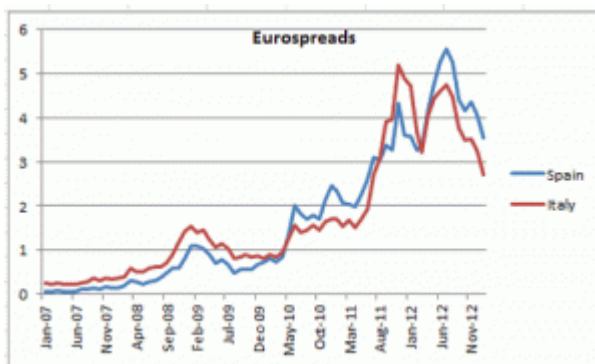


Das Gesicht der Realitätsverweigerung

Description

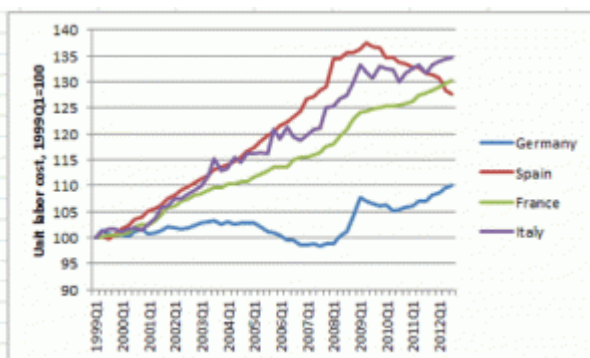
Paul Krugman hat sich die Reden von Olli Rehn, Vize-Präsident der europäischen Kommission, angesehen, um dahinter zu kommen, woran er und seine Gesinnungsgenossen festmachen, dass ihre (Spar-)Position richtig ist. Das „Gesicht der Realitätsverweigerung“, [wie Krugman ihn nennt](#), hatte ja [am vergangenen Freitag die Winter-Prognose der EU-Kommission vorgestellt](#). Dabei hatte er trotz gegenüber der Prognose aus November schlechterer Daten die These vertreten: Der Gegenwind wird überwunden.

Krugman sieht zwei Kern-Argumente: Erstens gehen die Zins-Spreads der Krisenländer gegenüber Deutschland zurück. Das stimmt, wie der nachfolgende Chart zeigt.



Krugman sieht die Ursache hierfür aber in der EZB-Politik – in den zwei LTRO-Aktionen im Dezember 2011 und im Februar 2012, sowie in der Zusicherung von Draghi, alles zu tun, um den Euro zu retten, und dessen Untermauerung im OMT-Programm von September 2012. Rehn & Co hingegen sehen das als Beweis für die Rückkehr der „[Vertrauens-Fee](#)“.

Das zweite Argument bezieht sich auf die Entwicklung der Lohnstückkosten in den Ländern der Eurozone. Auch hier gibt es Angleichungen, schreibt Krugman, aber die betragen nur ein Bruchteil dessen, was nötig ist.



Rehn & Co argumentieren, sie seien mit ihrer Austeritätspolitik auf dem richtigen Weg. Dabei beruhen ihre vermeintlichen Erfolge in erster Linie darauf, dass die EZB mit ihrer Politik die Kreditmärkte stabilisieren konnte, schreibt Krugman aus meiner Sicht zu recht.



Was das Spread-Argument angeht, so sind [Paul de Grauwe und Yuemei Ji der Frage nachgegangen](#), ob die Wahrnehmung stimmt, Länder der Eurozone hätten Austeritätsprogramme auf Druck der Finanzmärkte eingehen müssen.

Zunächst ließe sich ausgehend von den unterschiedlichen Spreads für die einzelnen Krisenländer argumentieren, die Märkte hätten nur die schlechte Botschaft überbracht, dass Fundamentaldaten aus dem Ruder laufen. Also muss die politische Antwort sein, die Fundamentaldaten wieder so zu verbessern, dass die Spreads abnehmen. Dabei wurde in der Vergangenheit hauptsächlich versucht, über Austerität Staatsschulden und Defizite zu verkleinern.

Die zweite Erklärungsmöglichkeit akzeptiert, dass Fundamentaldaten eine Rolle spielen, sieht aber, dass kollektive Bewegungen von Angst und Panik die Spreads ganz ähnlich wie etwa bei Blasenbildung im Aktienmarkt weit über das von den Fundamentaldaten her Gegebene hinaus treiben. Daraus sei aber in erster Linie der politische Schluss zu ziehen, dass die Zentralbank in solchen Panik-Situationen Liquidität bereitstellen müsse.

Die EZB hat mit der berühmten Äußerung von Draghi, alles zu tun, was nötig ist, um den Euro zu retten und den vorherigen LTROs genau das getan. Die Spreads der Länder mit den zuvor höchsten Spreads sind daraufhin auch am stärksten gefallen. Das sei ein Zeichen, dass Angst und Panik eine entscheidende Rolle bei der Entwicklung der Spreads gespielt hätten.

Die Autoren haben auch den Zusammenhang zwischen Spreads und Entwicklung der Fundamentaldaten (Schuldenquote) untersucht und dabei festgestellt, dass es hierbei keinen signifikanten statistischen Zusammenhang gibt – und wenn, dann ist es einer in die „falsche“ Richtung: Die Spreads sind kleiner geworden, während die Schuldenquoten eher gestiegen sind.

Demzufolge ist nach Auffassung der beiden Autoren seit 2010 folgendes abgelaufen: Zuerst breitete sich Angst und Panik in den Märkten aus und übertrieb die Spreads. Die Panik übertrug sich auf die europäische Politik und verleitete zu einer massiven Austeritätspolitik. Die entstehenden Liquiditätsengpässe in den betroffenen Ländern verschärften die Lage und trieb die Politik zu mehr Austerität. Die Konsequenz war, dass die Länder mit den höchsten Spreads auch die stärkste BIP-Kontraktion zu verzeichnen hatten. Das führte zu noch weiter steigenden BIP-Schuldenquoten.

Die Schlussfolgerung: Die scharfe Austeritätspolitik, die den Krisenländern durch die Panik der Märkte und der Politik auferlegt wurde, hat nicht nur zu tiefen Rezessionen geführt, die verabreichte Medizin hat auch nicht gewirkt. Die Schuldenquoten wuchsen an und untergruben die Fähigkeit dieser Länder, ihre Schulden zu bedienen. Aus der Liquiditätskrise drohte eine Solvenzkrise zu werden.

Während die Finanzmärkte in Panik über die Spreads übertriebene Signale aussendeten, haben sie nicht signalisiert, dass die Kernländer der Eurozone ihre Wirtschaft stimulieren sollten. Die Autoren glauben, dass die meisten Kernländer ihre Schuldenquoten stabilisiert haben. Daher könnten sie sich eine Defizitauseitung bis zur 3%-Grenze erlauben und damit einen Teil des Anpassungsprozesses leisten. Die Krisenländer sollten ihre Sparpolitik gleichzeitig fortsetzen, aber unter einem weniger radikalen Vorzeichen auf einen längeren Zeitraum gestreckt.

Die Darstellung, dass sich Panik von den Märkten auf die Politik übertragen und zu überzogenen Konsequenzen geführt hat, ist aus meiner Sicht zutreffend – die Politik ist ein Getriebener der „Märkte“. Grundsätzlicher: Sie ist ein willfähriger Diener des Finanzsystems.

Anders als in den Jahren vor 2008, als Spreads in ihrer Konvergenz ein miserabler



Signalgeber waren, gaben sie in den Jahren danach jedoch richtige Signale ab.

Systemimmanent gesprochen, hat die Politik mit ihrer Gießkannen-Austeritätspolitik allerdings die falschen Schlüsse gezogen. Es hätten wirkliche strukturelle Reformen eingeleitet werden müssen, das hätte zunächst sogar noch Geld gekostet (siehe [Wolfgang Münchau in seiner FT-Kolumne](#)).

Ich tendiere allerdings nach wie vor dazu, dass eine Aufteilung in Euro-Nord und Euro-Süd in Kombination mit unterschiedlicher Geldpolitik und Strukturreformen eine tragfähigere Lösung (gewesen) wäre. Die Gemeinschaftswährung ist eine unangemessene Klammer, die [jedwede solide Entwicklung behindert](#).

Was den Vorschlag von De Grauwe et al. angeht, die Kernländer sollten eine expansive Haushaltspolitik betreiben, ist anzumerken: Nach der [Winter-Prognose der EU-Kommission](#) kann von einer Stabilisierung der Schuldenquoten bei den Kernländern keineswegs durchweg gesprochen werden – nicht im Falle Frankreichs und auch nicht im Falle der Niederlande.