

Börse Online

## Perspektiven

### Integrationskräfte gewinnen wieder die Oberhand

*von Michael Heise*

Die Eurokrise ist von Anbeginn ein Ringen zweier mächtiger und gegensätzlicher Kräfte: Auf der einen Seite stehen die Fliehkräfte der Finanzmärkte, die selbst ein Auseinanderbrechen der Währungsunion ins Kalkül ziehen, auf der anderen Seite die Integrationsbemühungen der Politik, die eine Vertiefung der Währungsunion anstrebt. Bisläng war es schwierig, sich auf einen Gewinner festzulegen. Die Politik schien den desintegrativen Marktkräften nichts Gleichwertiges entgegensetzen zu können. Die Fragmentierung und Renationalisierung des europäischen Finanzmarkts schritt von Monat zu Monat voran, wie sich beispielsweise an den Spreads der Staatsanleihen und den Target II-Salden des Eurosystem ablesen ließ: Beide „Fieberkurven“ zeigten immer bedrohlichere Werte an. Gleichzeitig legte sich die Unsicherheit über die Zukunft des Euro wie Mehltau über die betroffenen Wirtschaften: Unternehmen stellten Investitionen zurück, Banken schränkten ihre Kreditvergabe vor allem im internationalen Geschäft weitgehend ein, und die privaten Haushalte begannen, Bargeld zu horten: In der Folge rutschte Südeuropa immer tiefer in die Rezession. Es schien, als ob die Währungsunion – wenn auch widerstrebend – Stück für Stück näher an den Abgrund gedrückt wurde.

Aber seit dem Sommer ist erkennbar, dass sich die Kräfteverhältnisse wieder umkehren: Die Politik hat die Initiative im Kampf um den Euro zurückgewonnen. Festzumachen an der Inkraftsetzung des ESM, der Verpflichtung der Politik, eine Bankenunion zu schaffen, und der Bereitschaft der EZB, unter bestimmten Bedingungen unbegrenzt Staatsanleihen zu kaufen. Diesen Schritten wohnt eine neue Qualität inne, die dem Krisenmanagement eine neue Schlagkraft verleiht, auch wenn viele langfristig schädliche Nebenwirkungen dieser Instrumente befürchten. Insbesondere die Ankündigung der EZB hat die Märkte beeindruckt – zumindest für den Moment. Die Kräfte der Desintegration scheinen nachzulassen, die Fieberkurven des Euro-Finanzmarkts zeigen nach unten. Aber natürlich ist die Eurokrise damit noch nicht bewältigt. Bei der Umsetzung der Beschlüsse warten viele Fallstricke, weitere Integrationsschritte bleiben auch nach der Roadmap der Van-Rompuy-Arbeitsgruppe im Ungefähren. Aber eine schnelle Lösung der Eurokrise war sowieso nie realistisch; solche Hoffnungen verkennen den evolutionären Charakter des Umbaus der Währungsunion. In den nächsten Jahren wird sich das Ringen um den Euro fortsetzen.

Von einer Beilegung der Krise wird man erst sprechen können, wenn sich Sparbemühungen und Reformen in den Schuldenländern in niedrigeren strukturellen Haushaltsdefiziten und wieder positiven Wachstumszahlen niederschlagen. Mit niedrigeren Zinsprämien an den Kapitalmärkten sind die Chancen auf Erfolg heute weit günstiger als noch vor wenigen Monaten. Die Eurokrise ist sicherlich immer noch das größte Risiko der Weltwirtschaft, aber langsam können Anleger auch wieder die *upside risks* in den Blick nehmen, deren Wahrscheinlichkeit, deren Wahrscheinlichkeit in den letzten Wochen deutlich gestiegen ist.. Gewinnen die Integrationskräfte dauerhaft die Oberhand, werden sich die negativen Marktentwicklungen der letzten Jahre wieder umkehren: Kapital fließt zurück in die Peripherieländer, aufgestaute Investitions- und Konsumententscheidungen werden nachgeholt, Target II-Salden sinken. Zusammen mit den strukturellen Verbesserungen der Wettbewerbsfähigkeit als Folge der jüngsten Reformen und dem Kapitalaufbau im Bankensektor könnten dann die Wachstumsverluste schnell wieder aufgeholt werden.