

Die Arithmetik des Pfundkurses

Von John Maynard Keynes (Cambridge)

Es wird oft übersehen, welche rechnerische Wirkung auf die intervalutarischen Kurse ein höherer Stand des Londoner Diskontsatzes gegenüber New York ausübt. Die folgenden Darlegungen sollen versuchen, dies zu zeigen.

In New York werden 90-Tage-Bankakzepte mit $3\frac{1}{4}$ — $3\frac{3}{8}$ % diskontiert. In London betragen die Sätze für entsprechende Wechsel $4\frac{3}{8}$ — $4\frac{7}{16}$ %; und es heißt, daß amerikanische Banken noch etwas höhere Sätze, ungefähr $4\frac{1}{2}$ — $4\frac{5}{8}$ %, für Pfunddepositen erhalten können. Solange man in New York Geld von Geldgebern erhalten kann, denen es gleichgültig ist, wo sie es anlegen, und die nur auf den unter Berücksichtigung aller Kursschwankungen möglichen Gewinn sehen, solange muß diese Zinsdifferenz ungefähr in dem Aufgeld für Termindollar gegenüber Kassadollar sich widerspiegeln, d. h. Terminkurse für Dollar gegen Pfunde müssen ungefähr 1 % p. a. höher sein als Kassakurse. Dies trifft in der Tat zu, da Dollar auf drei Monate Termin 1 ct je Pfund (d. h. $\frac{5}{16}$ % p. a.) teurer sind als Kassadollar.

Dieser Unterschied zwischen Kassa- und Terminwechselkursen, der dem Unterschied der Zinssätze entspricht, ist jetzt allgemein bekannt. Aber es ist in der Finanzpresse noch nicht bemerkt worden, daß — solange Vertrauen in die Goldeinlösbarkeit des Geldes besteht — die Terminkurse nie unter den Goldausfuhrpunkt sinken können, und daß infolgedessen der Kassakurs den Goldexportpunkt um den Betrag des Aufgeldes für Termindollar übertreffen muß.

In dem obigen Beispiel sind Dollar auf drei Monate Termin hauptsächlich deswegen gewählt, weil dieser Termin häufig ist und den Vergleich erleichtert. Es geht hieraus hervor, daß der Kassakurs wenigstens 1 ct je £ über dem Goldausfuhrpunkt liegen muß. Aber das gleiche Argument kann man auch für Sechsmontats-Transaktionen anführen. Sechsmontats-Bankakzepte werden in London mit $4\frac{5}{8}$ — $4\frac{11}{16}$ % diskontiert, und Sechsmontats-Dollarakzepte werden in New York mit $3\frac{1}{2}$ — $3\frac{3}{8}$ % diskontiert. Es müssen demnach Dollar auf sechs Monate Termin 2 ct je £ teurer sein als Kassadollar; andererseits müssen — genau wie vorher — die Pfunddevisen auf sechs Monate Termin mindestens den Goldausfuhrpunkt erreichen. Es muß daher — soweit Geschäfte auf sechs Monate überhaupt zweckmäßig sind — der Kassakurs für Pfunde ausgedrückt in Dollar mindestens 2 ct je £ über dem Goldausfuhrpunkt liegen.

Insoweit dieselbe Verschiedenheit der Zinssätze bei Papieren mit längerer Laufzeit auftritt, würde eine Fortsetzung des gleichen Arguments beweisen, daß der Kassakurs für Pfunde mindestens die Höhe des Goldeinfuhrpunktes erreichen muß — vorausgesetzt, daß passende Papiere zur Verfügung stehen. Je später der Termin, desto größer ist das Hemmnis, das durch Einkommensteuer, Provisionen usw. geschaffen wird. Überdies verringert sich der wirkliche Unterschied in der Höhe der Zinssätze zweier Geldzentren, wenn es sich um etwas langfristige Papiere handelt; in der Tat sind gewisse Arten von Obligationen — z. B. auswärtige

Staatsanleihen — in New York billiger als in London. Selbst dann ist aber ein effektiver Zinsunterschied von 1 % p. a. für Termine bis zu sechs Monaten so groß, daß man unter einigermaßen normalen Umständen erwarten möchte, daß der Wechselkurs den Goldausfuhrpunkt um mehr als $1\frac{1}{2}$ ct je £ — auf welcher Höhe er augenblicklich ungefähr steht — überstiege und sich wahrscheinlich dem Goldeinfuhrpunkt nähern würde. Ich habe die Vorkriegsangaben nicht im einzelnen geprüft, aber ich kann mich keiner den gegenwärtigen Verhältnissen ähnlichen Gelegenheit entsinnen, bei der der englische Diskontsatz so viel wie heute über dem amerikanischen stehen konnte, ohne dadurch Gold ins Land zu ziehen.

Was einer Erklärung bedarf, ist nicht, warum der Kurs so hoch — nämlich auf 4,86 — sondern warum er so niedrig steht. Dank den Operationen am Terminmarkt ist ein Valutakurs, der als günstig betrachtet werden kann, nicht als etwas Absolutes zu beurteilen, sondern im Hinblick auf die wirkliche Differenz der Diskontsätze.

Wenn die Diskontsätze in London und New York ungefähr auf der gleichen Höhe ständen, so würde ein Wechselkurs von 4,86 vermutlich eine befriedigende Lage bedeuten. Daß er aber unter den gegenwärtigen Umständen nicht höher ist, zeigt, daß man in New York entweder kein Vertrauen zu Pfundwechseln hat, oder daß man bereits so viel Geld in diesen Wechseln anlegt, daß, ohne daß ein Mißtrauen in das Pfund besteht, die New Yorker Banken kein weiteres Interesse daran haben, noch mehr Eier als schon bisher in diesen einzelnen Korb zu legen.

Diese letzte Erklärung ist die wahrscheinlichste. Wenn man den gegenwärtigen Stand der Kurse in Verbindung mit dem Unterschied der Zinssätze betrachtet, so liegt die Annahme nahe, daß die Grundposten der englischen Zahlungsbilanz so ungünstig sind, daß das ganze Mehr an Wechseln, das Amerika entsprechend dem Zinssatz aufzunehmen bereit wäre, zur Ausgleichung der Bilanz erforderlich ist. Die verhältnismäßige Stabilität von rund 4,86, die seit einiger Zeit aufrecht erhalten wird, kann man damit erklären, daß jede Kursenkung unter 4,86 für die amerikanischen Banken einen sehr starken Anreiz zur Überführung von Kapitalien nach London bedeutet, während jede Bewegung $\frac{1}{2}$ ct über 4,86 diesen Anreiz erheblich vermindert.

Wenn Englands internationale Zahlungsbilanz — abgesehen von der Kreditaufnahme in Amerika — ausgeglichen wäre, so müßte man erwarten, daß eine Spanne von 1 % in den Diskontsätzen Gold von New York hereinziehen würde. Ist Geld in London im Verhältnis zu New York teuer, so muß der Pfundkurs über dem Goldausfuhrpunkt liegen, bis wir entweder unseren Kredit verloren oder unsere Kreditquellen erschöpft haben. Die gewaltige Wirksamkeit dieser Politik bei der Stützung unseres Kurses beruht in erster Linie darauf, daß sie uns in New York Kredit aufzunehmen veranlaßt, genau als zögen wir auf eine Anleihe bei den Herren Morgan.