

Abenteuer „quantitative easing“

Die gigantische Kreditoffensive der US-Notenbank und ihre weltwirtschaftlichen Folgen

Hans-Hermann Hartwich



Hans-Hermann
Hartwich

„**Quantitative easing**“ ist ein Euphemismus, der eine gigantische Ausweitung der Geldmenge umschreibt. Ziel dieser Notenbankpolitik ist das Aufbrechen des von den Geschäftsbanken betriebenen Kreditstaus. Diese ließen sich bislang durch keine Herabsetzung der offiziellen Leitzinsen zu einer nennenswerten Belebung des Kreditgeschäfts mittels der ihnen angebotenen Zinsverbilligungen für die Wirtschaft bewegen. Die Britische Notenbank und das amerikanische Federal Reserve System hatten schließlich die Leitzinsen faktisch auf Null gesenkt. Es half nichts.

Nun also „quantitative easing“. Es ist ein brachialer Kurs. Seine Wirkung ist nicht absehbar. Hier wird gleichsam versucht, eine heraufziehende Deflation mit einer Art Inflationspolitik zu bekämpfen. Das Abenteuer kann auch in Depression und Inflation enden. Während die Bank of Japan ähnlich wie die Amerikaner handelt, steuert die europäische EZB mit Zustimmung z.B. der deutschen Regierung einen anderen Kurs. Sie bevorzugt bislang die bisherige Leitzinspolitik und geht mit ihr in Trippelschritten die Zins-Treppe hinunter.

Die Unterschiede in der Krisenbekämpfung ergeben sich vor allem aus einer unterschiedlichen Bewertung der

gegenwärtigen Wirtschaftskrise durch die Notenbanken. Vor allem die Briten und die Amerikaner sehen in einer möglichen Deflation die größte Gefahr, die zu langwieriger Stagnation und Depression führen könnte. Die Europäische Zentralbank hängt dagegen noch immer, ganz im Sinne der früheren Deutschen Bundesbank, primär am Ziel einer niedrigen Inflationsrate, d.h. sie will selbst heute noch eher eine Inflation vermeiden als mit allen, auch unkonventionellen, Mitteln den Konjunkturabschwung aktiv zu bekämpfen. Diese Differenz der Zielsetzungen hatte der amerikanische Präsident Obama auf dem Londoner Krisengipfel ansprechen und überwinden wollen, aber die Europäer – allen voran Deutschland und Frankreich – sind ihm nicht gefolgt.

Grundprobleme der Notenbankpolitik in der gegenwärtigen Krise

Aus der mehr als fünfzigjährigen Geschichte der deutschen Zentralbank – Bank Deutscher Länder, BDL) und Deutsche Bundesbank – kennen wir das Grundprinzip des Bankensystems. Eine Zentralbank oder Notenbank besitzt das

Monopol der Ausgabe von Zahlungsmitteln. Ihr Gegenüber besteht aus einer vielfältigen Zahl von Geschäftsbanken, auch öffentlich-rechtlichen Instituten wie Sparkassen und Landesbanken, die von der Notenbank mit Banknoten oder Buchgeld versorgt und mittels Leitzinsen zur Nachfrage nach Zahlungsmitteln angeregt oder abgeschreckt werden.

Klassische Mittel der Geldversorgung der Wirtschaft waren und sind vor allem neben der Zinspolitik die früher „Offenmarkt-Politik“ genannte Vorgehensweise der Zentralbank. In diesem Fall kauft oder verkauft die Zentralbank Wertpapiere. Kauft sie und nimmt sie diese Papiere in ihr Portefeuille, dann weitet sie die umlaufenden Zahlungsmittel aus und erhöht die Liquidität der Geschäftsbanken. Verkauft die Zentralbank Wertpapiere, dann entzieht sie der Wirtschaft Zahlungsmittel. Diese Lehrsätze werden relativiert, wenn die Notenbanken sich nicht mehr an ihre Kernaufgaben halten, sondern in die operativen Bankgeschäfte direkt eingreifen, wenn sie etwa direkt Kreditzusagen an Unternehmen und Banken geben (Vgl. hierzu Hartwich, Vom „Hüter der Währung“ zum Retter des Finanzsystems. Zur veränderten Rolle der Zentralbank in der Finanzkrise, GWP 4/08, 487-494).

Die Begriffe haben sich geändert. Aber die grundsätzlichen Bedingungen und Interventionsweisen der Zentralbank sind gleich geblieben. So ist natürlich auch von Belang, ob die Zentralbank „autonom“, d.h. unabhängig von politischen Direktiven ist (wie die EZB) oder aber ein mehr (Großbritannien) oder weniger (Fed-System der USA) starker Staatseinfluss auf die Politik der Bank besteht. Dies wirkt sich vor allem hinsichtlich der Zielsetzungen der Notenbankpolitik aus. Wie schon angemerkt, folgt die EZB in der Tradition der Bundesbank primär dem Ziel der Geldwertstabilität, selbst noch in einer Wirtschaftskrise heutigen Ausmaßes. Die amerikanische Notenbank hin-

gegen versucht ebenso wie Regierung mit allen Mitteln, die Konjunkturerwicklung in den Griff zu bekommen.

Daraus ergeben sich die unterschiedlichen Handlungsweisen und die unterschiedliche Gewichtung der Notenbankinstrumente zwischen Europa und den angelsächsischen Staaten in der gegenwärtigen Krise. Die europäische Notenbank setzt immer noch primär auf eine behutsame Leitzinspolitik, obwohl die Geschäftsbanken nicht mitziehen und die Regierungen Milliardenprogramme zur Stützung und Belebung der Konjunktur einsetzen. Die EZB hat ihre Position gegenüber Regierungen und Geschäftsbanken also bislang wenig verändert.

Die Amerikaner dagegen unternehmen mit den Briten den fast schon verzweifelten Versuch, mittels einer gigantisch zu nennenden Ausweitung der Geldmenge in der Wirtschaft den Abschwung aufzufangen. Die Fed ist damit zu einem Akteur geworden, der neben den und z.T. anstelle der Geschäftsbanken das stagnierende Kreditgeschäft in Gang zu bringen versucht.

Beiden gemeinsam ist also auch der Kampf gegen das gegenwärtige Kreditverhalten der Geschäftsbanken. Diese besitzen fast alle in ihren Bilanzen als Eigenkapital und Basis für die Kreditvergabe Wertpapiere und Forderungen, die nichts mehr wert sind. So sind diese Banken systembedingt begrenzt in ihrer Kreditvergabe, da sie in ihren Bilanzen an eine bestimmte Relation zum „Eigenkapital“ im weitesten Sinne (eben auch einschließlich der schwerverkäuflichen Wertpapiere) gebunden sind. Dieses Dilemma führt zur anhaltenden Diskussion über die Schaffung sogenannter „Bad Banks“, in die illiquide Wertpapiere gleichsam „ausgelagert“ werden, damit die Bilanzen der Geschäftsbanken wieder Kredite auf gesicherter bilanzieller Grundlage vergeben können. Die Lösung dieses Problems wird in den USA und in Europa/ Deutschland ebenfalls unterschiedlich gehandhabt und ist immer noch eher offen zu nennen.

Die Kreditoffensive der US-Notenbank

Am 18. März 2009 teilte die US-Notenbank (Fed) mit, dass sie in den nächsten Monaten für eine Billion Dollar hypothekenbesicherte Wertpapiere aufkaufen werde. Darunter sollen für 750 Mrd. \$ Wertpapiere fallen, die wegen Zahlungsausfällen bei Immobiliendarlehen ihren Wert verloren hatten (vulgo „Schrottpapiere“), und für 300 Mrd.\$ längerlaufende Staatsanleihen. Technisch gesehen bedeutet dieser Vorgang, dass die Verkäufer Buchgeld zur sofortigen Verwendung erhalten. Machen sie davon mit der Vergabe von Krediten an Dritte Gebrauch, so tritt der gewünschte Multiplikatoreffekt einer belebenden Kreditentwicklung in Funktion. Das ist das Ziel des „quantitative easing“. Das Risiko liegt darin, dass diese Belebung auch zu heftig ausfallen und zu inflationär steigenden Preisen in der Wirtschaft führen kann. Damit würde eine Inflation eingeleitet werden, die wegen des Geldüberhangs nur schwer zu stoppen wäre.

Man darf wohl sagen, dass mit dieser Politik die klassische Geldpolitik aufgegeben wurde, wenngleich das Prinzip, jedoch nicht ein solchen Ausmaß, bekannt war. Auf ein solches Experiment hatten sich bereits die japanische und die britische Notenbank ohne überraschende Ergebnisse eingelassen. Gemessen an den Amerikanern hatten die Briten Anfang März 2009 ein solches „quantitative easing“ in eher bescheidenem Rahmen begonnen.

An dieser Stelle muss noch einmal darauf aufmerksam gemacht werden, dass die so handelnden Notenbanken die Hauptgefahr der gegenwärtigen Krise in der Deflation sehen. Die von den Verbrauchern so begrüßte Absenkung der Inflationsrate auf z.B. nur noch 0,2 % im europäischen Wirtschaftsraum kann nicht uneingeschränkt als positives Signal angesehen werden. Weiter

sinkende Preise oder das Stagnieren auf niedrigstem Niveau bedeutet für Produktion und Handel, dass es sich nicht lohnt zu investieren, weil keine Gewinnmargen erkennbar sind. Die Verbraucher spekulieren auf weiter fallende Preise und stellen Käufe zurück. Die Wirtschaft verharrt dann in der Depression. Zwischen 1929 und 1933 gingen die Preise in den USA um 24, in Deutschland um 23 % zurück (Vgl. auch Hartwich, Die Weltwirtschaftskrise von 1929 bis 1933 und ihre Relevanz für die Gegenwart, GWP 1/09, 33-40).

Angesichts sinkender Preissteigerungsraten ist die Sorge vor der Deflation nicht aus der Luft gegriffen. Dies gilt für alle Industrieländer. Nur die Bewertungen unterscheiden sich. Diese Unterschiede sind nicht nur geldpolitischer Natur. In Deutschland z.B. ist seit 1923 und der unmittelbaren Nachkriegszeit von 1945 bis 1948 eine latente Furcht vor der Geldentwertung erhalten geblieben. Sie führt offensichtlich dazu, dass die Gefahr einer Deflation geringer eingeschätzt wird als in anderen Staaten. In Großbritannien etwa war die Preissteigerungsrate, die den gesamten Preisindex umfasst, auf eine Jahresrate von Null Prozent gefallen (FAZ 25.3.09). In den USA gab es seit 1955 aufs Jahr gerechnet keine Inflationsrate mehr (SZ 16.4.09) Für Deutschland meldete das Statistische Bundesamt im März 2009 einen drastischen Rückgang der Großhandelspreise. Nach *tageschau.de* vom 15.4.09 lagen sie um 8 % unter dem Vorjahresmonat. Diese Preise wirken in der Regel mit Verzögerung auf das Niveau der Verbraucherpreise.

In der Great Depression war eine solche Entwicklung ein ganz starkes Signal für das Erlahmen der Wirtschaftsaktivitäten. Heute sagt die EZB aber, sie erwarte keine Deflation. Sie sah nur einen kräftigen und vorübergehenden Rückgang relativer Preise. Statt von einer „Deflation“ zu sprechen, nannte sie die Entwicklung „Disinflation“. Dieser Begriff soll einen Prozess raschen

Rückganges der Preise umschreiben. Deflation beinhalte dagegen, so die EZB, einen sich selbst verstärkenden Rückgang einer breiten Palette von Preisen. Eine derartige Abwärtsspirale sei aber in Europa nicht zu erwarten. Zu dieser Interpretation meinte der Europa-Chefvolkswirt der Royal Bank of Scotland sogleich: „Das Risiko für Deflation (sei) viel akuter, als die EZB eingestuft“ (Handelsblatt, 20.3.09)

Bei diesen unterschiedlichen Bewertungen könnte eine Rolle spielen, dass das wahre Ausmaß der Deflationseentwicklung nicht erkennbar ist. In der großen Depression von 1930 bis 1933 blockierten Kartelle, Oligopole und Monopole sowie marktbeherrschende Unternehmen den Rückgang von Preisen auf breiter Front und verhinderten die Signal setzende Funktion der Marktpreise (vgl. heute z.B. die Verbraucherpreise für Gas und Strom in Deutschland). Damit wird nicht die Deflation gestoppt, sondern die Erstarrung des marktwirtschaftlichen Systems auf andere Weise bewirkt.

Die Inflationsgefahr

Angesichts des Großeinsatzes der amerikanischen Notenbank gegen die Gefahr einer Deflation ist es schwer sich vorzustellen, dass es zugleich die Gefahr einer Inflation, also die Gefahr unkontrolliert steigender Preise und einer Geldentwertung gibt. Wenn eine Notenbank die von ihr ausgegebene „Geld“menge drastisch ausweitet, ohne dass anschließend die damit bewirkte Liquidität zu starker Wirtschaftsbelebung führt, „verpufft“ der Effekt und es bleibt nur das Mehr an Zahlungsmitteln. Da die Ausweitung der Geldmenge nicht einfach rückgängig gemacht werden kann, gibt es logisch zu viel Liquidität, gleichsam im Leerlauf. Die umlaufenden Zahlungsmittel verlieren an Wert. Das sind die Kennzeichen einer Inflation

Warnungen vor einer derartigen Gefahr kommen überwiegend aus dem europäischen Bereich. Hier ist es nicht allein die EZB, die statt einer Entwicklung zur Deflation von einer Disinflation spricht, weil der Preisverfall allein auf dem Rückgang der Mineralölprodukte beruhe und nicht allgemeiner Natur sei. Exemplarisch scheint auch die Prognose der FAZ zu sein, die in sehr allgemeiner Form auf die „Möglichkeit“ einer anziehenden Inflation verweist, weil die Notenbanken gewaltige Liquidität in das internationale Finanzsystem gepumpt hätten, um einen Kollaps zu verhindern (FAZ, 15.4.09). Die dadurch bewirkte Ausweitung der Zentralbankgeldmenge – die Bilanz der amerikanischen Notenbank habe sich in kurzer Zeit auf rund 2 Billionen Dollar verdoppelt – wirke nur deshalb nicht unmittelbar preistreibend, weil viele Banken die Liquidität horteten und nach wie vor Kredite an Unternehmen und Verbraucher nur zögerlich vergäben.

Letzteres wird nicht belegt, ist wohl auch kaum präzise nachweisbar. Aber das ist der zentrale Punkt: Die Ausweitung der Geldmenge dient explizit dem Ziel, über diese Ausweitung Druck auf die Kreditvergabe der Banken auszuüben. Mithin bedeuteten die Ausführungen der Zeitung, dass die amerikanische Fed mit ihrer „quantitativen Lockerung“ der Geldpolitik gescheitert sei bzw. scheitern müsste.

Nun kann sicher nicht geleugnet werden, dass die gigantische Ausweitung der Geldmenge erhebliche Gefahren birgt. Nach den Erfahrungen mit der „Great Depression“ von 1929 ist diese Politik aber der richtige Weg. Ob er wegen seiner Größenordnung ins Abseits, sprich in die Inflation, führt, kann sich erst im Zeitablauf und im Vergleich zur europäischen Notenbankpolitik erweisen, die diesen Weg ablehnt und es weiterhin mit den klassischen Notenbankinstrumenten versucht.

Zunächst sieht es eher so aus, dass der Ankauf von wertbeständigen Staats-

papieren, um die Geldmenge drastisch auszuweiten, deren Rendite senkt und die Zinsen auf Hypotheken und andere private Kredite nach unten zieht. Kommen Kreditwirtschaft und Investitionen wieder in Schwung, wird die Notenbank vor allem durch Anhebung des Leitzinses und Verkauf von Staatsanleihen versuchen müssen, eine rasch sich ausbreitende starke inflationäre Entwicklung abzufangen. Für einen gewissen Zeitraum müsste aber eine leicht erhöhte, jedoch einstellige Inflationsrate, bestehen bleiben, um die Erwartungen der Unternehmen zu beflügeln. Die Balance zu finden und zu erhalten ist dann die Kunst der Notenbankleitung.

Damit kann sich die wirtschaftliche Belebung entfalten und zugleich durch die damit verbundene maßvolle Abwertung staatliche Verschuldung abzubauen. Belebung heißt immer, dass Banken, Unternehmen und Verbraucher das ihnen zur Verfügung stehende Bar- und Buchgeld auch ausgeben, bevor es einfach nur an Wert verliert. Das setzt Vertrauen in die Währung voraus, aber es schafft zugleich das nötige Vertrauen in die Währung.

Der Wert des Dollar – ein „Ende der Dollar-Dominanz“?

Wenn die amerikanische Notenbank in großem Stil US-Staatsanleihen mit längerer Laufzeit kauft und damit eine aggressive Liquiditätspolitik betreibt, führt ihre Nachfrage zu kräftigen Kursgewinnen bei gleichzeitigem Rückgang der Rendite und der Zinsen der Staatsanleihen. Die Verkäufer dieser Staatsanleihen erhalten Buchgeld. Die längerfristigen Zinsen sollen sinken, damit der Kreditmarkt wieder funktioniert. Außerdem wird erwartet, dass niedrigere Zinsen für Staatsanleihen die Zinsen generell sinken lassen und damit die Kredite nachfragenden Unternehmen

begünstigen. Die Chance eines Aufschwunges ist gegeben. Das ist die eine Seite.

Die andere Seite sind die Auswirkungen dieser Politik auf den Dollar und seine weltpolitische Rolle. Offenbar gilt der Dollar immer noch als relativ sichere Kapitalanlage. Dies gilt gerade auch in der Krise. Die Nachfrage nach Dollar blieb relativ konstant wie auch an den Kurs-Relationen zum Euro zu sehen ist.

Tendenziell müsste es schon jetzt infolge des Umfangs der Kreditausweitung einen Abwertungsdruck auf den Dollar geben. Bislang gab es jedoch, abgesehen von der Phase unmittelbar nach der Bekanntgabe der neuen Politik, keine deutlichen Signale in dieser Richtung. Wie es mittelfristig weiter geht, hängt stark von den Inflationsbefürchtungen und – Erwartungen ab.

Der bekannte Währungsexperte Wilhelm Hankel prophezeite einen „Absturz des Dollar“ als Folge der „Dollar-Schwemme“ (FAZ, 17.4.09). Diese Aussage erweist sich jedoch bei näherem Hinsehen als zu schlicht. Auch viele andere Experten hatten dies zunächst so gesehen. Aber in den folgenden Wochen trat kein „Absturz“ ein.

Die Folgen und die Unwägbarkeiten der neuen amerikanischen Kreditpolitik des „quantitative easing“ haben nun aber auch zu einer internationalen Diskussion von grundsätzlicher Bedeutung geführt. Vor allem China, das Land mit den größten Dollar-Reserven (vgl. hierzu auch Hartwich, Der Dollar-Fall, GWP 1/08, 33-38) und mehreren hundert Milliarden Dollar-US-Staatsanleihen – es ist damit eine Stütze der bestehenden Finanzordnung - sorgt sich um die Wertbeständigkeit des Dollar und fordert ein Ende der Dollar-Dominanz, de facto also eine neues Weltwährungssystem.

Am 24.3.2009, wenige Tage vor dem sogenannten „Weltfinanzgipfel“ in London, schlug der chinesische Notenbankchef Zhou Xiaochuan vor, statt des

Dollar eine neue supranationale Reservewährung zu etablieren. Wohl um dem Vorschlag seine revolutionierende Bedeutung zu nehmen, schlug er als ersten Schritt vor, die Rolle der Sonderziehungsrechte (SZR) des Internationalen Währungsfonds (IWF) aufzuwerten. SZR sind Kredite, die Staaten beim IWF „ziehen“ können, um sich Devisen zu verschaffen. Sie wurden 1969 als Anlagemöglichkeit und auch als Zahlungsmittel eingeführt. Hinter dem Begriff SZR steht gegenwärtig ein „Währungskorb“ der vier Währungen Dollar, Pfund, Yen und Euro. Ursprünglich mit einer Goldäquivalenz gerechnet, entspricht ein SZR etwa 1,50 Dollar. Es handelt sich also um ein künstliches Produkt, das bislang nur Regierungen und internationale Einrichtungen nutzen konnten und das nun nach den Vorstellungen der Chinesen als Zahlungsmittel bei Finanz- und Handelsgeschäften gelten könnte. Mit dem IWF gibt es bereits eine internationale Verwaltung dieses Zahlungsmittels. Natürlich erwartet die chinesische Notenbank mit ihrem Vorschlag, dass künftig auch die chinesische Währung, der Yuan, in den Währungskorb aufgenommen wird. Den Vorschlag einer neuen „Leitwährung“ auf der Grundlage der SZR unterstützten nach Angaben der Chinesen auch andere Staaten wie Brasilien, Indien, Südkorea und Südafrika.

Der chinesische Notenbankgouverneur bezeichnete seinen Vorschlag, eine internationale Reservewährung zu schaffen, die von einzelnen nationalen Währungen unabhängig sei, als „ersten Schritt“. Langfristig könne eine auf Rohstoffpreisen oder Gold basierende Währung geschaffen werden, wie sie einst von John Maynard Keynes in den dreißiger Jahren zur Diskussion gestellt worden war. Wichtig ist gegenwärtig jedoch nicht nur, was vorgeschlagen wird, sondern dass die Chinesen als neue mächtige Wirtschaftsmacht ihre kritische Haltung gegenüber dem Internationalen Währungsfonds aufgeben

und sich als starker und anerkannter Partner engagieren wollen. Dabei scheinen sie bereit zu sein, die gegenseitigen Abhängigkeiten zu respektieren. Gegenwärtig liegen Schwierigkeiten und Hemmnisse allerdings auch auf der chinesischen Seite. Diese bestehen in der strengen staatlichen Reglementierung der Wirtschaft, also in fehlender Offenheit nach außen, bis hin zum Fehlen einer freien Konvertibilität des Yuan.

Es lohnt sich also, nach den Motiven der Chinesen zu fragen, soweit sie offen, erkennbar und deutbar sind. Das erste Motiv ist sicher der Wertverfall des Dollar und damit die Furcht vor einer Entwertung der riesigen Dollarreserven Chinas sowie der US-Staatsanleihen. Ein weiteres Motiv ist vermutlich die Auswirkung auf den eigenen Export. Denn, je schwächer der Dollar wird, umso stärker wird der Yuan, die eigene Währung. Dies aber beeinträchtigt den Export. Bislang gelang es China, mit seinen Dollarkäufen die eigene Währung niedrig zu halten und damit Handelsvorteile zu erringen. Ein weiteres Motiv könnte der Versuch sein, angesichts eines möglichen Wertverfalls des Dollar die gegenwärtigen (flexiblen) Wechselkurse durch eine internationale Institution wie den IWF festzuschreiben und damit wieder wie vor 1971 ein System fester Wechselkurse zu etablieren.

Die Reaktion des amerikanischen Präsidenten und des US-Notenbankchefs war zunächst ablehnend. Der US-Dollar sei außerordentlich stark und werde es bleiben. Offener in bezug auf die Neuregelung des Weltwährungssystems zeigte sich der amerikanische Finanzminister Geithner. Aber auch für ihn stand offenbar das Prestige an erster Stelle: Der Dollar werde noch länger Leitwährung bleiben.

Den Europäern warf der bereits erwähnte Währungsexperte Wilhelm Hankel vor, sie hätten in der Krise die Chance verpasst, den Euro als Alternative zum Dollar aufzubauen, weil der Euro-

Raum an inneren Ungleichgewichten kranke (FAZ, 17.4.09).

Auf dem G 20-Gipfel Anfang April in London wurde schließlich und zunächst nur die Rolle des IWF gestärkt. Die Mittel des IWF wurden stark erhöht - von 250 Mrd \$ auf 750 Mrd \$. Hinzu kommen Sonderziehungsrechte in Höhe von 250 Mrd. \$. (Financial Times Deutschland (FTD), 3.4.09). Die FTD kommentierte: „Die gigantischen Summen sind ein Akt der Verwegenheit und der Verzweiflung zugleich. Sie sollen den IWF dafür rüsten, als Ersatz für Kapitalmärkte und Investoren einzuspringen“. Bisher zielt die Politik des IWF noch fast ausschließlich auf Schwellen- und Entwicklungsländer, denen dabei Auflagen erteilt werden. Aber die Bedeutung des IWF steigt. Nun sollen die Kredite des IWF in Zukunft ohne die bisher drakonischen Sanktionsauflagen vergeben werden. Schließlich soll der IWF zusammen mit einem neu geschaffenen Financial Stability Board (FSB) zum weltweiten Frühwarnsystem bei künftigen Krisen ausgebaut werden.

Nationale Währungspolitik und internationale Politik lassen sich heute nicht mehr trennen. Die gegenwärtige Wirtschafts- und Finanzkrise verschärft die Probleme und befördert gravierende Systemänderungen. Sie werden interessanterweise nur noch ganz selten „Re-

formen“ genannt. Es sind auch eher Änderungen im weltwirtschaftlichen Machtgefüge. So erschließt die Beobachtung der „quantitativen Lockerung“ („quantitative easing“) der amerikanischen Geld- und Kreditpolitik Dimensionen, die man nur noch als äußerst komplex bezeichnen kann. Wie sich unter diesen Umständen Deutschland und die viel gerühmte Europäische Zentralbank positionieren können, muss an dieser Stelle wegen der Komplexität der Zusammenhänge unbehandelt bleiben. Eine spezifische Reaktion der Europäer auf die US-amerikanische Notenbankpolitik ist bislang nicht erkennbar. Gewiss bieten die europäischen Institutionen und Leistungen der Sozialstaatlichkeit als „built-in-stabilizers“ („eingebaute Stabilisatoren“) der Wirtschaftsentwicklung Vorteile gegenüber dem amerikanischen System. Ob sie aber genügen, um geringere kreditpolitische Bemühungen gegen Abschwung und Stagnation sowie für einen Wirtschaftsaufschwung zu rechtfertigen, ist eine offene Frage.*

* Diese Kolumne wurde am 1. Mai 2009 abgeschlossen. Am 7. Mai hat die EZB neben einer Leitzinssenkung ebenfalls mit der Kreditpolitik einer „quantitativen Lockerung“ („quantitative easing“) mittels Ankauf von Pfandbriefen im Wert von 60 Mrd. begonnen.