

ENGLISCHE WÄHRUNG UND AUSLANDSANLEIHEN

Von John Maynard Keynes (Cambridge)

Zum zweiten Male, seit Großbritannien seine Goldwährung wiederhergestellt hat, ist die Periode der Herbstanspannung eingetreten, in der Europa saisongemäß ein Schuldner Amerikas wird. Sie findet Großbritannien mit erschöpften Hilfsquellen nach einem halbjährigen Kohlenstreik, aber dennoch munter beschäftigt mit dem Ausleihen von Beträgen fast im üblichen Umfang, um die Handelszentren seiner Geschäftsrivalen auszustatten, sei es Tokio, Hamburg oder wen immer. Zugleich nähren wir — da jeder Tag selbst den Kohlenstreik um einen Tag seinem Ende näherbringt — die Hoffnung, daß vielleicht doch eine Handelsbelebung schließlich des Weges käme. Es ist daher an der Zeit, sich umzusehen und die Aussichten zu messen.

Muß die britische Bevölkerung beschäftigt werden, wenn auch nicht völlig, so doch in angemessenem Ausmaße, so müssen wir auf ein Anwachsen der nationalen produktiven Tätigkeit um sagen wir 10 % hoffen. Hierfür werden wir ein zusätzliches Betriebskapital von vielleicht 100 000 £ in Anspruch nehmen, wovon ein Teil im Auslande zum Kauf von Rohmaterial verwandt werden wird, und wovon der größte Teil durch Vermittlung der Bankwelt aufgebracht werden muß. Diese Summe liegt nicht über unserer laufenden Ersparnismöglichkeit innerhalb einer Zeit von mehr als sechs Monaten, falls die Summe über die normalen Ansprüche der Heimat an den Kapitalmarkt hinaus verfügbar ist. Wenn aber die Banken die echten Mittel, die die Industrie brauchen wird, finden wollen, ohne zu Inflationmethoden zu greifen, so müssen die neuen Ersparnisse des Volkes in ihre Hände geleitet werden, im Austausch gegen andere Anlagen, wie zum Beispiel gegen Börsenwerte, die sich jetzt in den Händen der Banken befinden, gegen nicht vom Markt aufgenommene Neuemissionen soweit sie bis dahin von den Banken finanziert sind, gegen Überziehungen von Gesellschaften und ähnliches, das aus den Ergebnissen der Emissionen von öffentlichen Anleihen zurückgezahlt werden kann. So müssen die Hilfsquellen, um eine Handelsbelebung zu finanzieren, hauptsächlich durch Ablenkung der laufenden allgemeinen Ersparnisse in diese Kanäle gefunden werden, statt in neue Auslandsanleihen eines gerade beliebten Typs.

Die Fähigkeit der britischen Aktienbanken zur Finanzierung der Wiederbelebungs, wird auch durch die Politik der Bank von England bedingt sein. Es ist wesentlich, daß die letztere die Kreditbasis nicht einschränkt, und, wenn irgend mit Vernunft vereinbar, sie sogar langsam erweitert.

Großbritannien kann also die Wiederbelebungs seines Handels aufs Spiel setzen, wenn es seinen nicht übermäßig starken Strom neuer Ersparnisse in Auslandsanleihen fortleiten läßt, und, allgemein gesprochen, wenn es die Bilanz laufender internationaler Verschuldung eher gegen als für sich tendieren läßt, mit dem Ergebnis, daß die Bank von England nicht nur zu einer Verteuerung des Geldes, sondern auch zu einer Einschränkung des Kreditvolumens gedrängt wird. Wenn dies geschieht,

wird keine Wiederbelebungs des britischen Handels erfolgen. Es ist eine der fatalen Fallstricke, die in der Goldwährung liegen, daß eine der leichtesten Methoden zu seinem Schutz darin besteht, daß man den Handel plötzlich hemmt. Händler und Fabrikanten verwenden ihr Betriebskapital im Durchschnitt einige Monate, bevor sie sich aus dem Erlös von Warenverkäufen schadlos halten. Sie zu hindern, Geld auszugeben, ist daher ein zeitweilig wirksames Mittel zur Verminderung unserer internationalen Verschuldungs und zur Konservierung unseres Goldbestandes.

Die Erfahrung lehrt, daß eine Politik des Laissez-faire in diesen Dingen bedeutet, nichts zu unternehmen, bis das Unglück geschehen ist, und dann den sogenannten „natürlichen Kräften“, die hierdurch geweckt werden, Gelegenheit zu geben, allen unternehmungslustigen Leuten einen scharfen Hemmstoß zu versetzen. Betrachten wir also die Herbstaussichten für Großbritanniens internationalen Geldverkehr und für die £-Devisen im Hinblick auf die Frage, ob es richtig ist, den Dingen ihren Lauf zu lassen.

*

In den ersten neun Monaten des Jahres 1926 betrug der Einfuhrüberschuß über die gesamte Ausfuhr 43 Mill. £ mehr als in derselben Zeit des Jahres 1925, wobei fast die gesamte Verschlechterung (42 Mill. £) in die letzten zwei Monate des Zeitabschnitts, August und September, fiel. Da die veröffentlichten Handelsausweise die Geschäftstätigkeit etwas später widerspiegeln, so kann man sicher sein, daß die Verschlechterung während des letzten Vierteljahres 1926 sich fortsetzt, ob nun der Kohlenstreik beendet wird oder nicht, und daß sie wahrscheinlich bei Jahresende 75 Mill. £ erreichen oder überschreiten wird. Ferner betragen die neuen Auslands-emissionen während der ersten neun Monate des laufenden Jahres 31 Mill. £ mehr als im Jahre 1925, obwohl während des größeren Teiles dieses Jahres die Sperre für solche Anleihen noch in Kraft war. Zusammen gerechnet stehen wir so schon um einen Minusposten von 79 Mill. £ schlechter bei den zwei sichtbaren Posten Außenhandel und Neuanlage. Ein Vergleich mit 1924 ergibt etwa dasselbe Resultat.

Was ist nun die Wirkung dieser Veränderungen auf unsere Fähigkeit, Geld im Ausland anzulegen? Das Board of Trade hat eine Schätzung unserer unsichtbaren Aktivposten im Jahre 1924 und im Jahre 1925 zusammengestellt. Es ist meines Erachtens möglich, daß dies eine zu niedrige Schätzung darstellt. Um unangebrachten Pessimismus daher zu vermeiden, wollen wir die offizielle Schätzung unserer verschiedenen finanziellen und handelsmäßigen Profite um 60 Mill. £ erhöhen, was wahrscheinlich eine ausreichende oder sogar eine überreichliche Spanne ist. Unter dieser Voraussetzung, und wenn man die unsichtbaren Posten für das Jahr 1926 zu gleichem Satz annimmt wie für 1925, ergibt sich das britische internationale Bilanzbild für die letzten drei Jahre folgendermaßen (in Mill. £):

	1924	1925	1926	
			Jan./Sept.	Okt./Dez. 1)
Nettosaldo zu Englands Gunsten bei »unsichtbaren« Posten	417	474	355	119
Überschuß »sichtbarer« Importe über Exporte	324	386	317	140
Saldo verfügbar für Auslandsanlage. Heutige Auslandsanleihen auf dem Londoner Markt	123	88	38	- 21
1) Voranschlag.	134	88	72	

Obige Tabelle zeigt an, daß heute Großbritannien keinen Überschuß für Auslandsinvestierungen hat, und daß es für einen Teil seiner leßthin gewährten Anleihen Vorsorge treffen muß, indem es sich in Form von zeitweiligen Guthaben und Wechseln, die von Auslandsbanken in London gehalten werden, Geld zurückborgt.

Sind irgendwelche günstigen Einflüsse am Werk, um diesen Schluß zu modifizieren? Einige gibt es sicherlich. Unsere Frachteinahmen haben sich in den leßten Monaten gehoben. Die Staatseinkünfte aus den Reparationen und Zinsen auf die alliierte Schuld sind etwas größer. Die Wiederherstellung der Goldwährung hat wahrscheinlich die britischen Profite im internationalen Bankgeschäft vergrößert. Andererseits habe ich schon versucht, die Tatsache, daß einige von Englands hauptsächlich Importartikeln vergleichsweise billig sind — speziell Baumwolle, aber auch Zucker, Weizen und Mais —, in meiner Schätzung des Importüberschusses während des leßten Vierteljahres zu berücksichtigen. Überdies erhält Großbritannien nicht länger abnorm hohe Profite beim Verkauf von Gummi, die einen sehr großen Posten vor nicht langer Zeit darstellten. Zieht man alles in Rechnung und erinnert man sich, daß wir 60 Mill. £ im Jahr der offiziellen Schätzung unserer unsichtbaren Verdienste hinzugefügt haben, um eine möglicherweise zu niedrige Schätzung bei diesem Posten zu berichtigen, so kann sicherlich niemand behaupten, daß Großbritanniens Überschuß für fremde Investitionen im Jahre 1926 im ganzen 50 Mill. £ bestenfalls, übertreffen wird, eine Zahl, die die tatsächlichen Emissionen auf dem Londoner Markt schon überschritten haben. Es kann auch niemand die Gefahr leugnen, daß sie auf Null fallen.

Die Widerwärtigkeit dieser Verhältnisse für Großbritannien's Zukunftsaussichten wird vergrößert durch den Umstand, daß die Wirkung von Auslandsanleihen im allgemeinen aufgeschoben wird, da ein Teil der Erlöse zuerst bei Londoner Banken stehen bleibt oder in £-Wechseln angelegt wird. Die Größe des Londoner internationalen Bankgeschäfts vergrößert auch die Risiken, da dieser Zustand Ursache dafür sein kann, daß ein größerer Teil des herbstlichen Drucks infolge der europäischen Verschuldung an Amerika auf London fällt, als noch leßthin der Fall gewesen ist. Hiergegen indessen können wir wahrscheinlich damit rechnen, daß das Federal Reserve Board der Vereinigten Staaten alles tun wird, was es kann, um unsere Saisonschwierigkeiten zu erleichtern, und daß es davon absehen wird, uns in Verlegenheiten zu bringen, indem es den Bundesreserve-Diskontsatz erhöht — es sei denn, die innere Lage erfordere dies dringend, wofür kein Anzeichen vorliegt; eher könnte man das Gegenteil erwarten.

*

Wenn wir alle Züge dieser verwickelten Situation in Rechnung stellen: ist es dann verständlich, die Anlage

in Auslandswerten unbehindert vor sich gehen zu lassen? Die strengen Philosophen des Laissez-faire antworten, daß, wenn wir zu viel ausleihen, dies in absehbarer Zeit sein eigenes Heilmittel hervorbringen wird. Gewiß; aber das Heilmittel wird die Form einer Einschränkung der Kreditbasis annehmen, die ohne Unterschied Auslandskreditgewährung und das Geschäft in der Heimat plötzlich dämpfen wird. Wenn zu diesem Hilfsmittel gegriffen werden muß, so wird die erhoffte Geschäftsbelebung nicht eintreten.

Die orthodoxe Lehre, die dahin geht, die Auslandskreditgewährung sich selbst zu überlassen, ruht auf der Annahme, daß, wenn es dem Privatmann auch nur im geringsten gewinnbringender oder weniger mühsam ist, sein Geld nach Tokio auszuleihen, als die Beschäftigung der Arbeitskräfte in Nordengland zu finanzieren, das erstere vorzuziehen wäre, weil es, bis zum Übermaß getrieben, es „sein eigenes Heilmittel“ mit sich bringen wird. Diese Vorstellungen meinen außerordentlich weise und geistig zu sein. Sie stimmen mit dem wieder volkstümlich gewordenen Grundsatz überein, alles der Resultante der Handlungen einzelner Geschäftsleute zu überlassen, von denen jeder für sein eigenes Vermögen und für seine eigene Person handelt „ohne Regierungseinmischung“. Nichtsdestoweniger sind sie veraltet und gefährlich. Ich habe nicht das Embargo auf Auslandsanlagen kritisiert, das der Wiederherstellung der Goldwährung voranging und sie begleitete. Ich habe nicht geglaubt, daß jene Wiederherstellung der Wiedereinführung des Embargo in Zukunft entgegenstehen würde. Ich glaube, daß eine zentrale Kontrolle des Umfangs der Auslandsanlage eine beständige Notwendigkeit für Großbritannien ist, genau so sehr, wie eine vernünftige Diskontpolitik. Einstweilen würde ich gerne die sofortige Wiedereinführung des Embargo sehen.

Das Embargo ist kein vollendetes Instrument und könnte sehr viel verbessert werden. Es ist nicht ganz gerecht und es ist nicht ganz wirksam. Aber es ist roh in weitgehendem Maße wirksam, wenn es gilt, das erwünschte Ziel zu erreichen, daß neue Auslandsanlagen seitens des Gros der üblichen Kapitalanlagen gehemmt werden. Wir müßten eine ständige zentralisierte Kontrolle zur Regulierung der Auslandsanlagen ersinnen. Eine beachtenswerte Broschüre über australische Anleihen, leßthin veröffentlicht von Mr. Russell Cooke und Mr. Davenport, zeigt, wie ungünstig die Trustee Acts im Hinblick auf Dominionanleihen wirken. Wir brauchen einen regelrechten ernstlichen Plan für die Kontrolle und Rationierung auf diesen und auf anderen Gebieten. Indessen ist das Embargo, wenn auch roh, das beste Instrument, das wir haben.

Mein Gedankengang, kurz zusammengefaßt, ist dieser: Ein Wiederaufleben des Handels in der Heimat bedarf realer Wirtschaftsmittel auf der einen Seite und einer unverminderten Kreditgeldbasis durch die Bankwelt auf der anderen Seite. Wir sind aber, vorausgesetzt daß Großbritannien nicht seine internationale Bilanz stärken kann, in Gefahr, zeitweilig die ersteren zu verknappen und die Bank von England in eine Lage zu bringen, in der der Wunsch, ihr Gold zu schützen, sie veranlassen wird, die letztere einzuschränken. Indem sie Auslandsanlagen sofort einschränkt, kann sie beide Gefahren ver-

ringern. Überdies kann die Bank von England, wenn dies geschehen ist, hinreichend vertrauensvoll sein über die zugrundeliegende Flüssigkeit der Lage, um das Gold einseitigen hinausfließen zu lassen, und kann selbst, wenn nötig, ihre amerikanischen Kredite in Anspruch nehmen, ohne daß diesen Bewegungen gestattet wird, die Reserven der Joint Stock Banks zu schwächen.

Ist es falsch, Voraussicht zu üben? Betrachtet der einzelne Subskribent einer Tokio-Anleihe auf Grund groß-

zügiger Zeitungsreklame die möglichen Rückwirkungen seiner Anlage auf den Beschäftigungsgrad in Norddeutschland nach drei Monaten mit so viel Sorgfalt und Verständnis, daß die Leute in der Zentrale, im Schatzamt und in der Bank von England, von der Pflicht befreit sind, nachzudenken? Ich meine, daß dies kein Fall ist, wo es den unverantwortlichen Handlungen einzelner am besten anheimgestellt wird, beliebige Folgen herbeizuführen.

DIE KONTINENTALE ROHSTAHLVERSTÄNDIGUNG

Von Dr. E. Buchmann (Berlin),

Stellvertretender Geschäftsführer des Vereins Deutscher Eisen- und Stahlindustrieller

In jedem Produktions- und Kontingentierungskartell ist die Quotenverteilung das Kernstück des Vertrages und immer das Ergebnis eines Kompromisses nach voraufgegangenem Quotenkampf. Die Quotenverteilung gibt ein Bild von den Kräfteverhältnissen der einzelnen Vertragspartner innerhalb der Gemeinschaft, wobei die tatsächliche Kraft des einzelnen, seine Leistungsfähigkeit im Verhältnis zur Leistungsfähigkeit der anderen, aber oft Verschiebungen erleidet, weil der eine Vertragsgegner verhältnismäßig mehr, der andere verhältnismäßig weniger im Quotenkampf für sich erreicht hat.

Bei den Verhandlungen über die am 30. September 1926 zwischen Deutschland, Frankreich, Luxemburg und Belgien unter dem Namen „Internationale Rohstahlgemeinschaft“ (Entente cordiale pour l'acier) in Brüssel abgeschlossene kontinentale Rohstahlverständigung ist man zuerst von der Rohstahlerzeugung des ersten Vierteljahres 1926 ausgegangen. Diese betrug (Mengen in 1000 t) für:

	Deutschland	Saargebiet	Frankreich	Luxemburg	Belgien
1926 Januar	791	137	661	174	116
Februar	816	124	630	170	167
März ...	949	153	726	196	261
Zus.	2 556	414	2 017	540	544
Jährlich also	10 224	1 656	8 068	2 160	2 176

Die belgische Rohstahlerzeugung war infolge des Streiks zurückgeblieben. Belgien forderte eine dem Ausfall entsprechende Mehrbeteiligung. Diese wurde dann auf 3,180 Mill. t festgelegt und die prozentuale Beteiligung der einzelnen Länder bei einer angenommenen Gesamtbeteiligung von 25,287 Mill. t Rohstahlerzeugung wie folgt verteilt:

Deutschland	40,45 %	= 10,227 Mill. t Rohstahl jährlich	= 852 250 t monatlich
Saargebiet ..	6,54	" t "	" = 137 850 t "
Frankreich ..	31,89	" t "	" = 672 170 t "
Luxemburg ..	8,55	" t "	" = 180 000 t "
Belgien ..	12,57	" t "	" = 265 000 t "
Zusammen	100 %	= 25,287 Mill. t Rohstahl jährlich	= 2 107 270 t monatlich

Deutschland war wegen der Zugrundelegung der Produktion des ersten Vierteljahres 1926 gegenüber den anderen Ländern, die ihre Erzeugung unter dem Einfluß der Inflation stark vermehrt hatten, hierbei am schlechtesten weggekommen. Wäre die Produktion des Jahres 1925 zugrundegelegt worden, dann hätte sich für Deutschland eine viel größere Beteiligung, ungefähr in der Höhe der Vorkriegszeit, auf das jetzige Zollgebiet gerechnet, und zwar von etwa 1,020 Mill. t monatlich ergeben. Für diese Benachteiligung Deutschlands mußte ein Ausgleich

geschaffen werden. Er wurde darin gefunden, daß man Deutschland an einer Besserung der Marktlage, also an einer steigenden Produktion verhältnismäßig stärker als die anderen Länder beteiligte. Für jede Million t Mehrerzeugung setzte man bis zu 4 Mill. t einen neuen Verteilungsschlüssel fest und billigte Deutschland innerhalb jeder dieser 4 Mill. t Mehrerzeugung einen verhältnismäßig größeren Anteil zu.

Nach Erreichung dieser 4 Mill. t Mehrerzeugung, also von 29,287 Mill. t an, einigte man sich auf folgende Quoten:

Deutschland	43,13 %	= 12,645 Mill. t Rohstahl jährlich	= 1 053 750 t monatlich
Saargebiet ..	5,78	" t "	" = 141 050 t "
Frankreich ..	31,18	" t "	" = 761 080 t "
Luxemburg ..	8,30	" t "	" = 202 580 t "
Belgien ..	11,56	" t "	" = 282 080 t "
Zusammen	100 %	= 29,287 Mill. t Rohstahl jährlich	= 2 440 570 t monatlich

Diese prozentuale Quotenverteilung soll von 29,287 Mill. t Gesamtrohstahlerzeugung an unverändert bleiben, wenn nicht durch einstimmigen Beschluß der Vertragspartner eine Abänderung beschlossen wird. Ein Quotenaustausch ist unter bestimmten Voraussetzungen möglich, wenn ein Werk auch in anderen Ländern Betriebe hat. Ein Verwaltungsausschuß, dessen Vorsitz jährlich wechselt (als Vorsitzender ist zurzeit Generaldirektor Mayrisch, Direktionspräsident der „Arbed“, Burbach-Eich-Düdelingen, gewählt worden), setzt vierteljährlich die Höhe der Erzeugung fest.

Nun haben im zweiten Vierteljahr 1926 im Monatsdurchschnitt Deutschland 914 000 t, Frankreich 681 000 t, das Saargebiet 138 000 t, Luxemburg 180 000 t und Belgien 285 000 t, zusammen 2 198 000 t Rohstahl hergestellt, was einer Jahresleistung von 26,376 Mill. t entsprechen würde. Im Juli und August 1926 haben alle Länder ihre Erzeugung vergrößert. Deutschland erzeugte 1,141 Mill. t, Frankreich 0,704, Belgien 0,318, Luxemburg 0,184 Mill. t. Die Zahlen des Saargebiets sind noch nicht bekannt. Hieraus folgt, daß Deutschland mit seiner Augustleistung auf der Grundlage von 29,287 Mill. t jährlicher Gesamtbeteiligung seine ihm zustehende Monatsquote von 1,053 Mill. t überschritten hat, also bereits in die Gemeinschaftskasse Beträge einzahlen muß.

Über die Zahlungen in diese Gemeinschaftskasse sind folgende Bestimmungen getroffen: Für jede von dem Vertragspartner erzeugte Tonne Rohstahl ist 1 \$ einzuzahlen. Vierteljährlich wird abgerechnet, halbjährlich wird die Kasse liquidiert. Von dieser Maßnahme