

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, stehen allein unter der Verantwortung
der Verfasser / Sie stellen keine Meinungsäußerungen der Herausgeber dar*

DIE WÄHRUNGSPOLITIK GROSSBRITANNIENS

Von John Maynard Keynes (Cambridge)

Wir haben in England die angenehme Sitte, daß einmal im Jahre die Präsidenten unserer Banken das Gewand des Schweigens abwerfen und ihre Stimmen erheben, den Lenz zu begrüßen. Sie haben in diesem Jahr in etwas gemäßigten Tönen gesprochen. Aber nur Mr. McKenna, Präsident der Midland Bank, des größten Instituts der Welt, der frühere Schatzkanzler, hat viel zu sagen gehabt über die noch brennenden Fragen der Währungspolitik.

Mr. McKenna erinnerte uns an die überwältigende Prosperität der Vereinigten Staaten im Gegensatz zu unserer eigenen Depression während der vergangenen fünf Jahre. Er erklärte, daß „wir in den großen Unterschieden zwischen der englischen und der amerikanischen Währungspolitik zum mindesten eine teilweise Erklärung der Erscheinung finden.“ Er fand den Maßstab für diese Unterschiede der Politik in der Ausdehnung bzw. Verengung der Bankdepósitos in den beiden Ländern; es ergibt sich nämlich folgendes Bild, wenn man die Depósitos des Jahres 1922 = 100 setzt:

	Vereinigte Staaten	Großbritannien
1922. . . .	100	100
1923. . . .	107	94
1924. . . .	115	94
1925. . . .	127	93
1926. . . .	131	93

Er ging näher auf die grundlegende, doch zu wenig gewürdigte Tatsache ein, daß der Umfang der Depósitos in Großbritannien nur innerhalb sehr enger Grenzen von den Einlegern oder den „Big Five“ abhängt, sondern vollständig von der Politik der Bank von England. Und er schloß, daß es wahrscheinlich unmöglich ist, ein ins Gewicht fallendes Steigen der Produktion und des Beschäftigungsgrades in unserem Lande zu erwarten, bis die Bank von England ihre Politik umkehrt.

Wenn ich auch mit Mr. McKenna nicht in jeder Einzelheit seiner Beweisführung übereinstimme, so bin ich doch gewiß, daß die großen Linien seiner Diagnose richtig sind. Dennoch ist er bei dieser Gelegenheit der einen Hälfte des Problems ausgewichen. Wie weit und unter welchen Bedingungen ist die Umkehrung der Politik der Bank von England vereinbar mit der Aufrechterhaltung der Goldwährung? Kann die Bank von Eng-

land in ihren neu geschmiedeten goldenen Fesseln so frei handeln, wie es McKennas Politik erfordert? Wir können diese Frage nicht beantworten, ohne noch einmal das Feld als ein Ganzes zu überblicken nach einer fast zweijährigen Erfahrung mit der Goldwährung. Wie die Dinge liegen, mißt nicht die Abstraktion, die man das allgemeine Preisniveau nennt, sondern die Beziehung zwischen den verschiedenen Preisspiegeln den Wert des Geldes für verschiedene Zwecke. Der Wohlstand, soweit er von Währungsfaktoren beherrscht wird, hängt davon ab, daß diese verschiedenen Preisspiegel einander in geeigneter Weise angepaßt sind.

An der Arbeitslosigkeit und der Wirtschaftsdpression in Großbritannien ist schuld gewesen die Unterbrechung des vordem bestehenden Gleichgewichts zwischen dem Sterling-Preisniveau von Artikeln des internationalen Handels und dem inneren Wert des Sterling für die Zwecke, für die der Durchschnittsengländer sein Geldeinkommen ausgibt. Nun scheint Mr. McKenna anzunehmen, daß die Unausgeglichenheit, die, wie er zugeht, vor zwei Jahren bestand, seither verschwunden ist. „Heute“, sagt er uns, „haben solche Fragen nur historische Bedeutung.“ Aber die Tatsachen scheinen seine Ansicht nicht zu stützen. Weit davon entfernt, verschwunden zu sein, ist die Spanne zwischen den beiden Preisspiegeln gegenwärtig größer als sie vor zwei Jahren war.

Es gibt vier Preisspiegel, deren Verhalten zueinander die großen Linien der Geschichte zeichnen. Der allgemeine Großhandelsindex des U. S. Bureau of Labour zeigt lediglich den Wert des Goldes im Weltmarkt an. Der Generalindex des Britischen Board of Trade zeigt nahezu den gleichen Tatbestand an. Diese beiden Indexzahlen haben sich so gleichmäßig bewegt, daß sie, in Gold ausgedrückt, abgesehen von gelegentlichen Abweichungen, für die letzten 30 Monate den gleichen Durchschnitt zeigen, nämlich 154, und auch beide diesen Abschnitt mit der gleichen Ziffer beginnen und abschließen, nämlich mit etwa 149. Also können wir diese beiden Reihen als gleichwertige Anzeiger des „unsheltered value“ (Außenwertes) des Sterling ansehen. Wir kommen sodann zu dem britischen Lebenskostenindex und dem britischen

Lohnindex. Diese, in Verbindung mit Dingen wie Mieten, Zinssätzen, Kosten der Sozialversicherung, Eisenbahnlasten und den verschiedenen Posten auf jeder Seite des Staatsbudgets, die praktisch in Geld ausgedrückt sind, sind Anzeiger des „sheltered value“ (Binnenwertes) des Sterling. Die Schwierigkeiten der britischen Exportindustrien, soweit sie der Währungspolitik zuzurechnen sind, werden gemessen an dem Verhältnis des „geschützten“ Wertes zum „ungeschützten“.

Die folgende Tabelle gibt diese vier Indizes in Gold ausgedrückt; das heißt diejenigen, die der Rückkehr zum Golde vorangehen, sind durch Umrechnung auf den Goldwert des Sterling korrigiert worden. Die fünfte Spalte gibt das Verhältnis des „geschützten“ Wertes des Sterling zum „ungeschützten“, und zwar ist der Durchschnitt der ersten beiden Spalten als Repräsentant des ersten und der Durchschnitt der beiden nächsten als Repräsentant des zweiten gewählt worden.

In Gold; Vorkrieg = 100	Ver. Staaten	Großbritannien			Verh. d. geschützten Preisniv. z. ungesch.
	Großhandelsindex d. Bureau of Labour	Großhandelsindex des Board of Trade	Lebenskosten	Löhne	
1924 3. Vj.	149	150	157	163	107
4. Vj.	154	160	169	168	107
1925 1. Vj.	161	165	173	177	107
2. Vj.	156	159	173	181	112
3. Vj.	160	156	174	180	112
4. Vj.	157	153	176	180	115
1926 1. Vj.	154	147	171	180	117
2. Vj.	152	145	168	180	117
3. Vj.	150	150	172	180	117
4. Vj.	148	150	178	180	120

Also ist die Spanne, wie sie aus der letzten Spalte zu ersehen ist, weit davon entfernt, sich selbst zu heilen, langsam, aber stetig größer geworden. Also ist die Lage sicherlich nicht besser als sie vor 18 Monaten war. Eine allgemeine Senkung der Löhne hat sich — wie ich vorausgesagt habe — als unausführbar erwiesen und wir setzen noch immer — wie damals — unsere letzte Hoffnung in das Steigen der Goldpreise im Ausland.

Wie haben wir demnach in der Zwischenzeit gelebt? Wir haben ohne Zweifel die Differenz in unserer Bilanz ausgeglichen zum Teil durch Rückgriff auf die große Sicherheitsmarge, die wir zu besitzen pflegten und zum Teil, während des Bergarbeiterstreiks, durch Vermehrung unserer kurzfristigen Verschuldung an das Ausland. Ich will versuchen, eine grobe Schätzung (alle Ziffern ausgedrückt im gegenwärtigen Wert des Geldes) dessen zu geben, was sich ereignet haben mag. Meine Ziffern sind Illustrationen dessen, was vernünftigerweise wahrscheinlich ist, nicht wissenschaftliche Schätzungen statistischer Fakten.

Der Krieg und das Sinken des Wertes fester Geldzahlungen mag unseren jährlichen Überschuß im internationalen Verkehr von einem Gegenwert von 300 Mill. £ auf ungefähr 225 Mill. £ vermindert haben; das heißt so groß würde unser Überschuß heute sein, wenn unsere Exportindustrien so günstig daständen wie 1913. Wir haben gesehen, daß das „geschützte“ Preisniveau, ausgedrückt in Prozenten des „ungeschützten“, um 20 % gestiegen ist. Wir wollen annehmen, daß sich der durchschnittliche Export zusammensetzt aus 75 % heimischer Leistung und 25 % eingeführten Rohstoffen; in diesem Falle wird der Preis des durchschnittlichen Exports, ausgedrückt in Prozenten des durchschnittlichen Imports, um 15 % gestiegen sein, das heißt wir verlangen vom Ausländer, daß er wertmäßig 15 % mehr für unsere

Waren zahlt, als vordem. Angesichts dieser zusätzlichen Lasten zerfallen unsere Exportarten in drei Klassen: 1. Für einen Teil unserer Exporte kann der Ausländer, da er außerstande ist, sich anderswo besser einzudecken, nicht vermeiden, unsere erhöhten Preise zu bezahlen; 2. im Falle anderer Exporte, wo er uns unseren Preis nicht zahlen will, halten wir einen Teil unseres früheren Handelsvolumens dadurch aufrecht, daß wir unseren Preis um weniger als 15 % erhöhen und normale Gewinne opfern, wie beispielshalber in der Kohlen-, Baumwoll- und Eisen- und Stahlindustrie — ein Vorgang, der nicht für immer andauern kann; 3. endlich in einigen anderen Fällen haben wir unseren Absatz verloren. Wir wollen annehmen, daß, als Endergebnis, wir wertmäßig 200 Mill. £ an Bruttoexporten verloren haben, nämlich etwa ein Viertel des ganzen, oder (sagen wir) 150 Mill. £ an Nettoexporten, das heißt nach Abzug des Teils unserer verlorenen Exporte, die aus eingeführten Rohstoffen bestanden haben würden, und daß wir infolgedessen einer Million Menschen die Beschäftigung genommen haben, die sie sonst, direkt oder indirekt, bei der Erzeugung dieser Exporte gehabt haben würde.

Wie steht demnach unsere Zahlungsbilanz jetzt? Wir haben noch immer einen Überschuß von 75 Mill. £ im Jahr. Vorausgesetzt, daß wir im Ausland nicht mehr investieren als diese Summe, so sind wir im Gleichgewicht. Wir können auf die Dauer so fortfahren mit unserem höheren Preisniveau für Inlandspreise, mit dem Verlust eines Viertels unseres Außenhandels, mit einer Million Unbeschäftigter, aber auch mit einem gewissen Überschuß, der der Londoner City noch immer für Anlagen im Ausland zur Verfügung steht, und als Krönung des Ganzen, mit einer gänzlich unbedrohten Goldwährung. Die Goldwährung mag den nationalen Reichtum, verglichen mit einer anderen Währungspolitik um jährlich 150 Mill. £ verringert haben. Das tut nichts! „Unsere wirtschaftlichen Kraftreserven sind,“ wie Mr. Leaf es ausdrückt, „weit größer als einer von uns annahm.“ „Wir sind zäher als wir dachten“, um in den Worten des Schatzkanzlers zu reden. Kurz, wir können es uns leisten!

Nur eine Gefahr droht der Stabilität dieses Standes der Dinge. Die Exporteure, die ihren Absatz nur dadurch erhalten, daß sie auf ihre üblichen Gewinne verzichten, können nicht ohne Ende fortfahren Geld zu verlieren. Sie sind deshalb gezwungen, das Lohnniveau anzugreifen oder das Geschäft aufzugeben, das keinen Gewinn abwerfen kann. Was den Angriff auf das Lohnniveau angeht, so können wir sowohl mit den Arbeitgebern, die ihn unternehmen, als auch mit ihren Leuten, die ihm entgegentreten, sympathisieren; denn keiner von ihnen ist zu tadeln. Da jedoch die Kosten eines Fabrikanten oft stark beeinflußt werden durch Löhne in anderen Industriezweigen, werden isolierte Angriffe auf die Löhne in Exportindustrien wahrscheinlich das Übel nicht heilen, sogar wenn sie zum Teil erfolgreich sind. Der Bergarbeiterstreik war eine Episode in dieser Geschichte. Die gegenwärtigen Ereignisse in der Textilindustrie sind eine zweite. Andererseits: In dem Maße wie diejenigen, die gegenwärtig ohne Gewinn exportieren, den Kampf aufgeben, wird der Verlust des Landes etwas größer werden, als die obige Berechnung annimmt.

Die besonderen Verluste aus der Zeit des Berg-

arbeiterstreiks sind oben nicht berücksichtigt worden. Sie scheinen rund 100 Mill. £ betragen zu haben und sind anscheinend beglichen worden durch unsere zunehmende kurzfristige Verschuldung, und zwar zum Teil mit Hilfe der üblichen Zeitspanne bei der Begleichung ungünstiger Bilanzen und zum Teil durch den verhältnismäßig anziehenden Diskontsatz, der ausländische Guthaben nach London zog.

Wenn wir die Zukunft unserer staatlichen Wirtschaftspolitik bestimmen wollen, haben wir drei Möglichkeiten vor uns:

1. Wir können danach streben, das Vorkriegsgleichgewicht zwischen Ausfuhr und ausländischer Kapitalanlage wiederherzustellen, koste es was es wolle. Die Rückkehr zum Golde hat das unmöglich gemacht ohne einen allseitigen Angriff auf die Löhne, wie ihn der Premierminister abgelehnt hat, oder ein beträchtliches Steigen der auswärtigen Goldpreise, auf das wir verzichten warten.

2. Wir können ad infinitum in diesem Zustand des Pseudogleichgewichts verharren, den wir oben beschrieben haben, mit darniederliegendem Gewerbe und einer Million Arbeitsloser. Dies Pseudogleichgewicht war das Ergebnis, wenn auch wahrscheinlich nicht die Absicht der Politik der Bank von England bis auf den heutigen Tag. Die Aufmerksamkeit von Mr. Montagu Norman scheint auf zwei Aufgaben konzentriert gewesen zu sein. In erster Linie scheint er entschlossen gewesen zu sein, den Schein zu wahren, so geräuschlos wie möglich und ohne irgend etwas zu sagen ausländische Guthaben nach London zu ziehen und zum Ankauf von Pfundwechseln zu bewegen, es den andern freistellend zu vermuten, daß die befriedigende Höhe der Zentralbankreserve genügenden Aufschluß gibt. In zweiter Linie ist er in Europa herumgereist, geschäftig den andern Füchsen die Schwänze stufend. Wahrscheinlich ist unsere Stellung im Verhältnis zum Ausland dadurch etwas verbessert worden, aber dieser Gewinn ist überkompensiert worden dadurch, daß

die Ansammlung von Goldreserven und die Atmosphäre der Deflation preisdrückend auf die internationalen Preise gewirkt haben. Nichtsdestoweniger sehe ich keinen überzeugenden Grund, warum er nicht imstande sein sollte, noch einige Zeit lang dies Pseudogleichgewicht fortzusetzen.

3. Der dritte Weg besteht darin, den Verlust unserer Exportindustrien und den entsprechenden Verlust an ausländischen Investitionen hinzunehmen und die Arbeiter, die früher in den ersteren beschäftigt waren und die Ersparnisse, die von den letzteren aufgesogen wurden, an die Aufgabe zu setzen, die Leistungsfähigkeit unserer Produktion und die heimische Lebenshaltung zu verbessern. Wenn die Rückkehr zum Golde schließlich den Erfolg hat, dies zuwege zu bringen, so kann sie eine unerwartete Wohltat gewesen sein. Denn dieser Weg hat mannigfache Vorteile, mit deren Aufzählung ich mich am Schluß eines langen Artikels nicht aufhalten will. Ich glaube, daß eine weitere Verbesserung der Lebenshaltung der Massen davon abhängt, daß wir ihn einschlagen.

Dies führt uns zurück zu Mr. McKenna. Ich nehme an, daß er sich deshalb für die Ausdehnung des Kredits einsetzt, damit die Unbeschäftigten von einem allgemeinen crescendo der Binnenindustrien aufgesogen werden und damit auch den Exportindustrien ein wenig durch die größere Wirtschaftlichkeit einer vollbeschäftigten Produktion geholfen wird. Kurz, er zieht den dritten Weg vor.

Trotzdem, innerhalb der Schranken der Goldwährung, ist dies eine sehr schwierige Politik und — in Hinblick auf die 100 Mill. £, die wir noch auf Konto des Bergarbeiterstreiks schulden — möglicherweise eine gefährliche. Wenn Mr. McKenna mit freien Händen Gouverneur der Bank von England wäre, so halte ich es für wahrscheinlich, daß er die Zahl der Arbeitslosen erheblich reduzieren könnte bei Aufrechterhaltung der Goldparität. Aber können wir das von Mr. Norman erwarten, der sich in den Schranken seiner eigenen Mentalität bewegt?

AMERIKA UND EUROPÄISCHER ZINSFUß

Von Hartley Withers (London)

Wir alle sind entweder als Steuerzahler oder als Kapitalisten, als Gläubiger oder als Schuldner oder gar in allen vier Eigenschaften an der Frage der künftigen Zinsgestaltung interessiert. Wenn der Zinsfuß heruntergeht — wie allgemein erwartet wird, da er nach großen Kriegen immer zu sinken pflegte —, dann werden die Kurse der langfristigen Anlagepapiere steigen, dann werden die Finanzminister aller Länder günstige Gelegenheit zur Schuldenkonvertierung haben, sie werden die Bürde der Schuldenlast erleichtern und damit dem Steuerzahler Erleichterung verschaffen können — wenn nicht, was immer möglich ist, die so ersparten Gelder irgendwelchen andern Zwecken, die aus politischen Gründen stärkere Anziehungskraft ausüben, dienstbar gemacht werden. Uns als Kapitalisten wird das Steigen der Anlagepapiere dann zugute kommen, wenn wir solche des langfristigen oder „ewigen“ Typs besitzen und die Kapitalanlagen des gewöhnlichen Mannes sind gerade dieser Art, da er im allgemeinen nicht mit den Schwierigkeiten einer Neuanlage behelligt zu werden wünscht,

wie sie sich aus dem Besitze einer Sammlung dauernd fällig werdender kurzfristiger Obligationen ergibt.

Indessen ist dieser Vorteil mehr auf dem Papier als in der Wirklichkeit vorhanden, solange der Kapitalist ein „investor“ bleibt; wenn er nämlich seinen Gewinn realisiert und wieder anlegt, so wird er entweder finden, daß alle Anlagepapiere derselben Güte ebenso schnell gestiegen sind wie sein eigenes, oder aber er wird versucht sein, das Schicksal herauszufordern und ein Papier mehr spekulativen Charakters wählen. Der realere Vorteil ergibt sich aus der Tatsache, daß erfahrungsgemäß bei fallendem Zinsfuß und steigenden Kursen für Anlagepapiere die Warenpreise fast unterschiedslos sinken, mit dem erfreulichen Ergebnis, daß der Kapitalist sich im Besitze eines Geldeinkommens sieht, das zwar der Höhe nach unverändert, infolge der größeren Verfügungsmacht über Güter und Dienstleistungen aber beträchtlich an Realwert gestiegen ist.