

STANDPUNKT

Mario Draghi verlässt eine transformierte Notenbank

Von Dr. Jürgen Callies

Am 31. Oktober 2019 wird eine Ära zu Ende gehen, und zwar die von Mario Draghi, dem dritten Präsidenten der Europäischen Zentralbank (EZB) nach Einführung des Euros. Draghi wirkt noch immer dynamisch und konzentriert, warum also keine Verlängerung seiner Präsidentschaft? Das liegt an den Gründungsprinzipien für die Governance der EZB. Als die EZB ins Leben gerufen wurde, gab man dem Präsidenten eine im internationalen Vergleich lange Amtszeit von acht Jahren, ließ aber keine Verlängerung zu. Dies sollte Unabhängigkeit garantieren und war, wie sich in Zeiten des ansteigenden Populismus weltweit und der zunehmenden Instrumentalisierung der Zentralbank durch die Politik zeigt, eine weise Entscheidung. In jedem Fall hat Mario Draghi die EZB stärker geprägt als seine Vorgänger Duisenberg oder Trichet.

Mario Draghi übernahm die EZB in schwerer See. Die Lehman/Subprime-Krise 2008/2009 hatte weltweit die größte Rezession seit der Großen Depression Ende der 1920er Jahre ausgelöst. Wenn auch 2011 bereits eine Stabilisierung erreicht schien, waren infolge der „Großen Rezession“ strukturelle Fehlentwicklungen innerhalb der Eurozone aufgebrochen und hatten zu immensen ökonomischen Verwerfungen und dramatischen Ausweitungen der Risikoaufschläge bei Staatsanleihen zunächst in Griechenland, Irland, Portugal und mit Zeitverzögerung auch in Italien und Spanien geführt. Der private Sektor hatte in einer Umschuldungsaktion für Griechenland auf etwa 100 Milliarden Euro verzichtet.

Betrachtet man diese Phase rückblickend, gibt es kaum einen Zweifel, dass Mario Draghi damals die europäische Einheitswährung rettete. Nur zu deutlich hatte sich - die übrigens von der Bundesbank noch vor Einführung des Euros monierte - Schwachstelle der Währungsunion offenbart: Ohne politische und fiskalische Union zeigte sich in der Krisenbekämpfung Unsicherheit, Langsamkeit und Uneinigkeit. Auch nach dem erheblichen Schuldenverzicht privater Gläubiger für Griechenland kam es zu keiner nennenswerten Entspannung, so notierten bei zehnjährigen Staatsanleihen die Risikoaufschläge im Rest der Peripherie bei nicht zukunftsfähigen Größenordnungen (über 10 Prozentpunkte bei Portugal, über 4 Prozentpunkte bei Italien). Ein Donnersatz von Draghi leitete die Kehrtwende ein. „Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough“, gesprochen auf einer Investmentkonferenz in London. Das „Whatever it takes“ zähmte die spekulativen Attacken an den Kapitalmärkten und machte

klar, dass eine Wiederholung des EWS-Debakels von 1992 (als das britische Pfund durch Marktkräfte herausgebrochen wurde) nicht passieren würde. Der Umschwung war eingeleitet. Mario Draghi darf sich daher als Retter des Euro bezeichnen beziehungsweise feiern lassen. In vielen anderen Punkten hat Mario Draghi eher eine gemischte Bilanz vorzuweisen, aber er hat die EZB gestaltet, sogar transformiert.

Erstens: Erfolgsmaßstab der EZB scheinen nun in höherem Maße Kapitalmarktwohlgehen und Wirtschaftswachstum zu sein als Geldwertstabilität im traditionellen deutschen Verständnis. Draghi ist der EZB-Präsident, während dessen Amtszeit ein breites Spektrum an Kapitalmarkttaggagaten eine deutlich bessere Wertentwicklung als während der Zeiten von Duisenberg und Trichet verzeichnete. Das Wirtschaftswachstum in der Eurozone blieb in dieser Zeit eher unterdurchschnittlich, der Kleinsparer, der vorwiegend auf geldmarktnahe Anlagen wie Girokonto und Spareinlagen setzt, musste reale Verluste hinnehmen.

Zweitens: Strategische Überlegungen scheinen bei der EZB nun eher in den Hintergrund zu treten gegenüber einem taktischen Management. Das Überraschungsmoment an den Kapitalmärkten und die Eindämmung möglicher oder erwarteter Krisen bekommt ein höheres Gewicht als weitergehende grundsätzliche Fragestellungen wie die Störung der relativen Preise, die Steuerbarkeit in künftigen Krisen oder die Verteilungseffekte der Notenbankpolitik. Draghi hat eine kontinuierliche Unterstützung der Kapitalmärkte sichergestellt, er hat das Bankensystem mit umfassender Liquidität versorgt und die Refinanzierungsmöglichkeiten für Unternehmen (und Staaten) auf äußerst günstigem Niveau gehalten. Draghi hat aber anders als die US-Notenbank Fed die (zeitweise) Zinswende nicht geschafft, gar nicht erst versucht. Er hat die marktbeeinflussenden Wertpapierkäufe nur in ihrer Ausweitung beendet, aber nicht zurückgeführt. Er hat das Entstehen von spekulativen Blasen billigend in Kauf genommen, zum Beispiel in ausgewählten Wohnimmobilienmärkten oder bei als besonders sicher angesehenen Staatsanleihen. So wurden die Erfolge in der Gegenwart mit Lasten für die Zukunft erkaufte.

Drittens: Die Fixiertheit auf ein selbstdefiniertes angepasstes Inflationsziel nimmt der Notenbank Gestaltungsgrade und legt sie auf eine langfristige Niedrigzinspolitik fest. Statt mit einer positiven, aber deutlicher unter 2 Prozent liegenden Inflationsrate zufrieden zu sein, steuert die EZB eine von unter, aber sehr nahe bei 2 Prozent liegende an. Dies klingt nach keinem großen Unterschied, ist aber

angesichts der Historie der Eurozone ein nahezu aussichtsloses Unterfangen, wurde das nahe 2 Prozent doch fast nur bei stark steigenden Ölpreisen erreicht oder überschritten. Damit lässt die Notenbank inflationsdämpfende Faktoren wie die Demographie oder Digitalisierung außer Acht und signalisiert dauerhaft niedrige Zinsen. Gleichzeitig führt diese Politik über ein „Hunt for Yield“ dazu, dass auch sogenannte „Zombie-Unternehmen“ sich sehr günstig refinanzieren und im Markt verbleiben können. Knappe Ressourcen werden so in vergleichsweise unproduktive Verwendungen gelenkt, das Wachstums- und Inflationspotential geschmälert.

Viertens: Eine Zentralbankpolitik, die auf einen monetären Transmissionsmechanismus vertraut, der über prosperierende Assetmärkte läuft, nimmt Kollateralschäden in Kauf, die mit schwerwiegenden Eingriffen in die Einkommens- und Vermögensverteilung eine politische Radikalisierung begünstigen. Genannt seien hierbei die Verschiebung der Vermögensverteilung hin zur höheren Ungleichheit (Kleinsparer verlieren, Anleger in Risikoassets gewinnen, Verschuldung wird belohnt), Belastungen durch die Preis- und folgende Mietenexplosion am Immobilienmarkt oder die Renditeverschlechterung klassischer Lebensversicherungen.

Fünftens: Draghi etablierte die EZB als effiziente Institution, die ihren Machtbereich (Stichwort Bankenaufsicht) vergrößerte und damit auch zum starken Partner der Politik wurde. Die zusätzliche Zeit, die die EZB hochverschuldeten Eurländern für politische Reformen verschaffte, wurde nur teilweise genutzt, die Möglichkeiten der EZB, solche Reformen einzufordern, sind limitiert. Diese Distanzierung von der Konzentration auf das klassische Geschäft einer Notenbank, die Machtausweitung, die Formulierung (wirtschafts-)politischer Forderungen hat die Koordinaten der Zentralbankpolitik in Richtung einer politischen Institution verschoben. Dies allerdings könnte auf längere Sicht ihre Unabhängigkeit gefährden. Die Anzahl ehemaliger Finanzminister in Direktorium und Rat dürfte ein Indiz dafür sein. Draghi wird als Retter des Euros in Erinnerung bleiben. „Whatever it takes“ wird inzwischen in vielen Versionen und unterschiedlichen Zusammenhängen genutzt. Die Verbindung zu Draghi wird sich mit der Zeit verlieren. Je besser Draghis Nachfolger agieren, desto leichter wird auch die Last in Vergessenheit geraten, die er ihnen durch die Transformation der EZB aufgebürdet hat. Eine leichte Aufgabe hat er ihnen, zuerst Christine Lagarde, damit nicht hinterlassen.

Dr. Jürgen Callies ist Leiter Research bei der MEAG.