

# Auf die inneren Werte kommt es an

Die Ratingagenturen ignorieren, was wirklich in der Euro-Zone geschieht. Denn wer genauer hinsieht, erkennt: Die Schuldenstaaten machen Fortschritte

Michael Heise

Trotz einer Beruhigung der Finanzmärkte in den ersten Wochen des Jahres werden immer drastischere Schritte zur Rettung der Euro-Zone gefordert: Man müsse den Finanzmärkten eine Panzerfaust oder gar Atomwaffen gegenüberstellen, heißt es dann. Diese Sprachbilder sind Symptom der aufgewühlten Stimmung. Ein nüchterner Blick auf das, was in der Euro-Zone an Anpassungsprozessen geschieht, ging verloren. Dabei ist es entscheidend für die Bewältigung der Schuldenkrise, wie sich makroökonomische Ungleichgewichte verändern.

Diese Frage sollte auch ein grundlegendes Element jeder Bonitätsbewertung sein. Die wiederholten Herabstufungen einzelner Euro-Länder legen nahe, die fundamentalen Daten dieser Staaten würden immer schlechter. Transparenz über den Kriterienkatalog, der zur Herabstufung geführt hat, haben die Agenturen aber nur in geringem Maß geschaffen. Es wird vor allem auf die schwierigen konjunkturellen Bedingungen für 2012 und die gestiegenen Zinsprämien auf den Kapitalmärkten verwiesen. Diese kurzfristigen Faktoren haben aber in einem langfristigen Bonitätsrating nichts zu suchen. Gerade da Risikoprämien eines Landes wieder vom Rating beeinflusst werden.

So ist ein differenzierter Blick auf die grundlegenden ökonomischen Anpassungsprozesse in den Euro-

Ländern mehr als angesagt. Auch da seit Anfang Dezember das Verfahren bei einem übermäßigen Ungleichgewicht (Excessive Imbalance Procedure) auf EU-Ebene in Kraft getreten ist. Das Verfahren sieht eine regelmäßige Bewertung des Risikos von Ungleichgewichten und Maßnahmen gegen diese vor.

Dass solche Ungleichgewichte wesentliche Auslöser der Krise waren, sollte inzwischen klar sein. In vielen Problemländern war die Verschuldung der privaten Haushalte und der Unternehmen auf extreme Werte gestiegen. Übermäßige Lohnsteigerungen hatten die Wettbewerbsfähigkeit erodiert, und als Folge stiegen die Leistungsbilanzdefizite wie in Griechenland oder in Spanien auf teilweise unfassbare Höhen.

Die EU-Kommission und der Europäische Ministerrat haben ein Paket an Indikatoren ausgewählt, das solche Fehlentwicklungen anzeigen soll. Es ist auf zehn Indikatoren beschränkt, die konsensfähig waren. Das ist ein Fortschritt. Aber mehr Indikatoren sind hilfreich.

So bewertet der von uns entwickelte Euro-Monitor die Länder der Euro-Zone anhand von 15 Indikatoren in vier Schlüsselkategorien: Solidität der Staatsfinanzen, Wettbewerbsfähigkeit und Binnennachfrage, Beschäftigung und Produktivität sowie private und außenwirtschaftliche Verschuldung. Dabei

entsteht eine Rangliste. Sie spiegelt die Ausgewogenheit des Wachstums eines Landes wider.

Der Gesamtindikator zeigt, dass sich keinesfalls alles verschlechtert. Die notwendigen Anpassungsprozesse sind teils recht gut vorangekommen. Zwölf der 17 Euro-Länder konnten ihre Bewertung verbessern. Obwohl die Inlandsnachfrage vielerorts zu wünschen übrig ließ, die Arbeitslosigkeit anstieg, die Produktivität sank und sich die Staatsschulden in Relation zum BIP weiter erhöhten. Solche schwachen Indikatoren sind aber meist durch positive Entwicklungen in anderen Bereichen kompensiert worden. In den Haushalten geht die Neuverschuldung deutlich zurück. Positiv zu werten ist auch, dass die enormen Leistungsbilanzsalden vieler Länder sich zurückgebildet haben.

Die private und außenwirtschaftliche Verschuldung zeigt die stärksten Verbesserungen. Haushalte und Unternehmen haben teils deutlich Schulden abgebaut, und der Rückgang der Leistungsbilanzdefizite mindert die Abhängigkeit von Kapital aus dem Ausland. Sicherlich werden diese Anpassungen noch länger weitergehen müssen, aber die bisherigen Fortschritte dürfen nicht übersehen werden.

**E-Mail** [leserbriefe@ftd.de](mailto:leserbriefe@ftd.de)

**Michael Heise** ist Chefvolkswirt der Allianz Gruppe.