

## Halbzeitbilanz von Mario Draghi

### Die Geister, die er rief

Der Präsident der Europäischen Zentralbank setzt seine Ratskollegen mit verbalem Vorpreschen immer wieder unter Druck. Das ging zuerst vermeintlich gut, hat aber zunehmend schädliche Folgen.

von Claudia Aebersold Szalay  
30.1.2016



**EZB-Präsident Mario Draghi hat die Märkte fest im Blick und dabei seinen EZB-Rat zu sehr im Griff. (Bild: Michael Probst / AP)**

Mario Draghi ist in der ersten Halbzeit seiner Amtszeit nicht nur mit seinen Taten, sondern auch mit seinen Worten aufgefallen. Die berühmtesten davon – sein «whatever it takes» in London im Juli 2012 – werden in die Geschichtsbücher zur Europäischen Währungsunion eingehen. Zur Beteuerung, alles zur Verteidigung der Währungsunion und des Euro zu tun, gesellten sich in den Folgejahren viele weitere Aussagen, mit denen Draghi die Finanzmärkte in die von ihm gewünschte Richtung lenkte. Den Worten folgten stets Taten.

## Die Macht der Worte

Die verbale Einflussnahme auf die Märkte zieht sich wie ein roter Faden durch die ersten vier Jahre des Italiener an der Spitze der Europäischen Zentralbank (EZB). Dem kommunikativen Vorpreschen Draghis folgen, mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung, stets weitreichende Entscheidungen des EZB-Rates, wie ein Blick auf die Meilensteine der bisherigen Amtszeit Draghis belegt (vgl. Zusatzartikel).

Dass Draghi versucht, die Finanzmärkte mittels geeigneter Kommunikation zu beeinflussen, ist an und für sich weder erstaunlich noch verwerflich. Vielmehr gehört die Kommunikation zum bewährten Werkzeugkasten einer Notenbank. Dies gilt ganz besonders dann, wenn die Leitzinsen, wie heute in der Euro-Zone, nahe bei null Prozent liegen und die Zentralbank ihre Ziele nicht mehr bloss klassisch über die Veränderung der Leitzinsen erreichen kann. Offiziell setzt die EZB auf die Macht der Worte seit Einführung der «forward guidance» im Sommer 2013. Seither gibt die Notenbank Auskunft darüber, wie lange sie das gegenwärtige Zinsniveau beibehalten will. Sie verwendet dabei Aussagen wie «die Leitzinsen werden über einen längeren Zeitraum auf dem derzeitigen oder einem niedrigeren Niveau bleiben».

Heikel sind Draghis Verbaloffensiven, weil er mit seinem Vorpreschen an den Finanzmärkten jeweils hohe Erwartungen weckt. Diese in der Folge nicht zu erfüllen, würde die Notenbank teuer zu stehen kommen. Sein «whatever it takes» beispielsweise hatte dramatische Folgen für die Renditen kurz laufender Staatspapiere der Euro-Peripherie-Länder. Sie ermässigten sich erheblich, und die Risikoprämien gegenüber Staatspapieren von Ländern mit solideren Staatsfinanzen verringerten sich merklich. Der Markt nahm die Interventionen, die ein paar Wochen nach Draghis Aussage in London vom EZB-Rat tatsächlich beschlossen wurden, unmittelbar nach der Rede vorweg. Der Rat steckte danach in der Zwickmühle: Ein Rückzieher hätte höchstwahrscheinlich in einer ohnehin angespannten Situation zu heftigen Marktverwerfungen geführt.

Wäre der Rat untätig geblieben, nachdem sich sein Präsident derart weit aus dem Fenster gelehnt hatte, hätte dies auch negative Folgen für die Glaubwürdigkeit des Präsidenten und der Institution EZB gehabt. Eine Untätigkeit wäre zu Recht als offene Opposition interpretiert worden. Dem EZB-Rat waren deshalb die Hände gebunden – es blieb ihm fast nichts anderes übrig, als «zu liefern», was der Präsident versprochen hatte.

## In die Ecke getrieben

Dieser Umstand ist besonders gravierend, weil im Fall vom berühmten «whatever it takes» aus dem Umfeld der Notenbank zu hören war, dass die Aktion von Draghis Versprechen nicht mit dem breiten EZB-Rat abgestimmt gewesen war. Dem Vernehmen nach soll der Präsident damals fast im Alleingang gehandelt haben. Einzelnen Ratsmitgliedern stiess dabei besonders sauer auf, dass Draghi sich mit der Spitze der europäischen Politik sehr wohl abgesprochen haben soll, während die meisten Ratsmitglieder, besonders jene, von denen zu erwarten war, dass sie den neuen Kurs nicht stützen würden, im Dunkeln gelassen worden waren.

Ein derart eklatanter Soloritt des Präsidenten hat es angeblich danach nicht mehr gegeben; doch auch bei späteren Gelegenheiten wurden Ratsmitglieder durch Draghis verbales Vorpreschen vor den Kopf gestossen. Zusammenhänge, über die im Rat lediglich als vage Ideen diskutiert worden war, wurden dem Vernehmen nach von Draghi bei öffentlichen Auftritten als EZB-Position wiedergegeben; dazu soll etwa die Betonung der Deflationsgefahr beim Jackson-Hole-Treffen im Jahr 2014 zählen, die der EZB-Rat in dieser starken Formulierung zuvor so nicht kommuniziert hatte (vgl. Zusatz). Die Märkte reagierten damals heftig auf Draghis Rede, was etwa am Sprung beim Euro-Dollar-Wechselkurs zu sehen war. Dem Rat blieb auch in diesem Fall kaum etwas anderes übrig, als zu beschliessen, was Draghi den Märkten in Aussicht gestellt hatte, nämlich die Deflationsgefahr mit weiteren Mitteln zu bekämpfen. Selbst Ratsmitglieder, die weiteren Interventionen eigentlich eher skeptisch gegenüberstanden, scheuten nach den heftigen Marktreaktionen davor zurück, «den Markt» zu enttäuschen.

## Berechtigte Ängste

In kritischen Würdigungen der ersten Halbzeit von Draghis Amtszeit an der Spitze der EZB wird der Kauf von Staatsanleihen der Euro-Zone gerne als dessen grösster Fehler dargestellt, weil er die Notenbank damit dem Vorwurf der monetären Staatsfinanzierung ausgesetzt hat. Obwohl auch diese Zeitung die grossangelegten Programme zum Kauf von Staatspapieren immer äusserst kritisch gesehen hat, muss der Druck, den Draghi – wissentlich oder unbeabsichtigt – mit seinen Worten auf den Rest des EZB-Rates ausübt, als noch grösserer Makel gesehen werden. Dass es im EZB-Rat unterschiedliche Ansichten zu geldpolitischer Lockerung mittels Quantitative Easing (QE) und dem Kauf von Staatsanleihen gab und gibt, liegt in der Natur der Sache. Die Angst vor sich entkoppelnden Inflationserwartungen – also Erwartungen, die sich im konkreten Fall auf deutlich niedrigere Inflationsraten einstellen als das Knapp-2%-Ziel der EZB – war im Vorfeld der QE-Entscheidung nämlich berechtigt. Obwohl sich die Erwartungen in verschiedenen Messformen noch nicht stark vom EZB-Ziel entfernt hatten, deutete ihre Richtung plötzlich klar nach unten, was viele Ökonomen alarmierte.

Die ökonomische Forschung weiss zwar noch immer wenig über die Erwartungsbildung an den Finanzmärkten, und die Datenlage dazu ist unbefriedigend; historische Fakten (allerdings zur Inflation, nicht zur Deflation) sprechen aber dafür, dass sich Erwartungen mitunter sprunghaft «entankern» können. Danach sind sie kaum, oder nur noch mit erheblichem Mitteleinsatz seitens der Zentralbank, wieder auf den gewünschten Pfad zurückzubringen. Starke Erwartungen sinkender Preise führen zu steigenden Realzinsen, was die zögerliche Konjunkturerholung und Verbesserung des Investitionsklimas in der Euro-Zone im Keim erstickt hätte. Da die EZB einem Realzinsanstieg nicht mehr mit Leitzinssenkungen begegnen konnten, weil diese schon bei null Prozent lagen, war die Nervosität im EZB-Rat wegen der Bewegungen bei den Inflationserwartungen verständlich.

Einige Ratsmitglieder sahen QE als einzig glaubwürdiges Mittel, der Gefahr einer «Entankerung» der Inflationserwartungen frühzeitig zu begegnen. Andere hingegen warnten wegen der besonderen Ausgestaltung der Währungsunion – im Unterschied etwa zu den USA gibt es in der Euro-Zone keine Währungsunions-Staatstitel, sondern nur solche der einzelnen Mitgliedsländer, welche eine eigenständige Fiskalpolitik betreiben –

stets vor Staatsanleihekäufen. Nach Draghis öffentlichem Vorpreschen schwenkten aber die meisten von ihnen ebenfalls auf seinen Kurs ein – zu gross war ihre Angst, das von ihm Versprochene nicht «zu liefern», könnte schwere Verwerfungen an den Märkten auslösen und die Notenbank unglaubwürdig erscheinen lassen.

## Keine One-Man-Show

«Und glauben Sie mir, es wird genug sein», schob Draghi 2012 seinem «whatever it takes» nach. Man darf es nur hoffen. Denn die Folgen des QE wiegen schwer: Es hat zu einem Bruch mit der bisherigen EZB-Politik geführt, die in der Tradition der Deutschen Bundesbank Staatsanleihekäufe im grossen Stil ablehnte. Es hat die Notenbank dem Vorwurf der verbotenen monetären Staatsfinanzierung ausgesetzt. Es hat die Reformfreudigkeit in den Euro-Mitgliedsländern gedrosselt, weil die Regierungen sich auf den Tatendrang der EZB verlassen konnten, und es hat mehrere Verfahren beim Gerichtshof der Europäischen Union ausgelöst, die unabhängig von ihrem Ausgang der Reputation der EZB schaden. Genauso schwer wie diese direkten Folgen des QE wiegt aber auch der Vertrauensverlust jener Ratsmitglieder, die sich durch Draghis Alleingänge erpresst fühlen – heute ziehen sich Gräben durch den EZB-Rat und das EZB-Direktorium, die es unter Draghis Vorgänger Jean-Claude Trichet so nicht gegeben hatte.

Draghi kann heute nur noch Schadensbegrenzung betreiben. Dies bedeutet, dass er aufhören sollte, den Marktteilnehmern ständig neue Aktionen der EZB in Aussicht zu stellen und so die Notenbank zur Gehetzten ihrer eigenen Politik zu machen. Der 2015 geänderte Sitzungsrhythmus des Rates, mit dem dieser darauf abzielte, die Erwartungen an seine Adresse nicht alle vier Wochen in den Himmel wachsen zu lassen, hat da schon fast etwas Verzweifertes an sich, denn das Problem ist grösstenteils hausgemacht. Vor allem aber muss Draghi, sobald es die Umstände zulassen, den Ausstieg aus der quantitativen Lockerung einleiten. Beim Einstieg in den Ausstieg darf er dann ruhig dieselbe verbale Überzeugungskraft walten lassen, die er in den vergangenen Jahren bei der geldpolitischen Expansion an den Tag gelegt hat. Am wichtigsten aber wird sein, dass er die von ihm geplanten Schritte ausnahmslos im Vorhinein mit seinen EZB-Rats-Kollegen abstimmt – auch seiner eigenen Reputation zuliebe.

## Das Terrain wird stets vorbereitet

Den wichtigsten Entscheidungen des EZB-Rats in den vergangenen Jahren sind stets «Vorankündigungen» seitens des Präsidenten vorausgegangen:

- Nach dem berühmten «whatever it takes» im Juli 2012 beschliesst der Rat im August, Interventionen am Staatsanleihemarkt vorzubereiten, und liefert im September die technischen Details dazu. Das «Outright Monetary Transactions»-Programm (OMT) wird aus der Taufe gehoben. Obwohl es in der Folge nie aktiviert wird, hat es weitreichende Auswirkungen auf die Finanzmärkte.
- Im Herbst 2013 denkt Draghi im Austausch mit EU-Parlamentariern in Brüssel laut über Liquiditätsspritzen für Banken nach; im Frühling 2014 betont der Präsident an der Pressekonferenz nach einer regulären Ratssitzung, der Rat sei bereit, «mehr zu tun», und nimmt erstmals den Terminus «Quantitative Easing» als Option, über die das Notenbankgremium nachdenke, in den Mund. An der kurz darauf folgenden Notenbankkonferenz im portugiesischen Sintra betont Draghi die Gefahr sich entkoppelnder Inflationserwartungen für die Euro-Zone überdeutlich und weckt damit an den Finanzmärkten Erwartungen auf neue Aktionen der EZB. Im Juni desselben Jahres drückt der EZB-Rat dann den Einlagezinssatz erstmals in den negativen Bereich und stellt neues Langfristgeld für die Banken in Aussicht («Targeted Longer-Term Refinancing Operation»).
- Noch während Draghi diese Aktionen am 6. Juni den Medien vorstellt, gibt er zu Protokoll: «Wir sind noch nicht fertig», wodurch sich die Finanzmärkte prompt auf weitere Massnahmen einstellen, noch bevor die gerade präsentierten überhaupt lanciert sind.
- Im August 2014 lässt der EZB-Präsident die Märkte mit seiner Rede an der Notenbankkonferenz im amerikanischen Jackson Hole aufhorchen; er betont die Deflationsgefahr in Europa über alle Massen und beteuert, die EZB werde entschlossen dagegen vorgehen. Im September beschliesst der EZB-Rat dann sein Aktiva-Kaufprogramm und startet mit dem Erwerb von verbrieften Wertpapieren seine quantitative Lockerung (Quantitative Easing, QE). Staatsanleihen der Euro-Zone werden dabei anfänglich nicht gekauft.
- Im November 2014 schliesst Draghi in einer Rede an einem Bankenkongress in Frankfurt den Kauf von Staatspapieren im Rahmen des bereits gestarteten QE-Programms explizit nicht mehr aus; im Januar 2015 beschliesst der EZB-Rat schliesslich den Kauf von Staatsanleihen der Euro-Zone, die zusammen mit den verbrieften Papieren einen Wert von 1 Bio. € erreichen sollen.
- Im Sommer 2015 fängt der Präsident an, die «Flexibilität» des QE-Programms zu betonen, insbesondere was dessen Umfang betrifft; im Herbst stellt er neue Aktionen für den Dezember in Aussicht; im Dezember beschliesst der EZB-Rat dann tatsächlich, das Programm auf 1,5 Bio. € auszuweiten. Im Januar 2016 ist ein Drittel der Käufe bereits getätigt.

Richard Müller

Draghi, Juncker, Merkel... Die Liste könnte fast endlos verlängert werden. Die Machtbesessenen, in der Regel ohne demokratische Legitimierung, lieben das Vorpreschen. Um nicht falsch verstanden zu werden, Frau Merkel genießt wenigstens in Deutschland eine demokratische Legitimierung. Aber auf Europäischer Ebene prescht sie auch rücksichtslos vor und schafft unmögliche Situationen, aus denen sich andere kaum befreien können. Machtmenschen nutzen jede Art der unfairen Kommunikation mit grösster Selbstverständlichkeit. Dieses Benehmen ist ihnen in Fleisch und Blut übergegangen. Wer auf mehr Anstand hofft, muss daran arbeiten, die Macht von Einzelpersonen zu beschränken. Unfaire Kommunikation muss gnadenlos an den Pranger gestellt werden.

Hermann Zanier

Die größte Sünde Draghi's scheint zu sein, dass er nicht gehorsam den Vorgaben der Deutschen Bank folgt. Schließlich und endlich geht es um Europa und nicht um Deutschland und nicht um die Spekulanten.

Otto Meier

Schöner Artikel Bei der letzten Pressekonferenz hat er bzgl. 'neuer Maßnahmen' auf März verwiesen und darauf das diese Wortwahl einstimmig vom Rat gut geheissen wurde! Seit dem hat der Bund sich >2% bewegt. Ein reputierter Bondinvestor bezeichnete den Bund vor kurzem als Short des Jahrhunderts! Aber eine alte Börsenweisheit sagt 'never bet against the Centralbank' ....

Leider zahlen die Sparer und Pensionäre und ein Blick in die Vergangenheit lässt nichts Gutes für die Zukunft von dieser Geldpolitik erwarten. Besser Bitcoin!!