

Hamburg, den 18. Juli 1924

WIRTSCHAFTSDIENST

»WELTWIRTSCHAFTLICHE NACHRICHTEN«

Herausgegeben vom Hamburgischen Welt-Wirtschafts-Archiv an der Universität Hamburg in Verbindung mit dem Institut für Weltwirtschaft und Seeverkehr an der Universität Kiel

Bezugspreis vierteljährlich 9 Mark :: In Kommission bei Otto Meißners Verlag, Hamburg
Schriftleitung: Hamburg 36, Poststraße 19 :: Fernsprecher: Elbe 5052 und 4456, Merkur 422 und 2614

9. Jahrgang

Wirtschaftspolitische Gedanken, die in Aufsätzen des „Wirtschaftsdienst“ entwickelt werden, stehen allein **Nr. 29** *unter der Verantwortung der Verfasser. Sie stellen keine Meinungsäußerungen der Herausgeber dar.*

Zur deutschen Währungspolitik

I.

Die Reichsregierung wird in den nächsten Wochen Entscheidungen von großer Schwere zu treffen haben. Sie wird sich dabei bewußt sein, daß die Freiheit ihres Handelns in erster Linie bedingt ist durch den Stand und die Aussichten der deutschen Währung. Stünde es wirklich so, daß das System der Zwischenwährung zusammenbrechen muß, wenn nicht in kürzester Frist ein Reparationspakt geschlossen wird, so hätten die Gegner in der Tat leichtes Spiel. Der Zweck der folgenden Darlegungen ist es, zu zeigen, daß jene Meinung auf einer Häufung von Irrtümern beruht. Das Reich kann warten, bis eine Lösung heranreift, die von seinen Staatsmännern verantwortet werden kann. In der Währungslage wenigstens ist kein Zwang zu übereilten Entschlüssen und fatalistischer Schwäche begründet.

II.

Der sichere Bestand einer Währung beruht auf der Einsicht des Staates in die Ziele und Mittel der Geldpolitik, und in der Kraft, die er für die Verwirklichung dieser Einsichten einsetzen kann. Über die nächsten Ziele der deutschen Geldpolitik besteht unter den führenden Fachleuten, auch solchen sehr verschiedener Schule und Richtung, mehr Übereinstimmung, als der Laie anzunehmen geneigt ist. Wenigstens werden diejenigen Nationalökonomien, die durch eigene Forschung historischen oder theoretischen Charakters das Wissen von den neueren Geldverfassungen gefördert haben, leicht darin übereinkommen, daß die deutsche Geldpolitik ihre nächsten Aufgaben erfüllt hat, wenn sie für die Stabilität der intervalutarischen Kurse und des innerdeutschen Preisstandes gesorgt hat; des Preisstandes in einer Höhe, die die deutsche Industrie wettbewerbsfähig hält und damit die Vorbedingung für die Andauer der Stabilität von Wirtschaft und Währung schafft. Hierbei wird allgemein zugestanden, daß die Parität von 4,2 Billionen mark mit dem amerikanischen Dollar aufrechterhalten werden muß; eine Aufgabe, die indessen nach der Meinung der meisten Kenner nur lösbar ist, wenn eine Senkung des gegenwärtigen deutschen Preisstandes durchgesetzt wird.

Weniger große Übereinstimmung besteht in der Frage der Mittel, mit denen jene Ziele erreicht werden können. Doch auch hier sind die verschiedenen Forscher weniger durch die Verschiedenheiten ihres theoretischen Ausgangspunkts getrennt als durch Unterschiede des politischen Temperaments: ob einer sich mehr dem Herkommen oder der Ratio anvertraut, ob er Sicherung für stets dringlicher hält als Kühnheit, ob er die Fehler automatischer oder die verstandesmäßiger Regelung für größer hält, entscheidet hier mehr als die Verschiedenheit begrifflich-methodischer Voraussetzungen. Führende Forscher sehr verschiedener theoretischer Richtung stimmen in ihren währungspolitischen Anschauungen überein; Angehörige der gleichen Schulen weichen in ihrer Währungspolitik stark voneinander ab — ein Zustand, der um so weniger verwunderlich ist, als staats- und sozialwissenschaftliche Theorie, richtig verstanden, weder eine Aussage über das Wesen der Dinge noch über ihre richtige Gestaltung, sondern lediglich eine Ordnung von Gesichtspunkten ist, nach denen betrachtet die Sachverhalte von Staat und Wirtschaft am klarsten aufzufassen und darzustellen sind.

Aber auch unter den führenden wissenschaftlichen Vertretern der verschiedenen währungspolitischen Lager wird heute keine erhebliche Verschiedenheit der Meinungen über die Mittel bestehen, mit denen die Stabilität der intervalutarischen Kurse von Deutschland in der gegenwärtigen Lage verteidigt werden muß, unbeschadet der Antwort auf die Frage, was in einer günstigeren Situation geschehen könne. Sie werden alle darin übereinstimmen, daß die Kraft zur intervalutarischen Stabilisierung der Mark abhängig ist von der Höhe der Währungsreserven, von der Balancierung des Staatshaushalts und von einer Kreditpolitik der Reichsbank, die es verhindert, daß einem Kapitalmangel durch Geldvermehrung abgeholfen wird; drei Bedingungen, von denen die beiden letzten auch mit einigen Vorbehalten im Anschluß an die Forschungen der Schule von Cambridge so formuliert werden können, daß die Geldmenge nur im Einklang mit den Veränderungen des Geldbedarfs der Volkswirtschaft verändert werden darf. Der Geldbedarf der Volkswirtschaft, nicht zu verwechseln mit dem Kre-

ditbedarf der Unternehmungen, ist hier gemäß der Definition gemeint, die er nach der bestechenden Formulierung von Keynes (A Tract on Monetary Reform, London 1923, ch. III) in jener Schule gefunden hat; er ist bei gegebenem Wohlstand und Versorgungsgrad und gegebener Gestaltung der Volkswirtschaft eindeutig bestimmt durch die Höhe des Preisstandes (p), die Teile ihrer Realeinkommen und Realvermögen, die Haushaltungen und Unternehmungen in Form von Noten (k) und Giralguthaben (k₁) zu halten pflegen, und durch die Größe des Teils der Giralguthaben, der von den Banken durch Geldzeichen gedeckt zu werden pflegt (r), in algebraischer Formulierung: $n = p (k + rk_1)$. Inflationistisch wird hier eine Geldmenge genannt, die den so definierten Geldbedarf überschreitet; kontraktorisch eine solche, die hinter ihn zurückbleibt. Beim Gebrauch der Formel muß beachtet werden, daß es Fälle gibt, in denen eine Vermehrung der Geldmenge das Maß der Bedarfsdeckung, den Versorgungsgrad und Wohlstand der Wirtschaft erhöhen kann und also nicht als inflationistisch zu bezeichnen ist, obwohl die übrigen Bedingungen des Geldbedarfs sich nicht verändert haben.

Dies sind die Fälle, die von Bendixen als „klassische Geldschöpfung“ bezeichnet worden sind, in erster Linie die Vermehrung der Geldmenge bei Gelegenheit der Diskontierung echter Warenwechsel über verkaufte Waren, vorausgesetzt, daß der Kreditnehmer sich über die Absatzmöglichkeiten des Marktes keinen Täuschungen hingegeben hat. Diese Fälle sind von Keynes nicht beachtet worden. Er legt mit Recht großen Nachdruck darauf, daß eine Veränderung der Geldmenge nicht zu einer Preissteigerung führen muß, wenn sie durch Veränderungen der übrigen Komponenten des Geldbedarfs: der Kassenhaltung und der Reservenpolitik ausgeglichen wird (Sachverhalte, die von der früheren Theorie höchst unzweckmäßigerweise mit dem Begriff der Umlaufgeschwindigkeit gefaßt werden sollten); er scheint zu übersehen, daß das Geld unter Umständen ohne inflationistische Wirkung vermehrt werden kann, ohne daß die Größen p, k, k₁, r überhaupt eine Änderung erfahren — und daß dieser Fall zu den wichtigsten zu zählen ist, mit dem eine rationale Währungspolitik zu rechnen hat. Hier liegt eine Grenze seiner Theorie, wie umgekehrt die wichtigste Grenze der Theorie Bendixens in der Vernachlässigung des Umstandes zu suchen ist, daß die Kassenhaltung der Unternehmungen und Haushaltungen sehr beträchtlicher Veränderungen fähig ist.

III.

Der Erfolg der deutschen Währungspolitik in den letzten acht Monaten beruht darauf, daß die oben umrissenen Grundsätze einsichtiger Währungspolitik, zum Teil nach einigem Tasten und Zögern, im großen und ganzen beachtet worden sind. Wir reden vom Erfolg der deutschen Währungspolitik — nicht der Rentenmark, denn diese bildet nur ein Nebengeld im Gefüge der deutschen Geldverfassung, dem weder im Guten noch im Schlimmen die ausschlaggebende Bedeutung zukommt, die ihm von Bewunderern und Feinden in parteipolitischen und publizistischen Auseinandersetzungen von großer Heftigkeit noch immer beigelegt zu werden pflegt.

Über den Anteil der Rentenmarkscheine am deutschen Geldumlauf und über dessen Gesamtbewegungen

seit dem Beginn der provisorischen Währungsreform unterrichtet die folgende Zusammenstellung, die auf amtlichen Angaben beruht. Sie ist insofern nicht vollständig, als sie das ohne staatliche Genehmigung ausgegebene Notgeld und die als Zahlungsmittel auch im Inland dienenden Auslandszahlungsmittel nicht berücksichtigt — Beträge, die sich nicht nur der Berechnung, sondern auch der Schätzung entziehen, zumal es immer unsicher bleiben muß, ein wie großer Teil der Devisen und der ausländischen Noten als Zahlungsmittel verwendet worden ist und in welchem Verhältnis dieser Teil zu den ruhenden Beständen an Sicherungsdevisen gestanden hat.

(alles in Mill. G.M.)	15. Nov.	31. Dez.	31. Jan.	31. Mz.	31. Mai
Reichsbanknoten (einschl. Privatbankn.)	154,8	496,6	483,7	689,9	926,9
Rentenmarkscheine (Umlauf)	—	1049,1	1196,3	1760,3	1725,5
Goldanleihe-Zahlungsmittel	275,3	474,0	386,0	197,0	49,0
Anderes genehmigtes Notgeld	28,6	253,2	210,7	151,2	71,7
Münzen	—	—	1,0	25,5	138,5
Gesamtsumme	458,7	2273,6	2277,7	2824,3	2917,6

In einer zweiten Tabelle sind die wichtigsten Daten zusammengestellt, die zur Beurteilung der deutschen Wirtschaftslage verfügbar sind. Es fehlen die wichtigsten Ausweiszahlen der Großbanken: Kassenbestände, Devisen und Auslandsguthaben, Wechsel, Lombard, Debitoren, Kreditoren. Während für England und die Vereinigten Staaten monatliche, zum Teil wöchentliche Ausweise der wichtigsten privaten Kreditinstitute vorliegen, wird in Deutschland in diesem Punkt eine durchaus unverständliche Geheimniskrämerei geübt. Von dieser Feststellung ist auch die Reichsbank nicht auszunehmen, die noch immer ihre Auslandsguthaben unter den „Sonstigen Aktiven“ mehr versteckt als ausweist, obgleich ein Verstecken dieser Währungsreserven genau den gleichen Sinn und die gleiche Wirkung hat wie ein Verstecken des Goldbestandes.

	Dollarkurs nach Auslandsnot. der Mark	Großhdls.-Reichsamt 1913=100	Saldo der Handelsbilanz (Mill. G.M.)	Arbeitsmarkt*) Arbeitsandrang	Reichsbahn-Güterverkehr (in Mill. G.M.)	Steinkohlenförderung (ausschl. Saar-geb.) in 1000 t
1923 Nov. ...		139	+ 80,4	1111	156,8	.
Dez. ...	4,000	126,2	+ 68,7	1282	155,8	.
1924 Jan. ...	4,314	117,3	- 136,11	927	171,9	8 785
Febr. ...	4,482	116,2	- 252,25	766	181,9	9 726
März ...	4,445	120,7	- 236,13	427	203,1	10 826
April ...	4,457	124,1	- 312,20	321	203,2	10 439
Mai ...	4,217	122,5	- 353,06	289	.	2 620

*) Arbeitsgesuche bei den Arbeitsnachweisen auf je 100 offene Stellen, für männliche Arbeiter.

(in Mill. G.M.)	Abrechnungsvk. der Reichsbank	Goldbestand	Private Kredite	Sonst. Aktiven	Private Guthaben	Staatsguthaben
1923 Nov. **)	1463,6	467	40	18,8	57	72
Dez. ...	1604,7	467	698	226,6	232	163
1924 Jan. ...	1583,3	467	906	250,1	441	283
Febr. ...	2270,0	466	1328	262,6	281,6	433
März ...	1835,9	465	1717	246,2	340,6	390
April ...	2964,9	452	2138,1	230,7	375,9	477,6
Mai ...	2948,2	442	2060,2	365,7	338,5	551,2
Juni ...	2104,3	451	2027,6	598,2	330,1	593,1

**) Ausweis vom 15. November.

Man wird diese Zahlenreihen nicht verstehen und man wird die Handlungsweise der Reichsbank nicht beurteilen können, wenn man sich nicht vergegenwärtigt, daß für die deutsche Währungspolitik in dem ersten Stadium der Reform nur eine Zahl als feststehend gelten konnte: der Stand des Dollarkurses, den man zu verteidigen gedachte. Alle anderen Daten mußten als variabel gelten: nicht nur die Kassenpolitik der Haushaltungen und Unternehmungen (vulgo: „Umlaufgeschwindigkeit des Geldes“), sondern auch der Preisstand und der Versorgungsgrad der Volkswirtschaft; als variabel aber war auch einzusetzen die Gestaltung der Wirtschaft selbst. Der Preisstand: denn man hat

den valutarischen Stand der Mark, wie uns scheint, mit guten Gründen, sich nicht aus den Mitte November geltenden Kaufkraftparitäten, dem Verhältnis also der in- und ausländischen Preisindices, ergeben lassen; sondern man wollte, daß sich der deutsche Preisstand auf das Niveau einstellte, bei dem der Dollarkurs von 4,20 \mathcal{M} gehalten werden konnte. Der Versorgungsgrad: denn es war damit zu rechnen, daß die Befestigung der Währung wie die Liquidation des Ruhrkriegs auf Produktion und Konsum, Ein- und Ausfuhr die stärksten Wirkungen üben würde. Die Gestaltung der Wirtschaft: denn es war allen Kennern spätestens im Herbst 1923 deutlich geworden, daß die deutsche Volkswirtschaft während der Inflationsjahre so starke Deformationen erlitten hatte, daß die Frage dringlich wurde, ob in der letzten Phase der Markzerstörung überhaupt noch von einer sinnvollen Wirtschaft gesprochen werden konnte. Sparen und Rechnen hatte seinen Sinn verloren, die Kapitalien waren in Warenbeständen, Anlagen und Devisenvorräten immobilisiert, der bankmäßige Zahlungsverkehr und das Kreditgeschäft der Banken war zerstört, das Denken der meisten spekulativ entartet. Diese Umstände bewirkten vereint, daß eine rationale Veranschlagung des deutschen Geldbedarfs, in dem oben definierten Sinn, nicht vorgenommen werden konnte. Der Vergleich mit den Schätzungen des Friedensgeldumlaufs (nach der Meinung der Reichsämtler 6 Milliarden \mathcal{M} , vielleicht 1—2 Milliarden weniger) konnte dem Kenner nicht viel sagen. Es blieb also kein anderes Mittel, als sich besonnen und kühn so lange vorzutasten, bis man festen Boden unter den Füßen fühlte.

Die Befestigung der intervalutarischen Kurse gelang im ersten Ansturm, über alle Erwartung gut. Die Baissespekulation wurde, auch auf den Auslandsmärkten, so sehr in die Enge getrieben, daß die Dollarparität dieser Märkte im Dezember sich auf 4,00 stellte. Das deutsche Preisniveau senkte sich im Dezember nach dem Großhandelsindex des Statistischen Reichsamts, der die landwirtschaftlichen Produkte stark bevorzugt, von 139, nach dem Index der „Frankfurter Zeitung“, der auch industrielle Fertigwaren einschließt, von 165 auf 126 und 156, im Januar auf 117 und 146, um im Februar ungefähr auf diese Höhe zu verharren. Inzwischen aber war der Dollarkurs, nach den Notierungen der Auslandsbörsen, auf 4,314 und 4,482 gestiegen. Er erlitt im März eine geringfügige Abschwächung, während die Inlandspreise anzuziehen begannen. Sie hielten sich aber nicht nur in diesem Monat noch immer unter dem Dezemberdurchschnitt, sondern auch im April, wo der Höhepunkt von 124,1 bzw. 152,3 erreicht wurde, während der Dollarkurs, infolge der mißglückten Frankenspekulation, vorübergehend bis über 4,6 \mathcal{M} anstieg.

Es zeigte sich damals, daß die Abdrängung des geschäftlichen Denkens auf das Gebiet der Valutaspekulation noch immer nicht überwunden war: die Unsicherheit der politischen Lage hat dazu nicht weniger beigetragen, als das goldorthodoxe Mißtrauen in die Rentenmark.

In keinem Fall ist die Steigerung des Wechselkurses eine Folge der vermehrten Geldmenge und einer etwa durch sie verursachten Preissteigerung

gewesen; denn die aufgeführten Zahlen beweisen deutlich, daß die Wechselkurse führten, die Inlandspreise folgten. Als Bestimmungsgrad der intervalutarischen Kurse kann also nicht eine bereits eingetretene, sondern höchstens eine erwartete Geldvermehrung angesehen werden. Das heißt: die Devisenkursbewegung war spekulativ und stand im Zeichen neuer Inflationshoffnungen oder -befürchtungen. Daß sie nicht ohne weiteres aus den Veränderungen der Handelsbilanz abzuleiten ist, die im Januar stark passiv zu werden begann (vorausgesetzt, daß die seit dem Ruhrkrieg notorisch unvollständigen Zahlen der Reichsstatistik ein getreues Bild der Sachlage geben), zeigt die rückläufige Bewegung des Dollars in den nächsten Monaten, für die ein erheblich größeres Defizit der Handelsbilanz ausgewiesen wird.

Die nackten Zahlen der Geldumlaufsstatistik sagen wenig zur Sache. Sie zeigen Mitte November einen Umlauf von rund 460 Mill. Goldmark, der sich durch Auslandszahlmittel und illegales Notgeld mindestens auf 750 Mill. erhöhen wird; Ende Dezember und Ende Januar einen dreimal oder etwas mehr als dreimal so großen Umlauf. Da die Kassenbestände sich in diesem Zeitraum mindestens verdreifacht haben, kann von einer inflatorischen Wirkung bis Ende Januar nicht im Ernst gesprochen werden. Fragwürdiger ist die starke Vermehrung der Zahlungsmittel in den beiden nächsten Monaten. Sie beträgt für die statistisch erfaßten Zahlungsmittel rund eine halbe Milliarde \mathcal{M} ; insgesamt wahrscheinlich weniger, da die nicht erfaßbaren Zahlungsmittel in dieser Zeit sich eher vermindert als vermehrt haben werden. Seit Ende März ist keine erhebliche Veränderung des statistisch sichtbar zu machenden Geldumlaufs zu verzeichnen; einer Vermehrung um etwa 90 Mill. \mathcal{M} bis Ende Mai steht eine vermutlich weit höhere Zahl solcher Auslandszahlmittel gegenüber, die aus dem deutschen Geldumlauf verschwunden sind. Allerdings wäre es sehr irrig, die ganze Verringerung der Devisen- und Notenbestände der deutschen Unternehmungen in dieser Zeit und in den folgenden Wochen als Verringerung des Zahlungsmittelumlaufs aufzufassen: ein großer Teil dieser Bestände hat im Inlandsverkehr niemals als Zahlungsmittel gedient.

Definiert man Inflation als Geldvermehrung, die bei gegebenem Preisstand und gegebenem Versorgungsgrad den Geldbedarf überschreitet, so hat ein Teil der 500 Mill. \mathcal{M} neuen Geldes, die in den Monaten Februar und März durch die private Kreditgewährung der Reichsbank geschaffen worden sind, in der Tat inflatorisch gewirkt: das Preisniveau hat sich, um rund 6 %, erhöht, während der Grad der Bedarfsdeckung in diesem Zeitraum sich verbessert hat: von Januar bis März stiegen die Steinkohlenproduktion von 8,8 auf 10,8 Mill. t, die Einnahmen der Reichsbahn aus dem Güterverkehr von 171,8 auf 203,1 Mill. \mathcal{M} , der Einfuhrüberschuß von 136 auf 236 Mill. \mathcal{M} , während der Arbeitsandrang im Verhältnis 927 : 427 zurückgeht. Alle diese Momente hätten preissenkend wirken müssen. Wenn trotzdem das Preisniveau sich gehoben hat, so kann nur inflatorische Geldvermehrung die Ursache sein. Es wird hierbei vorausgesetzt, daß in jenen Wochen die Kassenhaltung der Haushaltungen und Unternehmungen nicht erheblich verändert worden ist, soweit inländische Zahlungsmittel in Frage stehen. Schwerlich aber ist der

politik jener Monate Fehler begangen, die zu vermeiden um so mehr geboten war, als die hohen intervalutarischen Kurse des Auslandes schon im Januar erheblich über der gewählten Parität standen, und als schon Anfang Februar spekulative Angriffe gegen die Mark sichtbar wurden, deren Gefahr nicht leicht unterschätzt werden dürfte.¹⁾ Als das Reichsbankdirektorium, Anfang April, begriffen hatte, welche Zusammenhänge zwischen der Valutaspekulation und ihrer eigenen Kreditpolitik bestanden, hat es mit der Anwendung des stärksten Mittels geantwortet, das einer Notenbank überhaupt zu Gebote steht: mit der absoluten Kreditsperre, die nunmehr seit drei Monaten in Kraft steht und die nach einigen Wochen stillen Kampfes die intervalutarischen Kurse völlig in die Gewalt der Reichsbank gebracht hat.

Es zeigte sich damals, daß die Abdrängung des geschäftlichen Denkens auf das Gebiet der Valutaspekulation noch immer nicht überwunden war: die Unsicherheit der politischen Lage hat dazu nicht weniger beigetragen, als das goldorthodoxe Mißtrauen in die Rentenmark.

IV.

Bedeutet die Fehler, die von der Reichsbank in den ersten Monaten des Jahres begangen worden sind, ebensoviel Argumente gegen die Rentenmark? So viel gegen die Konstruktion der Zwischenwährung eingewendet werden kann²⁾, so wäre es doch unbillig, die Zuvielausgabe von einigen hundert Millionen dem Prinzip dieser Währung zu Last zu legen. Unter der Herrschaft vollständiger Goldwährungen sind ähnliche Fehler begangen worden: die grotesken Schwankungen des Großhandelspreisniveaus in den Vereinigten Staaten von 1918 bis 1921 sind das sichtbarste Beispiel. Auch wären die Symptome und Folgen hier wie dort die gleichen gewesen. Ob Gold oder ob Devisen abgestoßen werden müssen, um den Überschuß der Schulden an das Ausland über die Auslandsforderungen zu bestreiten, ist nicht nur für den Kenner das gleiche: das eine wie das andere wird auch von den Banken und dem Zentralinstitut als gleich bedrohlich empfunden.

Es ist aber nötig, noch einen Schritt weiterzugehen. Die Gefahren einer inflatorischen Kreditexpansion werden wachsen, nicht abnehmen, wenn die Zwischenwährung durch eine Goldkernwährung abgelöst wird, wie sie der Dawes-Bericht vorsieht, wenn diese mit einer erheblichen Verstärkung unserer Gold- und Devisenbestände verbunden ist. Wenn die Reichsbank, gestützt auf ihren vermehrten Gold- und Devisenschatz ein Mehrfaches an Zahlungsmitteln ausgeben will, statt die Vermehrung der Zahlungsmittel von dem Geldbedarf im oben definierten Sinn abhängig zu machen, so wird alsbald sichtbar werden, zu welchen Fehlern das Prinzip der Golddeckung verleiten kann. Die Aufgabe, die Warenpreise auf einen Stand zu bringen, der die deutsche Industrie bei festem Wechselkurs auf den Auslandsmärkten wettbewerbsfähig hält, kann durch die Verstärkung der Währungsreserven ebenso wirksam durchkreuzt werden wie durch die kindliche Vorstellung, es dürfe unbekümmert so viel Geld ausgegeben werden, wie der Betrag der Rentenmarkbelastung von Grund und Boden jeweils ausmacht.

V.

Die Grundfrage aller heutigen deutschen Währungspolitik ist die Frage nach den Mitteln, mit denen diese Preissenkung erzielt werden soll. Die übrigen Komponenten des Währungsproblems bereiten keine Schwierigkeiten mehr: Der Reichshaushalt ist in Ordnung gebracht; in welchem Maße, zeigt die Tatsache, daß das Reichsfinanzministerium es für angängig gehalten hat, die Überschüsse der letzten sechs Monate zu Schuldtilgungen in Höhe von über 400 Mill. Goldmark zu verwenden. Bedeutete das Defizit von rund 500 Mill. Goldmark, das der Voranschlag für 1924—25 aufweist, eine ernste Sorge, so hätte das Reich nicht auf diese Weise handeln können. Die Währungsreserve der Reichsbank aber ist in den letzten Monaten auf einen sehr günstigen Stand gebracht worden, der in den Ausweisen unbegreiflicherweise verschleiert wird. Die „Sonstigen Aktiven“, unter denen sich die Devisenreserven der Reichsbank verbergen, betragen am 15. November 1923 18,8 Mill., am 7. Januar 285,8 Mill., am 7. Mai 292,2 Mill., am 30. Juni 702,3 Mill. *M.* Da der Goldbestand der Bank sich von Mitte November 1923 bis Ende Juni 1924 nur von 467 auf 462 Mill. Goldmark gesenkt hat, so würde die Reichsbank über eine Währungsreserve in Gold und Devisen in Höhe von 1168 Mill. Goldmark verfügen. Hiervon sind 210 Mill. Goldmark vorbelastet, als Bürgschaft für die in jener Höhe ausgegebenen Dollarschatzanweisungen. Sollte in den „Sonstigen Aktiven“ ein erheblicher Betrag für zurückgekaufte Anweisungen enthalten sein, so verringert sich doch die Währungsreserve nicht, da jene Vorbelastung im gleichen Maße vermindert wird. Falls nicht andere Belastungen des Goldbestandes bestehen, von denen die Öffentlichkeit nichts weiß, und wenn nicht in den „Sonstigen Aktiven“ andere Posten in erheblichem Umfang mit den Devisen zusammengeworfen sein sollten, so steht der deutschen Wirtschaft eine Währungsreserve ersten Ranges in Höhe von 900 Mill. Goldmark zur Verfügung; ungerechnet die Gold- und Devisenbestände und ausländische Kreditmöglichkeiten anderer Kredit- und Währungsinstitute.

In welchem Maße diese Währungsreserve bedroht ist, wird im wesentlichen von der Entwicklung des deutschen Außenhandels abhängen. Ausländische Kredite können die Lage für einige Zeit verschleiern, auf die Dauer aber nicht von der Lösung der währungspolitischen Grundprobleme entbinden. Die hypertrophische Steigerung der Einfuhr, der die allmählich wieder wachsende Ausfuhr nur zögernd folgt, kann nur rückgebildet werden, wenn das deutsche Preisniveau gesenkt wird.

Für die Lösung solcher Aufgaben gibt es keine Rezepte. Die Reichsbank hatte zunächst versucht, durch reichliche Kreditgewährung die Produktion in Gang zu setzen, in der Hoffnung, daß der erhöhte Versorgungsgrad zu einer Preissenkung führen würde. Als sie bemerken mußte, daß ihre Kreditpolitik nicht zu diesem Ende führte, sondern infolge unwirtschaftlicher Verwendung der Mittel das Festbleiben der Preise und das Festhalten der Devisen bewirkte, hat sie zum Mittel der Kontraktion gegriffen, um die Warenpreise vom andern Ende her zum Weichen zu bringen. Dies scheint ihr auch in einigem Umfange gelungen zu sein. Gleichzeitig aber ist die Wirkung eingetreten, die noch keiner Kreditsperre einer

¹⁾ Vgl. dazu »W.-D.« Nr. 7: »Der Markkurs und die Spekulation«.

²⁾ Vgl. dazu »W.-D.« 1923 Nr. 37 und »Nr. 39/40; 1924 Nr. 13.

Zentralbank erspart geblieben ist: das Fehlen der Sicherheit, in letzter Instanz auf eine unversiegbare Quelle von Notkrediten zurückgreifen zu können, führt dazu, daß die Unternehmer sich selbst ein Moratorium gewähren und daß schließlich die Wirtschaft aus Mangel an Geschäfts-Vertrauen eingeschrumpft. Wenn es nicht gelingt, das

Gleichgewicht der Handelsbilanz und die Wettbewerbsfähigkeit der Industrie durch andere Mittel herzustellen, so scheint damit der Beweis geliefert, daß die bestehende Wirtschaftsordnung mit einem Krisenproblem von dieser Schwere einstweilen nicht fertig zu werden vermag.

Kurt Singer

Der Weg zur Goldwährung^{*)}

IV. Währung und Golddecke.

Die Bank soll über ein bar eingezahltes Kapital von 400 Mill. Goldmark verfügen, von denen 100 Mill. durch die Aktiva der Reichsbank, 300 Mill. durch Zeichnung im In- und Auslande aufgebracht werden sollen. Wird die Reichsbank liquidiert, so kann mit der Einbringung weiterer goldwerter Aktiva in die neue Bank gerechnet werden, da diese ja die Liquidation durchführt und das Reich ausdrücklich auf alle Erträge, die ihm hieraus erwachsen könnten, verzichtet.¹⁾ Insgesamt mögen die Goldbestände etwa die Summe von 600 Mill. Goldmark erreichen. Hierdurch wird die Deckung für rund 1800 Mill. \mathcal{M} geschaffen. Damit kann ein Teil des gegenwärtigen Zahlungsmittelumlaufes in die neue Form übergeleitet werden. Aber es bleibt eine erhebliche „Goldlücke“, die natürlich auch die Sachverständigen nicht unbeachtet gelassen haben. Trotzdem mag hier zunächst die Frage aufgeworfen werden, ob tatsächlich an der Dritteldeckung in jedem Falle festgehalten werden muß.

Die Stabilität einer Währung ist entscheidend bedingt durch die Konstanz der Relation zwischen Umlaufsmittelmengende einerseits, Waren- und Leistungsangebot andererseits, ferner durch das Tempo des Umlaufs dieses Geldes.

Diese beiden Faktoren bedingen sich gegenseitig. Inflationistische Währungspolitik wird dazu Anlaß geben, daß die Einkommensempfänger die sich entwertenden Geldzeichen möglichst schnell in Naturalwerte umzusetzen trachten. Das bedeutet wiederum eine Änderung bezüglich der Verteilung des Geldes auf die Kanäle der Volkswirtschaft. Die Kapitalkanäle werden austrocknen, da die Spartätigkeit nachläßt. Hierdurch wird aus der Wirtschaft heraus wiederum ein Druck auf das Tempo der Notenpresse ausgeübt, die auf Umwegen zur Schaffung künstlichen Ersatzes der Sparkredite durch zusätzliche Kredite herangezogen wird.

Es ist theoretisch sehr wohl denkbar, daß der Ausgangspunkt einer derartigen Entwicklung am anderen Ende dieser Kausalkette, also in einer Störung der Umlaufgeschwindigkeit und Richtung gelegen ist, wenn etwa aus möglicherweise außerwirtschaftlichem Anlaß das Vertrauen zur geltenden Währung dahinschwindet. Praktisch ist aber schwerlich anzunehmen, daß eine Währung von dieser Seite her nur deshalb in Gefahr kommen könnte, weil sie nicht zu einem Drittel, sondern nur zu einem geringeren Prozentsatz in Gold gedeckt ist. Man wird sogar behaupten dürfen, daß selbst eine schwächer gedeckte Währung dennoch — normalen Wirtschaftsgang vorausgesetzt — getrost für einlösbar erklärt werden kann. Im Inlandsverkehr wird, solange Vertrauen zur

Wertbeständigkeit vorhanden ist, ein wesentlicher Anspruch auf Umwandlung von Noten in Gold kaum erhoben werden. Das gilt vollends dann, wenn die Wirtschaftssubjekte, wie dies in Deutschland nunmehr der Fall ist, sich ganz daran gewöhnt haben, mit Banknoten zu zahlen. Es kann andererseits nicht oft genug betont werden, daß auch eine volle Dritteldeckung die Aufhebung der Einlöschungspflicht nur hinauszögern, nie vermeiden kann, wenn die Noteninhaber in Massen zu den Schaltern drängen, um Gold für Papier zu erhalten. Der Einlösbarkeit an sich kommt für die Stabilität einer Währung nur sekundäre (psychologische) Bedeutung zu.

Weit größeren Wert als für den Inlandsverkehr hat die Goldgrundlage jedenfalls für die Eingliederung eines nationalen Währungssystems in die Weltwirtschaft. Diesen Dienst kann aber sehr wohl auch eine verhältnismäßig geringe, vielleicht 15—20 %ige Golddeckung leisten im Rahmen einer sogenannten Goldkernwährung, die dem Zentralnoteninstitut Einlösung ausschließlich für die Abwicklung internationaler Zahlungsverpflichtungen vorschreibt. Seitens der ans Ausland Verschuldeten wird von diesem Recht nur dann Gebrauch gemacht werden, wenn die Devisenkurse über den oberen Goldpunkt hinaussteigen. Die Kontrolle der in diesem Fall erhobenen Ansprüche auf ihre wirtschaftliche Berechtigung dürfte ohne große Schwierigkeit durch Zwang zur Vorlage der den fraglichen Geschäften zugrunde liegenden Dokumente erfolgen können.

Die Rückkehr zu einem derartigen Währungssystem wird bereits zu Beginn der Durchführung des Gutachtens wünschenswert sein. Da die Sachverständigen selbst anerkennen, „daß die Lösung des Reparationsproblems hauptsächlich eine bestimmte Politik der Wechselkurse verlangt“ (46), empfiehlt es sich doch wohl, die Regelung dieser Kurse automatisch erfolgen zu lassen (anstatt sie der Weisheit eines Komitees anzuvertrauen) und dabei zugleich eine Wechselbeziehung zwischen der Aufrechterhaltung des Außenwerts unseres Geldes und der Basis der Kreditpolitik des Zentralnoteninstituts der Binnenwirtschaft gegenüber zu schaffen. Hiermit erfüllt sich die währungspolitisch entscheidende Aufgabe des Goldes im Geldsystem; es entzieht die Relation von Geldmenge und Sozialprodukt der Willkür der Währungszentrale, die dem Druck wirtschaftlicher Gesetze unterstellt wird.

Nach Würdigung dieser Zusammenhänge wird man der deutschen Wirtschaft für die allmähliche Stärkung der Goldreserven etwa aus dem Reingewinn der Bank Zeit lassen dürfen, wenn schon die schließliche Wiederherstellung einer unbedingt in Gold einlösbaren Währung aus praktischen Erwägungen für wünschenswert gehalten wird.

Die Sachverständigen wollen auf scheinbar schnellerem Wege zu diesem Höhepunkt gelangen.

Sie erklären, daß die Anleihe von 800 Mill. Gold-

^{*)} Vergl. »Wirtschaftsdienst« Nr. 28 vom 11. Juli, Leitartikel.

¹⁾ Aus den inzwischen in der Presse veröffentlichten Notizen ist zu ersehen, daß die Reichsbank die Funktionen der Goldnotenbank übernehmen wird. Wesentliche Änderungen der nachfolgenden Ausführungen werden hierdurch nicht erforderlich.