

---

# IN THE SPOTLIGHT

---

August 2017



**Philippe Uzan**

CHIEF INVESTMENT OFFICER  
EDMOND DE ROTHSCHILD  
ASSET MANAGEMENT

## DIE EUROPÄISCHE UNION - EIN ERFOLG, DEN NIEMAND SIEHT?

Vor wenigen Monaten hat die Europäische Union (EU) den 60. Jahrestag der Römischen Verträge gefeiert. Der bescheidene Rahmen überraschte nicht, doch der Festakt stand unter dem Eindruck der schwindenden Zustimmungswerte für die Staatengemeinschaft, welche die Erfolge der letzten 60 Jahre überschatteten. Für dieses Jahr zeichnet sich laut einer Studie des Pearson Research Center jedoch ein Stimmungsumschwung in den meisten Ländern ab.

Am Anfang dieses Jahrzehnts stand die größte Krise in der Geschichte der europäischen Staatengemeinschaft. Zwar konnten die EU und ihre Institutionen diese überwinden, ihre Zukunft ist dennoch ungewiss. Mit Großbritannien tritt eines der größten europäischen Länder aus der EU aus – eine Niederlage für die Union, die schwierige und komplexe Verhandlungen nach sich ziehen dürfte. Wahlen in ganz Europa machen seit Jahren deutlich, dass ein großer Teil der europäischen Öffentlichkeit der EU skeptisch, wenn nicht sogar offen feindschaftlich gegenübersteht. Die politische Debatte wird in den meisten Ländern zunehmend von der Polarisierung zwischen Nationalisten und Pro-Europäern geprägt.

Wer heute Bilanz zieht, dem fallen die zahlreichen Krisen auf, die die Union im Laufe der letzten zehn Jahre überstehen musste. Die Verträge von 1992 haben die EU auf solche Belastungen nicht vorbereitet, zu ihrer Bewältigung mussten die europäischen Institutionen daher ihr Regelwerk ergänzen und zum Teil neu erfinden. Die beiden letzten EU Kommissionen waren kaum Symbole des Aufbruchs und der politischen Vision. In Anbetracht der Umstände musste sich das langfristige europäische Projekt vielmehr dem kurzfristigen Überleben unterordnen.

## » DIE DIAGNOSE

Kommission, Rat, Parlament – in der öffentlichen Wahrnehmung wirken diese Institutionen meist abstrakt. Ihre Aufgaben sind unklar, ihre Abläufe gelten als komplex und technokratisch. Mit ihrer Vergrößerung und insbesondere der Osterweiterung von 15 auf 25 Mitglieder im Jahr 2004 blieb die EU zwar ihren Grundsätzen treu. Die Aufnahme neuer Mitglieder stand einer Vertiefung der Integration jedoch im Weg, beschädigte das Bild der Union in der Öffentlichkeit und erschwerte das Krisenmanagement.

Tatsächlich ist die öffentliche Ablehnung der EU gar nicht neu. Sie hat nur zugenommen, wie der wachsende Zulauf für euroskeptische Parteien zeigt. Dazu haben auch die geopolitische Lage und die Migrationskrise der letzten Jahre beigetragen. Ihre sozialen Folgen sind in zahlreichen Ländern noch immer spürbar und haben die heutige EU-Skepsis forciert. Insbesondere die Griechenlandkrise hat sich in das Gedächtnis der Europäer eingebrannt. Die Menschen werfen den europäischen Institutionen (teilweise nicht zu Unrecht) vor, sie haben sie nicht vor den Auswirkungen der Globalisierung geschützt.

## » WEGE AUS DER SACKGASSE

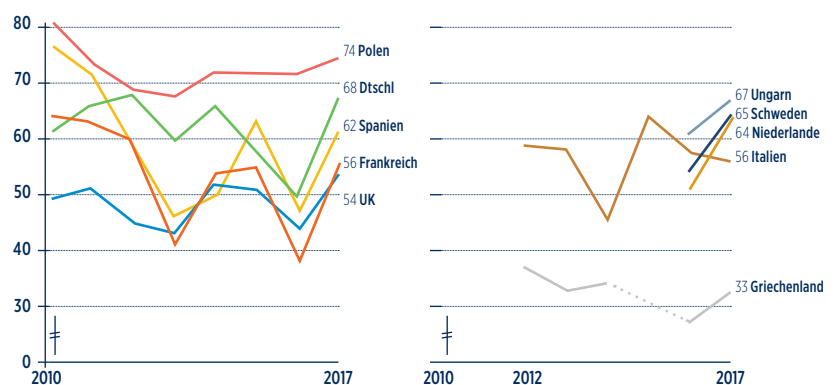
Der Austritt Großbritanniens macht es deutlich: Selten war ein Neuanfang in Europa so wichtig wie heute. Doch trotz aller Unkenrufe hat die Entscheidung der Briten wie ein Weckruf gewirkt: Die 27 Mitgliedsstaaten der EU präsentierten sich in seltener Einigkeit über die Grundsätze und Prioritäten in den anstehenden Verhandlungen mit London. Gleichzeitig hat sich mit dem Einzug Trumps ins Weiße Haus die geopolitische Lage verschärft. Das transatlantische Verhältnis hat in Europa an Bedeutung verloren und gibt der Diskussion um eine gemeinsame europäische Verteidigungspolitik neuen Auftrieb.

Ob zu sechst oder wie zuletzt mit 28 Mitgliedern – eine Vertiefung der europäischen Integration ist nur bei deutsch-französischer Kooperation denkbar. 1992 spaltete das Referendum über den Maastricht-Vertrag die konservative französische Partei von Jacques Chirac. 2005 zerstritten sich die französischen Sozialisten um François Hollande wegen des Referendums über die europäische Verfassung. Beide Parteivorsitzenden wurden später zum Präsidenten gewählt, beide schienen traumatisiert von diesen Ereignissen und begegneten jeder größeren Initiative hin zu mehr europäischer Integration mit äußerster Skepsis. Mit Emmanuel Macron könnte jetzt ein neues Zeitalter europäischer Zusammenarbeit beginnen, denn seine Partei bekennt sich ausdrücklich zu Europa. Vor den Bundestagswahlen im September sind ambitionierte deutsch-französische Projekte zwar unwahrscheinlich. Dennoch hat Angela Merkel erkennen lassen, dass sie zu der Diskussion über eine Stärkung der Eurozone bereit ist, wenn „die Bedingungen erfüllt sind“. Damit kehrt die deutsche Kanzlerin deutlich von ihrer starren Haltung der letzten Jahre ab.

Bereits im Mai wurde eine deutsch-französische Arbeitsgruppe angekündigt, die Vorschläge für eine weitere Integration der Eurozone erarbeiten soll. Gegenstand der Diskussion sind unter anderem Haushalt und Steuersystem, eine koordinierte Wirtschaftspolitik und die Arbeit der europäischen Institutionen. Beim deutsch-französischen Ministerrat vom 13. Juli war aber leider nur davon die Rede, gemeinsame Positionen zu diesen Themen zu erarbeiten.

Das Wohlwollen und Vertrauen der deutschen Regierung wird davon abhängen, welche konkreten Maßnahmen Paris einleitet. Erwartet werden Reformen und eine Haushaltssanierung, die die französische Position in den Verhandlungen stärken dürften. Deutschland und Frankreich hatten immer schon unterschiedlichen Auffassungen von Europa. Grund dafür sind die erheblichen kulturellen Unterschiede zwischen beiden Ländern und ihre unterschiedlichen Zukunftsperspektiven.

### IN VIELEN LÄNDERN WÄCHST DIE ZUSTIMMUNG ZUR EU WIEDER (in %)



Quelle: Frühjahr 2017 - Global Attitudes Survey

Trotz aller Prinzipien zeigen sich die Deutschen jedoch durchaus pragmatisch. Tatsächlich hat sich die Bundeskanzlerin in den letzten Jahren häufig den Umständen gebeugt und sich auf Kompromisse eingelassen. Ohne die Finanzkrise hätte sie wohl kaum die Mandatserweiterung der EZB akzeptiert, die in ihrer heutigen Rolle in den Verträgen nie vorgesehen war. Zwar wird dies in Deutschland nicht überall gern gesehen. Allerdings gehört die Europäische Zentralbank (EZB) zu den wenigen Institutionen, die der Krise gewachsen war. Auch außerhalb Frankreichs und Deutschlands wissen die europäischen Regierungschefs zudem, dass ein „weiter so“ die Europäische Union in ihrer Existenz gefährden würde.

### » EUROPA WÄCHST WIEDER

2015 konnte die Wirtschaft der Eurozone zunächst um 1,9% wachsen, 2016 dann um 1,7%, und für 2017 und 2018 erwarten unsere Analysten ein Wachstum von jeweils 1,7% bzw. 1,8%. Autoabsatz, Bau, Investitionen – die Frühindikatoren erholen sich langsam, und manche zeigen bereits klar nach oben. Die Europäische Union ist der größte Exporteur der Welt und profitiert deutlich von der wirtschaftlichen Erholung der Schwellenländer.

Gewiss, Griechenland und Italien wackeln noch immer. Mit Irland, Spanien und Portugal können jedoch drei von der Krise schwer gezeichnete Länder auf strukturelle Verbesserungen verweisen. Viele Mitgliedsstaaten haben die Sparpolitik der vergangenen Jahre abgelegt, in manchen Ländern tragen die öffentlichen Haushalte sogar zum Wachstum bei, wie etwa in den Niederlanden. Selbst Deutschland macht sich inzwischen für eine expansivere Politik stark und erhöht seine öffentlichen Ausgaben – ohne allerdings von seinem Haushaltsüberschuss abzurücken.

Die europäische Geldpolitik ist noch immer ausschließlich dem Wachstum verpflichtet. Die EZB hält die Zinsen niedrig und sorgt durch den Kauf von Staats- und Unternehmensanleihen für Liquidität. Zwar hat sie das Anleihevolumen von 80 auf 60 Milliarden Euro reduziert, dafür läuft das Programm aber bis

mindestens 2018 weiter. Und die Maßnahmen der letzten fünf Jahre haben Wirkung gezeigt:

## Eine Vertiefung der europäischen Integration ist nur bei deutsch-französischer Kooperation denkbar

Die Lage an den Finanzmärkten hat sich entspannt, die Zinsen sind wieder gefallen. Besonders bemerkenswert ist die Reaktion der Privatbanken. Trotz anhaltend hoher Volumen fauler Kredite haben sie ihre Bilanzen weitestgehend saniert und ihre traditionelle Rolle in der Finanzierung der Wirtschaft wieder aufgenommen. Nach den Alarmsignalen aus dem Vorjahr scheint auch die Bankenkrise in Italien unter Kontrolle.

Kurzum: Das Vertrauen ist nach Europa zurückgekehrt. Die

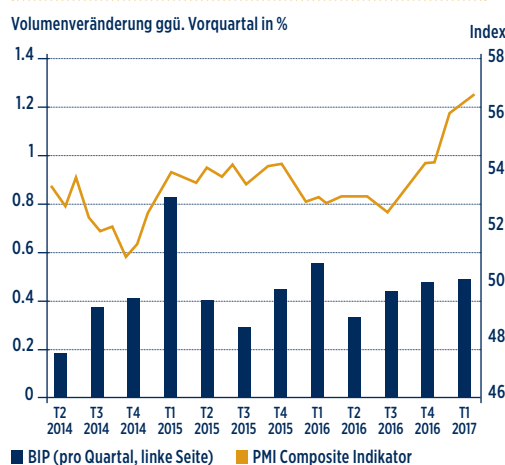
Arbeitslosigkeit bleibt weiter hoch, ist aber von 11% auf 8% gefallen (bzw. von 12% auf 9,1% in der Eurozone). Auch der Stimmungsumschwung unter den privaten Haushalten und Unternehmen deutet auf eine allmähliche Erholung hin. Das Verbrauchervertrauen nähert sich wieder einem Rekordniveau, das seit der Finanzkrise unerreichbar schien. Zumindest ist die Lage in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten heute weniger alarmierend, den europäischen Reformern stellt sich damit eine Hürde weniger in den Weg.

### » DIE STRUKTURELLE SCHWÄCHE DES EURO

Zwar hört die EU nicht an den Grenzen der Eurozone auf, die Gemeinschaftswährung und ihre Leiden haben jedoch großen Einfluss auf die Staatengemeinschaft. Mit der (noch nicht abgeschlossenen) Schaffung einer Bankenunion hat Europa einen der schwersten Fehler der Eurozone behoben. Im Jahr 2014 hat die Eurozone eine gemeinsame Bankenaufsicht eingeführt, außerdem einen einheitlichen Abwicklungsmechanismus, einen Einlagensicherungsfonds und den Europäischen Stabilitätsmechanismus. Diese Einrichtungen haben die Gemeinschaftswährung weiter gestärkt und das europäische Finanzsystem stabilisiert, und selbst

die größten Kritiker der EZB würdigen ihre Leistung während der Eurokrise.

#### DIE EUROZONE WÄCHST ZU JAHRESBEGINN DEUTLICH



Quelle: Eurostat, Markit, Edmond de Rothschild

Doch auch wenn sie die Fortschritte anerkennen, sind sich die Euroskeptiker einig: Eine Währung lässt sich nicht auf ihre technischen Eigenschaften reduzieren. Die strukturelle Schwäche des Euro ist eine Folge mangelnder Haushaltskoordinierung innerhalb der Union, die in den Maastricht-Verträgen nicht vorgesehen ist. Der Europäische Fiskalpakt (SKS-Vertrag, 2012) blieb ebenso ohne konkrete Ergebnisse wie die von Deutschland und Frankreich im Jahr 2013 angestoßene Haushaltskoordinierung.

## Die Besteuerung privater Haushalte ist einfacher zu harmonisieren als die der Unternehmen.

Eine europaweite Kontrolle der öffentlichen Haushalte ließe sich auf mehreren Wegen einführen. Man könnte diese Aufgabe an das Europaparlament übertragen oder ein neues Organ schaffen. Großbritannien hat eine solche Lösung abgelehnt. Deutschland gibt sich aufgeschlossen, sperrt sich jedoch vehement gegen einen Solidaritätsmechanismus, der die Bundesregierung zum Ausgleich der Haushaltsdefizite anderer Länder zwingen könnte. Ein europäischer Finanzminister ist nicht undenkbar, sofern er sich für Budgetdisziplin einsetzt.

Gegen die Ausgabe gemeinsamer Anleihen (Eurobonds) spricht hingegen die prekäre Haushaltslage in Italien.

### » WEGE ZU MEHR INTEGRATION

Auf institutioneller Ebene sind die Europäischen Verträge während der Finanzkrise an ihre Grenzen gestoßen. Die europäischen Regierungen haben deshalb auf nationaler Ebene nach Lösungen gesucht – und so die EU beschädigt. Vertragslücken haben Europa gezwungen, neue, häufig improvisierte, Abläufe zu erarbeiten oder fehlende Institutionen ins Leben zu rufen. Die gemeinsame Bankenaufsicht und der Finanzmarktstabilisierungsfonds zeigen beispielhaft, dass Europa wirksam auf Krisen reagieren kann.

Die bisherigen Einrichtungen müssen ergänzt werden durch eine Koordinierung der Haushalte, was folgerichtig auch eine Koordinierung oder zumindest eine Annäherung der Steuersysteme erfordert. Für eine solche tritt Frankreich ein, und Spanien hat unlängst eine gemeinsame Wirtschaftspolitik mit Finanz- und Fiskalunion vorgeschlagen. Auf dem Weg hin zu mehr europäischer Integration wäre dies ein wichtiger Schritt. Allerdings lässt sich die Besteuerung von Unternehmen, anders als die privater Haushalte, nur schwer harmonisieren. Irland, Luxemburg und die Niederlande gehen im Steuerrecht seit langem eigene Wege. Die europäischen Staaten stehen im Steuerwettbewerb: Widerstand gegen Anpassungen ist daher wahrscheinlich. Wie schon beim Bankengeheimnis sind jedoch auch hier Übergangsregelungen denkbar, die auf eine langfristige Konvergenz zusteuern.

Es fehlt in Europa nicht an Integrationsmöglichkeiten. Mit der Reform der gemeinsamen Agrarpolitik bietet sich die Chance für ein neues Landwirtschaftsmodell. Von den Strukturfonds über Infrastrukturinvestitionen hin zur Energiepolitik – überall eröffnen sich Handlungsspielräume, und mehr Integration fördert auch die Kohärenz der jeweiligen Projekte. In Sachen Umweltschutz hat Europa seine Führungsrolle hingegen verloren.

Dieser Erfolg zeigt: Die Union ist in der Lage, die europäische Integration weiter voranzutreiben. Die Mittel des Fonds wurden von 315 auf 500 Milliarden Euro aufgestockt, Finanzierung und Verwaltung des Fonds liegen in erster Linie bei der Europäischen Investitionsbank.

### » KOMMT EIN EUROPA DER ZWEI GESCHWINDIGKEITEN?

Kommission und Ministerrat bewegen sich mittlerweile auf ein differenziertes Integrationsmodell für einzelne Länder zu. Damit erkennt die EU faktisch an, dass sich die Länder Europas in ihren Wirtschaftsmodellen, Arbeitskosten und in ihrer Produktivität unterscheiden. Die Union riskiert, kleinere Mitgliedsländer vor den Kopf zu stoßen. Der Zusammenhalt der Gemeinschaft dürfte jedoch nicht darunter leiden. In jedem Fall würde eine vertiefte Integration der Eurozone die Kluft zu den anderen Mitgliedsländern der Union weiter vertiefen. Noch besteht die EU aus vielen ungleichen Teilen. Einheitliche Anforderungen an alle Länder wären daher kontraproduktiv.

Durch eine solche Neuregelung ließe sich das Problem der in den Verträgen vorgeschriebenen Einstimmigkeit im Europäischen Rat umgehen. Zwar betrifft diese nur Entscheidungen, die allein vom Rat getroffen werden. Eine Hürde sind sie zweifellos trotzdem, und im Europaparlament genügt eine qualifizierte Mehrheit.



## » AUSSENBEZIEHUNGEN

Die EU ist der größte Exporteur der Welt, ihre Handelspolitik daher eine tragende Säule der Zukunft. In einem kürzlich veröffentlichten Diskussionspapier rückt die Kommission ab von bisherigen europäischen Grundsätzen zu Lohndumping, öffentlichen Subventionen von Exportländern, Reziprozität in der öffentlichen Beschaffung sowie Umwelt- und Sozialstandards. Genau diese Punkte sind auch Gegenstand der Kritik an ausländischen Unternehmen, die europäische Wettbewerbsvorschriften angeblich nicht einhalten oder umgehen, wie unter anderem Google oder Apple.

## » KANN EINE FÖDERATION GELINGEN ?

Ein so komplexes und heterogenes Gebilde wie die EU verlangt nach einem eigenen, einzigartigen Verwaltungsmodell. Die Europäer verbinden zwar viele gemeinsame Interessen, in mehreren Bereichen verfolgen die Mitgliedsländer jedoch auch unterschiedliche Ziele. Die Frage nach der richtigen Entscheidungsinstanz drängt sich daher auf. Ist eine europäische Föderation denkbar? Dafür müssten die Nationalstaaten zu viel Souveränität abgeben, und die deutschen Vorbehalte zu diesem Thema sind bekannt. Die EU steht am Scheideweg und muss sich sowohl nach innen als auch nach außen behaupten. Bisher spielte Verteidigung nur eine untergeordnete Rolle und beschränkte sich auf ein paar Kooperationsverträge. Jetzt muss die Union ihre interne und externe Sicherheitspolitik ebenso überdenken wie ihre Haltung zur NATO. Auch in der Migrationspolitik ist Europa an seine Grenzen gestoßen. Die europäischen Institutionen müssen sich daher neu erfinden.

### August 2017

Der Inhalt dieses Dokuments ist nicht bindend und dient ausschließlich Informationszwecken. Jegliche Vervielfältigung, Modifizierung, Veröffentlichung oder Verbreitung des Dokuments ganz oder in Teilen ist ohne vorherige schriftliche Zustimmung der Edmond de Rothschild Group streng untersagt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind nicht als Angebot, Anreiz oder Aufforderung für eine geschäftliche Transaktion anzusehen. Dies gilt insbesondere für Personen in Jurisdiktionen, in denen eine solche Transaktion rechtswidrig wäre oder für Personen, die diese Informationen anbieten und zur Transaktion nicht berechtigt sind. Dieses Dokument stellt weder eine Investment-, Rechts- oder Steuerberatung dar noch eine Empfehlung zum Kauf, Verkauf oder Halten eines Investments. EdRAM haftet nicht für Investmententscheidungen, die auf der Grundlage dieses Dokuments getroffen werden. Jedes Investment beinhaltet spezifische Risiken. Wir empfehlen Anlegern, die Eignung und/oder Zweckdienlichkeit jeder Anlage in der jeweiligen individuellen Situation mit Hilfe einer angemessenen unabhängigen Beratung zu überprüfen. Darüber hinaus müssen die Anleger das Key Investor Information Document (KIID) und/oder alle anderen rechtlichen Unterlagen, die von vor Ort geltenden Vorschriften gefordert werden, vor der Zeichnung lesen. Die Dokumente sind online unter <http://funds.edram.com> oder auf Anfrage kostenlos erhältlich.

Die Krise hat nicht nur die Grenzen der bestehenden Europäischen Verträge deutlich gemacht, sondern auch ihre Flexibilität – die Bereitschaft zu entsprechender Interpretation vorausgesetzt. In dieser Hinsicht hat sich die Stimmung in der EU gewandelt, und Wandel ist schließlich ein Kerngedanke des europäischen Projekts. Vor einer Änderung der Verträge, ein mühsamer Prozess mit ungewissem Ausgang, wäre dies ein lohnender erster Schritt.

## DIE EU MUSS SICH NEU ERFINDEN

Die Eurokrise hat zahlreiche Euroskeptiker auf den Plan gerufen, und ihre Kritik fiel verheerend aus. Vom unvermeidlichen Ende des europäischen Projektes war die Rede, vom Auseinanderbrechen der Währungsunion und der EU selbst. Die Union hat sich als stabiler erwiesen als von vielen erwartet und wirkt heute selbst wie ein Anker der Stabilität. Der Status quo ist dennoch keine dauerhafte Option.

Seit Gründung des ersten europäischen Staatsbündnisses, die Europäische Gemeinschaft für Kohle und Stahl, im Jahr 1951, haben Krisen und Spannungen zunächst der Europäischen Gemeinschaft und später der Europäischen Union häufig eine Neuerfindung abverlangt. Heute steht die Legitimität der EU selbst zur Disposition, die Staatengemeinschaft muss ihr Fundament daher überdenken.

Sechzig Jahre europäischer Integration haben den Bewohnern des alten Kontinents viel gebracht, die Erfolge der EU lassen sich jedoch weder einfach noch konkret darstellen. Vielleicht ist genau dies das größte Problem der EU: Sie ist ein politisches Projekt. Das ist ihre Stärke, mit der sie bisher jedes Hindernis überwinden konnte. Es ist jedoch auch ihre Schwäche, denn die Europäer müssen die Zukunft dieses Projektes selbst gestalten.

In den folgenden Monaten ist die Union daher vor allem auf eine politische Initiative angewiesen. Deren Erfolg wird allerdings davon abhängen, ob sie spürbar effizienter wird und die Sorgen ihrer Bürger ernst nimmt. Die Union muss sich ebenso als Schutz- und Solidaritätsmechanismus wie als Binnenmarkt und Raum für Reisefreiheit darstellen. Ein soziales Europa ist einer der Kerngedanken der europäischen Idee.

Mit konkreten Erfolgen kann die Union verlorenes Vertrauen zurückgewinnen. Jenseits von dem Erfolg des Erasmus-Programms kann die EU jedoch auch im kulturellen Austausch punkten und die europäische Idee mit neuem Leben füllen.

### EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (FRANCE)

47, rue du Faubourg Saint-Honoré - 75401 Paris Cedex 08  
Société anonyme à Directoire  
et Conseil de Surveillance au capital de 11 033 769 euros  
Numéro d'agrément AMF GP 04000015  
332.652.536 R.C.S. Paris

### EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (FRANCE), NIEDERLASSUNG DEUTSCHLAND

mainBuilding - Taunusanlage 16 - 60325 Frankfurt am Main  
T + 49 69 244 330 200 - kundenservice@edr.com  
[www.edram.de](http://www.edram.de)