

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 SCHRIFTFLEITUNG: HAMBURG 36, POSTSTR. 19 / FERNRUF: ELBE 5052 UND HANSA 1445—1447 / 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, steifen allein unter der Verantwortung der Verfasser / Sie stellen keine Meinungsäußerungen der Herausgeber dar

DIE FORTSCHRITTE DES DAWES-SYSTEMS

Von John Maynard Keynes (Cambridge)

Kürzlich ist eine wichtige Abänderung im Plan für die deutschen Zahlungen vorgenommen worden. Nach dem ursprünglichen Projekt hatte Deutschland zu zahlen:

1924/25.... 1 000 000 000 RM	1926/27.... 1 200 000 000 RM
1925/26.... 1 220 000 000 „	1927/28.... 1 750 000 000 „
von 1928/29 an 2 500 000 000 „ (gegebenenfalls gesteigert) je (nach dem Wohlstandsindex)	

Die Zahlungen 1926/27 und 1927/28 jedoch sollten einer Berichtigung unterworfen werden, die nach oben und unten 250 Mill. RM im Jahr nicht überschreiten darf und von dem Ergebnis der kontrollierten Einnahmen abhängig gemacht wird.

Der bisherige Ertrag dieser Einnahmen macht es wahrscheinlich, daß Deutschland für die zusätzlichen Summen in Anspruch genommen wird, wodurch sich Deutschlands Zahlungen 1926/27 auf 1 450 000 000 RM und 1927/28 auf 2 Milliarden RM erhöhen würden. Man ist indessen jetzt übereingekommen, daß Deutschland statt dieser beiden eventuell hinzukommenden Zahlungen, die sich insgesamt auf 500 Mill. RM belaufen würden, einen festgesetzten Ergänzungsbetrag von 300 Mill. RM im Jahre 1926/27 zahlen soll, so daß die Zahlungen für die nächsten zwei Jahre ausmachen: 1926/27 1 500 000 000 RM und 1927/28 1 750 000 000 RM.

Hierdurch wird Deutschland wahrscheinlich um 200 Mill. RM besser wegkommen; die Steigerung der Jahreszahlungen wird gleichmäßig abgestuft; die Arbeit, den Haushalt im Gleichgewicht zu halten, wird weniger fragwürdig; und die Alliierten bekommen ein wenig Geld ein wenig früher. Die neue Vereinbarung stellt zweifellos eine Verbesserung dar, und der Umstand, daß sie so ruhig durchgehen konnte, spricht für jeden der Beteiligten.

Es ist leicht zu sehen, daß durch diese Veränderung Deutschlands Verpflichtungen sich in diesem Jahre auf 1 500 000 000 RM, verglichen mit 1 220 000 000 RM im letzten Jahre, erhöhen. Es ist darum wichtig zu prüfen, in welcher Form Deutschland bisher gezahlt hat, und bis zu welchem Grade die Fähigkeit zu zahlen mehr auf fremde Anleihen als auf einen wirklichen Exportüberschuß gegründet war.¹⁾

Während des ersten Jahres wurden keine Barüberweisungen (d. h. durch Kauf fremder Valuten) vorgenommen, mit Ausnahme des Dawes-Anleihendienstes, da fast der gesamte Betrag der Annuität (1 Milliarde RM) durch Sachlieferungen, Ausgaben für die interalliierten Truppen und Kommissionen innerhalb Deutschlands, sowie die Einkünfte aus den englischen und französischen Reparationsabgaben gedeckt wurde. Während des zweiten gerade abgelaufenen Jahres sind aus einer Annuität von 1 220 000 000 RM nur etwa 60 Mill. RM bar überwiesen worden (abgesehen von dem Anleihendienst). Um 1 500 000 000 RM im dritten Jahre (1. September 1926 bis 31. August 1927) zu erübrigen, könnten die Sachlieferungen etwas vermehrt werden, aber das Transferkomitee wird sich wahrscheinlich zum ersten Male der Notwendigkeit gegenübersehen, wesentliche Beträge in fremder Valuta von der Reichsbank kaufen zu müssen.

Bis jetzt haben die Einnahmen des deutschen Haushalts die Schätzungen der Dawes-Gutachter voll erreicht, ja selbst überschritten, und der Plan als Ganzes hat so reibungslos funktioniert, wie man nur hätte erwarten können. Die Schwierigkeiten der Übergangsperiode sind überwunden worden. Wie wird es nun mit den Normaljahren, die jetzt schon in Sicht sind? Im Jahre 1928/29 wird Deutschland das Doppelte von dem zu zahlen haben, was es in dem gerade beendeten Jahr gezahlt hat. Wie sind die Aussichten hierfür? Müssen wir uns bereits auf eine neue Reparationskrise nicht später als 1928/29 einstellen?

Wahrscheinlich müßten wir es. Aber die Antwort hängt in starkem Maße von der Beantwortung der weiteren Frage ab, inwieweit Deutschland aus seinen eigenen Einnahmequellen bezahlt hat, und inwieweit nur durch Rücküberweisung von Anleiherlösen an die Alliierten.

Die deutschen Emissionen auf dem internationalen Anleihemarkt zwischen dem 1. September 1924 und dem 30. Juni 1926 sind im „Wirtschaftsdienst“²⁾ folgendermaßen zusammengestellt worden (in runden Beträgen):

¹⁾ Vgl. auch „W.-D.“ 1926, Heft 27, vom 9. Juli 1926, S. 909.

²⁾ Vgl. „Wirtschaftsdienst“, Heft 32 vom 13. 8. 26, S. 1102.

	Ver. Staat.	England	Übrige	S u m m e	
	£	£	£	£	RM
Dawes-Anleihe ...	—	—	—	42 000 000	840 000 000
Andere Anleihen					
1924 Sept./Dez. ...	6 000 000	1 750 000	—	7 750 000	154 000 000
1925 Jan./Dez. ...	62 000 000	9 000 000	2 500 000	73 500 000	1 470 000 000
1926 Jan./Juni ...	42 000 000	6 000 000	4 250 000	52 250 000	1 045 000 000
Zusammen ...	110 000 000	16 750 000	6 750 000	175 500 000	3 509 000 000

Während derselben Zeit hat das Transferkomitee insgesamt auf diesem oder jenem Wege ungefähr 140 Mill. RM transferiert, sagen wir rund 2000 Mill. RM. Wie gezeigt, hat also Deutschland nicht nur den gesamten Betrag seiner Reparationszahlungen geliehen, sondern überdies beinahe noch einmal so viel.

Bevor wir indessen diesen Schluß ziehen können, müssen einige wichtige Berichtigungen vorgenommen werden. Oben gaben wir den gesamten Nominalbetrag der Anleihen, der einem Abzug unterliegen muß, infolge der Emissionsspesen und der Unter-Pari-Ausgabe. Um dies zu berücksichtigen, müssen wir wahrscheinlich ungefähr 10 % abziehen, was die Nettoeinnahme auf 3158 Mill. RM herunterdrückt. Ferner hat während desselben Zeitabschnittes Deutschland aus seinen Anleiheerlösen einen wesentlichen Betrag ausländischer Verschuldung, die es in früherer Zeit eingegangen ist, zurückgezahlt. Auf der anderen Seite schließen die obengenannten Zahlen nicht die Operationen fremder Anleihesyndikate und fremder Einzelpersonen ein, die ziemlich hohe Aktienbeträge auf dem inneren deutschen Markt gekauft haben. Schließlich sind Deutschlands private Guthaben, die während der Inflationszeit ins Ausland geschickt waren, wahrscheinlich per saldo in die Heimat zurückgekehrt, wenigstens eher als umgekehrt.

Wenn ich eins zum andern nehme, die Zahlen des sichtbaren Handels, den Dienst auf die schon vorher bestehende ausländische Verschuldung, das Anwachsen des Goldbestandes und des Valutenbestandes der Reichsbank usw., so wäre ich geneigt, anzunehmen, daß Deutschlands ausländische Anleihen im Nettobetrag während der Dawes-Periode bis zum Ende Juni 1926 recht nahe an die Dawes-Zahlungen bei einer Zahl um 2 000 000 000 RM herum herankommen. In diesem Falle ist faktisch der gesamte Betrag der Reparationszahlungen bisher von ausländischen Geldgebern, und hauptsächlich von den Vereinigten Staaten beschafft worden.

Der Generalagent für Reparationszahlungen scheint indessen in seinem kürzlich veröffentlichten Bericht anderer Ansicht zu sein; und seine Autorität in dieser Hinsicht darf nicht leichtfertig übersehen werden. Er schreibt folgendermaßen:

„In der ersten Zeit lieferten die ausländischen Kredite Kapitalien, mit denen ein großer Teil der Einfuhrüberschüsse des deutschen Außenhandels bezahlt wurde, und durch die die Reichsbank mit weiteren Reserven an Gold und Devisen versehen wurde. Letzthin, hauptsächlich während des Dezembers 1925 und der ersten vier Monate des Jahres 1926, fielen die ausländischen Anleihen, die allerdings geringeren Umfang hatten, mit einem Überschuß der Ausfuhr gegenüber der Einfuhr zusammen. Diese Tatsache, die auch schon durch andere den Banken bekannte Momente unterstützt wurde, führte die

deutschen Behörden zu der Überzeugung, daß während der letzten Monate die Gesamtsumme der deutschen Außenschuld sich nicht wesentlich verändert hat, und daß die große Summe langfristiger Anleihen, die man während dieser Zeit im Ausland unterbrachte, in großem Umfang nur an die Stelle kurzfristiger Verpflichtungen trat, die bereits eingegangen waren, und nun zurückgezahlt sind. Es ist auf alle Fälle klar, daß in letzter Zeit gewisse deutsche Emissionen, die im Auslande untergebracht waren, die Tendenz aufweisen, in die Hände deutscher Kapitalisten zurückzukehren, ebenso, daß deutsche Banken selbst namhafte flüssige Gelder im Auslande angelegt haben. Es ist jedoch noch zu früh, sich darüber zu äußern, ob diese Lage andauern wird, und welchen Einfluß sie auf die künftige Entwicklung deutscher Auslandskredite haben wird.“

Das ist eine vorsichtige Feststellung und sie bezieht sich nur auf eine kurze Periode. Während dieses Zeitabschnittes hatte Deutschland unter einer schweren industriellen Krise zu leiden, während deren sein Import von wesentlichen Rohstoffen auf einen Umfang herunterging, der industriellen Ruin bedeuten würde, wenn er sich fortsetzte. Ferner ist die deutsche Ernte im vorigen Herbst ganz ausnahmsweise reichlich gewesen, und in jenem Jahresabschnitt tendiert die Zahlungsbilanz immer zugunsten von Westeuropa. Ich bin daher nicht geneigt, vorbehaltlich weiterer Beweismittel, meinen oben niedergelegten prima-facie-Schluß abzuändern.

Wenn dieses richtig ist, sind Reparationen und interalliierte Schulden hauptsächlich in Papier und nicht in Waren beglichen. Die Vereinigten Staaten leihen Geld an Deutschland, Deutschland transferiert dessen Gegenwert an die Alliierten, die Alliierten zahlen es an die Regierung der Vereinigten Staaten zurück. Nichts Wirkliches wird verschoben, niemand ist um einen Pfennig schlimmer dran. Die Stichel der Graveure, die Formen der Drucker arbeiten geschäftiger. Aber niemand ißt weniger, niemand arbeitet mehr. Ich habe das Bild in breiten Strichen gemalt, nicht die Einzelheiten. Denn die Wirkung jedes Steuersystems ist es, die Lasten von diesem auf jenen abzuwälzen.

Die Summen, die auf dem Papier stehen, vermehren sich natürlich um Zinseszins. Deutschland muß durchschnittlich etwa 7½ % netto für seine Auslandsanleihen zahlen. Demnach kommt der jährliche Zins auf die Schulden, die in den letzten zwei Jahren eingegangen sind, auf etwa 200 Mill. RM p. a. Wie lange kann das Spiel weitergehen? Die Antwort liegt beim amerikanischen Investor.

Neuerdings ist die Erörterung über die Streichung der interalliierten Schulden wieder aufgelebt. Je mehr darüber gesprochen wird, weise, töricht oder unpassend, von M. Clemenceau, amerikanischen Senatoren oder Journalisten, oder irgend jemand anderem, um so besser für eine endliche Verständigung. Aber der Augenblick, in dem die Streichung ein aktuelles Thema wird, eine unvermeidliche brennende Streitfrage praktischer Politik, wird dann gekommen sein, wenn der Kreislauf des Papiers behindert und das künstliche Gleichgewicht gestört wird. In absehbarer Zeit wird der amerikanische Investor das Stichwort zu geben — und die amerikanische Öffentlichkeit die Lösung zu finden haben.