

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

ANSCHRIFT FÜR VERLAG WIRTSCHAFTSDIENST, G. M. B. H., UND SCHRIFTLLEITUNG: HAMBURG 36, POSTSTR. 19 / FERNRUF: ELBE 5052 U. 4456,
MERKUR 422 U. 2614 / TELEGRAMMADRESSE: WELTARCHIV HAMBURG / POSTSCHECKKONTO: HAMBURG 12842 / BANKKONTO: DEUTSCHE BANK
FIL. HAMBURG / BEZUGSPREIS VIERTELJÄHRlich 12 RM / FÜR DEN BUCHHANDEL: IN KOMMISSION BEI OTTO MEISSNERS VERLAG, HAMBURG

Wirtschaftspolitische Gedanken, die in Aufsätzen und Berichten des „Wirtschaftsdienst“ entwickelt werden, stehen allein unter der Verantwortung der Verfasser / Sie stellen keine Meinungsäußerungen der Herausgeber dar

BETRACHTUNGEN ZU FRANKREICHS WÄHRUNGS-LAGE

Von John Maynard Keynes (Cambridge)

Ein eigentümlicher Zug der augenblicklichen finanziellen Lage Frankreichs ist die Schwierigkeit, zuverlässige Zahlenangaben über Tatsachen zu erhalten, wie zum Beispiel über die augenblickliche Höhe von Schuldendienst und Haushaltsdefizit, Daten, die man als allgemein bekannt und außerhalb jeder Diskussion stehend, annehmen sollte. Einige meiner letzten Artikel über die Lage des Franken haben mir mehrere höchst interessante Briefe von französischen Gewährsleuten eingebracht, die dazu beigetragen haben, manche von mir gehegte Zweifel aufzuklären. (Warum, möchte ich in Parenthese fragen, sind die Privatbriefe, die ich aus Frankreich erhalte, zehnmal so verständlich und lehrreich, wie die mächtigen Zeitungen? Ich habe den Eindruck, daß in Frankreich der Einfluß weiser Ratgeber und Sachverständiger noch vollständiger von seiten der Politiker übersehen wird als irgendwo anders.)

Was zunächst den Schuldendienst anlangt, so schätzt M. Caillaux diesen in einem Artikel, den er Anfang des Monats der Zeitschrift „The Banker“ einsandte, auf 22 Milliarden. M. Moulton (French Debt Problem, Seite 110) nimmt die tatsächliche Pensionslast im Jahre 1924 mit 3,6 Milliarden an, und die jetzige Zinslast auf die Schulden mit 16,5 Milliarden; diese Zahlen stimmen ziemlich gut mit M. Caillaux' Zahl überein, die eingeständenermaßen nicht nur die Pensionsschuld, sondern auch die Beiträge zum Amortisationsfonds enthält, wenn auch nicht die Schulden an die verbündeten Regierungen. Andererseits ist diese Zahl von anderen Sachverständigen kritisiert worden, die die laufenden Zinsen für die innere Schuld auf weniger als 13 Milliarden schätzen. Die verfügbaren Daten scheinen folgende zu sein: Die Zinsen auf die innere Schuld vom 30. April 1925 betragen:

Langfristige Schuld.....	7 451 Mill. fr.
Kurzfristige „.....	2 093 „ „
Schwebende Schuld.....	2 763 „ „
Zusammen.....	12 907 Mill. fr.

Seit dieser Zeit ist ein Teil der schwebenden Schuld in eine 4%ige Anleihe umgewandelt worden, deren Zinsen in Gold garantiert sind, und ungefähr 7½ Milliarden kurzfristiger Schuld, die zu 6% verzinslich war, sind fällig geworden und durch Bons de la Défense oder Dépôts au Trésor ersetzt worden, die we-

niger als 5% Zinsen tragen. Ein weiterer Teil der schwebenden Schuld ist durch Vorschüsse der Bank von Frankreich abgelöst worden, die zu noch geringerem Satz verzinslich sind. So liegt also die Höhe des augenblicklichen inneren Schuldendienstes, uneingerechnet den Amortisationsfonds, eher unter als über der oben genannten Zahl. Zum jetzigen Kurs umgerechnet, entspricht sie ungefähr 100 Mill. £, was sicherlich nicht übermäßig hoch ist; und wenn wir die Disparität zwischen innerem Preisstand und äußerem Wechselkurs berücksichtigen, entspricht sie ungefähr 170 Mill. £.

Die Summe, die den Haushalt des laufenden Jahres für den Schuldendienst im ganzen belastet, beträgt 19 817 Mill. fr. Der Unterschied zwischen dieser Gesamtsumme und der oben genannten Zahl setzt sich ungefähr folgendermaßen zusammen:

Zinsen auf äußere »Handels«-Schuld (berechnet zu 94,77 fr auf 1 £).....	1078 Mill. fr.
Pensionslast.....	5144 „ „
Amortisationsfonds-Beiträge (rund).....	700 „ „

Da die Zinslast auf die britische Reichsschuld in dem diesjährigen englischen Haushaltsplan sich auf 305 Mill. £ beläuft, so gebe ich zu, daß der Dienst der französischen Schuld, vergleichsweise, keinen so übermäßig großen Teil des nationalen Einkommens beansprucht, wie ich zunächst anzunehmen geneigt war. Es scheint, daß der innere Schuldendienst (ohne den Amortisationsfonds) nicht mehr als 7% des Nationaleinkommens ausmacht (wenn man das französische Nationaleinkommen im Jahre 1926 mit 180 Milliarden annimmt). —

Wir wollen uns jetzt der Frage des Haushaltsdefizits zuwenden. Unter dem eigenartigen System, das in Frankreich herrscht, sind die Ausgaben der Staatskasse nicht genau bekannt, bis Monate oder selbst Jahre nach den betreffenden Vorfällen vergangen sind. Im Kalenderjahr 1925 waren die Einnahmen 29,5 Milliarden. Die letzte Schätzung der Ausgaben geht auf 33 Milliarden, was einem tatsächlichen Defizit von 3,5 Milliarden entspricht; das heißt ziemlich genau dasselbe Defizit, das einige Propheten bei Mr. Churchills Haushaltsplan voraussehen. Die Lage Frankreichs im laufenden Jahre ist in mancher Beziehung schlechter und in mancher

Beziehung besser als die des vorangegangenen. Einerseits werden einige ergänzende Etatsposten, die tatsächlich in das Jahr 1925 gehören, nicht vor 1926 von der Kammer genehmigt worden sein; eine Heraufsetzung der öffentlichen Gehälter, die längst überfällig ist, wird wahrscheinlich unvermeidlich sein; und die oben genannten Zahlen schließen nur einen geringfügigen Betrag zur Speisung des Amortisationsfonds und gar nichts für die interalliierten Schulden ein. Andererseits wird sich die zusätzliche Besteuerung, die schon 1925 genehmigt wurde, erst 1926 voll auswirken, und die wesentliche Steigerung des inneren Preisniveaus während der vergangenen zwölf Monate hat sich noch kaum im Ergebnis der Steuern auszudrücken Zeit gehabt. Letztlich ist die Wirkung der Dawes-Eingänge auf das Budget in Anbetracht der komplizierten Grundsätze ihrer Aufteilung unter zahlreiche spezielle Rubriken ganz unberechenbar. Das Ende vom Liede ist, daß wahrscheinlich selbst der französische Finanzminister (wer immer er auch sein mag) seine Einnahmen oder seine Ausgaben für das laufende Jahr nur mit einer Fehlergrenze von angenommen 10 % kennt. Unter diesen Umständen kann von einem Budget im englischen Sinn des Wortes nicht die Rede sein. Der urteilt vorschnell, der irgendeine endgültige Ansicht betreffend den Betrag des französischen Defizits ausspricht. M. Doumer selbst setzt die Zahl auf 3 Milliarden ohne Amortisationsfonds und auf $4\frac{1}{2}$ Milliarden, diesen eingerechnet, an. Der Finanzausschuß der Kammer ist etwas optimistischer. Es scheint, daß die Wahrheit irgendwo zwischen 3 und 6 Milliarden liegt. Wenn die letztgenannte Zahl den Tatsachen mehr entspricht als die früheren, so bestätigt sich mein früherer Schluß, daß das Gleichgewicht des Haushalts nicht hergestellt werden kann außer mit Unterstützung einer weiteren Preissteigerung.

In einem früheren Artikel, den ich anderswo veröffentlichte, gab ich der Meinung Ausdruck, daß die Notenausgabe der Bank von Frankreich bereits geeignet ist, ein höheres als das augenblickliche Preisniveau herbeizuführen. Einige Kritiker haben dies in Frage gestellt; und eine weitere Untersuchung hat mich überzeugt, daß sie ihrerseits einigermaßen recht haben. Ich hatte die Beträge an Gold und Silber, die in Frankreich vor dem Kriege zirkulierten, unterschätzt. Man hat berechnet, daß der gesamte Umlauf in Frankreich vor dem Kriege in Banknoten und Münze zusammen ungefähr 10 Milliarden betrug. Die Notenausgabe der Bank von Frankreich ist gegenwärtig ungefähr 51 Milliarden. Wenn man den augenblicklichen Preisstand als fünfmal so hoch wie den Vorkriegspreisstand annimmt, so befindet sich der Umlauf, ohne Berücksichtigung anderer Umstände, daher ziemlich im Gleichgewicht. Diese anderen Umstände sind einerseits, daß das Gebiet, in dem der Franken umläuft, sich vergrößert hat, und andererseits, daß das Notenumlaufstern geringer ist, als das Noten- und vor allem Münzenstern früher zu sein pflegte; ferner, daß die Bons, die die schwebende Schuld bilden, in einiger Beziehung den Zweck von Banknoten erfüllen können. Aber ich gebe zu, daß in Anbetracht des oben Gesagten es zweifelhaft erscheint, ob der augenblickliche Notenumlauf das Erreichen eines höheren Preisstandes als das Fünffache des Vorkriegsstandes ermöglicht.

Wenn das Haushaltsgleichgewicht und das Währungsgleichgewicht einen höheren Preisstand als diesen erfordern (wie es meiner Meinung nach der Fall sein könnte), so wäre es zwecklos, sich gegen eine entsprechende weitere Noteninflation zu sträuben. Es wäre indessen wesentlich, wirksame Schritte zur Währungsstabilisierung zu unternehmen, bevor man auch nur die geringste zusätzliche Inflation eintreten läßt. Die Vorstellung, daß eine weitere Ausdehnung des Notenumlaufs unbedingt jede Maßnahme zur Währungsstabilisierung durchkreuzen muß, ist falsch. Andererseits ist wahrscheinlich eine weitere Ausdehnung unvermeidlich und auf lange Sicht sogar wünschenswert, es sei denn, daß der äußere Wert des Franken wesentlich über den augenblicklichen Stand gehoben wird. Es sind so mächtige wirtschaftliche Kräfte am Werk, die auf eine weitere Ausdehnung des Notenumlaufs drängen, daß eine Ausdehnung wahrscheinlich auf alle Fälle erfolgen wird. Die psychologische Wirkung dieses Tatbestandes auf den Wechselkurs mag ernst sein, wenn nicht zuerst Schritte zur Stabilisierung des Wechselkurses unternommen werden. Frankreichs Gefahr liegt darin, daß jede Vergrößerung des Notenumlaufs das Sinken des Wechselkurses nach sich ziehen kann, und jedes Sinken des Wechselkurses ein weiteres Ansteigen der Notenausgabe bedingt. Die französische öffentliche Meinung glaubt, daß diese Schraube ohne Ende durch den Ruf: keine weitere Inflation! zum Stillstand gebracht werden kann. Ich bin der Meinung, daß eine solche Politik am verkehrten Ende anfängt und aus diesem Grunde wahrscheinlich undurchführbar ist. Und wenn sie selbst erfolgreich sein sollte, so hätte sie die Anzeichen der Deflation im Gefolge. Der Stand der ausländischen Preise wird unvermeidlich den inneren Preisstand einigermaßen hochziehen. Wenn diesem Umstand nicht durch einen vergrößerten Notenumlauf Rechnung getragen wird, so wird ihm durch verminderte Produktion und durch Arbeitslosigkeit Rechnung getragen werden. Auf diese Weise sind schon Kräfte in Bewegung gesetzt, die eine weitere Preissteigerung ergeben, und folglich, wenn die oben unternommenen Berechnungen richtig sind, ist ein weiteres Ansteigen des Notenumlaufs kaum vermeidbar, selbst im allgemeinen Interesse. Ich halte daher die Behauptung aufrecht, daß der erste Schritt in der Bekämpfung einer weiteren Valutaentwertung liegen muß. Ich kann nicht einsehen, daß irgend etwas sich ereignet hat, das das Erreichen dieses Zieles erschwert.

Obwohl ich also Zugeständnisse in einigen wichtigen Punkten an meine Kritiker mache, so schwächt jedes dieser Zugeständnisse keineswegs meinen ursprünglichen Schluß, sondern bestärkt ihn sogar, nämlich den, daß der richtige erste Schritt darin besteht, die Währung mit Hilfe des Goldes der Bank von Frankreich zu stützen. Wenn die Zahlen, die von meinen Kritikern vorgebracht werden, richtig sind, so wird die Zeit noch eher zu Hilfe kommen, als nach meiner ursprünglichen Annahme unter geringerer Anspannung der sozialen Verfassung, während die Politik der Währungsstabilisierung um so leichter und sicherer durchzuführen sein wird. Wenn indessen meine Kritiker allzu optimistisch sind, so wird das Unternehmen, den Wechselkurs des Franken am weiteren Fallen unter seinen jetzigen Stand zu hindern, immerhin einen breiteren Sicherheitsspielraum bieten.