

Christoph S. Weber, Katrin Wölfel

100 Jahre Federal Reserve System

In diesem Jahr feiert der Federal Reserve Act sein 100-jähriges Bestehen. Mit der Zustimmung des Kongresses trat er am 23.12.1913 in Kraft. Damit entstand das Federal Reserve System (Fed), das global größte und wichtigste Zentralbanksystem und damit zugleich Vorbild und Anker für andere Zentralbanken. Die Autoren geben eine Übersicht über seine Entstehung und Weiterentwicklung und würdigen seine Rolle kritisch.

Vor der Einführung des Fed gab es bereits zwei gescheiterte Versuche, eine Zentralbank in den USA zu etablieren. 1781 vergab der Kongress eine Banklizenz, die der Bank of North America erlaubte, Bankgeschäfte zu betreiben. Vorbild war die Bank of England, die als zweite Zentralbank der Welt nach der schwedischen Riksbank (1668) im Jahr 1694 geschaffen wurde. Allerdings wurde die Bank of North America nicht zu einer Zentralbank, da zur damaligen Zeit das US-Finanzsystem sehr klein und zudem dezentralisiert war.¹ Der erste echte Versuch, eine Zentralbank in den USA zu etablieren, geht auf eine Initiative von Alexander Hamilton 1791 zurück. In diesem Jahr erteilte der Kongress der First Bank of the United States eine zwanzigjährige staatliche Banklizenz. 1811 wurde die Lizenz jedoch nicht verlängert, da der Kongress ausländischen Einfluss auf die Bank und eine zu große Macht der Bank gegenüber den bundesstaatlichen Banken fürchtete.² 1816 kam es dann zur Gründung der Second Bank of the United States. Einerseits hatten die USA im Gegensatz zu England Schwierigkeiten, sich während des Zweiten Unabhängigkeitskrieges 1812 zu refinanzieren, und es fehlte generell eine Bank für staatliche Einlagen.³ Andererseits sollte die neu geschaffene Bank der infolge des Krieges angestiegenen Inflation entgegenwirken.⁴ Als Präsident Andrew Jackson der Bank vorwarf, nicht für eine stabile Währung gesorgt zu haben und nicht verfassungskonform zu sein, und alle öffentlichen Einlagen von der Bank abzog,

verlor die Bank of the United States stark an Bedeutung, und verschwand nach der Nichtverlängerung ihrer Banklizenz (1836) komplett vom Markt.⁵ In den folgenden Jahrzehnten gab es keine Zentralbank in den USA.

Durch den National Banking Act wurden schließlich Banken nach Größe geordnet. Kleinere Banken waren verpflichtet Reserven bei größeren Banken zu halten, die selbst wiederum Reserven bei zentralen Reservebanken hielten. Ziel dieser Regulierung war es, Illiquidität von Banken zu verhindern. Da die zentralen Reservebanken kein Geld schaffen konnten, gerieten sie unter Druck, wenn große Teile der bei ihnen eingeleigten Reserven abgezogen wurden.⁶ Die Einsicht, dass nur eine Zentralbank als Geldgeber der letzten Instanz (Lender of Last Resort) solche Engpässe verhindern konnte, wuchs über die Jahre hinweg insbesondere vor dem Hintergrund der Banken- und Finanzkrisen der Jahre 1857, 1873, 1884, 1893 und 1907.⁷ Mit dem Aldrich-Vreeland Act erhielt das Finanzministerium 1908 das Recht bei Finanzkrisen Geld zu drucken. Es wurde eine National Monetary Commission einberufen, die die Basis für die Gründung einer Zentralbank legen sollte.⁸ Am 23.12.1913 stimmte der Kongress dem Federal Reserve Act zu, der das Federal Reserve System aus der Taufe hob. Bis heute bildet dieses Gesetz, ergänzt und verändert durch Amendments, die rechtliche Grundlage des Fed.

Aufbau des Fed

Das Federal Reserve System ist das Ergebnis eines Kompromisses. Während die Großindustriellen eine zentralisierte Zentralbank wünschten, sahen ländliche Geschäftsleute sowie Landwirte ihre Interessen durch eine dezentralisierte Zentralbank besser gewährleistet, da sie hofften, dass diese ihnen günstige Kredite gewähren könnte.⁹ Letztlich wurden zwölf Federal Reserve Banks jeweils mit der Verantwortung

1 Vgl. R. Miller, D. D. VanHoose: Money, Banking, and Financial Markets, Mason, Ohio 2004, S. 398-401.

2 Ebenda, S. 401.

3 Ebenda.

4 Vgl. R. W. Kolb, R. J. Rodríguez: Financial Institutions and Markets, Cambridge MA 1996, S. 32.

5 Ebenda.

6 Vgl. L. B. Thomas: Money, Banking, and Financial Markets, New York 1997, S. 284.

7 Ebenda.

8 Vgl. R. Miller, D. D. VanHoose, a.a.O., S. 405.

9 Vgl. L. B. Thomas, a.a.O., S. 285.

Christoph S. Weber, M.A., M.A., und Katrin Wölfel sind wissenschaftliche Mitarbeiter am Institut für Wirtschaftswissenschaft der Universität Erlangen-Nürnberg.

für einen bestimmten Distrikt gegründet, der nicht an Staatsgrenzen gebunden ist. Die Distrikte waren so konzipiert, dass sie von der Größe und der Wirtschaftskraft her etwa vergleichbar waren.¹⁰ Eigentümer und Anteilseigner der Federal Reserve Banks sind die Mitgliedsbanken. Jede Bank, die eine staatliche Banklizenz besitzt, ist verpflichtet, Anteile bei der jeweiligen Federal Reserve Bank zu halten¹¹ – und zwar in Höhe von 6% ihres Eigenkapitals, das allerdings nur zur Hälfte eingezahlt werden musste. Auf die eingezahlten Beträge erhalten die Banken eine jährliche Dividende von 6%.¹² Als Anteilseigner haben sie zudem ein Mitspracherecht bei der Bestellung der neun Gouverneure der Zentralbank, die in drei Klassen (A, B und C) geordnet sind. Die A- und B-Gouverneure werden von den Anteilseignern bestimmt. Dabei sind die Gouverneure der Klasse A professionelle Banker und die Gouverneure der Klasse B Geschäftsleute aus anderen Wirtschaftszweigen. Die Gouverneure der Klasse C werden vom Board of Governors bestimmt, das aus diesen drei C-Gouverneuren einen Vorsitzenden wählt.¹³

Das Board of Governors mit Sitz in Washington DC stellt im Vergleich zu den dezentralen Federal Reserve Banks das zentralistische Element dar. Das Board besteht mittlerweile aus sieben Mitgliedern, die für eine Amtszeit von 14 Jahren vom Präsidenten berufen und vom Kongress bestätigt werden. Die Wiederwahl als Mitglied des Board of Governors ist ausgeschlossen.¹⁴ Die Hauptaufgaben des Board sind die Festsetzung der Mindestreservequoten, die Genehmigung der Diskontsätze der Federal Reserve Banks sowie die Bankenaufsicht und -regulierung.¹⁵ Das Federal Open Market Committee (FOMC) wurde erst 1922 durch die New York Fed Bank gegründet und diente zunächst lediglich der Abstimmung der geldpolitischen Maßnahmen der einzelnen Fed

10 Die einzelnen Fed-Distrikte sind immer noch größtenteils homogen, was das Bruttoinlandsprodukt betrifft (vgl. F. Seitz: Fed versus Eurosystem: Institutionelle und strategische Aspekte, in: List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik, Bd. 28 (2002), H. 2, S. 120 f.; bzw. M. M. G. Fase, W. F. V. Vanthoor: The Federal Reserve System Discussed, in: De Nederlandsche Bank Staff Reports, Nr. 56 (2000), S. 66 f.).

11 Während die Banken mit staatlicher Banklizenz verpflichtet sind, Anteilseigner einer Fed-Bank zu sein, steht es den Banken mit Banklizenz eines Bundesstaates frei, ob sie Mitgliedsbank werden wollen. Da es außer der Beteiligung am Auswahlverfahren der Direktoren für eine solche Bank eigentlich nur Nachteile gibt, weil Mitgliedsbanken strenger überwacht werden und sie bis in die 1980er Jahre höhere Mindestreservequoten einhalten mussten, sind nur etwa 20% der regionalen Banken Mitglieder des Fed (vgl. L. B. Thomas, a.a.O., S. 297).

12 Vgl. R. W. Kolb, R. J. Rodríguez, a.a.O., S. 41.

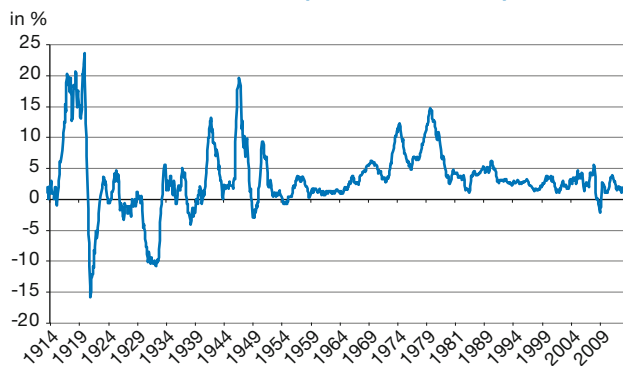
13 Vgl. ebenda. Die Präsidenten der Federal Reserve Banks werden für eine Amtszeit von fünf Jahren berufen; vgl. K. Ruckriegel, F. Seitz: Das Federal Reserve System, in: WISU, 31. Jg. (2002), H. 12, S. 1575.

14 Es ist lediglich möglich, die Amtsperiode eines vom Amt zurückgetretenen Gouverneurs fortzusetzen und danach regulär für 14 Jahre gewählt zu werden. Dies war der Fall bei Allan Greenspan. Außerdem ist es theoretisch möglich, kurz vor dem Ablauf der Amtszeit zurückzutreten und sich dann nochmals wählen zu lassen. Diese rechtliche Lücke ermöglichte es William McChesney Martin, dem Board of Governors mit kurzer Unterbrechung von 1942 bis 1970 anzugehören (vgl. L. B. Thomas, a.a.O., S. 292).

15 Ebenda.

Abbildung 1

Jährliche Inflationsraten (auf Monatsbasis)



Quelle: Federal Reserve Economic Data (FRED).

Banks.¹⁶ Die Bedeutung des FOMC wuchs erst 1933, als es in den Act aufgenommen und die geldpolitische Verantwortung auf dieses Gremium übertragen wurde. Gleichzeitig wurde auch die Zusammensetzung des Gremiums zugunsten des Board geändert und das Board erlangte eine Sperrminorität im FOMC. Die Geldpolitik wurde damit zentralisierter.

Geldpolitik in den Anfangsjahren

Das Fed war zunächst mit dem Ziel geschaffen worden, eine eigene Währung zu entwickeln und zu überwachen, ein nationales Zahlungssystem einzurichten, als Bank der Regierung den staatlichen Zahlungsverkehr abzuwickeln und als zentraler Verwahrer von Staatsanleihen zu fungieren.¹⁷ Im Federal Reserve Act blieb die Zielvorgabe zunächst sehr vage.¹⁸ Als geldpolitisches Instrument bot sich in den Anfangsjahren lediglich die Diskontpolitik an, die jede Fed-Bank in eigener Regie betrieb. Dabei folgte das Fed der Real-Bills-Doktrin, d.h. die Kreditvergabe wurde nicht als inflationstreibend angesehen, solange die Kredite für produktive Zwecke verwendet wurden.¹⁹ Bereits ein Jahr nach Gründung des Fed brach der Erste Weltkrieg aus. Dies führte einerseits zu Problemen an den US-Finanzmärkten, da der internationale Kapitalverkehr zurückging, andererseits stieg der Finanzierungsbedarf der Regierung, spätestens nachdem die USA 1917 in den Weltkrieg eintraten. Das Fed sah sich dann mit

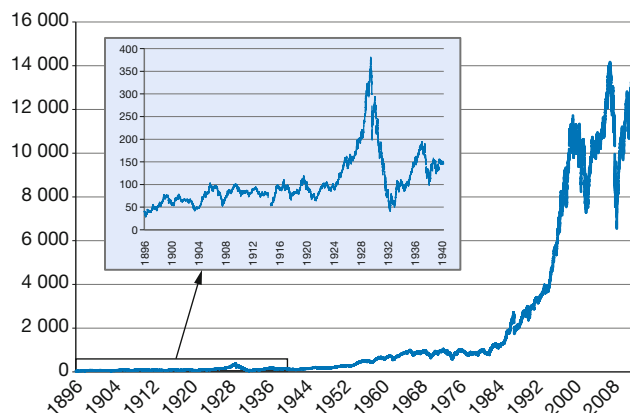
16 Das Board war daran zunächst nicht beteiligt, weshalb es das Gremium 1923 auflöste und ein neues gründete, an dem alle Präsidenten der Fed Banks beteiligt waren. Vgl. R. W. Kolb, R. J. Rodríguez, a.a.O., S. 29. Das Gremium hieß zwischenzeitlich Open Market Investment Committee.

17 Vgl. R. Miller, D. D. VanHoose, a.a.O., S. 405.

18 In der Präambel des Federal Reserve Act hieß es, dass das Fed geschaffen wird, „to furnish an elastic currency, to afford means of rediscounting commercial paper, to establish a more effective supervision of banking in the United States, and for other purposes“ (Federal Reserve Bank of Philadelphia: Fifty Years of the Federal Reserve Act, Philadelphia 1964, S. 5). Versuche, die Ziele genauer zu definieren und Preisstabilität als weiteres Ziel aufzunehmen, scheiterten viele Jahre lang (vgl. ebenda).

19 Vgl. F. S. Mishkin: The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, Harlow 2013, S. 465.

Abbildung 2
Dow Jones Industrial Average (auf Tagesbasis)



Quelle: Federal Reserve Economic Data (FRED).

Forderungen konfrontiert, Staatsanleihen aufzukaufen, um der Regierung bei der Finanzierung der Kriegskosten zu helfen.²⁰ Als infolgedessen die Inflationsraten 1918 und 1919 auf 17,3% bzw. 15,3% stiegen (vgl. Abbildung 1)²¹, löste sich das Fed von der Real-Bills-Doktrin und erhöhte die Diskontsätze (vgl. auch Abbildung 4).²² Der starke Rückgang des Geldangebots – 1921 ging die Geldbasis um 15,5% zurück (vgl. auch Abbildung 5)²³ – führte zu einer Rezession in den Jahren 1920 und 1921. Die Arbeitslosenquote stieg von 4% (1920) auf 12% (1921), die Industrieproduktion ging binnen eines Jahres um 23% zurück²⁴ und es kam zu einer starken Deflation mit einem Rückgang des Preisindex um 37%.

Die Deflation wurde als notwendig dafür angesehen, den Goldstandard und das Preisniveau, das vor dem Ersten Weltkrieg geherrscht hatte, wiederherzustellen. Dies sollte für internationale Stabilität sorgen.²⁵ In den 1930er Jahren wurde das geldpolitische Instrumentarium des Fed erweitert. Da Diskontkredite nach den Zinssteigerungen Ende der 1920er Jahren weniger nachgefragt wurden, sanken die Einnahmen des Fed. Um die Einnahmen anderweitig zu steigern, begann das Fed, Wertpapiere aufzukaufen, um Zinseinnahmen zu generieren. Dabei stellte das Fed fest, dass in der Folge die sich im Umlauf befindende Geldmenge stieg und die Banken vermehrt Kredite vergaben.²⁶ So entdeckte das Fed zufällig

20 Vgl. R. Miller, D. D. VanHoose, a.a.O., S. 406.

21 Ein Teil des Anstiegs erklärt sich daraus, dass Preise während des Krieges kontrolliert wurden und erst nach Kriegsende wieder steigen durften (vgl. A. H. Meltzer: A History of the Federal Reserve: 1913-1951, Vol. 1., Chicago 2002, S. 94).

22 Vgl. F. S. Mishkin, a.a.O., S. 465.

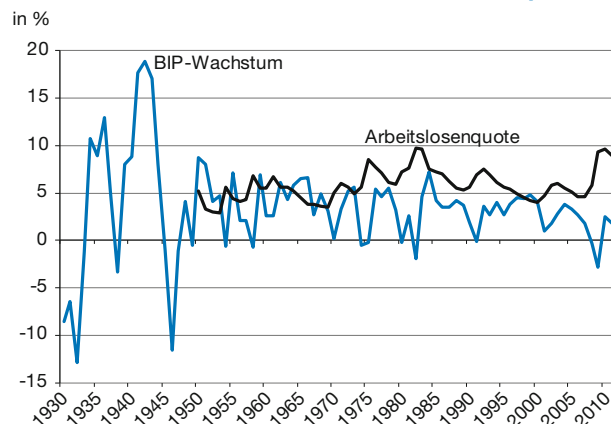
23 Vgl. A. H. Meltzer, a.a.O., S. 84.

24 Ebenda, S. 109.

25 Ebenda, S. 109 f.

26 Vgl. F. S. Mishkin, a.a.O., S. 466.

Abbildung 3
Jährliches BIP-Wachstum und Arbeitslosenquote



Quelle: Federal Reserve Economic Data (FRED) und Thomson Reuters Datastream.

die Offenmarktgeschäfte, die sich zum wichtigsten geldpolitischen Instrument des Fed entwickelten.

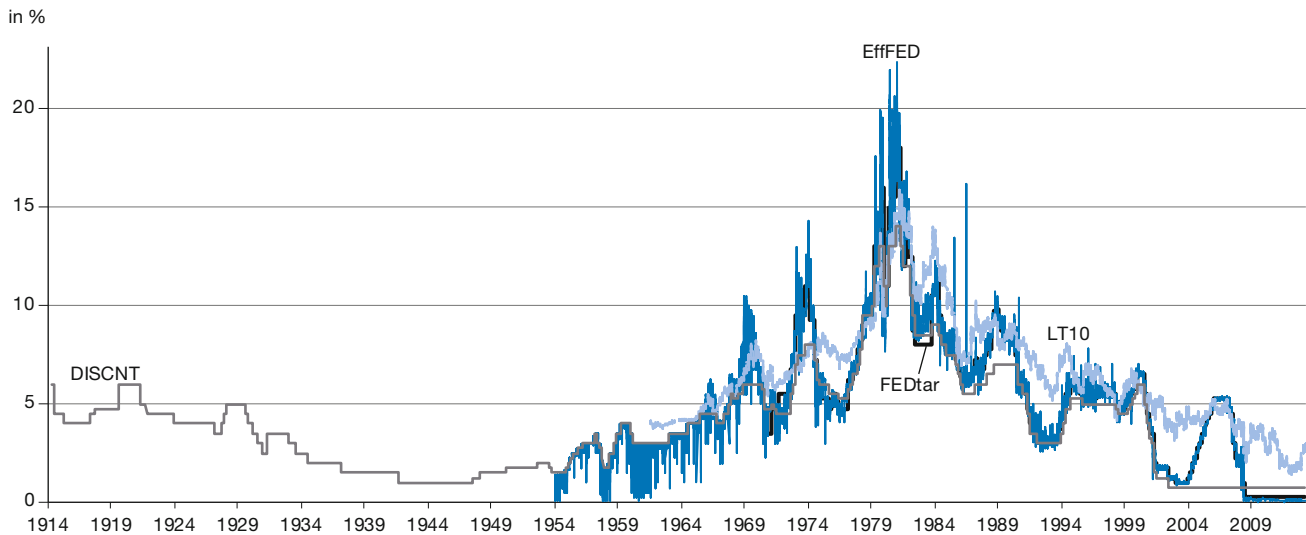
Rolle des Fed während der Großen Depression

Zur selben Zeit stiegen die Aktienkurse stark an, was sich in der Retrospektive als Aktienpreisblase herausstellte. Wie in Abbildung 2 deutlich wird, verdreifachte sich der Wert des Dow Jones Industrial Average Index von 1925 bis 1929. Das Fed versuchte dem 1929 mit steigenden Zinsen entgegenzuwirken, doch dies kam zu spät,²⁷ so dass im Oktober 1929 die Blase am Aktienmarkt platzte. Der 24.10.1929 und der 28.10.1929 gingen als Schwarzer Donnerstag und als Schwarzer Montag aufgrund der hohen Börsenverluste in die Geschichte ein.²⁸ Die US-Wirtschaft stürzte in der Folge in die Große Depression (1929-1933): die wirtschaftliche Aktivität ging dramatisch zurück (vgl. Abbildung 3) und die Preise fielen. Die Deflation führte zu einem solch starken Anstieg der Realzinsen, dass viele Schuldner ihre Kredite nicht mehr zurückzahlen konnten. Dadurch gerieten auch viele Banken in Schwierigkeiten. Dabei waren die Probleme der Banken unterschiedlich. Während einige so stark überschuldet waren, dass ihnen die Insolvenz drohte, litten andere lediglich unter Liquiditätsproblemen, die leicht durch den Geldgeber der letzten Instanz, die Zentralbank, hätten gelöst werden können. Nach Meinung des Fed handelte es sich bei den Problemen der meisten Banken um Solvenzkrisen, weshalb es nicht bereit war, den Banken zu helfen. Das Fed erhöhte die Diskontsätze noch 1931 (vgl. Abbildung 4) und reduzierte die Geldbasis drastisch (vgl. Abbildung 5). Gleichzeitig

27 Ebenda.

28 Die Bezeichnungen erklären sich aus den hohen Verlusten des Dow Jones Index. Der hier dargestellte Dow Jones Industrial Average Index erlebte prozentual den dritthöchsten Tagesverlust am 28.10.1929 und den vierthöchsten Verlust am 29.10.1929.

Abbildung 4
Ausgewählte Zinssätze (auf Tagesbasis)¹



¹ Federal Funds Target Rate (FEDtar), effektive Federal Funds Rate (EffFED), ein Diskontsatz (DISCNT) und ein langfristiger Zinssatz (LT10, zehnjährige US-Staatsanleihen).

Quelle: Federal Reserve Economic Data (FRED) und Thomson Reuters Datastream.

kam es zu Bank-Runs, da viele Anleger aus Angst vor der Illiquidität ihrer Bank ihre Anlagen abhoben. Der Rückgang der Geldbasis bei gleichzeitig niedrigerem Geldschöpfungsmultiplikator führte zu einem großen Rückgang der Geldmenge. Viele Banken hatten daher Schwierigkeiten, sich zu refinanzieren. Es kam zu vier Bankenkrisen zwischen 1930 und 1933. Insgesamt gingen circa 9000 Banken während der Großen Depression bankrott.

Offen ist nach wie vor die Frage, inwieweit die Geldpolitik des Fed die Krise verursacht hat.²⁹ Milton Friedman und Anna Schwartz führen die Kritiker an, denen zufolge das zu geringe Geldangebot des Fed zu einer Vergrößerung der Krise geführt hat.³⁰ Die Sichtweise, dass die Geldpolitik zwar nicht direkt verantwortlich für die Krise, sie aber verschärft und verschleppt hat, wird von vielen anderen Wissenschaftlern geteilt.³¹ Andere Ökonomen wie beispielsweise Christopher

29 Eine Übersicht über Studien, die die Rolle des Fed und seine Verantwortung an der Großen Depression behandeln, findet sich bei P. Evans, I. Hasan, E. W. Tallman: Monetary Explanations of the Great Depression: a Selective Survey of Empirical Evidence, in: Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, 3. Jg. (2004), S. 1-23. Alle im Folgenden verwendeten Studien werden auch in diesem Artikel diskutiert.

30 Vgl. M. Friedman, A. J. Schwartz: Monetary History of the United States, 1876-1960, Princeton NJ, 1963.

31 Vgl. beispielsweise J. Burbidge, A. Harrison: An Historical Decomposition of the Great Depression to Determine the Role of Money, in: Journal of Monetary Economics, 16. Jg. (1985), H. 1, S. 45-54; M. D. Bordo, E. U. Choudhri, A. J. Schwartz: Could Stable Money Have Averted the Great Contraction?, in: Economic Inquiry, 33. Jg. (1995), H. 3, S. 484-505.

Sims vertreten die Auffassung, dass die Große Depression nicht durch die Geldpolitik, sondern durch die Realwirtschaft verursacht wurde.³²

Reform und Weiterentwicklung des Fed

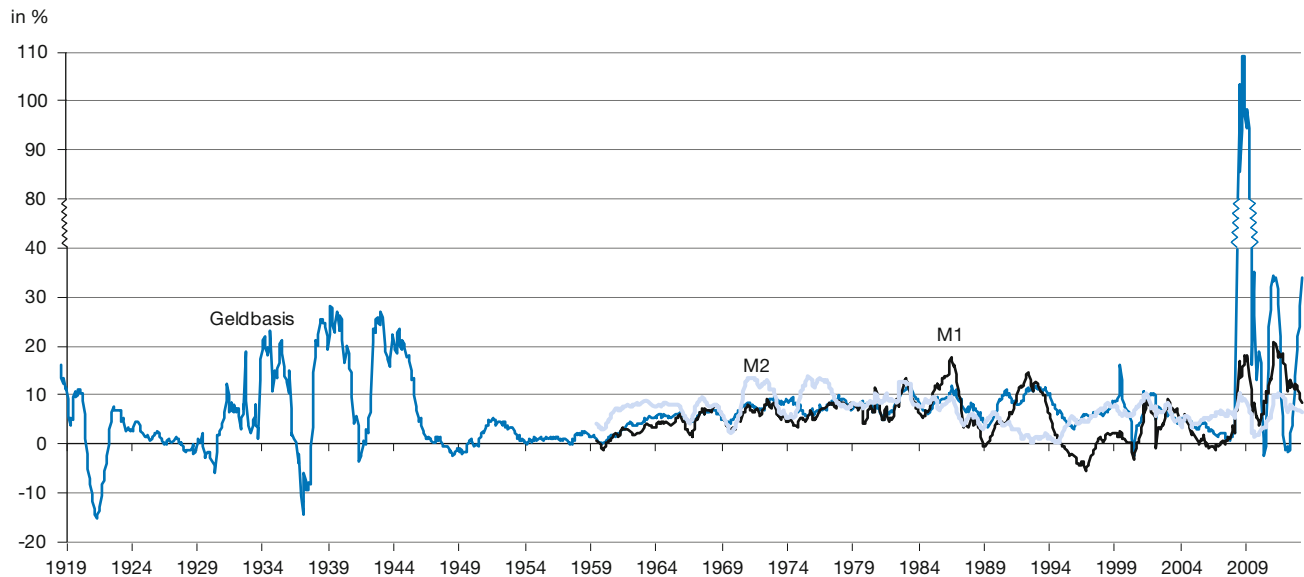
Infolge der Krise wurde mit dem Glass-Steegal-Act das Trennbankensystem eingeführt und mit den Banking Acts 1933 und 1935 das Fed grundlegend reformiert. Um weitere Bankenpaniken aufgrund von Liquiditätsengpässen zu verhindern, erhöhte das Fed die Mindestreservesätze zwischen 1936 und 1937, und es kam zu einer Rezession in den Jahren 1937 und 1938.³³ Im Zweiten Weltkrieg, in den die USA 1941 eintraten, stieg der Finanzierungsbedarf der Regierung massiv an. Das Fed unterstützte die Regierung, indem es Höchstsätze für Staatsanleihen vorgab. Für Treasury Bills lag der Höchstsatz bei 0,375% und für Treasury Bonds bei 2,5%; nahm die Rendite der Staatsanleihen darüber hinaus zu, intervenierte das Fed mit Offenmarktgeschäften.³⁴ Das Resultat war ein starker Anstieg der Geldmenge. Auch nach dem Ende des Zweiten Weltkrieges und insbesondere nach dem Anstieg der Zinssätze infolge des Korea-Krieges 1950 forderte die Regierung, dass das Fed weiterhin niedrige

32 Vgl. C. Sims: The Role of Interest Rate Policy in the Generation and Propagation of Business Cycles: What has changed since the '30s?, in: J. C. Fuhrer, S. Schuh (Hrsg.): In Beyond Shocks: What Causes Business Cycles?, in: Federal Reserve Bank of Boston Conference Series, 42. Jg. (2008), S. 121-160.

33 Vgl. F. S. Mishkin, a.a.O., S. 467 f.

34 Ebenda, S. 468.

Abbildung 5
Jährliches Geldmengenwachstum (auf Monatsbasis)



Renditen für Staatsanleihen garantierte, um die Refinanzierung des Staates zu erleichtern und Zinsausgaben niedrig zu halten. Da es zeitgleich zu einem Anstieg der Inflationsrate kam (vgl. Abbildung 1), wollte das Fed diese Politik nicht mehr fortsetzen. Letztlich einigte man sich mit der Regierung Trumans auf den Federal Reserve-Treasury Accord, der dem Fed erlaubte, die Politik der garantierten Höchstsätze für Staatsanleihen zu beenden und die vollständige Monetarisierung der Staatsverschuldung aufzugeben.³⁵ Dies war ein entscheidender Schritt in Richtung instrumenteller Unabhängigkeit.

Nach 1950 folgte eine zwei Dekaden andauernde Phase mit Wirtschaftswachstum und historisch betrachtet niedrigen Inflationsraten (vgl. Abbildung 3 und 1). William McChesney Martin propagierte, dass das Fed „leaning against the wind“, sprich antizyklische Geldpolitik, betreibe. Ab 1970 wuchs unter der Ägide von Arthur Burns die Bedeutung der Federal Funds Target Rate,³⁶ die das Fed mithilfe von Offenmarktgeschäften am Tagesgeldmarkt erreichen wollte (vgl. Abbildung 4).³⁷

Ende des Goldstandards und Große Inflation

Dazu kamen weitere Ereignisse. Das Bretton-Woods-System, das 1944 eingeführt worden war und lange Zeit für Sta-

bilität gesorgt hatte, geriet unter Druck. Zunächst wurde die Bandbreite, innerhalb derer Wechselkurse schwanken durften, vergrößert und die Goldparität von 35 US-\$ auf 42 US-\$ für eine Feinunze Gold geändert. Dies konnte die Probleme nur kurzfristig lösen und so schaffte Richard Nixon 1971 den Goldstandard ab. Das Bretton-Woods-System wurde aufgelöst und die meisten Wechselkurse wurden flexibel. Dies bedeutete, dass die Stabilität des US-Dollar fortan nicht mehr durch den externen Faktor Goldparität, sondern einzig durch das Vertrauen in die Währung und in das Fed gewährleistet werden musste.³⁸ Hinzu kamen die Ölpreisschocks 1973 und 1979/1980, die durch eine Reduktion des Ölangebots der OPEC ausgelöst wurden.

Gleichzeitig lag das jährliche Wachstum der Geldmenge (M2) bei zeitweise über 10%. Diese drei Faktoren zusammen genommen führten zu einem deutlichen Anstieg der Inflationsraten (vgl. Abbildung 1), weshalb diese Phase als „Great Inflation“ bezeichnet wird. Nachdem G. William Miller als Nachfolger von Burns nur relativ kurz im Amt war, übernahm Paul Volcker 1979 das Amt des Präsidenten des Boards. Noch vor Volckers Amtsantritt wurden die Ziele des Fed durch eine Reform des Federal Reserve Act 1977 präzisiert. Seitdem sind die Ziele maximale Beschäftigung, stabile Preise und moderate langfristige Zinsen. Volcker distanzierte sich von der geldpolitischen Steuerung über den Zinssatz und propagierte die Geldmengensteuerung (monetaristisches Experiment), um die Inflationsrate zu reduzieren. Da das Fed weniger Wert auf eine Zinsglättung legte und

35 Vgl. R. Miller, D. D. VanHoose, a.a.O., S. 410; F. S. Mishkin, a.a.O., S. 468.

36 Eine Analyse möglicher Bestimmungsfaktoren der Höhe der effektiven Federal Funds Rate ab 1960 findet sich bei K. Wölfel, C. S. Weber: What Really Determines the FED's Behaviour?, IWE Working Paper, Nr. 01-2012.

37 Vgl. R. Miller, D. D. VanHoose, a.a.O., S. 411.

38 Ebenda.

stattdessen auf die Geldmengenentwicklung fokussierte, stieg die Volatilität, aber auch die Höhe der Zinssätze stark an (vgl. Abbildung 4). Die effektive Federal Funds Rate lag zeitweise über 20%. Einige Ökonomen kritisierten diese Hinwendung zu einer Geldmengensteuerung und argumentierten, sie hätte eigentlich darauf abgezielt, höhere Zinssätze durchzusetzen. Das Fed stellte aber die höheren Zinssätze lediglich als ein von ihm nicht zu verantwortendes Resultat der Geldmengensteuerung dar.³⁹ Die Politik Volckers führte zu einem Rückgang der Inflation und zu einer Rezession (vgl. Abbildung 1 und Abbildung 3). Da die Geldmengenziele nicht erreicht wurden, die Inflation aber dennoch reduziert werden konnte, beendete das Fed das monetaristische Experiment 1982. Das Fed war anders als die Deutsche Bundesbank nie ein überzeugter Verfechter der Geldmengensteuerung. Vielmehr hatte der Kongress die Notenbank gezwungen, Geldmengenziele vorzugeben. Seitdem ist es wieder Ziel des Fed, die Zinssätze in Einklang mit der Federal Funds Target Rate zu bringen. Seit 1987 werden keine Ziele mehr für die Geldmenge M1 verkündet, da das Fed der Auffassung ist, die Definition und Messung dieser Geldmenge sei aufgrund von Finanzinnovationen und Deregulierung schwierig und es bestehe kein klarer Zusammenhang zwischen Geldmenge und wirtschaftlicher Aktivität.⁴⁰ Nachdem die Geldpolitik zunächst noch Ziele für M2 statt für M1 vorgab, werden seit 1993 gar keine Geldmengenziele mehr verkündet.⁴¹

Geldpolitik in den vergangenen 25 Jahren

Am 19.10.1987 kam es zu einem starken Einbruch am Aktienmarkt (Schwarzer Montag). Der Dow Jones Industrial Average Index (vgl. Abbildung 2) hatte an diesem Tag mit -22,61% den zweithöchsten Tagesverlust der Geschichte nach dem 12.12.1914 (-23,52%) gemeldet. Das Fed war daher in Sorge, dass eine ähnliche Krise wie nach den Aktieneinbrüchen 1929 folgen könnte. Die Lehre der Großen Depression war, dass die Geldpolitik sich in einer solchen Situation nicht passiv verhalten, sondern ein Überspringen der Krise vom Aktienmarkt auf die Realwirtschaft verhindern solle. Das Fed ergriff Sofortmaßnahmen, um dem Markt Liquidität bereitzustellen und Vertrauen an den Märkten wiederherzustellen. Noch am Montag reduzierte das Fed mithilfe von Offenmarktgeschäften die effektive Federal Funds Rate um 0,5 Prozentpunkte und gab am Dienstagmorgen in einer Stellungnahme bekannt, dass sie bereit sei, dem Markt genügend Liquidität zur

Verfügung zu stellen.⁴² Die Märkte beruhigten sich daraufhin und im Gegensatz zu 1929 folgte keine weltweite Rezession.

In den 1990er Jahren kam es zu weiteren Finanzmarktkrisen: die „Tequila-Krise“ Mexikos 1994/1995, die Asienkrise 1997, die Russlandkrise 1998/1999 und vor allem die Krise von Long Term Capital Management (LTCM) 1998. Im Fall der Beinahe-Insolvenz von LTCM organisierte das Fed ein Treffen von potenziellen Käufern, beteiligte sich selbst aber nicht an der Rettungsaktion. Umstritten sind die Aktivitäten des Fed dennoch, da es sich bei LTCM um einen Hedge-Fonds handelte, der vor allem mit Derivaten handelte.⁴³ Die 1990er Jahre verliefen insgesamt erfolgreich für die US-Wirtschaft. Die Inflationsraten waren relativ niedrig und das Wachstum positiv. Dies nährte den Mythos um Fed-Chef Allan Greenspan, dessen Geldpolitik für die gute Wirtschaftslage mitverantwortlich gemacht wurde. Allerdings waren auch die äußeren Bedingungen für die Geldpolitik mit niedrigen Haushaltsdefiziten und zum Teil sogar Haushaltsüberschüssen sowie niedrigen Inflationsraten aufgrund eines intensiveren internationalen Wettbewerbs günstig.

Nach der Jahrtausendwende kam es erneut zu Einbrüchen an den Aktienmärkten (vgl. Abbildung 2). Die Entstehung des Neuen Marktes und die damit verbundenen Börsengänge führten zu einem Aktienboom, der sich als Spekulationsblase herausstellte. Im März 2000 begann die Blase zu platzen. Das Fed senkte daraufhin die Leitzinsen innerhalb kurzer Zeit substantiell (vgl. Abbildung 4),⁴⁴ um eine Rezession zu verhindern. Ein Jahr später folgte mit den Terroranschlägen des 11.9.2001 das nächste einschneidende Ereignis. Das Fed reagierte noch am selben Tag mit der Bereitstellung von Krediten über das Diskontfenster – die Höhe der Diskontkredite lag in dieser Zeit 800 mal höher als der wöchentliche Durchschnittswert vor der Krise – und dem Ankauf von Wertpapieren, um dem Finanzsystem Liquidität zur Verfügung zu stellen.⁴⁵ Außerdem wurde die Federal Funds Target Rate weiter gesenkt. Von Mai

39 Diese Sichtweise vertreten Goodfriend und King. Ihnen zufolge betrieb das Fed keine Geldmengensteuerung, sondern erhöhte lediglich die Zinsen; vgl. M. Goodfriend, R. G. King: The Incredible Volcker Disinflation, in: *Journal of Monetary Economics*, 52. Jg. (2005), H. 5, S. 981-1015.

40 Vgl. F. S. Mishkin, a.a.O., S. 471.

41 Ebenda.

42 Vgl. M. Carlson: A Brief History of the 1987 Stock Market Crash with a Discussion of the Federal Reserve Response, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Papers, Nr. 2007-13, Washington DC 2007.

43 Eine Übersicht zu den Fragen, ob eine Beteiligung des Fed notwendig war, welche Alternative es gegeben hätte und ob das Verhalten des Fed zu einem Moral Hazard führte, findet sich bei J. G. Haubrich: Some Lessons on the Rescue of Long-Term Capital Management, Federal Reserve Bank of Cleveland Policy Discussion Paper, Nr. 19 (2007). Erklärungen für das Verhalten des Fed liefert Edwards. Ihm zufolge war das Fed in Sorge, dass die Finanzmärkte nach den vorherigen Krisen sehr instabil waren und dass die Ansteckungsgefahr für das Finanzsystem aufgrund der hohen Derivatepositionen LTCMs hoch waren. Nach Edwards' Meinung führte das Verhalten des Fed nicht zu einem Moral Hazard bei anderen Finanzakteuren; vgl. F. R. Edwards: Hedge Funds and the Collapse of Long-term Capital Management, in: *The Journal of Economic Perspectives*, 13. Jg. (1999), H. 2, S. 189-210.

44 Von Mai 2000 bis August 2001 reduzierte das Fed die Federal Funds Target Rate um drei Prozentpunkte (von 6,5% auf 3,5%).

45 Vgl. R. Miller, D. D. VanHoose, a.a.O., S. 416.

2000 (6,5%) bis Juni 2003 (1,0%) wurde die Target Rate um 550 Basispunkte reduziert. Zwar konnte 2001 eine Rezession nicht verhindert werden, die Wirtschaft erholte sich aber schnell von diesem kurzen Einbruch. Die Zinsen waren in der Folgezeit so niedrig, dass viele Investoren – wie Pensionsfonds – auf andere Anleiheformen ausweichen mussten, um eine angemessene Rendite zu erzielen. Im Nachhinein erwies sich die Geldpolitik insbesondere nach dem Platzen der Dot-Com-Blase als zu expansiv. Es entfaltete sich eine Krise, die auf einer Immobilienpreisblase, der zu leichtfertigen Vergabe und der Strukturierung von Krediten basierte. Das Fed trägt mit seinem Verhalten eine Teilschuld am Entstehen dieser Subprime-Krise.

Es trug aber auch dazu bei, dass die Immobilienpreisblase platzte: Ab Juni 2004 begann das Fed unter anderem aufgrund gestiegener Inflationsraten damit, die Federal Funds Target Rate zu erhöhen (vgl. Abbildung 4), und zwar 17-mal hintereinander um jeweils 25 Basispunkte, so dass die Target Rate vom Tiefststand 1% (zwischen Juni 2003 und Juni 2004) bis auf 5,25% stieg (von Juni 2006 bis September 2007). Da viele Darlehensnehmer Verträge mit variablen Zinsen und einige keine Tilgungszahlungen vereinbart hatten, konnten immer mehr Schuldner ihre Schulden nicht mehr bedienen. So fielen mehr und mehr Subprime-Kredite aus und es kam zu einem Platzen der Häuserpreisblase in den USA.

Als immer mehr Kredite und damit verbunden verbriefte Wertpapiere ausfielen, gerieten Banken in Schwierigkeiten. Nach der Insolvenz von Lehman Brothers kam der Interbankenmarkt zum Erliegen. Das Fed begann ab September 2007 die Leitzinsen zu senken. Im Oktober 2008 lag die Federal Funds Target Rate bereits bei 1%, seit Dezember 2008 liegt sie nun auf dem historischen Tiefststand von 0% bis 0,25% (vgl. Abbildung 4). Diese expansive Geldpolitik konnte die schwerste Wirtschaftskrise seit der Großen Depression nicht verhindern (vgl. Abbildung 3). Das größte Problem war, dass es teilweise zu einer Kreditklemme kam. Die traditionelle Geldpolitik reichte nicht mehr aus, dies zu verhindern. Im Rahmen des Quantitative-Easing-Programms (QE1-Programms) kaufte das Fed Mortgage Backed Securities und Staatsanleihen auf, um den Markt für strukturierte Wertpapiere zu stabilisieren und Banken beim Verkauf von wenig liquiden Wertpapieren zu helfen sowie um die Geldmenge direkt zu erhöhen. Da dieses Programm nicht ausreichte, um die Finanzmärkte und die Wirt-

schaft zu stabilisieren, gab es zwei weitere Programme zum Ankauf von Wertpapieren (QE2 und QE3). Zudem gab das Fed eine längerfristige Zinsprognose („Forward Guidance“). Die Zinsen sollen so lange nicht erhöht werden, bis sich die Lage am Arbeitsmarkt substantiell verbessert hat. Das Fed trug mit seiner unkonventionellen Geldpolitik dazu bei, dass die Auswirkungen der Finanzkrise in den USA nicht noch gravierender waren und dass es nicht zu einem totalen Kollaps der Finanzmärkte gekommen ist. Für die Zukunft stellt sich die Frage, wann und wie der Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik gelingen soll.

Fazit

Das Fed wurde 1913 gegründet und hat sich seitdem zum bedeutendsten Zentralbanksystem der Welt entwickelt. In seinen Anfangsjahren waren die USA noch ein Entwicklungsland mit dominierender Rolle der Landwirtschaft. Das Fed entwickelte sich im Laufe der Zeit mit den Veränderungen der US-Wirtschaft. Während die Stabilität des US-Dollar lange Jahre durch den Goldstandard und das Bretton-Woods-System gesichert war, beruht sie seitdem vor allem auf dem Vertrauen in das Fed. Es ist daher als sein großes Verdienst zu betrachten, dass der US-Dollar nach wie vor stabil und die Ankerwährung der Welt ist. Dem Fed gelang es, die Inflationsraten niedrig zu halten und gleichzeitig die Wirtschaft zu unterstützen. Die Inflationsraten waren zwar höher als beispielsweise in Deutschland, aber die Hochinflationsphase der 1970er Jahre wurde durch eine restriktive Geldpolitik des Fed schnell beendet.

Mit Licht und Schatten lässt sich die Rolle des Fed bei den beiden großen Krisen der vergangenen 100 Jahre beschreiben. Während die Schuld des Fed an der Entstehung der Großen Depression umstritten ist, muss es die Verlängerung der Krise durch eine zu restriktive Geldpolitik mitverantworten. Die Zentralbanker zogen daraus die richtigen Lehren und reagierten auf die weltweite Finanzkrise 2008 mit einer expansiven Geldpolitik und der starken Ausweitung der Liquidität. Dafür ist dem Fed wegen seiner zu expansiven Geldpolitik im Vorfeld eine Teilschuld bei der Entstehung der Subprime-Krise zuzusprechen. Alles in allem hat sich das Fed bewährt und gerade in der Finanzkrise deutlich gemacht, weshalb es eine Zentralbank geben sollte, die als Kreditgeber der letzten Instanz einspringt, wenn das Vertrauen an den Finanzmärkten verloren gegangen ist.

Title: *100 Years of the Federal Reserve System*

Abstract: *The Federal Reserve System (Fed) was created in December 1913 when the Federal Reserve Act was signed. Since then, the Fed has become the most influential central bank in the world. This article gives an overview of the Fed's history and its structure before evaluating the Fed's monetary policy over the last 100 years. The main findings are that the last 100 years have shown that a central bank is useful for solving economic problems but that sometimes the central bank has created its own problems.*

JEL Classification: E52, E58, N22