

müssen wir also — obwohl Polen mit Hilfe der ober-schlesischen Steinkohle neben Großbritannien als größter deutscher Kohlenlieferant auftritt — einen großen Verlustposten gegenüber der Vorkriegszeit verbuchen.

Wie steht es aber mit dem deutschen Handelsverkehr im Bereich des alten russischen Reiches?

Er hat in der Vorkriegszeit eine starke Stütze des gesamten deutschen Außenhandels und damit der deutschen Volkswirtschaft dargestellt. Im Durchschnitt des letzten Vorkriegsjahres (1911—1913) gingen von der deutschen Ausfuhr 8,9 % nach Rußland und Finnland. Noch erheblicher war Rußlands und Finnlands Anteil an der Einfuhr nach Deutschland: 15,1 % der deutschen Einfuhr stammten aus den genannten beiden Gebieten. Anders in der Zeit nach Abschluß des Weltkrieges.

An Hand der neuesten deutschen Handelsstatistik, die zum erstenmal wieder nach Kriegsausbruch in Goldmarkzahlen ausgedrückt worden ist und die ersten neun Monate des Jahres 1924 umfaßt (vgl. „Wirtschaft und Statistik“, 5. Jg., Nr. 2, S. 44 ff.), komme ich zu dem vorläufigen schätzungsweisen Ergebnis, daß die Ausfuhr auf etwas über $\frac{1}{2}$ %, die Einfuhr auf ein knappes $\frac{1}{4}$ % herabgegangen sind. Daß auch der Verlust der Einfuhr ein schwerer volkswirtschaftlicher Schaden ist, weil er die Stoff verarbeitenden Gewerbe und den Durchfuhrhandel ihres Materials entblößt, braucht nur angedeutet zu werden.

V.

Zum allgemeinen Rückgang der Güterausfuhr trat nach Kriegsende ein zweiter rückläufiger Prozeß hinzu, der für die Wirtschaftslage Ostdeutschlands neue Gefahren heraufbeschwor: das Nachlassen der Abwanderung nach dem Westen. Nach Abschluß des Friedensvertrages hatte der industrialisierte Westen einen Teil seiner Anziehungskraft eingebüßt. Ehemalige Stadtbewohner fluteten auf das reichlichere Ernährung ver-

sprechende flache Land zurück. Zahlreiche Flüchtlinge suchten in Ostdeutschland Zuflucht. So hörten die früheren Wanderungsverluste auf; schlugen sogar in einen beträchtlichen Wanderungsgewinn um: vom 1. 12. 1919 bis 30. 11. 1920 sind nach Ostpreußen (ohne die Kreise Pr. Eylau und Marienwerder) 453 027 Personen zugezogen, während im gleichen Zeitraum nur 419 045 Personen weggezogen sind. Im Laufe eines Jahres wurde demnach eine Zuwanderung von 33 982 Personen verbucht (Statistisches Jahrbuch für den Freistaat Preußen, 19. Bd. 1923, S. 22). Volkswirtschaftlich bedeutet das: einer verringerten Güterausfuhr, d. h. einer Verkürzung der Arbeits- und Existenzmöglichkeiten, stand eine wachsende Volkszahl gegenüber. Es bedeutete ferner: daß von der Produktion des deutschen Ostens eine größere Quote dem inneren Konsum zugeführt werden mußte; d. h. daß die bereits erheblich reduzierte Güterausfuhr durch das Bevölkerungswachstum weiter abnahm. Daß auch auf diesem Gebiet allmählich die Vorkriegsverhältnisse sich wieder einstellten, daß 1921 erst in kleinem Ausmaße, 1922 aber wieder in erheblicher Breite der Wanderstrom aus dem Osten zu fließen begann, hat Ostdeutschland einer schweren Wirtschaftssorge enthoben.

Immerhin verdeutlicht meine Darstellung, daß außer den allgemeinen Wirtschaftsnöten, die mehr oder weniger auf alle Bezirke Deutschlands ihre Schatten werfen, Ostdeutschland in viele besondere Schwierigkeiten verstrickt ist: teils verspätete Ausläufer aus den Zeiten der Kriegswirtschaft und der Blockade; teils aus der Neugestaltung der osteuropäischen Landkarte und der daraus folgenden wirtschaftsgeographischen und transportpolitischen Eigenart des Landes dauernd hervorwachsend. Daraus folgt weiter, daß die allgemeine auf eine Besserung der Schäden und eine Wiederaufrichtung der deutschen Wirtschaft abzielende Politik durch eine den besonderen Bedürfnissen ihres Bereiches entsprechende „ostdeutsche Wirtschaftspolitik“ ergänzt werden muß.

Der Bankdiskont

Von John Maynard Keynes (Cambridge)

Nachdruck verboten.

Im Mai 1924 stand der Rediskontsatz der Federal Reserve Bank von New York auf 4 $\frac{1}{2}$ %. Von da bis August 1924 wurde der Satz schrittweise auf 3 % ermäßigt. Das Preisniveau leistete Gefolgschaft. Bis Mai 1924 zeigten die Preise eine schon ein Jahr andauernde Abwärtsbewegung, aber seit Juli 1924 machte die Indexziffer kehrt und ist seitdem ständig gestiegen. Zwischen Juli 1924 und Ende Januar 1925 stiegen die Dollarpreise um etwa 10 %, eine Steigerung, die man, wenn sie sich in Vorkriegszeiten während eines gleichen Zeitraums vollzogen hätte, als fast beispiellos und im hohen Grade gefährlich angesehen hätte. Die Verbilligung des Geldes in Verbindung mit einer Geldmarktpolitik (open market policy) der Federal Reserve Banken, die die Geldversorgung nicht nur billig sondern auch reichlich machte, machte, vulgär gesprochen, „die Bahn frei“. Während der gleichen sechs Monate vermehrte sich der durch die New Yorker Banken geschaffene Kredit um die enorme Summe von 30 %. Neben der erwähnten großen Preissteigerung

folgte getreulich eine Investierungshausse; ihrem Volumen nach die größte, die je zu verzeichnen war.

In den letzten Wochen zeigte ein Wechsel der Geldmarktpolitik (open market policy), welcher einigen Goldverlusten und einer Neigung der Mitgliederbanken etwas großzügiger ihre Kreditmöglichkeiten bei den Zentralinstituten auszunutzen folgte, daß die Federal Reserve Behörden aufmerksam zu werden begannen. Am Donnerstag voriger Woche, dem 26. Februar, wurde der New Yorker Diskontsatz auf 3 $\frac{1}{2}$ % erhöht, — eine an und für sich geringfügige Maßnahme (die Rate war in den meisten Reservedistrikten niemals unter 3 $\frac{1}{2}$ % gesunken), aber sie zeigte an, woher der Wind wehte.

Während dieser ganzen Periode stand der Diskontsatz der Bank von England auf 4 %. Diese Zahl ist mit den amerikanischen Rediskontsätzen nicht völlig vergleichbar, da diese gewöhnlich unter dem Marktsatz stehen, während in England der Banksatz gewöhnlich über der Marktrate steht. Nichtsdestoweniger stand der

ausschlaggebende englische Satz ungefähr $\frac{1}{2}$ % über dem ausschlaggebenden amerikanischen (entsprechend dem Unterschied von 1 % zwischen den jeweiligen amtlichen Sätzen). Gleichzeitig sind Menge und Preis des Kredits fast unverändert geblieben, — die Depositen der Londoner Clearingbanken hatten im Januar 1925 den gleichen Stand wie im Juli 1924, im Vergleich mit dem eben erwähnten Anwachsen um nicht weniger als 30 % in New York. Dies konnte jedoch ein geringes Anziehen unserer Preise in Übereinstimmung mit der Preissteigerung in Amerika nicht verhindern. Jedoch betrug gegenüber ihrer Steigerung um 10 % die unsrige nur 4 %; während das Dollar-Sterling-Verhältnis sich um 8 % zugunsten des Pfundes verschob.

Es ist augenscheinlich, daß die Verhältnisse für eine Kursbesserung nahezu ideal gewesen sind, ohne daß die Notwendigkeit für irgendwelche drastische Maßnahmen von Seiten der Bank von England bestanden hat. Wenn aber die Verhältnisse in Amerika sich nur ganz wenig ändern würden, oder wenn auch nur die Bewegung zum Stehen käme, so würde das einen großen Unterschied machen. Es kann daher nicht überraschen, daß der Gouverneur der Bank von England die Heraussetzung in New York sehr ernst nahm. Eine Sondersitzung der Verwaltung wurde unverzüglich einberufen und die Leihsätze der Bank von England wurden sogleich um 1 % heraufgesetzt, als Vorspiel zu einer Erhöhung des Diskontsatzes.

Dies ist wahrscheinlich keine volkstümliche Konsequenz der Politik der Rückkehr zur Goldwährung. Aber diejenigen, welche glauben, daß das Gold nicht das beste Kriterium für die Regelung eines Kreditsystems ist, dürfen sich noch nicht beklagen. Obgleich unser Preisniveau nicht so stark wie das amerikanische gestiegen ist, so ist es doch deutlich gestiegen. Der Zinssatz langfristiger Anleihen ist in London so niedrig im Vergleich zu dem, was die Kreditsuchenden zu zahlen bereit sind, daß der Londoner Markt für die Neuausgabe auswärtiger Anleihen unstatthaft verlockend gewesen ist, mit dem Ergebnis, daß ihr Gesamtbetrag dazu neigte die Höhe der für diesen Zweck verfügbaren nationalen Ersparnisse zu überschreiten. Wenn die Bank von England ihre Machtbefugnis zu privatem Druck hinter der Szene ausnützt, um Neuaufgaben auswärtiger Anleihen zu verhindern, so ist das gefährlich und unzureichend, und kann nicht von dauernder Wirksamkeit sein. Ein Satz von 4 % steht wahrscheinlich unter dem wahren Zinssatz und es spricht daher die Vermutung gegen das Festhalten eines solch niedrigen Zinsfußes, so lange die Preise steigen. Es gibt daher einige gute und stichhaltige Gründe für die Maßnahme der Bank von England.

Das einzig richtige Argument der Gegenseite liegt im Beschäftigungsgrad. Die Arbeitslosenziffern sind gegenwärtig ungünstiger als sie vor einem Jahr waren, besonders wegen des Standes der Kohlen-, Stahl- und Schiffbauindustrie. Dies ist ein Grund dafür, der gegenwärtigen Führung unserer Geschäfte außerordentlich kritisch gegenüberzustehen. Wenn es aber auch notwendig sein mag, falls man einmal eine Depression zugelassen hat, der Industrie den Anreiz einer erheblichen Preissteigerung über den tiefsten Punkt der Depression hinaus zu gewähren, so wäre es doch nicht ratsam in dem Sta-

dium der Konjunkturbewegung, das wir jetzt erreicht haben, selbst wenn der Versuch verführerisch sein sollte, die Arbeitslosigkeit durch Zulassung tatsächlicher Inflation zu überwinden. Ich zweifle, daß ein Diskontsatz von 5 %, der an sich nicht bedrückend ist, dem Beschäftigungsgrad irgendwelchen meßbaren Schaden zufügen wird, vorausgesetzt, daß das Preisniveau keine Tendenz zum Sinken aufweist. Schaden würde er nur in einer Hinsicht — und in dieser Hinsicht würde er beträchtlich schaden — falls nämlich die Erhöhung des Diskontsatzes von der Geschäftswelt als Auftakt zu einem Preissturz ausgelegt würde.

Damit komme ich auf den wahren Gefahrenpunkt. Wir wissen nicht genau, wie die Politik der Bank von England aufzufassen ist. Falls diese Politik nur darauf ausgeht, unsere Preise verhältnismäßig stabil zu halten, auf höhere Preise in Amerika zu warten, um das Pfund auf Parität zu bringen, und danach mit der äußersten Vorsicht und Langsamkeit vorzugehen, ehe wir uns zu einem bestimmten Verhalten verpflichten, so kann ich in einem Diskontsatz von 5 % kaum etwas sehen, was die Geschäftswelt beunruhigen könnte. Falls man der Geschäftswelt versprechen könnte, daß die Bank von England alles, was in ihrer Macht liegt, tun wird, um sie vor einem sinkenden Preisniveau zu bewahren, nötigenfalls auch durch Senkung des Diskontsatzes, so könnte die Geschäftswelt in ruhiger Zuversicht weiterarbeiten. Ich stimme daher mit der Ansicht Sir Josuah Stamp's in seinem bewundernswerten Brief an die „Times“ überein, daß die Industriellen die Gewißheit erhalten sollten, daß keine Rückkehr zu der verabschiedeten Deflationspolitik beabsichtigt ist, und daß die Politik der Bank von England nicht dahin geht, die Verhältnisse in Amerika und die auswärtigen Wechselkurse für wichtiger zu halten als die Bedürfnisse der heimischen Industrie.

Wenn aber die Politik dahin geht, die Goldwährung *coûte qu'il coûte* bis Ende 1925 wiederherzustellen, dann sind die Aussichten nicht so behaglich. Es mag sehr wohl sein, daß ein Zinssatz von $3\frac{1}{2}$ % in New York nicht viel dazu beitragen wird, den beginnenden Aufschwung aufzuhalten und daß die jüngste Erhöhung nicht als erster Schritt der Federal-Reserve-Behörden angesehen werden sollte, die Lage fest in die Hand zu nehmen. Es kann aber auch das Gegenteil der Fall sein. Ist dies der Fall, würde die frühzeitige Aufhebung des Goldausfuhrverbots ein schweres Opfer in Gestalt vermehrter oder fortdauernder Arbeitslosigkeit bedeuten. Die Aufrechterhaltung oder Erhöhung des Diskontsatzes bei fallenden Preisen würde in der gegenwärtigen Verfassung von Großbritanniens Handel und Industrie höchst unverständlich sein.

Einige Leute halten es für unlogisch, sich dann gegen einen höheren Diskontsatz zu wenden, wenn die Preise zu fallen anfangen, und für eine Erhöhung einzutreten, wenn in einer späteren Konjunkturperiode die Preise zu steigen anfangen. Manchmal für teureres und manchmal für billigeres Geld einzutreten scheint ihnen dasselbe, als ob man einmal Protestant und einmal Katholik ist. Aber so denken, heißt den eigentlichen Kern der Sache übersehen. Was die Unternehmertätigkeit und den Beschäftigungsgrad beeinflusst, ist nicht die Höhe des Zinssatzes, sondern der geschätzte Real-Unter-

nehmergewinn während der Periode des Produktionsprozesses; und dieser setzt sich zusammen aus dem Diskont und der erwarteten Preisbewegung.

Die Quintessenz unseres industriellen Wohlergehens liegt, wie mir scheint, im Vertrauen; das will sagen, in der Möglichkeit für die Geschäftswelt, ihre Pläne frei von der Befürchtung zu machen, daß der von ihnen erwartete Gewinn durch eine fallende Preisbewegung herabgemindert wird. Viele Publizisten argumentieren, daß das vornehmlich zu vermeidende Risiko

in der Gefahr von Schwankungen der amerikanischen Wechselkurse liegt. Mir scheint, daß sie die Dinge nicht im rechten Maßstab sehen. Nur ein Teil unserer gesamten Erzeugung wird unmittelbar durch den Dollarkurs beeinflusst, und für diesen Teil besteht nicht die geringste Schwierigkeit, sich sehr billig gegen das Risiko durch Terminabschlüsse zu versichern. Andererseits werden fast alle Produzenten von dem Sterlingpreisanstand betroffen und es gibt keinerlei Mittel, sich gegen seine Bewegungen zu versichern.

Der Absatzkampf der Weinbauerländer

Infolge der zunehmenden Ausbreitung des Alkoholverbotsgedankens nach dem Kriege sahen sich die Weinexportierenden Länder wachsenden Absatzschwierigkeiten gegenüber. Die Bestrebungen der am Weinhandel interessierten Kreise richteten sich daher einmal darauf, eine weitere Ausbreitung des Prohibitionsgedankens zu verhindern und die in einigen Ländern durchgeführten Alkoholverbote wieder rückgängig zu machen, und ferner darauf, sich mit allen Mitteln Absatzgebiete für ihre Weine zu erhalten und zu gewinnen. Während dieser zweite Gesichtspunkt einen verschärften Konkurrenzkampf der Weinländer untereinander bedingte, konnte die Durchführung der ersten Aufgabe am besten auf dem Wege eines internationalen Zusammenschlusses der beteiligten Länder erfolgen; es wurde daher die internationale Liga der Alkoholinteressenten gebildet, die im Lauf der letzten Jahre zahlreiche Kongresse in verschiedenen Ländern abgehalten hat. An diesen Kongressen, deren Verhandlungen streng geheim gehalten wurden, beteiligten sich außer den privaten Interessenten zahlreicher Länder auch mehrfach die diplomatischen Vertreter der Weinbauerländer Frankreich, Spanien und Portugal. Unterstützt von den reichen Geldmitteln der Interessenten führte diese internationale antiprohibitionsistische Bewegung den Kampf mit allen Mitteln der Propaganda und des politischen und wirtschaftlichen Druckes und hat unzweifelhaft bereits erhebliche Erfolge aufzuweisen; so wurde offenbar auf Veranlassung der Liga durch das rigorose Vorgehen Spaniens gegen Island im Jahre 1922 die Aufhebung oder doch wesentliche Abschwächung des seit 1917 in Island bestehenden Alkoholverbots und die Errichtung eines staatlichen Weinmonopols erzwungen; in Norwegen wurde die Durchführung des dort durch Volksabstimmung schon 1919 beschlossenen Alkoholverbotes durch den Widerstand der interessierten Mächte lange Zeit verhindert, und ebenso ist es den Prohibitionsgegnern bisher noch gelungen, die Durchführung der von amerikanischer Seite propagierten Antialkoholgesetzgebung in Ägypten zu verhindern; die während der Wintersaison von den dortigen Hotels und Restaurants bezogenen Flaschenweine stammen zum größten Teil aus Frankreich, das die Einführung einer Prohibition als „unfreundlichen Akt“ betrachten würde. Ein Kongreß, den die Liga im Jahre 1921 in Lausanne abhielt, beschloß sogar dem Gedanken eines handelspolitischen Boykotts derjenigen Länder näherzutreten, die das Alkoholverbot durchgeführt haben; ein derartiges einheitliches Vorgehen wird

jedoch aus Gründen der Konkurrenz der Weinländer untereinander stets auf große Schwierigkeiten stoßen.

Von weit größerer Bedeutung auf handelspolitischem Gebiete ist der nationale Absatzkampf der einzelnen Weinländer. Hier ging Frankreich durch die Bildung einer Exportkommission für französische Weine im Jahre 1922 mit wirksamen Mitteln zur „Verteidigung des Weins“ voran; der Verlust des russischen Absatzgebietes mußte wettgemacht werden, und noch im gleichen Jahre wurde Deutschland zur Einräumung eines Sonderkontingents für französischen Wein zum direkten Bezug aus Frankreich gezwungen. Neue Absatzschwierigkeiten traten im Gefolge des Ruhreintritts ein: die Geschäftsstelle der deutschen Weinhandelsverbände ordnete am 13. Februar 1923 den Boykott aller französischen Weine mit Einschluß der elsass-lothringischen an und empfahl ihren Ersatz durch spanische und italienische Weine.

Besonders schwere Kämpfe brachte die Auseinandersetzung mit den nördlichen Ländern, die durchweg gesetzgeberische Maßnahmen gegen den Alkohol ergriffen haben. Schon im Jahre 1909 konnte Frankreich nur durch die Weigerung, eine norwegische Staatsanleihe zur Notierung an der Pariser Börse zuzulassen, die in Norwegen geplanten Weineinfuhrbeschränkungen verhindern, und im Jahre 1921 gelang es nur nach langwierigen Verhandlungen, die Grenze des nach dem norwegischen Teilverbot noch zugelassenen Alkoholgehalts leichter Weine von 12 auf 14 vol. % heraufzudrücken. Gleichzeitig wurde die norwegische Regierung gezwungen, sich zur Übernahme eines jährlichen Einfuhrkontingents von 400 000 l schwerer Weine und Spirituosen zu verpflichten; diese zwangsweise Unterbringung seiner Weine war auch für Frankreich schon deshalb wenig erfreulich, weil nach der damaligen norwegischen Prohibitionsgesetzgebung an eine Freigabe der Weine zum Verkauf und Genuß nicht zu denken war, vielmehr der einzige Ausweg für die norwegische Regierung, da die Wiederausfuhr und die Verwässerung der Weine vertraglich verboten war, nur in der Vernichtung des größten Teils dieses Kontingents hätte bestehen können, was schwerlich im Interesse der französischen Weinfirmer gelegen hätte.

Die Verständigung mit Finnland, das im Sommer 1919 endgültig die Prohibition durchgeführt hatte, war ebenfalls außerordentlich schwierig. Nach einem Zollkrieg, der französischerseits mit der Einführung eines Zuschlagszolls von 400 % für finnische Waren be-