- und Negativzinspolitik der Zentralbanken und ihren Anleihekaufprogrammen wurde gezielt verhindert, daß sich der wichtigste Preis einer Volkswirtschaft, der Zins, frei bilden kann. Das heißt, daß die Signalfunktion des Zinses zerstört wurde, so daß Risiken nicht mehr sofort sichtbar werden. Durch dieses „Nicht-mehr-sofort-Sichtbar-werden“ sind Risiken aber nicht weggezaubert, sondern akkumulieren sich im Stillen und eine Zeitlang unsichtbar immer weiter und weiter.

---

<sup>9</sup> Siehe INTERNATIONAL MONETARY FUND: *Global Financial Stability Report October 2018: A Decade after the Global Financial Crisis: Are we Safer?*

<sup>10</sup> Vgl. ebenda S. viii. Damit hat sich der Trend aus dem Jahr 2017 leider verstetigt. In seinem *Global Financial Stability Report* vom Oktober 2017 schrieb der IWF bereits: „Leverage in the nonfinancial sector has increased since 2006 in many G20 economies and easy financing conditions. While this has helped facilitate the recovery in aggregate demand, it has also made the nonfinancial sector more sensitive to changes in interest rates. Private sector debt service burdens have increased in several major economies as leverage has risen, despite declining borrowing costs. Debt servicing pressure could mount further if leverage continues to grow and could lead to greater credit risk in the financial system“ (S. 32).



Und diese Akkumulation von stillen Risiken ist selbst in Deutschland angekommen, welches im Vergleich mit anderen Euroländern sehr gut dasteht. Selbst in Deutschland hat die Null- und Negativzinspolitik der Zentralbanken und die Akkumulation von Risiken zur Zombifizierung von Banken und vielen Unternehmen geführt.<sup>11</sup> So sind nach einer Creditreform-Studie<sup>12</sup> aus dem Jahr 2017 die Firmeninsolvenzen in Deutschland zwar auf dem niedrigstem Stand seit 1994, aber 15,4 Prozent der 7400 analysierten Unternehmen erwirtschafteten keinen ausreichenden operativen Gewinn (vor Zinsen und Steuern), um die laufenden Fremdkapitalzinsen zu finanzieren. Das heißt, daß diese Unternehmen von der Substanz leben und ihr Kapital aufzehren.<sup>13</sup>

Eine rechtzeitige ökonomische Bereinigung wurde durch die Null- und Niedrigzinspolitik und die unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen der Zentralbanken verhindert. Der daraus folgende Prozess der Zombifizierung von Banken und Unternehmen ist – wie die geldpolitisch unverdächtige Studie von Creditreform belegt – nicht nur ein japanisches Problem, sondern auch ein europäisches. Selbst in Deutschland würden laut Creditreform fast 20 Prozent der Unternehmen eine Zinserhöhung um 3 Prozentpunkte oder einen Zinsanstieg um 1,5 Prozentpunkte bei einem gleichzeitigen Gewinnrückgang um 20 Prozent nicht überleben.<sup>14</sup>

Dieses Problem einer fortschreitenden Zombifizierung wird auch von einer am 23. September 2018 veröffentlichten Studie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich bestätigt: „Using firm-level data on listed firms in 14 advanced economies, we document a ratcheting-up in the prevalence of zombies since the late 1980s. Our analysis suggests that this increase is linked to reduced financial pressure, which in turn seems to reflect in part the effects of lower interest rates. We further find that zombies weigh on economic

---

<sup>11</sup> Siehe auch THOMAS MAYER und GUNTHER SCHNABL: „Wie Mario Draghi Europas Wirtschaft zombifiziert“, in: *Welt (online)* vom 17. April 2019, online abrufbar unter: <https://www.welt.de/wirtschaft/article192066629/Mario-Draghi-Wie-er-Europas-Wirtschaft-zombifiziert.html>

sowie NORBERT F. TOFALL: *Zombifizierung und Geldpolitik*, Studie zu Wirtschaft und Politik des FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE vom 15. Dezember 2017; online abrufbar unter: <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/studien/zombifizierung-und-geldpolitik/>

<sup>12</sup> Siehe REUTERS-REDAKTION: *Creditreform – Firmenpleiten auf niedrigstem Stand seit 1994*, Meldung vom 12. Dezember 2017, 11:38 Uhr.

<sup>13</sup> Siehe allgemein FRIEDRICH AUGUST VON HAYEK: „Kapitalaufzehrung“ (1932), in: FRIEDRICH A. VON HAYEK: *Geld und Konjunktur, Band II: Schriften 1929 - 1969*, herausgegeben von Hansjörg Klausinger, Tübingen 2016, S. 193 – 215.

<sup>14</sup> Siehe REUTERS-REDAKTION: *Creditreform – Firmenpleiten auf niedrigstem Stand... a.a.O.*



performance because they are less productive and because their presence lowers investment in and employment at more productive firms.”<sup>15</sup>

Und laut einer am 6. Dezember 2017 erschienenen Studie der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) ist in Italien der Anteil der Zombiefirmen zwischen 2007 und 2013 von 7 Prozent auf 19 Prozent gestiegen.<sup>16</sup> Aktuellere Zahlen werden in der OECD-Studie leider nicht betrachtet. Es dürfte aber sehr wahrscheinlich sein, daß dieser Anteil seit 2013 gestiegen ist.<sup>17</sup>

Das ökonomische Problem von Zombiefirmen besteht nicht nur darin, daß sie selbst nicht rentabel sind und Kapitalaufzehrung bewirken. Da sie nicht vom Markt verschwinden, erschweren sie als künstlich am Leben erhaltene Konkurrenten neuen Firmen den Marktzutritt. Darüber hinaus scheinen Zombieunternehmen die Investitionstätigkeit von Nicht-Zombie-Unternehmen zu behindern. Laut einer Simulationsrechnung der OECD hätten die Investitionen der Nicht-Zombie-Unternehmen im Jahr 2013 um 6 Prozent höher sein können, wenn der Anteil der Zombieunternehmen seit 2007 nicht gestiegen wäre.<sup>18</sup>

Zombieunternehmen sind für die OECD eine Hauptursache für sinkendes Produktivitätswachstum. Es bestehe ein großes Risiko, „that the increasing prevalence of zombie firms in some countries may depress creative destruction and contribute to a period of macroeconomic stagnation, just as in Japan during the 1990s.”<sup>19</sup>

Obwohl die Ursachen für diese Lage in den vielfältigen staatlichen Rettungsprogrammen seit 2007/2008 und der ultralockeren Geldpolitik der Zentralbanken liegen, sind die Zentralbanken und insbesondere die EZB nicht geneigt, ihre ultralockere Geldpolitik zu beenden. Da im Euroraum eine Zinswende, die diesen Namen verdient, allein in Deutschland 20 Prozent der Firmen in die Insolvenz treiben könnte und in Italien einen vermutlich noch höheren Anteil und da eine Zinswende ein Land wie Italien, das bereits ohne Zinswende um sein finanzielles Überleben kämpft, aus dem Euro treiben würde, dürfte es in Europa in absehbarer Zeit keine Zinswende geben.

---

<sup>15</sup> Siehe RYAN BANERJEE and BORIS HOFMANN: “The rise of zombie firms: causes and consequences”, in: *BIS Quarterly Review*, September 2018, S. 67 – 78, hier S. 67.

<sup>16</sup> Siehe DAN ANDREWS; MÜGE ADALET MCGOWAN; VALENTINE MILLOT: *Confronting the Zombies: Policies for Productivity Revival*, OECD Economic Policy Paper No. 21, Dezember 2017, S. 10.

<sup>17</sup> Weitere Länder siehe ebenda S. 11.

<sup>18</sup> Siehe ebenda, S. 13.

<sup>19</sup> Ebenda S. 13.



Darüber hinaus könnte die Überschuldungskrise von Staaten und Banken im Euroraum in den kommenden Jahren auf einen neuen Höhepunkt zustreben und das nicht nur wegen Italien.<sup>20</sup> Denn durch die Null- und Negativzinspolitik sowie die Anleihekaufprogramme der EZB wurde und wird die Risikotragfähigkeit der Banken unterminiert.<sup>21</sup>

Niedrige Zinsen hübschen zunächst Bilanzen und Erträge der Banken auf. Aktiva können höher bewertet werden, so daß sich weiterer Spielraum zur Verschuldung ergibt. Außerdem sinken die Zinsausgaben, so daß zunächst die Erträge steigen. Gleichzeitig sinken jedoch die Ertragsaussichten, wenn höher verzinsliche Aktiva durch solche mit niedrigeren Zinsen ersetzt werden. Und die Anfälligkeit für Eigenkapitalverluste steigt, wenn Aktiva in der Zukunft wegen wieder steigender Zinsen niedriger bewertet werden müssen. Besonders betroffen davon sind die Kreditbanken.

70 bis 80 Prozent des kommerziellen Kreditbankgeschäftsmodells bestehen aus den sogenannten drei Zinsmargen *Passivmarge*, *Transformationsmarge* und *Kreditmarge*, der Rest aus Gebühren und Courtagen. Die Passivmarge ist die Differenz zwischen dem Tagesgeldzins und dem Einlagenzins. Die Transformationsmarge ist die Differenz, welche durch die langfristige Ausleihung von kurzfristig geliehenen Geldern erzielt wird. Und die Kreditmarge ist der Aufschlag auf den risikolosen Zinssatz im Kreditgeschäft. Durch ihn wird eine Bank für die Verwaltungskosten der Kreditvergabe, die Risikokosten für erwartete Kreditausfälle und die Kosten des Eigenkapitals kompensiert, welches zur Risikotragung eines Kredits notwendig ist, um sich gegen Schwankungen bei den Kreditverlusten abzusichern.<sup>22</sup>

Die Null- und Negativzinspolitik führt nun dazu, daß sowohl die Passivmarge als auch die Transformationsmarge mehr und mehr abschmelzen. Die Passivmarge schmilzt, wenn die Geldmarktzinsen auf oder unter die Einlagezinsen

---

<sup>20</sup> Zu Italien siehe NORBERT F. TOFALL: *Italiens Pokerspiel geht in die zweite Runde*, Kommentar zu Wirtschaft und Politik des FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE vom 13. Juni 2019; online abrufbar unter:

<https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/kommentare/italiens-pokerspiel-geht-in-die-zweite-runde/>

<sup>21</sup> Siehe MARKUS KRALL: *Der Draghi-Crash. Warum uns die entfesselte Geldpolitik in die finanzielle Katastrophe führt*, 3. Auflage, München (FinanzBuch Verlag) 2017, S. 138 f. Die von Markus Krall herausgearbeitete Erosion unseres Bankensystems überzeugt. Ob und wann es jedoch zu dem von Markus Krall vorausgesagten Crash kommen wird und in welcher Form, ist kritisch zu hinterfragen. Wie die ökonomischen Zusammenbrüche des Sozialismus in der Sowjetunion und in Mittel- und Osteuropa gezeigt haben, können dysfunktionale Systeme durch politischen Zwang sehr lange künstlich am Leben erhalten werden. Letztlich ist das ökonomische Gesetz aber immer stärker. Ein „Timing“ daraus abzuleiten, ist jedoch mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden und oftmals fast unmöglich.

<sup>22</sup> Vgl. ebenda S. 140 – 142.





fallen, und die Transformationsmarge schwindet dahin, wenn die Zinskurve flach wird. Die Banken versuchen, diesen Wegfall durch den Ausbau des Kreditgeschäfts zu kompensieren, was aufgrund des künstlich erhöhten Wettbewerbsdrucks jedoch die erzielbaren Kreditmargen drückt. Auch eine Erhöhung der Gebühreneingaben ist nur begrenzt möglich.<sup>23</sup> Die Null- und Negativzinspolitik und die Anleihekaufprogramme der EZB erzeugen deshalb durch eine von ihr erzwungene marktwidrige Zinsstrukturkurve die Erosion der Hauptertragssäulen eines funktionierenden Banksystems.<sup>24</sup>

Diese Erosion der Hauptertragssäulen unseres Banksystems belegt instruktiv, daß unser Finanzsystem durch die vielfältigen Rettungspolitiken der Zentralbanken nicht stabiler geworden ist, sondern fragiler.

### III.

Der Frankfurter Wirtschaftshistoriker Werner Plumpe hat in den letzten Jahren wiederholt darauf hingewiesen, daß trotz Unterschieden zwischen den Finanzkrisen von 1929 und 2008 immer größere Parallelen hinsichtlich der Aspekte „nationale und internationale Verschuldung“, „Anfälligkeit des Währungssystems“ sowie dem „Dilemma von internationaler Ordnung und nationalem Interesse“ erkennbar werden, wenn der mehrjährige Verlauf der beiden Finanzkrisen betrachtet wird. Anders als 1929 hätten 2008 zwar automatische Stabilisatoren wirken können, darüber hinaus sei die prekäre Situation von 2008 aber bis heute nicht bereinigt worden. Die Maßnahmen in der Folge von 2008 hätten eine historisch einmalige Krisensituation entstehen lassen, welche durch politische Handlungsunfähigkeit und „Status-Quo-Panik“ geprägt ist. Status-Quo-Panik bedeute, daß die wirtschafts- und geldpolitisch Handelnden jede Änderung des Status-Quo als Verschlechterung bewerten und deshalb panikartig alles tun, um den Status-Quo zu erhalten. Im Ergebnis werde durch dieses manische Festhalten am Status-Quo das Wirtschafts- und Finanzsystem immer fragiler. So hat die Politik der Problemverschleppung und Status-quo-Wahrung die Japanisierung der Weltwirtschaft vorangetrieben. Ob China oder USA, Europa oder Japan, überall wurden Niedrig-, Null- und Negativzinsen sowie unkonventionelle Maßnahmen der Zentralbanken wie der massive Anleihenankauf als Heilmittel angewandt. Und in all diesen Ländern sind wirtschafts- und geldpolitische Problemverschleppungen die Folge.

---

<sup>23</sup> Vgl. ebenda S. 142.

<sup>24</sup> Vgl. ebenda S. 146.



Bei Beachtung der unter I. dargestellten geopolitischen Lage, daß erstens die Weltwirtschaft und die internationalen Beziehungen in den kommenden Jahrzehnten durch den geopolitischen Konflikt zwischen China und den USA geprägt sein werden, daß zweitens dieser geopolitische Konflikt heute primär mit ökonomischen Mittel ausgetragen wird und daß drittens aufgrund der weltwirtschaftlichen Verflechtung und der Struktur globaler Märkte sich die EU nicht von diesem Konflikt abkoppeln kann, ergeben sich *einerseits* zusätzliche ökonomische Probleme, welche die bestehenden wirtschafts- und geldpolitischen Problemverschleppungen verschärfen dürften, aber auch *andererseits* positive Handlungsoptionen für die EU, auch wenn diese aufgrund der bestehenden politischen Mehrheitsverhältnisse wohl in absehbarer Zeit leider nicht gewählt werden dürften.

Das Problem, welches die ohnehin bereits bestehenden wirtschafts- und geldpolitischen Problemverschleppungen verschärft, besteht darin, daß die von Xi Jinping und Donald Trump und vielen anderen angewendete Geoökonomik mittel- und langfristig dazu führen wird, daß in ihren eigenen Ländern Wachstum und Innovationen nachhaltig behindert werden. Denn der Einsatz von Handel, Zöllen, Energie, Rohstoffen, Zinsen, Krediten, Investitionen, Hilfsprogrammen und Sanktionen als staatlich gelenkte ökonomische Instrumente zur Verfolgung nationaler Interessen und zur Gewinnung geopolitischer Vorteile hebt systematisch den Haupttreiber des Wohlstands aus. Während das Recht die Grundlage des Wohlstands bildet, ist die funktionale Differenzierung der Gesellschaft sein Treiber. Der Einsatz von Handel, Zöllen, Energie, Rohstoffen, Zinsen, Krediten, Investitionen, Hilfsprogrammen und Sanktionen als staatlich gelenkte ökonomische Instrumente ist indes nichts anderes als die teilweise oder gänzliche Ausschaltung (und Gleichschaltung) der Handlungslogik des gesellschaftlichen Teilsystems Wirtschaft und erzeugt enorme Wohlfahrtsverluste.<sup>25</sup>

Da sich die Europäische Union aufgrund der weltwirtschaftlichen Verflechtung und der Struktur globaler Märkte nicht von diesen Folgen abkoppeln kann, ist sie von Wohlfahrtsverlusten in China und den USA direkt und indirekt negativ betroffen. Sollte die EU zudem der Versuchung erliegen, Geoökonomik verstärkt selbst zu betreiben, wofür leider auch die vom deutschen Bundeswirtschaftsminister Peter Altmaier vorgelegte „Nationale Industriestrategie 2030“ spricht, werden sich zu den fremderzeugten

---

<sup>25</sup> Siehe NORBERT F. TOFALL: *Geoökonomische Politik und Welthandel. Zerstört der zunehmende geoökonomische Wettbewerb die Staaten die Weltwirtschaftsordnung?*, Kommentar zu Wirtschaft und Politik des FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE VOM 12. September 2018; online abrufbar unter: <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/kommentare/geoekonomi-sche-politik-und-welthandel-1/>



Wohlfahrtsverlusten selbsterzeugte Wohlfahrtsverluste addieren und die ökonomische Abwärtsspirale gewinnt so eine immer größere Geschwindigkeit.

Andererseits ergibt sich aus der heutigen geopolitischen und geoökonomischen Lage für die Europäische Union eine strategische Option, die es der EU ermöglichen könnte, im geopolitischen und geoökonomischen Kampf der Weltmächte zu bestehen: Die wirtschafts- und geldpolitischen Problemverschleppungen der letzten 10 Jahre werden beendet. Schmerzhaft ökonomische Bereinigungsprozesse werden zugelassen. Der Euro wird nicht länger zur monetären Staatsfinanzierung mißbraucht. Die EU erliegt nicht den Versuchungen des neuen geoökonomischen Kampfplatzes, sondern läßt sowohl innerhalb der EU als auch in ihren Außenbeziehung die Handlungslogik der Wirtschaft wirken, so daß wieder Wohlstand für alle entstehen kann. Oder kurz: Die EU handelt auf allen Ebenen konsequent nach den Prinzipien von Marktwirtschaft und Freihandel.

Leider – und dieses „leider“ kann gar nicht oft genug wiederholt werden – gibt es für diese marktwirtschaftliche Zukunftsoption, mit welcher die kumulierten ökonomischen Problemverschleppungen in der EU beendet und durch welche die chinesische Herausforderung bewältigt werden könnte, in absehbarer Zeit weder auf gesamteuropäischer Ebene noch auf der Ebene der meisten Mitgliedsstaaten der EU politische Mehrheiten. Zukunftsangst, politische Handlungsunfähigkeit und Status-Quo-Panik haben sich auf allen Ebenen der Europäischen Union festgefressen.

Beginnen wir mit der EZB: Die designierte EZB-Präsidentin Christine Lagarde dürfte den Weg der Null- und Negativzinsen und der monetären Staatsfinanzierung, den ihr Vorgänger Mario Draghi geebnet hat, nicht nur weitergehen, sondern sogar weiter ausbauen. Am 26. Juli 2012 hatte der EZB-Präsident Mario Draghi in einer Rede auf einer Londoner Investorenkonferenz den Satz ausgesprochen, der in der internationalen Finanzwirtschaft schnell als die drei magischen Worte bezeichnet wurde: „*Whatever it takes!*“ Den internationalen Finanzmärkten sollte mit diesen drei Worten unmißverständlich verdeutlicht werden, daß die EZB alles tun wird, um den Euro und die Europäische Währungsunion in seiner bestehenden Form zu erhalten. Mario Draghi verbreitete so die Gewißheit, daß die EZB als *lender of last resort* für die Staaten des Euroraumes handeln wird, also für die Schulden der überschuldeten Staaten aufkommen werde. Die EZB hat bis Anfang 2019 allein Staatsanleihen von Euroländern in Höhe von 2,6 Billionen Euro aufgekauft. Und obwohl das Anleihekaufprogramm Anfang 2019 beendet wurde, kündigte Mario Draghi bereits am 18. Juni 2019 auf dem EZB-Notenbankforum im portugiesischen Sintra an, daß es erhebliche Spielräume für weitere Anleihekäufe



gebe und erneute Zinssenkungen erwogen würden. Auf der EZB-Presskonferenz von Mario Draghi am 25. Juli 2019 wurden diese Ankündigungen bestätigt und untermauert. Das heißt, daß eine weitere Senkung der Zinsen durch die EZB ab September 2019 wahrscheinlich ist ebenso wie neue Anleihekaufprogramme. Für eine andere Politik ist im EZB-Rat auf absehbare Zeit keine Mehrheit realistisch.

Und der Europäische Gerichtshof (EuGH) hat seit 2010 weder der EZB bezüglich Fragen der monetären Staatsfinanzierung noch den Mitgliedsstaaten der EU bezüglich des Bailout-Verbots irgendwelche Grenzen gezogen. Mario Draghis magische Worte „*Whatever it takes*“ standen von Anfang an im alles andere als magischen Widerspruch zum Art. 123 Abs. 1 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV), in welchem das Verbot der monetären Staatsfinanzierung verankert ist. Denn wenn die EZB keine Schuldtitel von den Euroländern zwecks monetärer Staatsfinanzierung erwerben darf, dann gibt es de facto keine Garantie der EZB für die Schulden der Euroländer. Eine Garantie für die Schulden der Euroländer ist letztlich immer monetäre Staatsfinanzierung, die jedoch verboten ist. Draghis „*Whatever it takes*“ wäre heiße Luft und würde innerhalb kürzester Zeit seine magische Wirkung auf die Finanzmärkte verlieren, würde man sich an dieses Verbot halten oder würde dieses Verbot gerichtlich durchgesetzt. Angesichts dieser Dimension lag es auf der Hand, daß ein juristischer Kampf um die Frage geführt wurde und noch wird, ob die Anleihekaufprogramme der EZB monetäre Staatsfinanzierung darstellen oder nicht. Obwohl das ökonomisch evident ist und die Befürworter der Anleihekaufprogramme ja genau diese Gewißheit verbreiten, um die überschuldeten Euroländer vor der Insolvenz und dem dann wahrscheinlichen Austritt aus dem Euro zu retten, müssen die gleichen Befürworter vor Gericht diesen Zusammenhang juristisch abstreiten oder von der ökonomischen Evidenz verbal entkoppeln. Das Ergebnis der jahrelangen juristischen Auseinandersetzungen besteht auf jeden Fall darin, daß der EuGH der EZB alle unkonventionellen Maßnahmen der Geldpolitik genehmigt hat. Daß zukünftig zu berufende, neue EuGH-Richter diese Entscheidungen revidieren werden, ist wenig wahrscheinlich.

Aber nicht nur die Geldpolitik der EZB und die Rechtsprechung des EuGH stehen der marktwirtschaftlichen Zukunftsoption der Europäischen Union entgegen. Auch in der EU-Kommission ist keine Politik erkennbar – und auch unter der neuen EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen nicht wahrscheinlich –, welche auf die Beendigung der wirtschafts- und geldpolitischen Problemverschleppungen der letzten 10 Jahren zumindest nur abzielen würde. Beispielsweise zielen die Forderung der EU-Kommission, den europäischen Rettungsschirm ESM unter EU-Recht und unter der Leitung der EU-Kommission zu organisieren oder gleich einen Europäischen Währungsfonds



unter dem Dach der EU-Kommission zu gründen, in die genau gegenteilige Richtung. Der EU-Kommission geht es um die Errichtung eines zweiten Instruments zur Staatsfinanzierung, allerdings unter ihrer Oberhoheit, so daß die Macht der EU-Kommission gesteigert wird.

Im Europäischen Rat der Staats- und Regierungschefs wird sich in absehbarer Zeit auch keine politische Mehrheit für die marktwirtschaftliche Zukunftsoption bilden. Zwar gibt es eine Gruppe von Nordeuropäern, die keinen weiteren Vergemeinschaftungen in der EU zustimmen wollen und eine andere Geldpolitik befürworten, Mehrheiten im Europäischen Rat oder im EZB-Rat gibt es für diese Politik jedoch nicht. Zudem wird sich durch den Brexit die Dominanz der Südländer in der EU weiter steigern, wodurch die Wahrscheinlichkeit für die marktwirtschaftliche Zukunftsoption der EU abermals sinkt.

Und auch im neugewählten Europäischen Parlament sind für diese konsequente marktwirtschaftliche Zukunftsoption der EU keine Mehrheiten erkennbar. Zwar wurde durch die Europawahlen vom 23. bis 26. Mai 2019 die bisherige Dominanz der EVP und der Sozialdemokraten gebrochen, so daß die neue liberale Fraktion „Renew Europe“ eine strategische Position errungen hat. Da aber die Partei des französischen Staatspräsidenten Macron Mitglied dieser Fraktion ist und Macrons Vorstellungen eines zukünftigen Europa mehr in Richtung weiterer Vergemeinschaftungen gehen und in wesentlichen Teilen gegen die marktwirtschaftliche Zukunftsoption der EU stehen, dürfte sich in den kommenden Jahren weder in der neuen liberalen Fraktion noch im Europäischen Parlament eine Mehrheit für die marktwirtschaftliche Zukunftsoption bilden.

Aber auch in den meisten Mitgliedsländern der EU sind derzeit keine politischen Mehrheiten für eine marktwirtschaftliche Zukunftsoption der Europäischen Union erkennbar, was insbesondere für Frankreich, Italien und Deutschland gilt. Präsident Macron will in Frankreich schon Strukturreformen durchsetzen, hatte sich in seinem Präsidentenwahlkampf aber über die Kosten ausgeschwiegen. Nicht zuletzt aus diesem Grund möchte Macron fiskalpolitischen Druck auf der europäischen Ebene ablassen. Die Geldpolitik soll locker bleiben, damit die französische Zinslast nicht ansteigt. Und durch ein Eurozonenbudget und einen Europäischen Währungsfonds sollen weitere Töpfe zur Finanzierung von Staatsaufgaben geschaffen werden.

Die italienische Regierung aus Lega und Fünf-Sternen ist für eine Beendigung der wirtschafts- und geldpolitischen Problemverschleppungen und für schmerzhaft ökonomische Bereinigungsprozesse auch nicht zu gewinnen. Ihre ganze Politik zielt in die gegenteilige Richtung. Die italienische Regierung aus Lega und Fünf-Sterne-Bewegung hat seit ihrem Amtsantritt gefordert,



daß *erstens* die Verschuldungsregeln in der Europäischen Währungsunion geändert werden müssen und daß *zweitens* die EZB sicherstellen solle, daß die Renditeabstände von Staatsanleihen der Euro-Länder auf eine maximale Differenz von 1,5 Prozentpunkten begrenzt werden. Dahinter steht die Forderung, daß die EZB ihre Politik der monetären Staatsfinanzierung weiter ausbauen soll. Zur Durchsetzung dieser Forderungen hat die italienische Regierung ab August 2018 begonnen, ganz offen und unverblümt gegen die EU-Kommission, die anderen Euro-Länder und die EZB zu spielen. Die Forderung lautet: Gehen die EU-Kommission, die anderen Euro-Länder und die EZB nicht auf unsere Vorstellungen ein, drohen wir mit dem unregelmäßigen Auseinanderbrechen der Eurozone über die Einführung einer Parallelwährung. Kurz vor Weihnachten hat die italienische Regierung die erste Runde in diesem Spiel bereits gewonnen. Die zweite Runde läuft noch. Die Ankündigungen von Mario Draghi in Sintra im Juni und auf seiner Pressekonferenz am 25. Juli 2019 deuten jedoch bereits darauf hin, daß Italien auch diese zweite Runde gewinnen wird.

In der Bundesrepublik Deutschland scheinen die Tage von Bundeskanzlerin Angela Merkel zwar gezählt, eine politische Mehrheit für eine konsequente Ordnungspolitik im Sinne von Ludwig Erhard liegt aber in weiter Ferne. In der Europäischen Union müßte eine deutsche Europapolitik dem französischen Hang zum Staatsinterventionismus und zur Planifikation offen entgegentreten und entschlossen und konsequent wirtschaftsliberale Positionen und deutsche Ordnungspolitik à la Ludwig Erhard vertreten. Die derzeitige Regierungskoalition aus CDU/CSU und SPD verfolgt hingegen eine neue deutsche Europapolitik, in der die Vertretung deutscher Interessen keine Rolle mehr zu spielen scheint.<sup>26</sup> Und auch vom Deutschen Bundestag wird in absehbarer Zeit keine Initiative für die marktwirtschaftliche Zukunftsoption der Europäischen Union ausgehen.

Das heißt zusammengefaßt, daß weder auf europäischer Ebene noch auf der Ebene der meisten EU-Länder und insbesondere nicht in Frankreich, Italien und Deutschland politische Mehrheiten erkennbar sind, um die geld- und wirtschaftspolitischen Problemverschleppungen der letzten 10 Jahre zu beenden.

---

<sup>26</sup> Siehe ausführlich THOMAS MAYER und NORBERT F. TOFALL: *Die neue deutsche Europapolitik hat keine Interessen. Das Wunder Europa ist jedoch aus dem Interessenkonflikt hervorgegangen*, Kommentar zu Wirtschaft und Politik des FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE vom 2. Februar 2018; online abrufbar unter: <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/studien/die-neue-deutsche-europapolitik-hat-keine-interessen/>



#### IV.

Angesichts der geld- und wirtschaftspolitischen Problemverschleppungen der letzten 10 Jahre ist es verständlich und mehr als legitim, daß sich überall in Europa neue politische Bewegungen und Parteien gebildet haben, die den etablierten Parteien und Funktionseliten Konkurrenz machen. Überall in der EU sind Zombifizierungen von Banken und Unternehmen sowie niedriges Produktivitätswachstum und entsprechend niedrige Reallohnsteigerungen beobachtbar ebenso wie Umverteilungseffekte aufgrund von gestiegenen Vermögenspreisen. Diese realen Probleme, die sich im Alltag eines Großteils der europäischen Bevölkerungen massiv auswirken, bieten vielfältige und berechtigte Anknüpfungspunkte für neue politische Bewegungen und Parteien, um Unzufriedene einzusammeln und zu organisieren.<sup>27</sup> Die dadurch ausgelöste Veränderung – bis hin zu Zusammenbrüchen – des etablierten Parteienwesens in vielen europäischen Ländern wird von den etablierten Parteien selbst in der Regel jedoch nicht auf die geld- und wirtschaftspolitischen Problemverschleppungen der letzten 10 Jahre zurückgeführt. Zukunftsangst, politische Handlungsunfähigkeit und Status-Quo-Panik scheinen für diese Einsicht zu ausgeprägt zu sein, so daß vor allem rechts- und linkspopulistische Parteien leichtes Spiel haben und einen Wahlerfolg nach dem anderen erringen können. Polarisierung durch Problemverschleppung ist die Folge.

Angesichts der geopolitischen Konfliktsituation und der ökonomischen und politischen Lage der EU stellt sich jedoch die Frage, ob die Politikprogramme der erstarkten rechts- und linkspopulistischen Parteien geeignet sind, die geld- und wirtschaftspolitischen Problemverschleppungen der letzten 10 Jahre zu beenden. Werden in diesen Politikprogrammen schmerzhaft ökonomische Anpassungsprozesse zugelassen oder sollen sie weiterhin verhindert werden? Wird in diesen Politikprogrammen die marktwirtschaftliche Zukunftsoption für die EU gewählt, so daß die Europäische Union und ihre Mitgliedsländer im geopolitischen Kampf der Weltmächte USA und China bestehen und auf die chinesische Herausforderung wirksam antworten können? Oder werden in den Politikprogrammen der rechts- und linkspopulistischen Parteien die realen Probleme, die aus den geld- und wirtschaftspolitischen Problemverschleppungen der letzten 10 Jahren entstanden sind, nur als Vehikel im Wettstreit mit den etablierten Parteien oder „im Kampf gegen das System“ mißbraucht?

---

<sup>27</sup> Siehe PHILIP MANOW: *Die Politische Ökonomie des Populismus*, 2. Auflage, Frankfurt a. M. (Suhrkamp) 2019.



Leider – und auch dieses „leider“ kann man nicht oft genug wiederholen – scheinen die meisten rechts- und linkspopulistischen Parteien in Europa die konsequente marktwirtschaftliche Zukunftsoption für die Europäische Union abzulehnen. Dies wurde insbesondere am Kampf von rechts- und linkspopulistischen Parteien gegen das transatlantische Freihandelsabkommen TTIP überdeutlich. In Deutschland haben sowohl die AfD als auch die Linkspartei, aber auch NGOs wie Compact das Freihandelsabkommen TTIP erbittert bekämpft. In anderen europäischen Ländern war das nicht anders. Der rechtspopulistische Front National, heute Rassemblement National, in Frankreich hat TTIP genauso bekämpft wie die linkspopulistische Fünf-Sterne Italiens. Dabei wäre TTIP zusammen mit dem transpazifischen Freihandelsabkommen TPP die wirksamste Front gewesen, um China mehr und mehr in eine Situation zu drängen, in welcher China das gleiche Recht für alle im Welthandel anerkennen und umsetzen müßte.

Darüber hinaus sind die wirtschafts- und geldpolitischen Programme der Rechts- und Linkspopulisten in der Regel nicht mit ökonomischen Bereinigungsprozessen vereinbar. In Italien wollen sowohl die Lega als auch die Fünf-Sterne ökonomische Bereinigungsprozesse wie die Abwicklungen von überschuldeten Banken um jeden Preis verhindern. In Frankreich hatte der Front National vor 25 Jahren zwar wirtschaftsliberale Elemente, vermutlich weil diese Elemente Anti-Mainstream-Themen waren, die man als Vehikel im Kampf gegen das System verwenden konnte. Unter Marine Le Pen wurden diese Positionen in den letzten Jahren vollständig abgeräumt und durch einen ökonomischen Sozialismus mit nationalem Einschlag ersetzt. In Polen verfolgt die regierende Pis-Partei eine ausgeprägte wohlfahrtsstaatliche Sozialpolitik. In Deutschland sind die glaubwürdigen Vertreter einer liberalen Wirtschafts- und Ordnungspolitik im Sinne von Ludwig Erhard bereits 2015 aus der AfD ausgetreten. Inwieweit Restbestände wirtschaftsliberaler Positionen heute in der AfD noch mehrheitsfähig sind, ist noch nicht endgültig ausgemacht. Daß die AfD aber schon mehrfach eine Entscheidung über ihre Position zur Alterssicherung verschoben hat, spricht Bände. Und daß die ursprünglich als wirtschaftsliberal eingestufte Fraktionsvorsitzende der AfD-Bundestagsfraktion Alice Weidel sich mit Vertretern der „Konservativen Revolution“<sup>28</sup> wie dem Thüringer AfD-Landesvorsitzenden Björn Höcke und dessen Spiritus Rector Götz Kubitschek verständigt hat, ist ein eindeutiger Hinweis dafür, daß sich die angeblich als gemäßigt eingestufte AfD-Führung vom Höcke-Flügel nicht abgrenzen will und Weidel wohl von Kubitschek

---

<sup>28</sup> Siehe allgemein ARMIN MOHLER und KARLHEINZ WEISSMANN: *Die Konservative Revolution in Deutschland 1918-1932: Ein Handbuch*, 6. Völlig überarbeitete und erweiterte Auflage, Graz (Ares) 2005.





erfolgreich als Kippfigur<sup>29</sup> gewonnen werden konnte. Höcke und Kubitschek stellen sich selbst in die Tradition der Konservativen Revolution der 1920er Jahre und stehen für Anti-Kapitalismus und Anti-Globalisierung. Daß eine Partei, in welcher der antikapitalistische und globalisierungsfeindliche Höcke-Flügel auf den beiden letzten AfD-Bundesparteitagen mindestens 40 Prozent der Delegierten gestellt hat und in welcher sich ursprünglich als wirtschaftsliberal eingestufte Führungsfiguren nicht von diesem Flügel abgrenzen wollen, vielleicht sogar zu Kippfiguren geworden sind, die konsequent marktwirtschaftliche Zukunftsoption für die Europäische Union konsequent verfolgen wird, ist mehr als unwahrscheinlich. Das schließt nicht aus, daß ausgewählte ökonomische Probleme wie beispielsweise die Targetsalden im Euroraum weiterhin als Vehikel im Kampf gegen das System thematisiert und mißbraucht werden. Politische Handlungen, die zur politischen Mehrheitsbildung beitragen, um die geld- und wirtschaftspolitischen Problemverschleppungen der letzten 10 Jahre zu beenden, sind von der AfD jedoch nicht zu erwarten.

Das heißt zusammengefaßt, daß der in Europa seit der unbereinigten Finanzkrise entstandene Rechts- und Linkspopulismus – gemessen an seinen eigenen Politikprogrammen und politischen Handlungen – die Polarisierung durch Problemverschleppung weiter verschärfen wird und weder in seiner rechten noch in seiner linken Spielart Politikprogramme verfolgt, welche die ökonomischen Problemverschleppungen in Europa beenden könnten.

Und insgesamt heißt das, daß zur Zeit nirgendwo in Europa politische Kräfte ausreichend erstarken, die ein konsequentes Programm zur Beendigung der geld- und wirtschaftspolitischen Problemverschleppungen vertreten. Das heißt zwar nicht, daß sich eine derartige Bewegung europaweit nicht organisieren ließe. Wenn diese Aufgabe aber nicht mit Ernsthaftigkeit und Ausdauer angegangen wird, dürfte sich Polarisierung durch Problemverschleppung überall in Europa weiter verstärken.

---

<sup>29</sup> Siehe zum metapolitischen Ansatz von Kubitschek, mit dem u.a. Kippfiguren gewonnen werden sollen: NORBERT F. TOFALL UND THOMAS MAYER: *Integristen und Identitäre. Anti-Globalisierung und Anti-Kapitalismus auf dem Vormarsch*, Studie zu Wirtschaft und Politik vom 12. Februar 2017, S. 9 f. und insb. S. 11; online abrufbar unter: <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/studien/integristen-und-identitaere/>



## RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG**

© 2019 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, [research@fvsag.com](mailto:research@fvsag.com); *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, [www.bafin.de](http://www.bafin.de); *Autor* Norbert F. Tofall; *Redaktionsschluss* 30. Juli 2019