

## **Die U.S. Federal Reserve Bank vor den Krisen von 1929 und 2007**

Vortrag bei der Mitgliederversammlung der Historischen Gesellschaft der  
Deutschen Bank e.V.

von

Professor Dr. Volker R. Berghahn

Columbia University, New York, Department of History

Meine Damen und Herren,

wie Sie aus dem Titel meines Vortrags ersehen haben, geht es mir um eine Analyse der Politik der mächtigsten Zentralbank der Welt, der U.S. Federal Reserve Bank zur Zeit der Weltwirtschaftskrise von 1929 sowie der Großen Rezession von 2008, wie sie reichlich beschönigend zumindest in den USA heute genannt wird.

Wenn man sich die zu beiden Krisen erschienene wissenschaftliche Literatur und auch die Kommentare in den Wirtschaftspresse ansieht, so geht es bezüglich der Großen Rezession allerdings meist nur darum, ob die Entscheidungen, die 2008 getroffen wurden, die einzig richtigen waren, und ob eine andere Politik der Federal Reserve unter Alan Greenspan und hernach unter Ben Bernanke zu einer schnelleren Erholung der Weltwirtschaft geführt hätte, als wir sie bisher erlebt haben.

Dass die Frage nach Lösungen im Vordergrund stand, war durchaus verständlich und erklärt wohl auch, warum Bernanke Vergleiche mit der Krise von 1929 heranzog, die er schon lange vor 2008 intensiv studiert hatte. Er wollte zuerst als Wissenschaftler und dann als Chairman der Federal Reserve wissen, was man aus den Entscheidungen, die in den

dreißiger Jahren gefällt wurden, lernen konnte. Was war damals richtig und was war falsch gemacht worden?

So wichtig diese Aspekte der beiden großen Krisen auch sind, ich möchte mich ihnen aus einer anderen Perspektive nähern und mich auf die Jahre vor 1929 und 2008 konzentrieren. Es geht mir um die Ursachen, nicht um die Folgen.

Nun gibt es auch zu beiden Ursachen bereits eine umfangreiche Spezialliteratur. Soweit es die Ursprünge der Großen Depression betrifft, möchte ich hier nur auf das Buch von Gillian Tett, der US-Korrespondentin der *Financial Times*, mit dem Titel *Fool's Gold* hinweisen.<sup>1</sup> Sie schildert sehr überzeugend und anschaulich, wie amerikanische Banken und Makler in unverantwortlicher und oft betrügerischer Weise Hypotheken an Hauskäufer vergaben, von denen man wusste, dass ihnen der finanzielle Atem fehlte. Es ist immer noch haarsträubend zu lesen, was damals an neuen „Instrumenten“ und „Vehikeln“, wie man sie nannte, in den Banken erfunden wurde.

Tett zeigt weiter, wie diese dann mit anderen Darlehen zu giftigen Paketen zusammengeschnürt und als absolut sichere Papiere in der ganzen Welt angepriesen und verkauft wurden. Als dann 2007/08 der Markt ins Schleudern geriet und viele ihre allzu leichtsinnig gemachten Schulden nicht mehr bezahlen konnten, saßen die Banken und andere Investoren auf ihren Paketen, die sie nicht aufzumachen wagten, weil sie möglicherweise wertlos waren.

---

<sup>1</sup> Gillian Tett, *Fool's Gold: How Unrestrained Greed Corrupted a Dream, Shattered Global Markets and Unleashed a Catastrophe*. London: Little, Brown, 2009.

Andere Autoren gingen etwas weiter zurück und studierten die Folgen der Aufhebung des Glass-Steagall Act im Jahre 1999, als die Clinton Administration und der US Congress die seit 1933 bestehende Brandmauer einrissen, die zwischen den die einheimische Geschäftswelt bedienenden Regionalbanken und den global operierenden großen Investitionsbanken errichtet worden war.

Doch möchte ich hier nicht lediglich wiederholen, was die Wissenschaft zu diesen Entwicklungen und einer Reihe von anderen bedenklichen Usancen gesagt hat, die ebenfalls auf 2008 hinführten. Vielmehr geht es mir darum zu eruieren, ob und wieweit die Federal Reserve Bank den Verdacht schöpfte, dass in den Jahren vor 1929 und 2008 Entwicklungen eingesetzt hatten, die am Ende zu einem katastrophalen Zusammenbruch führen konnten bzw. würden.

Mein Ansatzpunkt zur Untersuchung dieser Frage ist ein Wort von Greenspan, der anlässlich eines Dinners des strikt neoliberalen American Enterprise Institute im Dezember 1996 vor der "irrationalen Überschwänglichkeit" am Aktienmarkt warnte. Angesichts des damals überschäumenden Optimismus, der den Dow Jones Index immer höher trieb, erinnerte er an die Möglichkeit von „unerwarteten und längeren Kontraktionen“. Er wies dabei auf die Lage Japans in den neunziger Jahren hin, hatte aber wohl auch die amerikanische Wirtschaft im Hinterkopf.

Indessen möchte ich auf diese Zusammenhänge erst im zweiten Teil meines Vortrags zu sprechen kommen. Als erstes gehe ich in die späten zwanziger Jahre zurück. Wie sah es damals in der amerikanischen Wirtschaft aus und welche Rolle spielte die Federal Reserve Bank in

Washington und der wichtigste und einflussreichste Regionalabteiler, die Federal Reserve von New York?

Schon vor dem Eintritt der USA in den Ersten Weltkrieg hatten die amerikanische Industrie und auch die Landwirtschaft einen enormen Produktionsanstieg erlebt. Auch wurden das Land ab 1914 von einem internationalen Schuldner zur ersten Gläubigernation der Welt. Da der Schwerpunkt der Industrie damals auf der Produktion von Kriegsgütern lag, gab es nach 1918 zunächst einen Nachfrageüberhang für Konsumgüter, der sich freilich schnell als Strohfeuer erwies.

Die nun folgende Rezession und Konversionskrise wurde 1924 endlich überwunden. Es begannen die Aufschwungs- und Boomjahre und der Aufstieg zu einer Massenkonsumgesellschaft, die sich am deutlichsten in einer breiten Motorisierung spiegelte, die mit dem Namen von Henry Ford verbunden ist. Er und andere große Automobilfirmen wie General Motors trieben damals die Rationalisierung der Produktion am Fließband weiter voran. In Juni 1925 produzierte man fast 400.000 Automobile.

Nicht minder wichtig: Sie entschlossen sich, die Gewinne aus diesen Innovationen nur teilweise einzubehalten und durch Preisermäßigungen den Kreis derjenigen Konsumenten erheblich zu erweitern, die sich jetzt den Kauf eines Automobils leisten konnten. Hinzukam die Ausdehnung eines ausgeklügelten Teilzahlungssystems, durch das weitere Kunden eingefangen wurden. Dieses „Fordismus“ genannte Produktionssystem wurde auch in anderen Branchen eingeführt, etwa in der Elektroindustrie für Haushaltsgeräte. Auch die chemische Industrie erlebte eine gesteigerte Nachfrage, etwa auf dem Textilsektor.

Die beste und kompakteste Analyse des Booms der Mittzwanziger findet sich immer noch bei John K. Galbraith in seinem Buch: *The Great Crash*.<sup>2</sup> Er zeigt einerseits, wie die Börsennotierungen der großen Konzerne Werte erreichten, die in keinem Verhältnis zu deren tatsächlicher Profitabilität und Zukunftspotenzial mehr standen.

Der „speculative optimism“ der Investoren kannte keine Grenzen mehr. Es waren – wie Frank Vanderlip, einst Chef der National City Bank in New York und seither „elder statesman“ der amerikanischen Finanzwelt, es einmal nannte – die „wilden Jahre“ des US-Kapitalismus jener Zeit. Wer Gespartes besaß, ging damit in den Aktienmarkt oder auch in den Grundstücksmarkt, wo günstige Objekte etwa in Florida angeboten wurden, die sich später als wertloses Sumpfland erwiesen. Andere Spekulanten gingen zu ihrer Bank, liehen sich Geld in der Hoffnung, am Markt Gewinne zu machen, die angesichts der Börsenanstiege hoch genug waren, um ihre Schulden bald zurückzahlen und zugleich einen ansehnlichen Gewinn einstreichen zu können.

Wie Galbraith schreibt, war es nicht so sehr die massive Beteiligung der Bürger an diesem Kasino-Kapitalismus, sondern die Art und Weise, wie dieser zu einem zentralen Teil der damaligen „Kultur“ wurde. 1928 besaßen an die 18 Millionen Amerikaner Aktien, wobei sie optimistisch annahmen, dass der Boom auf Jahre hinaus weitergehen würde. Sie vergaßen, dass ihre Anteile Risikopapiere waren und dass nach der Bergfahrt durchaus auch wieder eine Talfahrt einsetzen konnte und nach

---

<sup>2</sup> John K. Galbraith, *The Great Crash*, 1929. Boston: Houghton Mifflin, 1955; dt. *Der große Crash 1929. Ursache, Verlauf, Folgen*. München: finanzbuchverlag, 2005.

den Erfahrungen der Vergangenheit früher oder später auch erfolgen würde.

Hier nur ein paar New York Times Indexziffern. Während der Rezession vor 1924 lag der damals maßgebliche Index unter 100 Punkten. Ein Jahr später war er auf 181 Punkte hoch geschossen. Vor allem die großen Chemie und Elektro-Konzerne verzeichneten 1926 und 1927 rasante Index-Gewinne. Dupont stieg damals von 320 auf 525 Punkte; Wright Aeronautics von 69 auf 289 und Radio City of America von 85 auf 525.

In ihrem überschäumenden Optimismus begannen die amerikanischen Investoren bald auch ins Ausland zu schauen. Hier fiel ihr Blick vor allem auf Deutschland. Hatte Norman Davis doch schon im März 1921 Außenminister Charles Hughes folgenden Rat gegeben:

“Through the highly industrial development of Europe prior to the war, Germany has become the axis, and the rehabilitation of Europe and its continued prosperity is dependent on that of Germany. Unless Germany is at work and prosperous, France cannot be so, and the prosperity of the entire world depends upon the industrial capacity of Europe to produce and purchase. Into this enters the element of credit, and credit will not be forthcoming as long as there is no stability and confidence and until the German reparation is settled on a basis which will inspire confidence the credits necessary for the reestablishment of normal conditions will not be forthcoming.”<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Norman Davis: Zit. in: Volker R. Berghahn, *American Big Business in Britain and Germany. A Comparative History of Two 'Special Relationships' in the Twentieth Century*, Princeton, NJ, Princeton University Press, 2014, S. 163.

Mit Hilfe von Wall-Street-Bankern war es 1924 endlich gelungen, nicht nur die deutsche Hyperinflation von 1923 zu bändigen, sondern durch den Dawes-Plan, d.h. ein Reparationsabkommen, die Wirtschaft insgesamt zu stabilisieren. Dieser Durchbruch ermunterte nun die amerikanische Finanzwelt, Anleihen für die Modernisierungsprojekte deutscher Industrieunternehmen aufzulegen. Bis 1929 wurden insgesamt 137 kurz- und langfristige Anleihen in Deutschland mit einem Gesamtvolumen von 1,3 Milliarden Dollar platziert.

Darüber hinaus investierten viele amerikanische Firmen direkt in Deutschland als einem vermeintlich besonders lukrativen Markt. Die größten unter ihnen waren Ford und General Motors, die – wie im Falle von Ford – eigene Fabriken bauten oder die – wie General Motors – die einheimischen Opel-Werke aufkauften.

Allerdings litten die Anleihen von vornherein unter zwei Problemen. So traten die großen Städte, die ihre Infrastruktur modernisieren wollten, bald als Konkurrenten der deutschen Industrie auf. Und da die Lage vieler geldsuchender Privatfirmen für amerikanische Anleger oft nicht transparent war, neigten sie dazu, in städtische Projekte zu investieren, die ihnen als sicherere Anlagen erschienen. Die dorthin fließenden Mittel fehlten dann aber für die Modernisierung der Industrie.

Noch problematischer war, dass manche öffentliche Anleihen nicht für eine Modernisierung der urbanen Wirtschaftsinfrastruktur eingesetzt wurden, sondern für Parkanlagen, Spielplätze und Schwimmbäder, mit denen die Lokalpolitiker bei ihren Wählern Popularität zu gewinnen hofften.

Diese Entwicklungen erfüllten nun Parker Gilbert, den nach Deutschland entsandten Reparations-Agenten, ab 1927/28 zusammen mit Entscheidungen der Reichsregierung in Steuerfragen mit so großer Sorge, dass er seine Kollegen bei der Federal Reserve zu warnen begann und als eine Lösung eine Neufassung des Dawes-Plan anregte.

Die Gerüchte darüber führten immerhin dazu, dass eine Reihe von einflussreichen amerikanischen Unternehmern und Experten nach Deutschland reiste, um die Lage vor Ort zu inspizieren. Doch hatten sie nach ihrer Rückkehr meist beruhigende Worte für ihre Kollegen und die Presse.

Hingegen war der Fed Chairman Benjamin Strong nicht so einfach zu beruhigen, zumal er „recht besorgt“ von seinen Kollegen gefragt wurde, ob man angesichts der gerade anstehenden Verhandlungen über zwei Anleihen für Frankfurt und Köln sowie eine weitere für Preußen Bedenken haben müsse. Sowohl Gilbert als auch Strong war indessen klar, dass ein Scheitern der Verhandlungen die Unruhe in Washington und der Wall Street nur noch verstärken würde. So kam es nur zu einer größeren Entschlossenheit, den Dawes-Plan zu revidieren und den Umständen der späten zwanziger Jahre anzupassen.

Außer den Sorgen, die Deutschland bereitete, waren Strong und auch sein Kollege George Harrison, der der New Yorker Federal Reserve vorstand, auch wegen des sich weiterhin überhitzenden heimischen Aktienmarktes alarmiert. Zwar verteilte man weiterhin Beruhigungspillen, aber jetzt zeigte sich, dass die Mittel der Federal Reserve begrenzt waren. Im Grunde stand ihr nur eine Änderung des Diskontsatzes zur Verfügung. An sich hätte dieser Satz zur Konjunkturdämpfung heraufgesetzt werden müssen. Strong



überlegte einen solchen Schritt, doch entschied man sich in Washington dagegen aus Furcht, eine Panik auszulösen.

Die Probleme mit den deutschen Anleihen waren für den Markt schon beunruhigend genug, zumal Gilberts Besorgnisse inzwischen im *Wall Street Journal* publik gemacht wurden. Am 22. November 1927 setzte Strong nach. Er schrieb Gilbert einen langen Brief, in dem er vor „einem möglichen fundamentalen Wandel in der Haltung“ sowohl der Bankiers als auch der Investoren warnte. Dies „könnte es entweder (a) unmöglich oder (b) schwieriger oder (c) teurer machen, in New York Geld zu bekommen.“ Dadurch würden „die Transfers aufs Spiel gesetzt“, wenn die deutschen Zahlungsschwierigkeiten andauerten. Im Weiteren wies Strong erneut darauf hin, dass Bankkunden Nachforschungen anstellten und unruhig geworden seien.<sup>4</sup>

Dies und erste Anzeichen, die auf einen Umschwung der Stimmung auf dem Binnenmarkt hindeuteten, veranlassten Strong zum Stillhalten. Derweil kam Harrison in New York zu dem Schluss, dass der Markt weiterhin die Gefahren der Überhitzung nicht erkannte. Der Vorstand der Fed in New York beschloss daher, den Diskont auf sechs Prozent zu erhöhen. Als Strong davon erfuhr, kam es zu einem dramatischen Austausch zwischen den beiden, an dessen Ende letzterer den New Yorker Beschluss zurücknahm.

Die Gerüchte einer Erhöhung legten sich daraufhin prompt wieder und die Aktien stiegen munter weiter. Im Juni 1929 kletterte der *New York Times* Index um weitere 52 Punkte. Im Juli und August kamen zusammen weitere

---

<sup>4</sup> Zit. in: Volker R. Berghahn, German Reparations and America's 'Irrational Exuberance', 1924-1929, Manuskript (i.E.), S. 22ff.

58 hinzu. Zwischen dem 31. Mai und dem 31. August stieg der Index insgesamt von 339 auf 449 Punkte. Auf einzelne Konzerne bezogen, legte Westinghouse in den drei Sommermonaten 135 Punkte zu; General Electric stieg von 268 auf 391 und die Stahlwerte von 165 auf 258 an.

Die inzwischen weiterentwickelten Investmentfonds wie die Goldman Sachs Trading Corp. verdoppelten auf dem Papier ihren Wert. Gleiches galt für die Grundstückspekulation. Wie erwähnt, schauten Wohlhabende aus den Nordstaaten und an der nördlichen Ostküste nach Objekten im Südosten, um dort in der Sonne und am Meer die Wintermonate verbringen zu können. Oft wurde ihnen Unbebaubares angedreht. Schlimmer noch: Im Oktober 1929 brach das Kartenhaus dann zusammen.

Doch anstatt diese Katastrophe in ihren verschiedenen Phasen nachzuzeichnen, möchte ich mich jetzt den 1990ern zuwenden und die Entwicklungen, die Greenspans Ausspruch von der „irrationalen Überschwänglichkeit“ des Aktienmarktes vom Dezember 1996 folgten.

Es waren die Jahre als die Erinnerung an die dreißiger Jahre und auch die Tatsache, dass Aktien Risikopapiere waren und blieben, weitgehend in Vergessenheit gerieten. Der Sowjetblock war zusammengebrochen. Amerika und sein kapitalistisches Wirtschaftssystem hatte über den Kommunismus „gesiegt“. In der Außenpolitik trieb man selbstbewusst einen neuen Unilateralismus voran. Die USA waren die einzige Supermacht, ohne die angeblich nichts mehr ging.

Hinzukam der Optimismus, den die im Silicon Valley und um Boston herum vorangetriebene digitale und biogenetische Revolution verbreitete. Auch verzeichnete die Wirtschaft insgesamt hohe Wachstumsraten. Die

Steuereinnahmen stiegen und die öffentlichen Defizite schrumpften.

Fukuyama proklamierte das „Ende der Geschichte“ und den permanenten Sieg eines neoliberalen amerikanischen Kapitalismus.<sup>5</sup>

Dies war auch die Stunde der neoliberalen Makroökonomie, die aufgrund ihrer mathematischen Modellrechnungen und des von ihnen gesammelten statistischen Materials behauptete, den Weg ins Dauerwachstum gefunden zu haben und sichern zu können. Bei einer klugen Manipulation der eingehenden Daten über die Entwicklung eines angeblich nach rationalen Prinzipien operierenden Marktes ging es hinfort nur aufwärts.

Depressionen gehörten der Vergangenheit an.

Der Einfluss dieser akademischen Orthodoxie auf die Politiker und Unternehmer ist kaum zu überschätzen. Sie sprachen sich für eine weitere Deregulierung der Wirtschaft und eine Privatisierung aller öffentlichen Unternehmen aus, die unter Präsident Ronald Reagan, wenn nicht gar schon unter seinem Vorgänger begonnen hatte.

Doch gab es auch Kritiker, die nicht vergaßen, dass der Markt in der Vergangenheit immer wieder Schwankungen ausgesetzt gewesen war. Dieser wurde in deren Sicht nicht allein vom Verhalten eines rational agierenden homo oeconomicus bestimmt, sondern auch von irrationalen Ängsten und von Überschwänglichkeit.

Zu diesen Kritikern gehörte auch der an der Yale University lehrende Ökonom Robert Shiller. Er war es wohl auch, der den von Greenspan benutzten Begriff der „irrational exuberance“ zuerst erfand. Sicher ist, dass er zusammen mit seinem Kollegen John Campbell Greenspan einige Tage

---

<sup>5</sup> Francis Fukuyama, *The End of History and the Last Man*. New York. Free Press, 1992.

vor dessen Rede vor dem American Enterprise Institute sah und mit ihm die Entwicklung der Wirtschaft besprach.

Aber offenbar bezog sich der Vorsitzende der Federal Reserve Bank auch auf ein Zitat von sich selbst, das schon 1959 in *Fortune Magazine* erschienen war. Damals, als er seinen hohen Posten noch nicht bekleidete, sprach er von einer „over-exuberance“. In seinen Memoiren nahm Greenspan dann für sich in Anspruch, zuerst von „irrationaler Überschwänglichkeit“ gesprochen zu haben.

Einige Jahre später veröffentlichte Shiller dann seinen Bestseller unter diesem Titel.<sup>6</sup> Darin findet sich eine immer noch lesenswerte Kritik der neoliberalen Makroökonomie, in der er u.a. alle jene strukturellen, kulturellen und psychischen Faktoren analysierte, die nicht quantifizierbar sind und mit mathematischen Modellen erfasst werden können.

Während wir nicht zuletzt dank der Akten von George Harrison inzwischen ganz gut informiert sind, was hinter den Mauern der Federal Reserve in Washington und New York zwischen 1927 und 1929 gesagt und getan wurde, muss das Urteil über Greenspans Denken und Tun zwischen 1996 und dem Ende seiner Amtszeit darauf warten, dass die Akten jener Jahre freigegeben werden.

Fest steht, dass seiner Warnung keine Maßnahmen folgten. Im Gegenteil, der Diskontsatz sank weiter und es erfolgte keine Konjunkturdämpfung. Die Frage ist, ob Greenspan, der nicht nur selber ein Neoliberaler war, sondern auch von anderen, wie etwa Robert Rubin, umringt war, damals an „kognitiver Dissonanz“ litt, d.h. das, was er nicht sehen wollte, herausfilterte

---

<sup>6</sup> Robert Shiller, *Irrational Exuberance*. Princeton University Press, 2000.

und beiseite schob. Oder ob er wie Strong und Harrison angesichts der Spekulation kalte Füße bekam, aber nichts zu tun wagte, weil er einen Rückschlag oder gar eine Panik fürchtete.

Eines bleibt nach der immer noch nicht überwundenen Krise von 2007/08 jedoch erhalten, nämlich die Erinnerung an die Ursachen der beiden großen Krisen. Hatten sie letztlich doch ihre Wurzeln darin, dass zweimal der Glaube bestand, die Bäume könnten nur in den Himmel wachsen, und dass man vergaß, dass der moderne Kapitalismus ein System ist, das große Risiken in sich birgt und das vor allem die kleinen Sparer und Spekulanten, und dann auch die völlig unschuldigen Arbeiter und Angestellten furchtbar trifft.

Wenn ich dies in diesem Kreise abschließend einmal so formulieren darf: Insofern kommt es in erster Linie auf die Verantwortlichen in der Finanz- und Geschäftswelt an, unverantwortliche Praktiken, wie Gillian Tett und andere sie beschrieben haben, im Keim zu ersticken und in ihren Instituten nie wieder freien Lauf zu lassen. Geschieht dies nicht, werden sich die inzwischen verabschiedeten Gesetze und die staatlichen Kontrollinstanzen erneut als zu schwach erweisen, um die nächste Krise zu verhindern.