

BEITRÄGE ZUR KONJUNKTURFORSCHUNG

HERAUSGEGEBEN VOM
**ÖSTERREICHISCHEN INSTITUT
FÜR KONJUNKTURFORSCHUNG**

2

BÖRSENKREDIT, INDUSTRIE- KREDIT UND KAPITALBILDUNG

VON
FRITZ MACHLUP



**WIEN
VERLAG VON JULIUS SPRINGER
1931**

BÖRSENKREDIT INDUSTRIEKREDIT UND KAPITALBILDUNG

VON

FRITZ MACHLUP



WIEN
VERLAG VON JULIUS SPRINGER
1931

**ALLE RECHTE, INSBESONDERE DAS DER ÜBERSETZUNG IN FREMDE
SPRACHEN, VORBEHALTEN**

COPYRIGHT 1931 BY VERLAG VON JULIUS SPRINGER, VIENNA

Softcover reprint of the hardcover 1st edition 1931

ISBN 978-3-642-51790-7 ISBN 978-3-642-51830-0 (eBook)
DOI 10.1007/978-3-642-51830-0

**GEDRUCKT IN DER CARL UEBERREUTERSCHEN BUCHDRUCKEREI UND
SCHRIFTGIESSEREI M. SALZER IN WIEN**

VORWORT.

Die Anregung zur Beschäftigung mit dem Problem „Börsenkredit — Industriekredit — Kapitalbildung“ ging von der Praxis aus. Das Anwachsen der Börsenkredite in den Zeiten des Konjunkturaufschwungs erregte das Interesse und teilweise die Besorgnis der Wirtschaftsbeobachter und der Führer der Kreditpolitik. In den letzten Jahren kam es in Deutschland (1927) und in Amerika (1928, 1929) zu offiziellen Angriffen gegen die Kreditgewährung an die Börse. Dieses angeblich in Verteidigung industrieller Interessen unternommene Einschreiten entfachte eine lebhafte Diskussion in Tageszeitungen und wirtschaftswissenschaftlichen Zeitschriften.

In einem vor der Nationalökonomischen Gesellschaft in Wien gehaltenen Vortrag (25. April 1930) behandelte ich das Problem des Bankkredits, nachdem das Ehrenmitglied dieser Gesellschaft, der österreichische Nationalbankpräsident Professor *Richard Reisch* schon früher zwei bedeutende Beiträge zum gleichen Thema veröffentlicht hatte. Mein Referat führte die Hauptgedanken der vorliegenden Arbeit einem eminent fachkundigen Auditorium vor. In der unter der Leitung von Professor *Hans Mayer* abgeführten Debatte, die sich an meine Ausführungen knüpfte, kamen eine Reihe überaus bemerkenswerter Auffassungen zum Worte. Einige der von den Wechselrednern geäußerten Gedanken habe ich in der folgenden Abhandlung berücksichtigen können.

Fritz Machlup.

Wien, im Mai 1931.

INHALTSVERZEICHNIS.

	Seite
Vorwort	V
ERSTES KAPITEL.	
DIE KONKURRENZ AM KREDITMARKT	1
§ 1. Die Antipathie gegen die Börsenkredite	1
§ 2. Der tauschfähigere Bewerber verdrängt die Konkurrenten bei der Verteilung des Kreditangebots	2
§ 3. Das Kreditangebot ist Eingriffen bezüglich seiner Menge und seiner Verteilung zugänglich	5
ZWEITES KAPITEL.	
BEGRIFFLICHES, TERMINOLOGISCHES UND PROGRAMMATISCHES	7
§ 4. Dauernde Absorption und vorübergehende Bindung	7
§ 5. Berufsmäßige Effektspekulation und Publikums-spekulation	8
§ 6. Realkapital und Kapitaldisposition	9
§ 7. Die ersten Fragestellungen	20
DRITTES KAPITEL.	
DIE ROLLE DES KAPITALS BEIM EFFEKTENVERKEHR.	23
§ 8. Börse und Realkapital	23
§ 9. Der „effektifizierte“ Kredit	23
§ 10. Die Funktion der Effektspekulation	26
§ 11. Kapitalsvermehrung als Kreditkonvertierung	27
§ 12. Sparen, Thesaurieren, Überstellung der Kapitaldisposition	28
§ 13. Bildung von neuem Realkapital und Übernahme von bestehendem Realkapital	30
§ 14. Die Verwendungsmöglichkeiten des Emissionserlöses	31
§ 15. Effektenverkehr und Personenwechsel im Besitz der Kapitaldisposition	33
§ 16. Aufzehrung der Kursgewinne	34
§ 17. Aufzehrung des Verkaufserlöses als aufgeschobener Konsum bei temporären Ersparnissen	35
§ 18. Verwendung des Verkaufserlöses in der Produktion	37
§ 19. Der Kapitalbedarf der Spekulanten	38
§ 20. Zusammenfassung. — Verwendungswege der Kapitaldisposition	40

VIERTES KAPITEL.

Seite

DIE „BINDUNG“ UND DER „VERLUST“ VON KAPITALDISPOSITION IN DER BÖRSENSPEKULATION	43
§ 21. Welchen Nachteil hätte eine Bindung von Kapitaldisposition?	43
§ 22. Zeitfraktionen in der Effektspekulation	45
§ 23. Kettenhandel mit Effekten. Fortgesetzte Spekulationsgeschäfte	46
§ 24. Erhöhung des Kursniveaus ist kein Beweis für erhöhte Kapitalverwendung	48
§ 25. Drei Voraussetzungen einer möglichen Bindung von Kapitaldisposition	49
§ 26. Kapitalzufluß zur Börse regt zu Neuemissionen an . . .	51
§ 27. Das Zeitmoment	53
§ 28. Ein zeitweises Zurückbleiben der industriellen Kapitalaufnahme ist nur bei Expansion des Bankkredits möglich . . .	54
§ 29. Die haussierende Publikumsnachfrage bedarf der Unterstützung durch den Bankkredit	56
§ 30. Die verschiedenen Ursachen von Börsenverlusten	57
§ 31. Beim spezifischen Spekulationsverlust geht keine Kapitaldisposition verloren	60
§ 32. Selbst das Verschwinden von Kapitaldisposition wäre an sich noch kein Verlust an materiellen Gütern	63
§ 33. Börsenverluste als Veranlassung zur Sparkapitalbildung .	64
§ 34. Das Ausland als Geber und Empfänger von Börsenkrediten	67
§ 35. Auslandbörse und Inlandindustrie. Kurzfristige Auslandskredite	69

FÜNFTES KAPITEL.

DER GELDBEDARF DER BÖRSE	73
§ 36. Der angebliche Geldbedarf der Börse als Störung der allgemeinen Zahlungsmittelversorgung	73
§ 37. Die Behauptung eines Kausalnexus „Effektenkurssteigerung — Warenpreissenkung“ ist nicht richtig	76
§ 38. Kann der Kompensationsverkehr eine Steigerung des Geldbedarfs kompensieren?	78
§ 39. Das Liquidationsverfahren der Börse ist nicht nur bargeldlos, sondern auch in weitem Maße bankgeldlos . . .	80
§ 40. In der Hausse müssen die zahlungspflichtigen Differenzen nicht größer sein als in der Baisse	82
§ 41. Bloß die Börsenbesucher, nicht das außenstehende Publikum, nehmen am Abrechnungsverkehr teil	83
§ 42. Für das Preissystem können die sogenannten Zessionszahlungen indifferent bleiben	84
§ 43. Der Zeitablauf bei Zessionszahlungen	89
§ 44. Die Möglichkeit wiederholter Zessionszahlungen durch Kettenhandel in Effekten	91

	Seite
§ 45. Fortgesetzte Haussetransaktionen beruhen auf der Elastizität des Kreditangebots der Banken	94
§ 46. Die vorübergehende „Lokalisierung der Inflation“ auf der Börse	97

SECHSTES KAPITEL.

KAPITALANGEBOT UND PRODUKTIONSSTÖRUNGEN	101
§ 47. Das Angebot von Kapitaldisposition beim vielstufigen Produktionsaufbau	101
§ 48. Das Denkschema vom gleichbleibenden Angebot an Kapitaldisposition. — Störungen durch verringertes Sparen	103
§ 49. Konjunkturen und Krisen als Folgen des zusätzlichen Bankkredits	107

SIEBENTES KAPITEL.

DER ZUSÄTZLICHE KREDIT UND DIE VERSUCHE, SEINE „ZULÄSSIGE“ AUSDEHNUNG ZU BESTIMMEN	112
§ 50. Die Doppelrolle des Bankzahlungsmittels als Kapitaldisposition und Umlaufsmittel	112
§ 51. Konsumfinanzierung anstatt Produktivkredit?	114
§ 52. Angeblich zuträgliche Kreditinflation bei stabilem Preisniveau. — Cassels Widersprüche	115
§ 53. Versuche einer unschädlichen Dosierung des Zirkulationskredits. — Kreditinflation zum Ausgleich der Hortungsdeflation	120
§ 54. Kreditinflation als Antizipation zukünftiger Ersparnisse	122
§ 55. Kreditinflation zum Ausgleich einer Steigerung des Kassenhaltungsbedarfs	124
§ 56. Mißlungene Versuche zur Motivierung von Kreditinflationen	124
§ 57. Zusammenfassung. — Ist die Kreditform von Einfluß auf die zulässigen Inflationsgrenzen und die Inflationsfolgen?	129

ACHTES KAPITEL.

BETRIEBSKAPITAL UND BETRIEBSKREDIT	132
§ 58. Betriebskapital, Anlagekapital und „Umlaufzeit des Kapitals“	132
§ 59. Betriebskredite in der Produktionsmittelindustrie und in der Konsumgüterindustrie	135
§ 60. Dauerbetriebskapital und vorübergehender Kapitalbedarf	138
§ 61. Die produktive Verwertung der disponiblen Kassenvorräte	141
§ 62. Schwankungen der Sachkapitalbestände sind keine Schwankungen des volkswirtschaftlichen Kapitalbedarfs	145

§ 63. Kreditierung der Kassenüberschüsse führt zur Doppelverwendung von Kapitaldisposition	149
§ 64. Das Angebot am Geldmarkt ist teilweise Sachkredit, teilweise inflationistischer Kredit	152
§ 65. Nur wenig Ansätze in der Literatur zur Erkenntnis der Problematik kurzfristiger Kapitalverwendung	157

NEUNTES KAPITEL.

GELDMARKT UND KONJUNKTURBEWEGUNG	161
§ 66. Die Monats- und Jahresbewegungen des Geldmarktsatzes	161
§ 67. Sachkredit, Zirkulationskredit, Kassenüberschußkredit	166
§ 68. Kassenüberschußkredit und Termininterventionen der Banken als Konjunkturursachen	170
§ 69. Die Kassenüberschüsse in der Depression und die Wiederkehr der Zyklen	174
§ 70. Die Modifizierung der monetären Konjunkturtheorie . .	176

ZEHNTE KAPITEL.

INDUSTRIELLE ANLAGEN, KREDITEXPANSION UND BÖRSENHAUSSE . .	179
§ 71. Die Verwendung des Sachkredits	179
§ 72. Zusätzlicher Kredit muß notwendig zu Investitionen in festen Anlagen führen	181
§ 73. Die Banken können diese Wirkung der zusätzlichen Kredite nicht verhindern	184
§ 74. Der direkte Industriekredit und der Börsenkredit haben die gleiche Wirkung. — Die Börsenhausse ist bei jeder Kreditexpansion unvermeidlich	186

ELFTES KAPITEL.

BÖRSE, KREDITINFLATION UND KREDITVERTEUERUNG	190
§ 75. Oft werden Kreditgesuche als Inflationsursache angesehen	190
§ 76. Verleitet die Börsenspekulation die Banken zur Kreditexpansion?	193
§ 77. Die angebliche „Duplikation des Kredits“ durch Effektenlombard	195
§ 78. Verteuert die Börse den Kredit?	198
§ 79. Zinsfuß und Effektenkurse	198
§ 80. Effektenkurssteigerung ist Verbilligung des Industriekredits	201
§ 81. Verbilligung des langfristigen und Verteuerung des kurzfristigen Kredits	203
§ 82. Industrieaktiengesellschaften und die anderen Produktionsunternehmungen	205
§ 83. Spannungen zwischen Geldmarktsatz und Kapitalmarktsatz	206

ZWÖLFTES KAPITEL.

Seite

ERGEBNISSE	209
§ 84. Eine kurze Zusammenfassung einiger Ergebnisse	209
§ 85. Dreißig Thesen	209
§ 86. Die unpopulären Schlußfolgerungen	214
§ 87. Die Börsenbewegung als Index für die Kredit- und Kon- junkturpolitik	216
Namenverzeichnis	220

BÖRSENKREDIT INDUSTRIEKREDIT UND KAPITALBILDUNG

ERSTES KAPITEL.

DIE KONKURRENZ AM KREDITMARKT.

§ 1. Die Nachfrageparteien des Kreditmarktes, die um das mehr oder minder knappe Angebot von Kredit konkurrieren, erfreuen sich bei den Beobachtern und Kritikern des Wirtschaftslebens recht ungleicher Sympathien. Daß jene Gruppe der Kreditnehmer, die die ihnen durch den Kredit vermittelte Kaufkraft auf der *Börse* verwenden, am wenigsten auf die Zustimmung der kritischen Mitwelt rechnen kann, ist angesichts der Einstellung weitester Kreise gegenüber *Börse*, *Börsegeschäften* und *Börsebesuchern* nicht verwunderlich. Soweit dabei bloß das Ressentiment der Masse gegenüber den „leicht“ und „arbeitslos“ verdienenden *Börseanern* oder die Mißachtung der *Moralisten* gegenüber dem „skrupellosen“ *Börsenspiel*¹ oder auch die Geringschätzung der primitiven *Wirtschaftspolitiker* gegenüber jeder technisch-physisch unproduktiven Tätigkeit zum Ausdruck kommen, gibt es

¹ „Eine starke *Börse* kann kein Klub für ethische Kultur sein“, sagt *Max Weber* gegenüber der moralisierenden *Nationalökonomie*. Gesammelte Aufsätze zur Soziologie und Sozialpolitik, Tübingen 1924, S. 321.

noch kein wissenschaftliches Problem. Zu einem solchen wächst die Frage der Börsenkredite erst durch die Argumentation bedeutender Fachgelehrter, die auf dem Wege ihrer wirtschaftstheoretischen Forschung zu ihrer Teilnahme für und gegen einzelne Nachfragegruppen des Kreditmarktes gelangen¹.

§ 2. Eine der ersten Feststellungen der Preisbildungslehre — in den Einführungen in die theoretische Nationalökonomie ausnahmslos zu finden — ist der Satz, daß die jeweilige Angebotsmenge im freien Wettbewerb der Nachfrageparteien an die tauschfähigsten Bewerber kommt. Ob man nun an *Böhm-Bawerks* Pferdemarkt oder irgendeinem anderen Markt exemplifiziert, immer gibt es „ausgeschlossene Kauflustige“, die — von tauschkräftigeren überboten — aus der Konkurrenz ausgeschieden werden. Durch die Preisbildung wird das knappe Angebot auf die Meistbietenden aufgeteilt, die Nachfrage auf die angebotene Menge beschränkt.

An diese Erklärung des Tauschmechanismus anschließend, mußte man sich stets mit der Frage der Vergleichbarkeit der Bedürfnisintensitäten verschiedener Personen befassen, um dem Einwand gerecht zu werden, ob nicht ein solches Tauschergebnis „unwichtigere“ Bedürfnisse befriedigen, „wichtigere“ Bedürfnisse aber unbefriedigt lassen könne. Erst als man die Unmeßbarkeit von Bedürfnisintensitäten verschiedener Individuen erkannt hatte,

¹ Es wäre übrigens eine nicht uninteressante Aufgabe, auch die wissenschaftliche Argumentation der Gegner des Börsenkredits auf Spuren jener drei oben erwähnten vulgärökonomischen Gedankengänge hin zu prüfen.

einigte man sich allgemein dahin, daß man sich über diese Bedenken hinwegsetzen wolle, da in der Verkehrswirtschaft die Wichtigkeit der verschiedenen Bedürfnisse eben nur nach den für ihre Befriedigung gebotenen Geldsummen beurteilt werden könne.

Es ist eine bekannte Erscheinung, daß Einwände, die bei Aufstellung von Elementarsätzen eines Systems schon „erledigt“ wurden, hartnäckig bei den weiteren Erklärungsstufen wieder auftauchen. Beim Fundament des Systemgebäudes bereits abgewiesen, kehrt der gleiche Einwand — manchmal in anderem Gewand — ein Stockwerk höher wieder und stellt neuerlich seine Ansprüche. So erscheint auch jener Einwand, der ökonomische Wichtigkeit oder Dringlichkeit durch andere Indices konstatiert wissen will als durch den Geldausdruck des freien Marktes, in der sogenannten „Produktivitätsdiskussion“ wieder und stellt hier die Frage, ob die Verwendung der Produktionsmittel in der Marktwirtschaft wohl in der Richtung zur höchsten „Produktivität“ erfolge. Von ihren Grundannahmen ausgehend konnte die reine Theorie folgerichtig nur zu der Einsicht kommen, daß sich mit der Befolgung des „Rentabilitätsstrebens“ das „Produktivitätsziel“ realisiere. Für jene, die sich über die Rangordnungsbedenken in den Wirtschaftszielen einmal hinweggesetzt hatten, erschien ein dem Rentabilitätsbegriff widersprechender Produktivitätsbegriff in methodologischer Reinheit nicht konstruierbar und es mußte sich diese ökonomische Theorie sonach mit dem Rentabilitätsmaßstab zufriedengeben.

Aber auch jene Nationalökonomien, die diese allgemeinen Thesen akzeptieren, lassen — in noch höheren Stockwerken ihres Systemgebäudes — bei der Behandlung von Spezialfragen nochmals den bisher abgewiesenen Einwand zu Worte kommen und glauben wiederholt an der Rati-

nalität der Marktergebnisse zweifeln zu müssen. Und wieder wird an die Feststellung von Tauschakten die Frage geknüpft, ob es nicht „für die Wirtschaft besser“ wäre, wenn andere Marktparteien, als es gerade der Fall ist, zum Zuge kämen.

Dies ist die prinzipielle Position des Problems der Verteilung der angebotenen Kredite unter die verschiedenen Nachfrageparteien. Wenn zu gewissen Zeiten ein Großteil der angebotenen Kredite von der Börse aufgenommen wird, wenn sich also die Börse als die tauschfähigere Nachfragepartei am Kreditmarkt repräsentiert, so wird diese Tatsache seitens vieler kritischer Beobachter mit der Bemerkung quittiert: „Schade, daß die Börse die Kredite bekommen hat, die Industrie hätte sie besser brauchen können.“

Die Theoretiker der liberalistischen Doktrin könnten von vornherein darauf verzichten, auf diese Frage — ob der „Industrie“ die Kredite eher „gehörten“ als der „Börse“ — einzugehen, und sie könnten sich, ohne die Motive, Schlüsse und Trugschlüsse der Kritik zu beachten, hinter der These verschanzen, daß es sinnlos ist, gegen die Ergebnisse der freien Konkurrenz um die Kredite theoretisch oder politisch anzukämpfen. Damit wäre von dieser Position aus jede Diskussion beendet, bevor sie noch begonnen hätte. Die ganze Kundgebung dieser Auffassung würde ungefähr so lauten: „Wenn die Kredite von der Börse aufgenommen wurden, so konnte die Börse offenbar die übrigen Nachfrageparteien durch Gewährung eines höheren Zinssatzes überbieten, wozu sie zweifellos durch eine rentablere Verwendungsmöglichkeit der kreditierten Kaufkraft befähigt wurde. War die Verwendung der Kredite an der Börse rentabler als anderwärts, so ist damit die gesündeste und produktivste Ent-

wicklung gewährleistet und es erübrigt sich jede weitere Argumentation.“

Wenn wir es uns hier nicht so einfach machen, sondern auf alle Einzelheiten des Problems und der Teilprobleme eingehen wollen, so ist dafür die Erkenntnis maßgebend, daß die These von der Auflösung des Produktivitätsbegriffs im Rentabilitätsprinzip heute kaum allgemeine Anerkennung findet — bei den Politikern noch weniger als bei den reinen Theoretikern —, daß ferner Schlußfolgerungen auch dort überprüft werden müssen, wo schon die Prämisse angefochten wird — immanente Kritik — und daß schließlich an die Hauptfragestellung eine Reihe von Teilproblemen geknüpft wurde, deren eingehende Behandlung sich als wichtig und interessant erweist.

§ 3. Noch ein Gesichtspunkt könnte zur Begründung des Studiums der Frage der Verteilung des Kreditangebots geltend gemacht werden, wenn jemand — was übrigens unseres Wissens gar nicht der Fall ist — das Problem unter Hinweis auf das Wirken der freien Konkurrenz auf dem Kreditmarkt als irrelevant bezeichnen wollte: Eines der wichtigsten Daten im ganzen Problemkreis — das Kreditangebot selbst — hat nämlich politische Mitbestimmungsgründe, ist also gar nicht die Resultierende freier Kräfte; die moderne Organisation des Geld- und Kreditwesens macht durch die Möglichkeit der „zusätzlichen“ Kreditgewährung, durch die Fähigkeit der Banken, Kredite zu „schaffen“ (d. h. über die Sparbeträge hinausgehende Kredite anzubieten), das Kreditangebot zu einer teilweise von wirtschaftspolitischen Erwägungen abhängigen Größe. Wenn also das Angebot von Krediten quantitativ manipuliert wird, warum

nicht auch in seiner *Verteilung* auf die verschiedenen Nachfrageparteien?¹

Es werden also die wirtschaftswissenschaftlichen Argumente zu prüfen sein, die gegen eine bestimmte Verteilung der Kredite und vor allem gegen die Kreditgewährung an die Börse vertreten werden. Dabei wird es notwendig sein, sich an mehreren Stellen über elementare Sätze der Kredittheorie zu verbreiten. Dem Wesen der Kredittheorie gemäß wird dabei einerseits an die Theorie des Kapitals und der Kapitalbildung, anderseits an die Theorie des Geldes anzuknüpfen sein. Es wird den problemkundigen Leser nicht wundernehmen, daß wir uns dabei fast ständig auch im Bereich der Konjunkturtheorie bewegen werden.

¹ Die Antwort des konsequenten Liberalen müßte sich gegen beide Möglichkeiten der Manipulierung richten. Diese Konsequenz findet sich in den Schriften von *Walter Bagehot* und *Ludwig Mises*. Die immer wieder in Erscheinung tretende Kreditexpansion der Banken ist für beide Autoren an sich schon eine Folge jener interventionistischen Politik, die der Bankfreiheit zuwider Zettelbankmonopole schuf. Beim System der Bankfreiheit müßten sich die Banken (mangels der Zufluchtsmöglichkeit zur Zentralbank) nach anfänglich bösen Erfahrungen vor jeder ausgiebigen Kreditausweitung hüten. Es gäbe also kein Problem der quantitativen Kreditmanipulation, noch weniger eines der Kreditverteilung.

ZWEITES KAPITEL.

BEGRIFFLICHES, TERMINOLOGISCHES UND PROGRAMMATISCHES.

§ 4. Der Schwerpunkt der Diskussion um die Frage der Börsenkredite liegt in der Prüfung der Behauptung, daß „die Börse Kapital in Anspruch nehme“. Daß dieser Vorwurf gegen die Börsenkredite als der schwerwiegendste angesehen wird, kommt schon darin zum Ausdruck, daß der Führer der Verteidigung der Börsenpartei den Wortlaut dieser Anklage in den Titel einiger seiner Plaidoyers aufnahm: *Cassel* betitelte einen Aufsatz „Nimmt die Börse Kapital in Anspruch?“¹ und einen weiteren: „Nimmt die Fondsbörse Kapital in Anspruch?“²

Die Diskussion litt zweifellos an der wenig einheitlichen Auffassung der verwendeten Ausdrücke. Nicht nur, daß die verschiedenen Autoren den einzelnen Fachausdrücken verschiedenen Inhalt beimaßen, auch innerhalb ein und derselben Schrift ließ oft ein Autor die gleichen termini für inhaltlich ungleiche Begriffe arg durcheinander geraten. Solche Verwechslungen sind beim Kapitalbegriff wohl am nächstliegenden und mit den fatalsten Folgen verbunden. Aber auch unter „Börse“ muß nicht immer das gleiche verstanden werden und schließlich ist auch die Bedeutung des „In-Anspruch-Nehmens“ keineswegs eindeutig umschrieben werden.

Um mit letzterem Ausdruck zu beginnen: es ist möglich, etwas zu benutzen oder zu verwenden, ohne es anderen zu

¹ Frankfurter Zeitung vom 8. Mai 1927, Nr. 338.

² Vierteljahrsbericht der Skandinaviska Kreditaktiebolaget, 2. Heft, April 1929.

entziehen. Da gerade im Falle der Börsenspekulation vielfach gesagt wird, daß von ihr wohl Kapital benötigt, dabei aber anderen Verwendungen nicht entzogen wird, ist die Festlegung notwendig, daß der erhobene Vorwurf nur ein wirkliches „A b s o r b i e r e n“ meinen kann. Dieses behauptete Absorbieren — somit „anderen Verwendungen entziehen“ — kann d a u e r n d oder z e i t w e i s e sein. Die dauernde Kapitalabsorption wurde — abgesehen vom „Laienpublikum und der unverständigen Finanzpresse“ — am entschiedensten von *Eberstadt*¹ behauptet, der ausdrücklich von einer „Kapitalbildung für spekulative Zwecke“² und einem „Aufsaugen“ des gebildeten Kapitals durch die Spekulation spricht. Die Möglichkeit der „vorübergehenden Absorption“ muß besonders eingehend berücksichtigt werden, denn im Gegensatz zu den älteren Behauptungen beschränken sich moderne Polemiken auf den Vorwurf des vorübergehenden Kapitalentzugs. Gerade auf diese „z e i t w e i s e B i n d u n g“ von Kapital geht aber beispielsweise *Cassel* kaum ein.

§ 5. Zur Umschreibung des hier relevanten Begriffs „Börse“ — wobei übrigens nur die Effektenbörse, die Fondsbörse gemeint ist — hilft der Hinweis, daß für unsere Untersuchung die „B ö r s e a l s K r e d i t n e h m e r“ in Frage kommt. Es könnten darunter alle Personen verstanden werden, die — mittels der kreditierten Kaufkraft — Effekten erwerben, oder es könnte jener engere Personenkreis verstanden werden, der Aktien bloß vorübergehend (in der Regel zum Zwecke der Ausnützung von Kursdifferenzen) in Besitz hält. Die Ausnützung interlokaler Kursspannun-

¹ *Eberstadt*: Der deutsche Kapitalmarkt, Leipzig 1901.

² a. a. O., S. 23.

gen — Effektenarbitrage — kann für unser Problem außer Betracht bleiben; hier interessiert die Effektspekulation, die Ausnützung intertemporaler Kursänderungen. Für nicht unwichtig halten wir dabei eine Unterscheidung zwischen berufsmäßiger Effektspekulation und Publikumsspekulation. Gleichgültig, ob die meisten Autoren bloß die Berufsspekulation im Auge haben, wenn sie von „Börse“ sprechen oder nicht, wir werden jedenfalls die Mitläuferspekulanten, wie überhaupt alle am Effektenmarkt beteiligten Personen¹, in unsere Überlegungen einzuschließen haben.

§ 6. Bei der Verwendung des Kapitalbegriffs oder richtiger der verschiedenen Kapitalbegriffe² besteht eine wirklich ernste Verwirrung, eine „zweite babylonische Sprachverwirrung“³. „Die Wissenschaft kann unmöglich ihren Vertretern für alle Zukunft die Freiheit gewähren, zehn oder zwölf grundverschiedene Dinge mit demselben Namen zu benennen“, schrieb *Böhm-Bawerk*⁴ im Jahre 1888. Wie sieht nun die Einigung in der Terminologie des 20. Jahrhundert aus? Das „Kapital“, welches nach *Eberstadt*, durch die „Spekulation“ „aufgesaugt“ wird⁵, ist offenbar etwas ganz anderes als das „Kapital“, das nach

¹ Vgl. dazu den sehr lehrreichen Abschnitt über die „Personen“ am Effektenmarkt bei *W. Prion*: Die Preisbildung an der Wertpapierbörse. 2. Auflage. München, Leipzig 1929.

² Die Ausführungen dieses Abschnittes decken sich weitgehend mit denen meines Aufsatzes: „Begriffliches und Terminologisches zur Kapitalstheorie“. Zeitschrift f. Nationalökonomie, Bd. II, Heft 4. Wien 1931.

³ *Eugen v. Böhm-Bawerk*: Kapital und Kapitalzins, Positive Theorie des Kapitals, 4. Auflage, Jena 1921, S. 16. (1. Auflage, Wien 1888.)

⁴ Ebenda, S. 39.

⁵ *Eberstadt*: a. a. O., S. 23 ff.

Liefmann durch neues, produktiveres „ersetzt“ wird¹. Das „Kapital“, welches nach *Spiethoff* vom Geldmarkt zum Kapitalmarkt „herüberströmt“², ist wieder nicht dasselbe Ding, wie das „Kapital“, das nach *Hahn* infolge von Kredit-einräumungen „gebildet“ wird³. Die Beispiele ließen sich durch viele Seiten hindurch fortsetzen. Noch immer gelten also die vor bald einem halben Jahrhundert von *Carl Menger* geschriebenen Worte, „daß wir bei verschiedenen Autoren ebenso verschiedenen, als unklar gedachten Auffassungen vom Wesen des Kapitals begegnen“⁴. Ist es nicht fast unglaublich, daß wir diese Aussprüche — Jahrzehnte nach Veröffentlichung von *Böhm-Bawerks* Positiver Theorie — nicht etwa als historische Reminiszenz, sondern mit dem Anspruch auf Aktualität wiederholen können?

Den Grund hiefür müssen wir wohl in einer Eigentümlichkeit von *Böhms* Lehre selbst erkennen. Diese Eigentümlichkeit besteht darin, daß *Böhm-Bawerk* neben dem von ihm prägnantest umschriebenen Kapitalbegriff — dem Sachkapitalbegriff, der die produzierten Produktionsmittel umfaßt, — einen zweiten gebräuchlichen und denknöthwendigen Begriff namenlos gelassen hat: den Begriff, der die zur Bildung von Sachkapital zur Verfügung stehenden Mittel umfaßt. Dieser Unterlassung war sich *Böhm*

¹ *Robert Liefmann*: Theorie des Sparens und der Kapitalbildung, Jahrb. f. Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft im Deutschen Reich, 36. Jahrg., München und Leipzig 1912, S. 1614.

² *A. Spiethoff*: Die äußere Ordnung des Kapital- und Geldmarktes, Jahrb. f. Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft, München und Leipzig 1909, S. 454.

³ *Albert Hahn*: Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits, Tübingen 1920, S. 120 ff.

⁴ *Carl Menger*: Zur Theorie des Kapitals, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, N. F., Bd. 17, Jena, S. 1.

vollkommen bewußt und er erklärte die „Inkongruenz“ zwischen seinem Kapitalbegriff und seiner Kapitalzins-theorie mit „Erwägungen terminologischer Disziplin“¹. Er konstatiert, daß es auch ihm „nahe gelegen wäre, einem jener anderen Kapitalbegriffe den Vorzug zu geben, die — wie der Begriff des „Subsistenzfonds“ oder der Begriff der „der Zukunft“ dienenden Güter — eine genauere Fühlung mit wesentlichen Gedanken der Kapitalstheorie halten“².

Die unterbliebene Namensgebung hat nun dazu geführt, daß man sowohl die produzierten Produktionsmittel als auch die zur Bildung von solchem „Sachkapital“ verfügbaren Mittel und schließlich noch die bereits in Sachkapital investierten Mittel mit dem gleichen Wort „Kapital“ bezeichnete. Die Mißverständnisse, die daraus entstehen mußten und auch tatsächlich immer wieder zu den peinlichsten Konsequenzen führen, können nur vermieden werden, wenn man sich entschließt, die Verschiedenheit der Begriffe durch verschiedene Benennungen kenntlich zu machen. Ob man dabei einen der definierten Gegenstände weiter mit dem Titel „Kapital“ auszeichnen und für die anderen neue Bezeichnungen suchen will, oder ob man, um niemanden zu kränken, das Wort Kapital überhaupt nur mehr mit einem Epitheton verwenden will, ist prinzipiell gleichgültig, wenn nur eine Majorität von Fachleuten die neue Nomenklatur akzeptiert.

Die Bezeichnung der produzierten Produktionsmittel als *Realkapital* hat sich bereits eingebürgert; zur Bezeichnung der zur Bildung, zum Erwerb oder Besitz von Realkapital, also zur Einschlagung zeitraubender Produktionsumwege verfügbaren Mittel wird seit einigen Jahren der

¹ a. a. O., S. 91. Der Sachkapitalbegriff war nämlich seinerzeit der von der Mehrheit bevorzugte Kapitalbegriff. Siehe a. a. O., S. 41.

² a. a. O., S. 91.

Casselsche Ausdruck „Kapitaldisposition“ verwendet und wir wollen — eingedenk der von *Böhm-Bawerk* empfohlenen terminologischen Disziplin — diesen auf *Carl Menger*¹ zurückgehenden Fachausdruck beibehalten².

Böhm-Bawerk verwarf die Isolierung einer „Verfüugungsmacht“ von dem Objekt dieser Verfügungsmacht und reklamierte das Wort „Kapital“ für die „Kapitalgüter“,

¹ *Carl Menger*: Grundsätze der Volkswirtschaftslehre, Wien 1871, S. 131. „In Wahrheit versteht man unter Kapitalien aber nur jene Quantitäten ökonomischer Güter, welche uns in der Gegenwart für kommende Zeiträume, also innerhalb gegebener Zeiträume verfügbar sind und uns jene Nutzung gestatten...“ Ebenso S. 129, wo der Kapitalbesitz mit „Quantitäten von Gütern für die entfernteren Zeiträume verfügbar haben“ umschrieben wird. *Böhm-Bawerk* hat *Cassels* Begriffsbildung mit *Mengers* Begriff der „Kapitalverfügung“ im XIII. Exkurs zur Positiven Theorie des Kapitals in Zusammenhang gebracht. Damals arbeitete *Cassel* allerdings noch mit dem Begriff der Kapitalnutzung — use of capital — und noch nicht mit dem Begriff der Kapitaldisposition — command of capital — die er übrigens mehr als primitiv als „zeitweise Verfügung über ein gewisses Kapital“ definiert. Siehe *Gustav Cassel*, Theoretische Sozialökonomie (1. Auflage 1918), 4. Auflage, Leipzig 1927, S. 184. — Die Kapitalbegriffe von *Komorzynski*: Die Nationalökonomische Lehre vom Credit (2. Auflage, Innsbruck 1909, S. 137 ff.) und von *A. Amonn*: Objekt und Grundbegriffe der theoretischen Nationalökonomie (Wien und Leipzig 1911, S. 404) enthalten gleichfalls das Moment der „Verfügung“.

² Der Name „Kapitaldisposition“ ist gewiß nicht wohlklingend und erweist sich — in Verbindung mit bestimmten Aussagen — als Wortungetüm (so wenn man davon sprechen muß, daß ein Unternehmer „über disponible Kapitaldisposition disponiert“); dennoch hat sich schon eine beträchtliche Anzahl von Autoren — insbesondere die Schule *Adolf Webers* — dieser Terminologie angepaßt. Intensivste Gedankenarbeit wendet *Georg Halm* in seinem Aufsatz „Das Zinsproblem am Geld- und Kapitalmarkt“ (Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, III. Folge, Bd. 70, Jena 1926) an die Problematik der Kapitaldisposition.

also für die produzierten Produktionsmittel, die erst in der Zukunft einen Genußdienst vermitteln. Die Produktion solchen Realkapitals — die Nachfrage nach konkreten Kapitalgütern — ist aber abhängig von einer „abstrakten Verfügungsmacht“, die sich anstatt auf Gegenwartsgüter auf Zukunftsgüter richtet. Die Notwendigkeit der Unterscheidung zwischen der der Zukunft gewidmeten Verfügungsmacht über Güter (Kapitaldisposition) und Kapitalgütern (Realkapital) zeigt sich bei allen Untersuchungen, die über die naturalwirtschaftliche Betrachtungsweise hinausgehen. Wenn in manchen Darstellungen vom „Kapitalangebot“ gesprochen wird, bleibt der Leser oft vollkommen im Ungewissen, ob es sich um das Angebot von Sachkapital oder um das Angebot von Kapitaldisposition handelt. Besonders unangenehm ist dies, wenn vom Kapitalmarkt selbst die Rede ist, denn hier werden Sachkapital (bzw. Anteilscheine an Sachkapital) und Kapitaldisposition gegeneinander ausgetauscht. Die gebräuchlichere Ausdrucksweise ist heute jene, die sich von *Böhms* Sachkapitalbegriff abgewandt hat und als Objekt des Kapitalangebots nicht etwa die „Zukunftsgüter“, sondern die dagegen angebotene „Gegenwartskaufkraft“ versteht. Manche wollen es umgekehrt halten und geraten dabei erst recht in eine Konfusion, so z. B. *Schulze-Gaevernitz* in seiner vielgelesenen Monographie über „Die deutsche Kreditbank“, wo es wörtlich heißt¹: „Der Markt der ersteren (nämlich „Anlagekapital, z. B. Fabrikgebäude oder Maschinen“), d. h. das Angebot an festem Kapital gegen langfristige Gläubigerrechte heißt Kapitalmarkt“. Hier bräuchten also beide Marktparteien „Zukunftsgüter“ zum Tausche

¹ G. v. Schulze-Gaevernitz: Die deutsche Kreditbank. Grundriß der Sozialökonomie, V. Abt., II. Teil, Tübingen 1915, S. 77.

mit, während die Gegenwartsgüter — das Geld, die Kapitaldisposition — ganz unter den Tisch fielen. In Wirklichkeit sind die von *Schulze-Gaevernitz* erwähnten „langfristigen Gläubigerrechte“ eben die Anteilsrechte am Sachkapital, bzw. seinem Ertrag und diese werden gegen „Kapitaldisposition“ angeboten. Auf dem Kapitalmarkt findet also ein Tausch von Anteilsrechten an Kapital im *Böhm-Bawerk*-schen Sinne gegen Kapital im *Menger-Casselschen* Sinne statt. Es ist natürlich ganz einerlei, welche der beiden Parteien des Kapitalmarktes als Angebots- oder Nachfragepartei betrachtet wird: die eine Partei bietet Kapitaldisposition an und fragt nach Sachkapitalanteilen, die andere Partei bietet Sachkapitalanteile an und fragt nach Kapitaldisposition.

Der *Menger-Casselsche* Begriff der Kapitalverfügung oder Kapitaldisposition hat vor dem von *Böhm* bevorzugten Begriff des „Subsistenzmittelfonds“¹, der unstreitig auch großen Erklärungswert besitzt, den größeren Zusammenhang mit der Sprachübung und Denkweise des täglichen Lebens voraus. Die beiden Begriffe haben viel Gemeinsames, insbesondere in der Vorstellung einer „Verfügung über einen Anfangsfonds zur kapitalistischen Produktion“². Die engere Fühlung mit dem Sparprozeß hält jedoch wieder der Begriff der Kapitaldisposition.

Gerade die Theorie des Sparens und der Kapitalbildung bedarf dringendst des Begriffes der Kapitaldisposition. Das

¹ „Der ganze Vermögensstock der Volkswirtschaft dient als Subsistenzfonds oder Vorschuffonds...“ *Böhm-Bawerk* a. a. O., S. 394.

² *Böhms* Kapitalbegriff — dies konstatiert er selbst (a. a. O., S. 44) — „schließt... gerade das wichtigste Anfangsglied der Kette aus, während der Begriff des Subsistenzfonds... den vollen Inbegriff der Güter umfaßt, mit deren Hilfe der kapitalistische Produktionsprozeß eingeschlagen und durchgeführt wird.“

Objekt des Sparens war lange Zeit strittig. Man bestritt, daß Sparen die Voraussetzung der Kapitalbildung sei, weil das *Realkapital* nicht erspart, sondern produziert würde. Man bestritt, daß *Konsumgüter* erspart würden, da eine Anhäufung von Konsumgütern kein Kapital sei. Man verstand schließlich, daß *Produktivkräfte* Gegenstand des Ersparens seien, war aber damit ziemlich ferne von den sichtbaren Erscheinungen des Wirtschaftslebens. Kapitalangebot ist an sich kein Anbieten von Produktivkräften. Der Terminus *Kapitaldisposition* bringt aber den Gedanken zum Ausdruck: Der Sparer führt dem Unternehmer Kapitaldisposition zu, er verleiht ihm damit die Verfügungsmacht über jene Produktivkräfte, auf deren Genußdienste für die Gegenwart (oder nähere Zukunft) er verzichtet hat.

Böhm-Bawerk selbst könnte nach einem ähnlichen Wort gesucht haben; so wenn er davon spricht, daß das Volk „das Ersparte“ anlegt, daß „es“, dem Produktivkredit zugeführt, die Kaufkraft von Produzenten zu Produktionszwecken vermehrt und schließlich zur veränderten „Disposition“ der Produktivkräfte führt¹. Dieses „Etwas“, das zur veränderten Disposition der Produktivkräfte führt, könnte man es nicht einfach „Sparkapital“ oder „Sparmittel“ nennen, wozu brauchen wir dazu die Wortmißgeburt „Kapitaldisposition“?

Der Begriff der Kapitaldisposition umfaßt mehr als die verfügbaren Sparmittel, er umfaßt auch die zur Reinvestition verfügbaren Erneuerungsrücklagen der Wirtschaft, das *Amortisationskapital*. Das einst in ausdauernde Kapitalgüter investierte Sparkapital wird im Wege der Amortisationsquoten wieder frei und bildet —

¹ a. a. O., S. 149.

als Rücklage vom Rohertrag — „freie Kapitaldisposition“, ohne eine Kapitalvermehrung der Wirtschaft zu bewirken. Die Erneuerungsrücklagen stehen ebenso wie die Sparrücklagen als freie Kapitaldisposition zur Bildung von Realkapital zur Verfügung.

Das sogenannte Betriebskapital oder umlaufende Kapital ist nicht zur Gänze als freie Kapitaldisposition anzusprechen, da das Betriebskapital der Zwischenproduzenten nur in dem Maße umgesetzt, also für das einzelne Unternehmen frei wird, als die Produzenten der nächstfolgenden Produktionsstufe ihr Betriebskapital binden¹. Erst bei rentablem Abschluß des gesamten Produktionsweges erfolgt mit dem Verkaufe des genußreifen Produkts ein Freiwerden der vom umlaufenden Kapital repräsentierten Kapitaldisposition, die nun zur Reinvestition zur Verfügung steht. Man könnte, obzwar es nicht gebräuchlich ist, auch hier von einer Amortisation sprechen, die nach erfolgreichem Abschluß der technischen Produktion bei Verbrauchlichen Kapitalgütern zu 100 Prozent, bei ausdauernden Kapitalgütern jeweils bloß zu einem geringeren Hundertsatz erfolgt. Hier wie dort ist natürlich von einer selbständigen „Reproduktion des Kapitals“ keine Rede, vielmehr liegt es ganz bei den Unternehmern, bzw. Kapitalisten, ob die bei erfolgreicher Gebarung freigewordenen Mittel neuerlich „zurückgelegt“, reinvestiert werden sollen.

Kapitaldisposition ist aber nicht nur der Oberbegriff für die ersparte oder zurückgelegte Kaufkraft, sondern auch der für die vom Bankkredit geschaffene „formale“ oder zusätzliche Kaufkraft. Denn auch diese verleiht

¹ Viele dieser hier im Begriffskatalog gemachten Andeutungen werden erst im Verlaufe der späteren Darlegungen ihre Erklärungen finden.

die Verfügungsmacht über Produktivkräfte zur Erzeugung von Kapitalgütern, ist also Kapitaldisposition. Daß der Begriff der Kapitaldisposition sowohl die Sparmittel und Erneuerungsrücklagen als auch die zusätzlichen Bankzahlungsmittel zusammenfaßt, entspricht vollkommen dem Bild, das auch der sonst theorieunkundige Wirtschaftsbeobachter von der Wirklichkeit erhält. Es deckt sich dieser Begriff, der alle nicht dem Konsum gewidmete, woher immer herrührende Kaufkraft zusammenfaßt, mit dem Popularbegriff des Kapitals; der Kapitalbegriff *Schumpeters*¹ verhält sich zu dem *Böhm-Bawerks* wie der Begriff „Kapitaldisposition“ zum Begriff „Realkapital“. Daß die „inflationistischen“ Kredite ebenso wie die aus Sparkapital gebildeten Sachkredite hier unter einem Oberbegriff zusammengeworfen werden, kann uns nicht dazu verleiten, in die Irrtümer *Macleods* und seines modernen Anhängers *Albert Hahn*² zu verfallen. Man muß nur den Gedanken, daß das Angebot an Kapitaldisposition aus verschiedenen Quellen fließt, weiterdenken,

¹ *Josef Schumpeter*: Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung. München und Leipzig 1912, ferner Artikel „Kapital“ im Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 4. Auflage, Bd. 5, Jena 1923, S. 582 ff., als Nachtrag zu *Böhm-Bawerks* gleichnamigem Artikel. Vgl. S. 584: „Unter diesen Kapitalsbegriff fällt daher nicht nur effektives Geld in weitester Bedeutung, so weit es nicht dem konsumtiven Güterverkehr dient, sondern auch alle Formen von aus dem Kreditverkehr geborenen Kaufkraftsummen.“

² *Hahn* behauptet die schöpferische Kraft des Bankkredits. Mit stärkster Betonung argumentiert er a. a. O., S. 121: „Ist die Nachfrage primär gegenüber der Produktion, dann ist auch die Kredit-einräumung primär gegenüber der Kapitalbildung. Ohne Kredit-einräumung können keine Kapitalgüter produziert werden.“ Darin liegt gar keine aufregende Entdeckung; wenn man diese These dahin verstehen darf, daß ohne Kapitaldisposition kein Realkapital geschaffen wird, so ist sie selbstverständlich.

um zur Erkenntnis der verschiedenen Wirkung auf die wirtschaftliche Entwicklung zu gelangen.

Es könnte gefragt werden, warum nicht das einfache und sofort verständliche Wort „Geldkapital“ an Stelle des unschönen Ausdrucks „Kapitaldisposition“ verwendet werden soll. Da es sich ja durchwegs um Kaufkraft oder Geld handelt, wäre doch „Geldkapital“ das passendere Gegenstück zum „Realkapital“! Der Grund, warum die Wahl auf den komplizierteren Terminus fallen muß, liegt darin, daß der Begriff der Kapitaldisposition auch bei naturalwirtschaftlichem Denken beibehalten werden kann. Eben darum haben wir auch bei allen Definitionsversuchen die Kapitaldisposition immer auf einen Inbegriff von „Mitteln“ bezogen. Dieses ziemlich verschwommene Wort sollte uns nur darüber hinweghelfen, daß es sich in der Naturalwirtschaft um eine Disposition über Güter und Dienste, in der Geldwirtschaft zunächst um eine Disposition über Kaufmittel handelt.

Cassel, *Adolf Weber* und ihre Anhänger beschränken aber den Begriff der Kapitaldisposition nicht auf den Inbegriff der zur Bildung von Sachkapital verfügbaren Mittel, sondern verstehen darunter auch den bereits festgelegten, investierten produktiven Vermögensstock. Es wäre vielleicht zweckmäßiger gewesen, bloß die freien, disponiblen, zur Verwandlung in Zukunftsgüter (Realkapital) zur Verfügung stehenden Mittel als Kapitaldisposition zu bezeichnen und den bereits investierten Mitteln gegenüberzustellen, zumal sich die letzteren im schon bestehenden Realkapital repräsentieren. Es ist dieses „Kapital gebunden, für andere Produktionszwecke nicht verfügbar“¹,

¹ *Carl Menger*: a. a. O., S. 134.

eine weitere „Disposition“ nicht mehr möglich. Wenn diese gebundenen Mittel von den Urhebern der Bezeichnung dennoch auch als „Kapitaldisposition“ angesprochen wurden, so muß auf eine abweichende Verwendung des einmal eingeführten Terminus aus Gründen „terminologischer Disziplin“ verzichtet werden¹. Um auch Zweckmäßigkeitsgründe dafür anzuführen, sei daran erinnert, daß (erstens) privatwirtschaftlich jedes Realkapital wieder zu „freier Kapitaldisposition“ (zu „abstrakter individueller Verfügungsmacht“²) werden kann und daß (zweitens) für die Zinsfußbildung die investierte wie die freie Kapitaldisposition wichtig ist.

Gerade für die Zinstheorie ist aber die Unterscheidung von freier und gebundener Kapitaldisposition wichtig, da auf der Angebotseite der Kreditmärkte stets nur freie Kapitaldisposition steht. Was kurz als „Kapitalangebot“ auf den beiden Kreditmärkten bezeichnet wird, ist das Angebot an freier, disponibler Kapitaldisposition und fließt aus drei Quellen: aus den Sparrücklagen, den Erneuerungsrücklagen und dem zusätzlichen Bankkredit. Für die Nachfrageseite auf dem Kreditmarkt ist die Menge der schon investierten Kapitaldisposition — sich deckend mit dem vorhandenen Realkapitalstock — maßgebend³, weil sich danach die „Isohypse der Mehr-

¹ Auch die Anlehnung an die *Clarksche* Terminologie wird dadurch leichter gefunden. Realkapital ist den capital goods, Kapitaldisposition (mit Ausnahme der „formalen“ inflationistischen) dem true capital J. B. Clarks (*Essentials of Economic Theory* New York 1907, S. 29) gleichzusetzen.

² *Adolf Weber*: Allgemeine Volkswirtschaftslehre, München und Leipzig 1928, S. 172.

³ *Friedrich A. Hayek*: Geldtheorie und Konjunkturtheorie, Wien und Leipzig 1929, S. 123 ff. *Hayek* hat sich gegen den Begriff

erträgnisse“¹ weiterer Produktionsumwege, d. i. die Rentabilität weiterer Kapitalverwendung ergibt.

Mit den beiden Kapitalbegriffen kommt die ökonomische Theorie für alle Untersuchungen aus. Es ist leicht einzusehen, daß zum Faktum „Kapitalbildung“ beide Kapitalbegriffe gehören, nämlich die Bereitstellung von „Kapitaldisposition“ und ihre Investierung in „Realkapital“. Wird irgendwo der Ausdruck „Kapital“ ohne nähere Bezeichnung gebraucht, so wird sich unschwer feststellen lassen, welcher der beiden Begriffe gemeint ist. Es werden die hier empfohlenen Begriffe in den nachfolgenden Untersuchungen ihre Zweckmäßigkeit zu erweisen haben² und, wenn die Ergebnisse befriedigend erscheinen werden, so wird dies vielleicht auch zur Vereinheitlichung des wirtschaftswissenschaftlichen Sprachgebrauchs beitragen.

§ 7. Für die Frage „Nimmt die Börse Kapital in Anspruch?“ ergeben sich also nach Klarstellung der Begriffe verschiedene Bedeutungen und es hat sich die Beantwortung mit der Möglichkeit der gänzlichen Absorption oder der zeitweisen Bindung von Realkapital oder Kapital-

der „Kapitaldisposition“ gewandt, dessen angebliche Unklarheit *Cassels* Zinstheorie „bis zur Unbrauchbarkeit entstelle“ (a. a. O., S. 119). Nun spricht aber *Hayek* selbst in längeren und sehr zutreffenden Ausführungen (S. 123 ff.) davon, daß für die Zinserklärung nicht bloß das „jeweils vorhandene Gesamtkapital“, sondern vor allem das „jeweilige Angebot von zu Neuinvestitionen verfügbarem Kapital“ (von mir gesperrt) wesentlich sei. Man hat bloß das „zu Neuinvestitionen verfügbare Kapital“ mit „freier Kapitaldisposition“ gleichzusetzen, um eine vollkommene Übereinstimmung zwischen *Hayek* und mir konstatieren zu können.

¹ *Böhm-Bawerk*: a. a. O., S. 466.

² Dies soll insbesondere bei den im sechsten Kapitel behandelten Problemen überprüft werden.

disposition durch die Berufsspekulation oder Publikumspekulation in Effekten zu beschäftigen.

Dabei darf aber der Zweck der Fragestellung nicht aus dem Auge verloren werden. Es handelt sich ja schließlich darum, ob durch die Effektenspekulation und die von ihr in Anspruch genommenen Kredite den übrigen Kreditwerbern, insbesondere der Industrie, etwas verloren gehe. Dieses möglicherweise verlorene „Etwas“ sollte dem Hauptverdacht zufolge „Kapital“ sein. Es wird mit der Beantwortung der bisher aufgestellten Fragen unsere Untersuchung noch nicht erschöpft sein, denn die Fragen, die zunächst nur auf den Entzug von Kapital abzielen, werden dann dahin zu stellen sein, ob die Industrie nicht (oder nicht auch) in anderen Beziehungen durch Börse und Börsenkredit zu Schaden komme. Es wird die weitere Untersuchung also dann nach anderen Richtungen zu lenken sein: sie wird sich mit der vielfach behaupteten „Bindung von Kaufkraft“, mit der „Absorbierung von Zahlungsmitteln“ durch die Börse, mit den Fragen der Ausnützung und allfälligen Beeinflussung der bankmäßigen Kreditgewährungsmöglichkeiten zu befassen haben.

Die Zahl der gegen die Effektenspekulation und die Börsenkredite erhobenen Vorwürfe ist damit noch nicht erschöpft. Es muß auch über die oft behauptete Verursachung von Fehlinvestitionen und Überinvestitionen durch die Börsenspekulation, ebenso über die ihr manchmal zugeschriebene Schuld an Kreditinflationen einerseits, Kreditvertéuerung anderseits gesprochen werden.

Das Programm ist angesichts dieses präsentierten Sündenregisters nicht klein. Es handelt sich uns nicht darum, die Börse von den vorgehaltenen Sünden frei-

zusprechen oder sie zu verurteilen; die Verfolgung politischer Ziele liegt uns fern. Wir nehmen das Sündenregister bloß als Leitfaden durch die offenen Probleme, um die bestehenden Zusammenhänge zwischen Börsenkredit, Industriekredit und Kapitalbildung zu klären. Wenn die Ergebnisse unserer theoretischen Denkarbeit dem praktischen Politiker — Bankpolitiker und Konjunkturpolitiker — zur Richtschnur dienen werden, dann um so besser!

DRITTES KAPITEL.

DIE ROLLE DES KAPITALS BEIM EFFEKTENVERKEHR.

§ 8. Es hieße wohl offene Türen einrennen, wollte man einen Nationalökonomem erst durch einen besonderen Nachweis davon überzeugen, daß eine Behauptung, die Effektenbörse absorbiere dauernd oder zeitweise Realkapital, sinnlos ist. Realkapital — produzierte Produktionsmittel — also Ziegelsteine, Eisenträger, Maschinen, Drahtstifte, Hebekrane usw. werden von der Effektenspekulation weder absorbiert noch aufgesaugt, noch gebunden.

Ist aber der Vorstellung einer Absorption von Realkapital durch die Effektenspekulation auch nicht der geringste Sinn abzugewinnen, so müssen doch vorsichtsweise die wirtschaftlichen Vorgänge bei der Realkapitalbildung und Realkapitalverwendung auf die Mitwirkung der Effektenbörse hin durchgedacht werden.

§ 9. Auf der Börse werden Umsätze in Effekten — in fungiblen Wertpapieren, welche das Recht auf den periodischen Ertrag eines Anlagekapitals verbriefen¹ — bewirkt. Soweit es sich um bereits emittierte und gehandelte Effekten (gleichgültig ob Obligationen, d. s. festverzinsliche Schuldverschreibungen, oder Aktien, d. s. Mitgliedsrechte an einer Aktiengesellschaft mit Anspruch auf Ertragsbeteiligung), handelt, ist es für das Realkapital, seine Bildung oder seine Verwendung gänzlich belanglos, wie oft diese Anteilsrechte am Realkapitalertrag ihren Besitzer wechseln und zu welchen Kursen dies geschieht.

¹ Vgl. Schulze-Gaevernitz: a. a. O., S. 102.

Den Besitzwechsel an den Realkapitalanteilen zu erleichtern, ist ja gerade die Funktion der „Effektivisierung“. Die Übertragung sonstiger Gesellschaftsanteile oder die Zession von gewährten Krediten ist mit großen Umständen verbunden, die einen besonders häufigen Umsatz verhindern. Wenn nun der Gesellschaftsanteil oder die Kreditzuzählung durch Effekten verbrieft ist — „effektivisiert“ ist, wie der unschöne, aber bequeme Ausdruck lautet — so wird das Ausscheiden eines alten und der Eintritt eines neuen Gesellschafters oder die Rückzahlung eines Kredites bei gleichzeitiger Aufnahme eines neuen Kredites zum Effektenkauf und -verkauf vereinfacht.

Es seien gleich an dieser Stelle die beiden effektivisierten Rechtstitel — Gesellschaftsanteil und festverzinslicher Kredit — auf eine gemeinsame Formel gebracht, die von juristischen Unterschieden absieht und wirtschaftliche Wesensmerkmale zusammenfaßt. Insoweit der periodische Ertragsanteil ins Auge gefaßt wird, können beide Titel als „Kapitalanteil“, insoweit das Faktum der einseitigen Kaufkraftübertragung hervorgehoben werden soll, als „Kreditverhältnis“ angesprochen werden. Es gibt eine weitläufige Diskussion über die Frage, ob der Aktienbesitzer für die Wirtschaftstheorie als Unternehmer oder als Gläubiger zu gelten hat¹. Wir erlauben uns dazu die Bemerkung, daß beide Auffassungen möglich sind und daß es ganz vom Zweck der Untersuchung abhängt, ob gerade die Unternehmerfunktion oder die Gläubigerfunktion des Aktienbesitzers hervorgekehrt wird. In einigen Fällen wird man sich für letzteres zu entscheiden haben. Wenn man sich beispielsweise klar macht, daß eine Aktiengesellschaft

¹ Amon will den Aktienbesitzer als Unternehmer betrachtet wissen. Vgl. „Der Unternehmergewinn“, Wirtschaftstheorie der Gegenwart. III. Band, Wien 1928, S. 263 ff.

die Wahl hat, ob sie ihren gestiegenen Kapitalbedarf durch Ausgabe von Aktien oder durch Ausgabe von Obligationen decken will, so wird man, wenn die Unternehmung der jeweiligen Marktlage entsprechend den ersteren Weg beschreitet, wohl darauf verzichten, den Aktienkäufer als neuen Unternehmer anzusehen, und wird die Auffassung des Vorganges als Kreditaufnahme vorziehen. Ebenso wird man sich nicht scheuen, von Kreditgewährung zu sprechen, wenn sich ein Kapitalist nach Überlegung, ob er seine flüssigen Mittel in Aktien oder Obligationen anlegen soll, für den Aktienkauf entscheidet.

Sowohl vom Standpunkt des Aktien ausgebenden Unternehmens wie vom Standpunkt des Aktien kaufenden Kapitalisten läßt sich also die auf diesem Wege erfolgende Übertragung der Kaufkraft des Kapitalisten auf das Unternehmen als Kredit behandeln. Der Hauptvorteil der „Effektivierung“ liegt nun darin, daß dieser Kredit durch Aktienausgabe für das Unternehmen langfristig — nämlich auf die ganze Lebensdauer des Unternehmens erteilt — ist, für den Kapitalisten aber nicht langfristig, ja überhaupt nicht befristet ist, denn wenn er die dem Unternehmer überlassene Kaufkraft zu irgend welchen Zwecken wieder benötigt, kann er sie sich durch Weiterverkauf seiner Effekten jederzeit wieder beschaffen. Diese Zurückziehung des Kredits ist für das Unternehmen in der Regel gar nicht fühlbar, da an die Stelle des einen Kapitalisten ein anderer — in der Person des Erstehers der Aktien — tritt, und sie ist auch für den Kapitalisten, der seine Effekten realisiert, ohne Einbuße möglich, wenn er bei der Wahl der Aktien die nötige Vorsicht geübt hat und wenn eine tragfähige Effektenspekulation besteht.

§ 10. Die Effektspekulation schafft sozusagen ein Reservoir zum Ausgleich zwischen dem jeweiligen Angebot und der jeweiligen Nachfrage unter Vermeidung empfindlicher, vom Zufall abhängiger Kursschwankungen. Ohne dieses „Reservoir für schwimmende Effekten“ wäre es kaum denkbar, daß alle Aktienbesitzer, die ihre Werte realisieren wollen, gerade zum richtigen Zeitpunkt auf kauflustige Kapitalisten treffen. Ein Effektenangebot, das nicht sogleich „Aufnahme“ findet, würde einen Kurssturz herbeiführen und die zu solchen Notverkäufen genötigten Kapitalisten bekämen nicht mehr die ganze Kaufkraft zurück, die sie durch den Aktienkauf dem Unternehmen zur Verfügung gestellt hatten. Der Verlust des Aktienverkäufers wäre keineswegs ein Verlust der Volkswirtschaft, denn das Unternehmen und das ihm gehörige Realkapital wäre durch die ganze Transaktion, durch den Wechsel in der Person des Anteilseigners, überhaupt nicht berührt und dem Verlust des zu Tiefkursen verkaufenden Kapitalisten stände der Gewinn des billig einkaufenden Aktienerstehers gegenüber. Verloren ginge aber das Vertrauen der Kapitalbesitzer in die jederzeitige verlustlose Veräußerungsmöglichkeit der Effekten und ohne dieses Vertrauen gibt es keinen „Effektenkapitalismus“¹, gibt es also nicht jene oft gerühmte „Verwertung kleinster Kapitalsplitter“, gibt es nicht die Ausnützung jenes Sparkapitals, das nicht zu dauernder Investierung gewidmet wird, weil es der Sparer zu seinem jederzeitigen Gebrauch reserviert halten will, gibt es also nicht jene Menge von „Anlagekapital“, wie sie erst durch die Effektivisierung der Wirt-

¹ *Robert Liefmann: Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften, Jena 1909.*

schaft und ihren tragfähigen Effektenmarkt ermöglicht wurde.

Die Funktion der Effektenspekulanten besteht in dieser „Verbreiterung des Marktes“, in dieser Aufnahmefähigkeit für ein plötzliches Effektenangebot und in der Abgabefähigkeit an eine größere Nachfrage nach Effekten. Nur bei Bestehen der Effektenspekulation lassen sich Kursschwankungen, die nicht von der Beurteilung des Effekts hinsichtlich Ertrag und Sicherheit diktiert sind, vermeiden. Die Aufnahmefähigkeit der Spekulation ist nicht nur für das durch Realisierung von altem Aktienbesitz entstehende „flottante Material“, sondern auch für neue Emissionen von Wichtigkeit. Diese Effektenbestände finden bei der Spekulation Unterkunft, bis sie von festen Händen aufgenommen werden; das „schwimmende Material“ wird nur allmählich aus dem Reservoir der Spekulation vom Nährboden des sparenden Publikums aufgesaugt.

§ 11. Während der bloße Besitzwechsel von bestehenden Effekten, gleichgültig ob zwischen Anlagekapitalisten oder Spekulanten, mit Realkapitalbildung oder Realkapitalverwendung unserer bisherigen Überlegung zufolge nichts zu tun hat, kann die Emission neuer Aktien die Zuführung neuer Kapitaldisposition in die Industrie bedeuten. Wir sagen „kann bedeuten“, weil es oft der Fall ist, daß die Aktienemission auch nichts anderes als die Konvertierung eines bereits in Anspruch genommenen Kredits ist, in welchem Falle die Transaktion nicht in den Bereich des für das Realkapital Relevanten kommt. Wenn ein Industrieunternehmen, beispielsweise, seinen zum Ausbau seiner Anlagen gestiegenen „Kapitalbedarf“ — d. h. Bedarf an Kapitaldisposition zwecks An-

schaffung von Realkapital — zunächst durch einen offenen Kredit gedeckt hat und später erst durch „Kapitalvermehrung“ — Aktienausgabe — fundiert, so tangiert die zweite Transaktion nicht mehr die Sphäre des Realkapitals, da nur ein Wechsel in der Person des Gläubigers stattfindet: der erste Kreditgeber erhält seine Kapitaldisposition zurück, der Aktienübernehmer stellt seine zur Verfügung. Daß die freiwerdende Kapitaldisposition auf den „Geldmarkt“ zurückfließt, die dagegen investierte vom Kapitalmarkt stammt, ist eine technische Besonderheit, die uns in diesem Augenblick noch nichts angeht.

§ 12. Nun seien einmal die einzelnen wirtschaftlichen Vorgänge verfolgt, die zur Bildung und Verwendung von Realkapital führen.

Kapitalbildung ist Sparen und Verwendung der gesparten Einkommensteile in der Produktion. (Einschlagen weiterer Produktionsumwege.) Wenn der einzelne einen Teil seines Einkommens nicht dem Konsum zuführt, so bedeutet dies noch keine Kapitalbildung¹. Zur Konsumverschiebung („Warten“, Verzicht auf Gegenwartsgüter) muß die Produktion von Produktionsmitteln („Investieren“, Erzeugung von Zukunftsgütern) kommen, um „Kapitalbildung“ zu konstituieren. Wenn in der Geldwirtschaft ein Sparer einen Teil seines Geldeinkommens nicht als aktuelle Kaufkraft ausnützt, sondern für die Zukunft zurücklegt, im Strumpf oder im Geldschrank thesauriert, so unterbleibt die Kapitalbildung, so wird privatwirtschaftliches Sparen

¹ Vgl. dazu *Wilhelm Röpke*: Die Theorie der Kapitalbildung. In „Recht und Staat in Geschichte und Gegenwart“, 63. Heft, Tübingen 1929, S. 7 ff.

nicht zu volkswirtschaftlichem Sparen¹. Das Zurückziehen von Kaufmitteln vom Markte durch die Thesaurierung bedeutet eine relative Stärkung der Nachfragefähigkeit aller anderen Geldeinkommen; der Einkommenteil, auf den der eine verzichtet hat, wächst allen anderen durch entsprechende Erhöhung ihrer Realeinkommen zu. Der Konsum an Gegenwartsgütern wird nicht beschränkt, die Produktion von Zukunftsgütern nicht erweitert —, es sei denn um jenen Bruchteil der thesaurierten Kaufmittel, um den neben der Kaufkraft der übrigen Konsumenten auch die Kaufkraft der Investoren gestärkt würde.

Ein Kapitalbildungsprozeß hat erst stattgefunden, wenn Einkommen anstatt im Konsum zu rentabler Produktion Verwendung findet, sei es, daß der Sparer selbst Unternehmer ist, sei es, daß er seine Kaufkraft, seine Kapitaldisposition durch Kredit einem anderen Unternehmer (Investor) zur Verfügung stellt. Zur Überstellung der ersparten Kaufkraft (des „Sparkapitals“, der Kapitaldisposition) an die Produktionsunternehmen dient die Kreditvermittlungstätigkeit der Banken und Sparkassen und der Kapitalmarkt mit seinem Hauptplatz: der Effektenbörse. Welche dieser Einrichtungen zur Anlage des Sparkapitals verwendet wird, wird im einzelnen Falle von der Beurteilung der Sicherheit, der Liquidität (Möglichkeit der Zurückziehung bzw. Veräußerung) und der Ertragsaussichten abhängen. Der Ertrag des Sparkapitals besteht bei den Einlagen in Geldinstitute oder beim Kauf festverzinslicher Papiere (Pfandbriefe,

¹ Vgl. Robert Liefmann: Theorie des Sparens und der Kapitalbildung. Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft im Deutschen Reich, 36. Jahrg., 4. Heft, München und Leipzig 1912, S. 1565 ff. Liefmann definiert dort (S. 1579) das volkswirtschaftliche Sparen kurz: „Einkommen Kapital werden lassen“.

Obligationen) aus den Zinsen, beim Aktienkauf aus Dividenden und Kursgewinnen. Die Anziehungskraft des Spekulationsmarktes, des Einlage- und des Anlagemarktes, wechselt entsprechend dem Konjunkturverlauf ab¹. Ein Grund, die Sparkapitalverwendung auf dem einen oder anderen Weg von irgendeinem „volkswirtschaftlichen Standpunkt“ zu bevorzugen, liegt nicht vor.

§ 13. Die Kapitaldisposition wird — um unsere Beobachtung des wirtschaftlichen Vorganges fortzusetzen — beispielsweise einem Industrieunternehmen zugeführt, indem der Sparer neu ausgegebene Aktien dieses Unternehmens kauft. Das Unternehmen beabsichtigt einen Ausbau seiner Kraftanlage durch Errichtung einer Wasserstauanlage. Die Kapitaldisposition des Sparers wird also durch die Investoren zur Schaffung des Realkapitals „Stauanlage“ verwendet.

Wir haben absichtlich eine „Stauanlage“ zu unserem Beispiel herangezogen, weil es sich da wirklich um eine weitgehende Neubildung von Realkapital handelt. Nicht dasselbe ist der Fall, wenn das Industrieunternehmen sich Maschinen anschafft, die von der Maschinenfabrik schon in Erwartung der erfahrungsgemäß auftretenden Nachfrage „auf Lager“ gearbeitet wurden. Da besteht schon das Realkapital und die dem Unternehmen zugeführte Kapitaldisposition kauft bereits gebildetes Realkapital. Aus welchen Mitteln war aber dessen Herstellung möglich? Das Lager an verkaufsbereiten Maschinen ist ein Teil des Betriebskapitals der Maschinenfabrik. Einerlei ob sich die Maschinenfabrik ihr Betriebskapital am Geldmarkt beschaffte oder aus eigenen Mitteln

¹ Über die Ursachen der wechselnden Anziehungskraft wird später zu sprechen sein.

beistellte — die das Betriebskapital der Maschinenfabrik bildende Kapitaldisposition wurde zur Erzeugung der Maschine verwendet. Das Betriebskapital wird umgesetzt, d. h. die Maschinenfabrik erhält durch den Verkauf der Maschine die darin steckende Kapitaldisposition wieder zurück. Die Wiederkehr des flüssigen Betriebskapitals der Maschinenfabrik ist in unserem Beispiel durch die vom Aktienkäufer dem Unternehmen zum Maschinenkauf überlassene Kapitaldisposition möglich geworden.

In diesem Beispiel haben wir zur Verdeutlichung des Tatbestandes „Übernahme von bereits gebildetem Realkapital“ vom „Fertigwarenlager“ der Maschinenfabrik gesprochen. Derselbe Tatbestand liegt zum Teil auch vor, wenn die Maschine erst „auf Bestellung“ erzeugt wird, denn die dazu erforderlichen Bestandteile, ob sie sich nun schon im Materiallager der Maschinenfabrik oder im Verkaufslager der Eisenwerke usw. befanden, waren jedenfalls bereits erzeugtes Realkapital, bereits festgelegtes Betriebskapital der einzelnen Unternehmungen. Die Herstellung der bestellten Maschine bedeutet bezüglich der Materialverwendung und bezüglich der Benützung der Anlagen der Maschinenfabrik eine Verwendung von gebildetem Realkapital (d. i. dessen Übernahme durch die neue Kapitaldisposition) und nur die noch dazu investierten ursprünglichen Produktionsmittel, vor allem die in der Maschinenfabrik geleistete Arbeit, bedeutet Neubildung von Realkapital.

§ 14. Wir haben bis jetzt drei Fälle kennen gelernt, wo die Zufuhr der Kapitaldisposition zum Industrieunternehmen auf dem Wege der Aktienaussgabe erfolgt ist, in welchen aber die Wirkung auf den Bereich des Realkapitals eine durchaus verschiedene war.

Einmal wurde das neue Aktienkapital zur Rückzahlung eines offenen Kredits verwendet; das hatte mit dem Realkapital gar nichts zu tun, denn dieses war offenbar schon mittels der Kapitaldisposition des offenen Kredits angeschafft worden; die neue Kapitaldisposition (durch Aktienaussgabe) trat bloß an die Stelle der bisherigen, die dem ersten Kreditgeber zurückgestellt und wieder zur neuen Kreditgewährung frei wurde.

Im zweiten Fall wurde das neue Aktienkapital zur Errichtung eines Stauwerkes verwendet; hier führte die neue Kapitaldisposition sichtbar zur Bildung von neuem Realkapital.

Im dritten Falle wurde das neue Aktienkapital zur Anschaffung von fertigen Maschinen verwendet; hier bewirkte die neue Kapitaldisposition die Inverwendungnahme von bereits gebildetem Realkapital, wobei die bisher darin steckende Kapitaldisposition zur weiteren Verwendung frei wurde.

Es wäre noch ein vierter Fall zu erwähnen, in welchem das neue Aktienkapital wohl zur Anschaffung von neuem Realkapital bestimmt ist, aber nicht sofort bei der Einzahlung, sondern nur sukzessive — etwa nach Maßgabe des Baufortschrittes — investiert wird. Die noch nicht benötigte Kapitaldisposition wird zweifellos bis zum Zeitpunkt des Eigenbedarfes dem „Geldmarkte“ zur „kurzfristigen Verwendung“¹ zur Verfügung gestellt.

Dort wo Kapitaldisposition gebunden wurde, kam es zur Bildung neuen Realkapitals; wo keine Bildung neuen Realkapitals bewirkt wurde, gab es keine Bindung von

¹ Über die Zweifel, die bezüglich der angeblichen kurzfristigen Kapitalverwendung bestehen können, siehe §§ 58 und 59.

Kapitaldisposition; der bloße Austausch von Kapitaldisposition bedeutete auch keine vorübergehende Bindung, da mit dem Momente der Verwendung der neu zugeflossenen die bisher gebundene frei wurde. Man braucht keine Sorge zu haben, daß die Wiederverwendung verzögert werde, da die Verzögerung einer Verwendung von Kapitaldisposition mit einem Zinsenverlust bestraft würde, den jeder private Wirt, insbesondere jedes private Erwerbsunternehmen unbedingt vermeidet.

Wenn wir nun, nachdem wir schon eingangs dieses Kapitels den Gedanken einer Absorption oder zeitweisen Bindung von Realkapital als sinnlos abgelehnt haben, über Absorption und Bindung von Kapitaldisposition im Falle des Kaufes neu ausgegebener Aktien gesprochen haben, so bleibt die Möglichkeit der Absorption oder Bindung von Kapitaldisposition noch im Falle des Handels mit bereits emittierten Effekten zu erwägen.

§ 15. Geben wir zunächst *Cassel* das Wort, der in seinem Lehrbuch¹ ausspricht: „Nachfrage nach Kapitaldisposition äußert ein reproduzierbares dauerhaftes Gut grundsätzlich nur einmal, und zwar in der Höhe seiner Produktionskosten.“ Die Kapitalgüter haben also zu ihrer Herstellung einmal Kapitaldisposition erfordert, beim Tausch aber oder beim Tausch der auf sie ausgegebenen Anteilscheine erfordern sie kein Mehr an Kapitaldisposition.

Die Erfahrung, daß ein Aktienkäufer in „Spekulationszeiten“ bei gestiegenen Effektenkursen ein Mehr an Kapitaldisposition aufwenden muß, als seinerzeit bei der Produktion des hinter den Effekten stehenden Realkapitals erforderlich war, scheint der obigen Behauptung zu wider-

¹ *Gustav Cassel*: Theoretische Sozialökonomie, 2. Auflage, Leipzig 1921, S. 187.

sprechen. Der Widerspruch besteht in Wirklichkeit nicht, wenn man bedenkt, daß die größere Menge von Kapitaldisposition, die der Aktienkäufer bindet, gleichzeitig beim Aktienverkäufer frei wird. Nehmen wir an, der Kapitalist A habe seinerzeit die Aktien um den Preis von 100 Mark übernommen und das Industrieunternehmen habe um diese 100 Mark Realkapital angeschafft. Der Kapitalist B biete nun — à la hausse gestimmt — für die gleichen Aktien dem A einen Preis von 120 Mark und verwende seine neuen Ersparnisse auf den Kauf dieser Papiere. Erscheinen nun 100 Mark oder 120 Mark oder 220 Mark Kapitaldisposition gebunden? Die einfache Überlegung, daß die von B aufgewendeten 120 Mark mit Vollzug des Kaufs zur freien Verfügung des A stehen, muß ergeben, daß trotz des Spekulationskaufs zu 120 auch weiter nur 100 Mark Kapitaldisposition gebunden sind.

Gegen diese so einfache Erkenntnis werden aber Einwände erhoben, die sehr schwerwiegend und auch teilweise berechtigt sind. Da *Cassel*, der vom Autor dieser Einwendungen — Prof. *Reisch* — ausdrücklich apostrophiert wurde, in seiner allzu selbstsicheren Art eine Stellungnahme dazu unterläßt, werden wir uns um so eingehender damit befassen müssen. Vorher sei aber das eben herangezogene Beispiel zur Besprechung eines weiteren wichtigen Vorwurfs gegen die Effektspekulation fortgeführt.

§ 16. Zugegeben, daß der Aktienverkäufer A durch Verkauf seiner Aktien die 120 Mark zu seiner freien Verfügung hat, wird er nicht den erzielten Mehrerlös von 20 Mark als Einkommen betrachten und konsumieren? Führt also nicht die Kurssteigerung zu einer Aufzehrung der Kursgewinne und somit tatsächlich zur Absorption, nämlich

zur Aufzehrung eines großen Teils des neuen Sparkapitals? Wenn der Aktienverkäufer A bloß sein seinerzeit aufgewendetes Sparkapital von 100 „weiterarbeiten“ läßt, den Kursgewinn von 20 Mark aber konsumiert, so sind von den von B neu ersparten — dem Konsum entzogenen — 120 Mark doch 20 Mark der Produktion vorenthalten worden.

Diese Möglichkeit des Kapitalentzugs zu Konsumzwecken durch Aufzehrung der Gewinne wird allgemein als besonderer Nachteil der Effektspekulation angesehen. Wenn irgendein Produzent, sagen wir ein Maschinenfabrikant, seinen Gewinn zu Konsumzwecken verwendet, wird dies im allgemeinen nicht unter dem Titel „Kapitalentzug“ beanständet. Und doch ist dieser Gewinn nichts anderes als die Differenz zwischen der beim Verkauf der Maschinen erhaltenen und der für ihre Erzeugung selbst aufgewendeten Kapitaldisposition. Wenn ein Industrieunternehmen ihm zugeflossenes Sparkapital zum Ankauf der Maschinen verwendet und die Maschinen vom Maschinenfabrikanten, der dafür an Produktionskosten 100 Mark aufgewendet hat, um 120 Mark kauft, so ist die Gewinnaufzehrung des Maschinenfabrikanten eine Aufzehrung von 20 Mark vom neuen Sparkapital.

Jede Gewinnaufzehrung geht auf Kosten der Kapitalbildung, gleichgültig in welchem Erwerbszweig sie vor sich geht. Daß bei Effektspekulanten die Tendenz zur Aufzehrung ihrer Gewinne besonders groß wäre, ist ja nicht ausgeschlossen, wenngleich ein Nachweis dafür kaum erbracht werden kann. Ein qualitativer Unterschied ist keineswegs gegeben.

§ 17. Ist nicht auch die Aufzehrung des ganzen Verkaufserlöses durch den Aktienverkäufer

möglich? Gewiß, es ist sogar eine sehr häufige Erscheinung, daß Aktienbestände von ihrem Besitzer realisiert und die Verkaufserlöse konsumtiver Verwendung zugeführt werden. Man darf ja nicht vergessen, daß nicht nur Dauerersparnisse¹ in Aktien angelegt werden, sondern auch vorübergehende, kurzfristigere Ersparnisse. Wir haben es sogar als einen Hauptvorteil der Effektivisierung des Realkapitals bezeichnet, daß sie vorübergehende Sparmittel, Rücklagen für späteren Bedarf, daß sie also Konsumverschiebungen für die Bildung von Anlagekapital nutzbar macht. Die Verwirklichung dieser Möglichkeit bringt dann eben die Fälle mit sich, in denen „Temporärsparer“ ihre Ersparnisse zurückziehen, um sie für ihre Konsumzwecke zu verwenden.

Die Sorge, daß diese Zurückziehungen des gesamten Kapitals unangenehme Folgen für die Produktion haben könnten, daß etwa die Aufrechterhaltung des jeweiligen Produktionsvolumens dadurch gefährdet werden könnte, ist gewiß berechtigt, aber gerade beim System des „Effektenkapitalismus“ weniger als sonst. Sollte nämlich der Fall eintreten, daß von den nur vorübergehend gesparten und angelegten Sparbeträgen zu einem Zeitpunkt mehr zurückgezogen (dem bisher aufgeschobenen Konsum zugeführt) würde, als gerade von anderen Wirtschaftlern neu auf gewisse Zeit zurückgelegt und nutzbringend angelegt wird, so wird es doch selten vorkommen, daß die Summe der Zurückziehungen nicht von der Summe der neuen vorübergehenden Ersparnisse zuzüglich der Summe der neuen Dauerersparnisse übertroffen würde. Die Verwendung der

¹ Dieser sehr verwendbare Ausdruck dürfte von *Reisch* stammen. Vgl. *Reisch*: Die wirtschaftliche Bedeutung des Kredits im Lichte von Theorie und Praxis. In den „Mitteilungen des Verbandes österr. Banken und Bankiers“, 1928, S. 33 ff.

neuen Dauerersparnisse zur Deckung von Zurückziehungen anderer Sparbeträge ist in diesem Falle unvermeidlich; aber daß die neue Kapitaldisposition in einem solchen Fall nicht zur Bildung neuen Realkapitals führt, hat bloß die Ursache, daß dieses Realkapital schon vorzeitig, d. h. vor dem Angebot der Dauerersparnisse gebildet war.

Sollten aber die von den „Temporärsparenern“ gewünschten Zurückziehungen auch nicht durch die neuen vorübergehenden plus dauernden Ersparnisse gedeckt sein, dann heißt es an die Kraft der Effektspekulation appellieren. Wenn auch deren Kräfte (in praxi arbeitet ein großer Teil der vorübergehenden Kapitaldisposition als Verstärkung der Effektspekulation) nicht ausreichen, dann — wir haben es im § 10 schon erwähnt — geht das Manko noch immer nicht auf Kosten des Realkapitals, denn die Kursverluste der zu Konsumzwecken realisierenden Aktienbesitzer gehen auf Kosten ihrer Konsumkraft. Die Kapitaldisposition, die einmal in Realkapital investiert war, wird von diesem bis zur vollendeten Amortisierung festgehalten¹.

§ 18. Es darf nicht übersehen werden, daß die Realisierung des Effektenbesitzes oft auch vorgenommen wird, weil der Besitzer seine in die Aktien „gesteckte“ Kapitaldisposition nun anders, aber keineswegs konsumtiv, verwenden will. Es ist eine sehr verbreitete Übung, daß Produktionsunternehmungen oder einzelne Produzenten zeitweise

¹ Vgl. *Georg Halm*: a. a. O., S. 14 ff. Diese Formulierung stammt aber nicht etwa, wie auch *Halm* glaubt, von *Cassel*, vielmehr heißt es schon bei *Carl Menger*, Grundsätze der Volkswirtschaftslehre, Wien 1871, S. 134: „sie (nämlich die „Verfügung über Capitalnutzungen“) ist indeß von jeder Produktion unzertrennlich. Innerhalb dieser Zeiträume ist... das Capital gebunden, für andere Produktionszwecke nicht verfügbar.“

flüssige Mittel in Aktien fremder Unternehmungen anlegen und später durch den Verkauf der Aktien wieder zurückziehen, sobald die Verwendung der Kapitaldisposition im eigenen Unternehmen rentabler erscheint. Wenn die Aktien in solchen Fällen von neuen Sparern übernommen werden, fließt die neuersparte Kapitaldisposition der Industrie zu, obwohl keine neuen Aktien ausgegeben werden, das neue Sparkapital vielmehr alte, bereits gehandelte Aktien kauft.

Das Zuströmen von Kapitaldisposition auf den Effektenmarkt kann also auch ohne neue Aktienemissionen zur Bildung neuen Realkapitals führen, wenn die Aktienverkäufer den Verkaufserlös der Produktion zuführen. Wenn die Transaktion eine Steigerung der Effektenkurse herbeiführt, so steht den Aktienverkäufern eben die erhöhte Kapitaldisposition zu ihren „produktiven“ Zwecken zur Verfügung.

§ 19. Eine wichtige Stütze findet die Behauptung, daß die Effektenspekulation Kapital binde, in der Überlegung, daß die Effektenspekulanten — insbesondere die Berufsspekulanten — zu ihren Transaktionen zweifelsohne Kapitaldisposition benötigen. Um die Rolle dieser „in der Spekulation gebundenen“ Kapitaldisposition zu erkennen, wollen wir uns der an früherer Stelle (§ 10) besprochenen Funktion der Effektenspekulation erinnern. Die Spekulanten hatten danach die Aufgabe, stets kaufbereite Nachfragepartei für solche Effekten zu sein, für die gerade kein Anlage suchender Kapitalist zur Hand ist. Soweit es sich dabei um „junge“ Aktien — um neue Emissionen — handelt, ist es ganz offensichtlich, daß die Kapitaldisposition der Spekulation im neugebildeten Realkapital der Aktienausrgeber gebunden ist. Solange die Spekulation „das Baby halten“ muß, — wie der Marktjargon es bezeich-

net, wenn eine neue Emission nicht gleich vom Publikum übernommen wird —, ist das „in der Spekulation gebundene“ Kapital zweifellos in der Produktion gebunden.

Welchen produktiven Dienst leistet aber die Kapitaldisposition, die zur Spekulation mit „alten“ Aktien verwendet wird? Einen Aushilfsdienst, ein aushilfsweises Eintreten für Kapitaldisposition, die seitens eines Sparerers aus der Produktion zurückgezogen wird und für die noch kein Ersatz durch einen anderen Sparer gestellt wird. Der Spekulant tritt in die Bresche und übernimmt mit seiner Kapitaldisposition den Realkapitalanteil¹ für einige Zeit. Die von der Spekulation verwendeten Mittel übernehmen also die Aufgabe, die die Kapitaldisposition des bisherigen Aktienbesitzers erfüllt hatte: sie sind in Realkapital, in der Produktion festgelegt.

Wenn jemand zu einem Aushilfsdienst bereit steht, so ist er an die Stelle gebunden, ohne wirkliche Arbeit zu leisten. Es ist bloße „Dienstbereitschaft“. Sind die Mittel der Effektspekulation auch nur in solcher Dienstbereitschaft, ohne wirklich in der Produktion zu arbeiten?

Wenn eine „Dienstbereitschaft“ als nützlich erkannt wird, könnte man gegen eine allfällige Bindung von Kapitaldisposition für bloßes „Bereitstehen“ nichts einwenden. Aber nicht einmal diese Bindung ist zu behaupten. Die Spekulation hält keine Mittel bereit, ohne sie zu verwenden,

¹ Es sei wiederholt, daß das bereits gebildete Realkapital — vgl. dazu den erwähnten, ausgezeichneten Aufsatz von *G. Halm* — sich stets die Bereitstellung der Kapitaldisposition erzwingt. Die nötige Kapitaldisposition würde sich, wenn kein Spekulant die angebotenen Aktien übernimmt, aus dem „Schleuderpreis“, den ein Gelegenheitskäufer bezahlen und dem „Verlust“, den der Verkäufer erleiden würde, zusammensetzen.

weil sich diese Bereitstellung meist nicht bezahlt machen würde. Die Eigenmittel der Spekulanten sind stets festgelegt und fremde Mittel nehmen sie natürlich nur so viel in Anspruch, als sie zum Kauf von Effekten verwenden, als sie demnach in Realkapitalanteilen festlegen.

§ 20. Bevor wir auf die bereits angekündigte Untersuchung über die von *Reisch* erhobenen Einwände eingehen — wonach Kapitaldisposition auch gebunden werden könne, ohne daß sie in neuem Realkapital festgelegt oder gleichzeitig an anderer Stelle freigesetzt würde — wollen wir einige der bisherigen Ergebnisse zusammenfassen.

Angenommen, daß *Kapitaldisposition* durch den Sparer oder durch eine Bank einem *Spekulanten* zugeflossen ist, lassen sich folgende Wege der Kapitalverwendung verfolgen:

1. Der Spekulant kauft neu ausgegebene Aktien. Das Unternehmen verwendet den Erlös zur Rückzahlung eines Kredits. Die Kapitaldisposition steht beim abgefertigten Kreditgeber ungebunden zur Verfügung.

2. Der Spekulant kauft neu ausgegebene Aktien. Das Unternehmen verwendet den Erlös, der später oder in allmählichen Dosen zur Erweiterung der Produktionsanlagen dienen soll, vorläufig zur kurzfristigen Elozierung am Geldmarkt. Die Kapitaldisposition steht den Kreditnehmern ungebunden zur Verfügung.

3. Der Spekulant kauft neu ausgegebene Aktien. Das Unternehmen verwendet den Erlös zur Beschaffung von Produktionsmitteln, die bereits erzeugt sind, oder zur Errichtung von Anlagen oder Erzeugung oder Beschaffung von Produktionsmitteln, deren Herstellung weitgehend unter Verwendung bereits bestehenden Realkapitals erfolgt.

Die Kapitaldisposition dient hier zur Übernahme oder Auswertung von bereits gebildetem Realkapital und steht dessen Lieferanten wieder ungebunden zur Verfügung.

4. Der Spekulant kauft neu ausgegebene Aktien. Das Unternehmen verwendet den Erlös zur Errichtung von Anlagen oder Erzeugung von Produktionsmitteln, deren Herstellung weitgehend ohne Verwendung bestehenden Realkapitals erfolgt. Die Kapitaldisposition dient hier zur Bildung neuen Realkapitals.

5. Der Spekulant kauft alte Aktien. Der Verkäufer verwendet den Erlös zur Rückzahlung eines Kredits. Die Kapitaldisposition steht beim befriedigten Kreditgeber ungebunden zur Verfügung.

6. Der Spekulant kauft alte Aktien. Der Verkäufer verwendet den Erlös zur Gewährung eines Kredits. Die Kapitaldisposition steht beim Kreditnehmer ungebunden zur Verfügung.

7. Der Spekulant kauft alte Aktien. Der Verkäufer verwendet den Erlös in der Produktion. Die Kapitaldisposition dient zur Übernahme oder Auswertung bereits gebildeten Realkapitals und steht bei dessen Lieferanten ungebunden zur Verfügung.

8. Der Spekulant kauft alte Aktien. Der Verkäufer verwendet den Erlös in der Produktion. Die Kapitaldisposition dient zur Bildung neuen Realkapitals.

9. Der Spekulant kauft alte Aktien (oder neue Aktien einer Finanzierungsgesellschaft, die damit alte Aktien erwirbt). Der Verkäufer verwendet den Erlös zu Konsumzwecken. Die Kapitaldisposition dient hier bloß zum Ersatz der vorübergehend gesparten, nun zum bisher aufgeschobenen Konsum zurückgezogenen Kapitaldisposition.

In den Fällen 1 und 5 (Kreditrückzahlung), 2 und 6 (Kreditgewährung) und 3 und 7 (Übernahme von Realkapital) steht die Kapitaldisposition den Kreditgebern, den Kreditnehmern, bzw. den Produzenten ungebunden zur Verfügung; in den Fällen 4 und 8 diente die Kapitaldisposition zur Realkapitalbildung, im Falle 9 zum Ersatz für zurückgezogene Temporäersparnisse.

In keinem dieser neun Fälle ist irgendeine dauernde oder zeitweise „unproduktive“ Bindung von Kapitaldisposition festzustellen, die durch den Aktienkauf des Spekulanten herbeigeführt würde. In allen Fällen handelt es sich um Verwendungswege der Kapitaldisposition, die auch bei Überstellung der Kaufkraft durch andere Formen des Kredits eingeschlagen werden.

VIERTES KAPITEL.

DIE „BINDUNG“ UND DER „VERLUST“ VON KAPITALDISPOSITION IN DER BÖRSENSPEKULATION.

§ 21. Was bedeutet eigentlich „Bindung von Kapitaldisposition“? Kapitaldisposition ist jene Kaufkraft, Verfügungsmacht über Gütermengen, auf deren Ausnützung zur Anschaffung von Gegenwartsgütern verzichtet wird, und die demgemäß zur Anschaffung von Zukunftsgütern, von Realkapital, zur Verfügung gestellt werden kann. Wenn seitens der Sparer auf Gegenwartskonsum verzichtet wird, so könnte dieser Verzicht zu ertragreicher Produktion für die Zukunft verwertet werden; es wird seitens der Wirtschaftspolitiker übereinstimmend bedauert, wenn eine solche Produktionsmöglichkeit nicht ausgenützt wird, da der Ertragsvorsprung der Zukunftsproduktion verlorengeht.

Wir haben früher schon erwähnt, daß privatwirtschaftliches Sparen nicht immer zu volkswirtschaftlichem Sparen führt: dann nämlich, wenn der einzelne einen Teil seines Einkommens wohl dem Konsum entzieht, nicht aber der Produktion zuführt. Solches Thesaurieren — Zurücklegen ohne Anlegen — läßt den Wirtschaftler ohne den Zinsertrag, den angelegtes Sparkapital brächte. Der Entgang der Volkswirtschaft ist identisch mit dem Zinsentgang des thesaurierenden Wirtschafters. Es wäre eine unerlaubte Doppelrechnung, den entgangenen Kapitalertrag der Volkswirtschaft anders zu beurteilen als den Zinsentgang des einzelnen

Wirts, denn der Mehrertrag der vermöge der Kapitaldisposition eingeschlagenen Produktionsumwege wird ja dem Sparer zugerechnet und bezahlt¹.

Der Schaden, bzw. Nutzenentgang, den die Volkswirtschaft durch Nichtausnützung von Kapitaldisposition erleidet, ist somit mit dem Zinsertrag eines entsprechenden Kapitalbetrages zu beziffern. „Bindung“ von Kapitaldisposition kann nichts anderes als ihre Nichtausnützung für die Einschlagung von Zukunftsproduktionen bedeuten und wir haben somit endlich einen Anhaltspunkt für die Beurteilung der inkriminierten Wirkung. Es wurde oft und oft gegen die Effektenspekulation der Vorwurf der „Bindung von Kapital“ erhoben und nicht viel weniger oft wurde dieser Vorwurf zurückgewiesen. Einen Versuch einer Prüfung, ob dieser Vorwurf schwerwiegend ist, einen Versuch zur Aufstellung einer Schadensrechnung oder Schadensschätzung haben wir bisher noch nirgends vorgefunden.

Wenn es gelingen könnte, den Nachweis zu erbringen, daß eine zeitweise „unproduktive“ Bindung von Kapitaldisposition in der Effektenspekulation möglich sei, dann hätten wir auf Grund unserer obigen Überlegung bereits die Bedeutung dieser Tatsache erfaßt: sie findet ihr Maß im Zinsentgang².

¹ Eine genaue Formulierung müßte neben der Grenzproduktivität des Kapitals auch die der Arbeit berücksichtigen. Mit zunehmender Kapitalbildung steigt die Grenzproduktivität der Arbeit und sinkt die Grenzproduktivität des Kapitals; — die Verzögerung dieser Verschiebung müßte neben dem eigentlichen Zinsentgang erwähnt werden.

² Hier ist nur die kapitalstheoretische Seite des Problems betrachtet. Die geldtheoretische Behandlung — die Frage der Bindung von Umlaufmitteln und der deflatorischen Wirkungen — ist dem nächsten Kapitel vorbehalten.

§ 22. Wir haben die Behauptung einer Bindung von Kapitaldisposition bisher nur dort gelten lassen, wo diese Bindung „produktiv“ war, wo es zu einer Neubildung von Realkapital gekommen war. In allen anderen Fällen behaupteten wir nur eine Veränderung in der Person des Verfügungsberechtigten. Wenn der A aus spekulativen Gründen zu gestiegenen Kursen von B Aktien gekauft hatte, mußte die gesamte von A dafür aufgewendete Kapitaldisposition mit Vollzug des Kaufs ungebunden zur freien Verfügung des B stehen.

Beanständet wird nun an dieser schematischen Darstellung die „Vernachlässigung des Zeitmomentes“. Diesen häufigen Irrtum der theoretischen Nationalökonomie — die nur didaktisch, aber nicht endgültig erlaubte Abstraktion vom Zeitablauf — hätten wir in zweifacher Hinsicht begangen. Erstens, indem wir übersähen, daß der Zahlungsmechanismus Zeit erfordere und daß zwischen der Zahlung des Aktienkäufers an den Verkäufer und der Geltendmachung der erhaltenen Kaufkraft durch diesen eine gewisse Zeit verstreiche, während welcher die Kapitaldisposition als gebunden anzusehen sei. Zweitens, indem wir übersähen, daß in Spekulationsperioden der Aktienverkäufer den Verkaufserlös wohl jeweils zur freien Verfügung bekäme, aber immer wieder zum Ankauf anderer Effekten verwende, so daß eine sehr lange Zeit verstreichen könne, ehe nach einer Reihe solcher Transaktionen ein Verkäufer seinen Erlös anstatt in weiterer Effektspekulation in der Produktion verwende.

Der erste Einwand ist mehr geldtheoretischer Natur, da er von der Bindung der Kaufkraft oder der Zahlungsmittel ausgeht. Wir werden dieser Seite des Problems an späterer

Stelle gewissenhafte Untersuchungen zu widmen haben und möchten hier nicht mehr vorwegnehmen als das Ergebnis, daß Bedenken in dieser Richtung kaum begründet sind.

Dem zweiten Einwand, seiner eingehenden Formulierung und Prüfung, wenden wir uns nun zu.

§ 23. Die Behauptung geht also dahin, daß zu gewissen Zeiten der Aktienverkäufer den Verkaufserlös „wieder zum spekulativen Ankauf eines anderen, nunmehr für chancenreicher gehaltenen Effektes verwendet“¹ und daß durch eine lange Reihe ähnlicher Transaktionen die Kapitaldisposition in der Effektspekulation gebunden bleibt, ohne „anderweitig dem Wirtschaftsleben zugeführt“² zu werden³.

Da durch den Kauf neu ausgegebener Industrieaktien das Kapital doch „dem Wirtschaftsleben“ zugute käme, ist bei dieser kapitalbindenden Spekulation nur an alte Aktienpakete gedacht, sowie an neu emittierte Aktien von Finanzierungsgesellschaften (holding companies), wo das einfließende Kapital zum Ankauf alter Aktienbestände ver-

¹ *Richard Reisch*: Über das Wesen und die Wirkungen der Börsenkredite. Bankarchiv, XXVIII. Jahrg., Nr. 9, vom 1. Februar 1929, S. 13 (des Sonderabdrucks).

² *Richard Reisch*: Rückwirkungen der Börsenspekulation auf den Kreditmarkt. Zeitschrift für Nationalökonomie, Bd. I, Heft 2, Wien 1929, S. 209.

³ Wenn man bei *Adolf Weber*, Allgemeine Volkswirtschaftslehre (München und Leipzig 1928) auf S. 437 den Satz liest: „Häufig geht die Kapitaldisposition nur von Hand zu Hand, ohne daß eine Verwendung von Kapitalgütern stattfindet, so z. B. bei den Börsenkrediten“, so gibt dies gewiß zu Mißverständnissen Anlaß. *Weber* teilt aber keineswegs die von *Reisch* vertretene Auffassung; er sagt auf S. 443 ausdrücklich: „Unrichtig ist auch die Ansicht, die Börse als solche nehme für sich Mittel in Anspruch und beeinträchtige dadurch die Kapitalversorgung der Industrie, des Handels und der Landwirtschaft“.

wendet wird. Die fortgesetzte Verwendung des Verkaufserlöses zu weiteren Börsenspekulationsgeschäften und somit das Festhalten der zugeflossenen Kapitaldisposition innerhalb der „Börse als kreditverwendender Spezialmarkt“¹ wird von *Reisch* plastisch in folgendem schematischen Beispiel verdeutlicht:²

„An einer Börse werden 10 Aktien-Kategorien a bis k gehandelt; deren Einführungspreis von je 1 Million Dollar ist ordnungsgemäß an die Wirtschaft abgeflossen. Ein Teil dieser Aktien — der Einfachheit halber sei angenommen, je 50% derselben — ist noch nicht in die Hände ruhiger Kapitalisten übergegangen, sondern in den Händen der Börsenspekulation geblieben, diese Aktien bilden zunächst den Besitzstand der Börsenspekulanten und werden von denselben gelegentlich untereinander gehandelt. Plötzlich entsteht eine spekulative Bewegung, die den Kapitalisten X veranlaßt — vielleicht schon unter Heranziehung von Bankkredit —, die 50% der Aktienkategorie a, die durch seine Nachfrage um 10% gestiegen ist, um 0.55 Millionen Dollar zu erwerben. Die Empfänger dieses Kaufpreises, die angesichts der Haussestimmung weiter-spekulieren wollen, verwenden diesen Kaufpreis, um die Aktienkategorie b aufzukaufen, wogegen wieder die Empfänger des Kaufpreises dieser Aktienkategorie zu Ankäufen der Aktienkategorie c schreiten usw. Hierdurch wird natürlich der Preis dieser Aktien gesteigert, was die Börsenbesucher veranlaßt, zur Bestreitung der steigenden Kaufschillinge, bzw. zur Ermöglichung der Erweiterung ihres Betätigungsfeldes auf neu emittierte Aktien, Bankkredit in Anspruch zu nehmen. Da diese Käufe zu ihrer Abwicklung immerhin Zeit (von Börsenarrangement zu Börsenarrange-

¹ *Richard Reisch*, Rückwirkungen, S. 207.

² Ebenda, S. 208.

ment) erfordern, auch nur sukzessive erfolgen (A kauft von B, dieser von C usw.) und immer fortgesetzt werden, ist klar, daß nicht nur der neu zugeflossene Kaufpreis des X, sondern auch noch weitere Kredite für Börsenzwecke in Anspruch genommen werden können, ohne daß hiervon zunächst etwas in die Wirtschaft zurückfließt.“

Es wird von *Reisch* nicht bestritten¹, „daß der Verkaufserlös von Aktien eines Spekulanten, der sich von der Spekulation zurückzieht, schließlich ins Wirtschaftsleben zurückfließt“, zugleich aber behauptet, „daß dieser Prozeß einen längeren — Monate und selbst Jahre erfordernden — Zeitraum in Anspruch nehmen kann.“ „Mit dem Gesagten dürfte dargetan sein, daß die Börse für ihre eigenen Zwecke zeitweise Kapital binden und Kredite in Anspruch nehmen kann, die der Wirtschaft nicht sogleich zugeführt werden².“

Wir können die Möglichkeit der zeitweisen Festhaltung von Kapitalien in Börsenspekulationsgeschäften für gewisse Situationen nicht bestreiten. Es sind aber einige bestimmte Voraussetzungen zur Konstituierung dieser Situationen notwendig.

§ 24. Die Widmung neuer Kapitaldisposition zum Ankauf alter Aktienbestände konnte im wiedergegebenen Beispiel zu Kurssteigerungen der Effekten und Festhaltung der Kapitaldisposition in den Effektentransaktionen führen. Ist die Erhöhung des Kursniveaus der gehandelten Papiere etwa ein Symptom für die Bindung zugeflossener Kapitaldisposition innerhalb des Effektenhandels? Ganz und gar nicht. Zur Erhöhung

¹ Ebenda, S. 207.

² Ebenda, S. 208.

der Aktienkurswerte bedarf es überhaupt keiner Kapitaldisposition.

Wenn die Kapitalisten A, B und C verschiedene Aktien besitzen und A plötzlich die Papiere des B zum Kurs von 110%, B die Papiere des C, C die Papiere des A zum erhöhten Kurs erstehen will, so ist auf keiner Seite für diese Geschäfte ein Zufluß von Kapitaldisposition nötig. Wenn die Papiere der Kapitalisten A, B und C von den à la hausse gestimmten Kapitalisten oder Spekulanten X, Y und Z zum Kurs von 120% gekauft werden, so ist auch hiezu — gemäß unseren Ausführungen im § 15 — keine erhöhte Festlegung von Kapitaldisposition notwendig.

Die nochmalige Erwähnung dieses Umstandes, daß mit oder ohne Personenwechsel die Kurserhöhung ohne Inanspruchnahme erhöhter Kapitalien erfolgen kann, erschien uns wichtig. Cassel hat diesen Umstand besonders betont und war überzeugt, daß sich über seine einfache Ableitung Einigkeit erzielen lassen würde¹. Soweit wissenschaftliche Behandlung des Problems in Frage kommt, läßt sich auch Einigkeit in der Aussage feststellen, daß die Erhöhung der Effektenkurse niemals ein Beweis oder ein Symptom für Bindung von Kapitaldisposition sein kann. Daß die Tagespresse mit wenigen Ausnahmen dies nicht einsieht, braucht uns nicht zu noch längeren Beweisführungen zu verleiten, die für die wissenschaftliche Fachliteratur als anerkannt und daher überholt gelten können.

§ 25. Auf Grund von Reischs Argumentation liegt aber die Sache so, daß nicht die Notwendigkeit der Kapitalbindung, wohl aber die Möglichkeit der Kapital-

¹ Gustav Cassel: Nimmt die Fondsbörse Kapital in Anspruch?, a. a. O., S. 23.

bindung in der Effektspekulation zur Diskussion gestellt werden muß.

Eine der für diese Möglichkeit nötigen Voraussetzungen liegt im Zahlungsmechanismus. Die besonders ausgebildete Liquidationstechnik der Effektenbörsen schafft wesentlich andere Bedingungen, als bei den Zahlungsmethoden der anderen Märkte gegeben wären. Unterlägen sämtliche Effekturnsätze dem Saldierungsverfahren der Börse, dann wäre die Möglichkeit einer Kapitalbindung wahrscheinlich schon aus geldtechnischen Gründen — die im nächsten Kapitel untersucht werden sollen — kaum in Betracht zu ziehen. Wir wollen aber vorläufig die Annahme machen, daß die Umsätze mit baren Zahlungsmitteln (Münzen und Noten) oder durch Girierung von Bankguthaben vollzogen und diese Bankguthaben dabei noch als *bad money*, als zur Weiterverleihung ungeeignet, angesehen würden. Diese Annahme wird sich sogar als notwendig erweisen, wenn man überlegt, daß das Saldierungsverfahren der Börse auf den engeren Börsenverkehr beschränkt ist, während für die Publikumsspekulation die gewöhnlichen Zahlungssitten gelten.

Eine zweite Voraussetzung für die Möglichkeit der Bindung liegt im Ausmaß der gewährten Kredite. Wir behaupten nämlich und werden den Beweis dafür zu erbringen versuchen, daß die Kredite erst ein bestimmtes Ausmaß überschritten haben müssen — das Ausmaß nämlich, das noch ohne Unterbietung des natürlichen Kapitalzinses untergebracht werden kann —, um aus der Haussestimung einzelner Personen eine allgemeine Haussespekulation entwickeln zu lassen.

Die dritte Voraussetzung, welche unserer Ansicht nach ganz besondere Beachtung verdient, liegt im Unterbleiben von Neuemissionen von Industrieaktien

und im Unterbleiben von Lösungen von Effektenengagements. Wir haben ja schon wiederholt betont, daß auch die Kritiker der Effektenspekulation nur beim Umsatz alter Aktienbestände die unproduktive Kapitalbindung befürchten, während beim Kauf neu ausgegebener Aktien von Produktionsunternehmen an einer Kapitalzuführung in die Industrie nicht gezweifelt wird. Daß trotz eines Kapitalzustroms zur Effektenbörse neue Aktienaushänge unterbleiben sollten, halten wir für durchaus **unwahrscheinlich**.

§ 26. Wenn auch eine Kurserhöhung der Effekten nie ein Beweis für erhöhte Kapitalverwendung an der Börse ist, so hat doch umgekehrt erhöhte Kapitalverwendung an der Börse unter sonst gleichbleibenden Umständen stets Kurserhöhungen zur Folge. Das Steigen der Aktienkurse ist aber ein Anreiz zu neuen Aktienemissionen. Es ist wohl jedem begreiflich, daß die Kapitalvermehrungen der Aktiengesellschaften zu jenem Zeitpunkt vorgenommen werden, in welchem die „feste Tendenz am Aktienmarkt“ erhöhtes Interesse für die Effekten verrät. Wenn gestiegene Effektenkurse die Chance zur Aktienaushänge „über pari“ bieten, so wird diese Chance nicht unausgenutzt bleiben.

Für die Industrieunternehmungen bedeutet eine Aktienaushänge zu gestiegenen Kursen eine billige Kapitalaufnahme. Wenn ein Unternehmen die in Anspruch genommenen Kredite beispielsweise zu 5% verzinsen muß, so involviert die Möglichkeit, eine neue Aktie zu 110% unterzubringen¹, eine Verbilligung des Kapitaldienstes um etwa $\frac{1}{2}\%$ vom Kapital, bzw. um 10% des Kapitaldienstes.

¹ Für 100 Mark Nominale bekommt das Unternehmen in diesem Falle 110 Mark, zahlt somit bei einer Nominalverzinsung von 5% bloß 455% als Realverzinsung.

Gestiegene Aktienkurse sind *ceteris paribus* für die aktienausgebenden Unternehmungen verbilligter Kredit. Es wäre nicht einzusehen, warum der ermäßigte Industriekredit ohne Abnehmer bliebe. Kapitalzufluß auf den Kreditmarkt bewirkt Sinken des Zinsfußes, und zum ermäßigten Zinssatz findet die angebotene Kapitaldisposition ihre Nachfrage. Auf dem Effektenmarkt vollzieht sich dies durch Anziehen der Kurse und bewirkt für das vermehrte Angebot von Kapitaldisposition das Auftreten der entsprechenden Nachfrage in Form von Neuemissionen.

In *Reichs* schematischem Beispiel konkurrierte die dem Effektenmarkt zugeflossene Kapitaldisposition um den Aktienbesitz, um die effektivisierten Gläubigerrechte. Wenn infolge dieser Konkurrenz die Kurse steigen, die Gläubigerrechte sonach *ceteris paribus* eine geringere Rendite abwerfen, so führt dies mit der nämlichen Wahrscheinlichkeit zum Angebot neuer Effekten, das heißt zur Nachfrage nach der verbilligten Kapitaldisposition, wie am Markt der direkten Kredite, wenn dort ein gestiegenes Angebot von Kapitaldisposition um die (nicht effektivisierten) Gläubigerrechte konkurriert und in diesem Wettbewerb den Zinsfuß herabdrückt. Niemand wird behaupten wollen, daß dann ein Kapitalist dem anderen seine Kontokorrentkredite ablöst und daß unter allgemeiner Senkung der Zinsrate die neue Kapitaldisposition immer nur in bereits bestehende Kredite eintritt, ohne daß eine neue Nachfrage nach Krediten auftritt. Wäre das möglich, dann könnte man auch hier davon sprechen, daß die neue Kapitaldisposition unproduktiv gebunden sei, da sie nur einen fortgesetzten zeitraubenden Platzwechsel verursacht, ohne auf eine neue Nachfragepartei zu treffen. Hier wie dort bleibt diese Vorstellung unwahrscheinlich.

Daß das erhöhte Interesse für Aktien auch wirklich das Auftreten eines Angebotes an neuen Aktien hervorruft, ist eine unleugbare Tatsache, die jeder „Praktiker“ bestätigen wird. Daß im Zuge einer Spekulationsbewegung das Angebot an neuen Aktien schließlich über das Angebot an neuer Kapitaldisposition sogar hinauswachsen kann, zeigt sich darin, daß nach mehreren gelungenen Neuemissionen weitere Emissionen „verunglücken“ und daß die Banken dann von weiteren Aktienausgaben abraten müssen, weil die Börse nicht mehr aufnahmefähig ist. Es ist dann eben alle der Börse zugeflossene Kapitaldisposition bereits in die Industrie abgeflossen; die Börsenkredite sind dann nicht etwa in „Spekulationsgeschäften“ gebunden — sonst könnten die neuen Papiere aufgenommen werden —, sondern bereits in der Produktion gebunden.

§ 27. Um unsere Behauptungen vor allem wieder gegen den Einwand der mangelnden Rücksicht auf das Zeitmoment zu sichern, wollen wir daran erinnern, daß bei allen Kausalzusammenhängen, die von der theoretischen Nationalökonomie festgestellt werden, ein gewisser Zeitablauf zu subintelligieren ist. „Die Idee der Kausalität ist nun aber unzertrennlich von der Idee der Zeit“¹. Die Untersuchungen zum „Problem der Bestimmung der Zeitkoeffizienten“² sind heute noch in den ersten Anfangsstadien. Es ist aber sicherlich gar kein Anlaß, das Zeitmoment bei den von uns behandelten Problemen

¹ Carl Menger: Grundsätze, a. a. O., S. 21.

² P. N. Rosenstein-Rodan: Das Zeitmoment in der mathematischen Theorie des wirtschaftlichen Gleichgewichtes. Zeitschrift für Nationalökonomie, Bd. I, Heft 1, Wien 1929, S. 132. Auf die Wichtigkeit einer Theorie der Reaktionsgeschwindigkeiten, einer Theorie der „Zeitqualitäten“ der ökonomisch wirksamen Größen, hatte Oskar Morgenstern, Wirtschaftsprognose, Wien 1928, S. 61 ff., hingewiesen.

mehr zu berücksichtigen, als in den übrigen Problemkomplexen der ökonomischen Theorie. Es geht nicht an, sich bei den wirtschaftlichen Zusammenhängen in der Produktionssphäre der Ökonomik bezüglich der Zeitfraktion zu beruhigen, bei den Erscheinungen auf einzelnen Teilmärkten aber warnend den Finger zu erheben und auf das Zeitmoment hinzuweisen. Gerade auf jenen Märkten, die als *Spekulationsmärkte* charakterisiert werden, dürfte mit ausgeglicheneren Zeitkoeffizienten zu rechnen sein, als sonst irgendwo in der Wirtschaft¹.

Wenn wir also behaupteten, daß in der Regel das vermehrte Angebot von Kapitaldisposition am Effektenmarkt — soweit es nicht ohnedies durch Lösungen von Effektenengagements kompensiert wird — auch die entsprechende Nachfrage darnach — durch Kapitalvermehrungen der Unternehmungen — hervorruft, so ist dies gewiß kein Spiel von Sekunden, kein Präzisionsmechanismus; wenn man gerade Wert darauf legt, kann man hierin die „vorübergehende Bindung von Kapitaldisposition“ erblicken. Man wird aber damit kaum das bewiesen haben, was man behaupten wollte.

§ 28. Wir wollen aber nicht so weit gehen, das Zutreffen unserer „dritten Voraussetzung“ (das Ausbleiben der Nachfrage nach neuer Kapitaldisposition) für alle Situationen zu leugnen. Wir wollen im Gegenteil zugeben, daß es eine Situation gibt, in der Neuemissionen nicht in dem Maße oder richtiger nicht in dem Tempo erfolgen, wie das Zuströmen neuer Kapitaldisposition zum Effektenmarkt. Wir denken dabei an ein schnelles und starkes Anwachsen des Angebotes an Kapitaldisposition (d. i. der Nachfrage nach Effekten), dem die Nachfrage nach Kapitaldisposition

¹ P. N. Rosenstein-Rodan: a. a. O., S. 134.

(d. i. das Angebot an neuen Effekten) nicht zu folgen vermag. Das Zurückbleiben der Emissionstätigkeit hinter dem Kapitalzufluß zum Effektenmarkt würde an sich noch nicht den erhobenen Verdacht, daß nicht die ganze Kapitaldisposition in die Produktion fließe, rechtfertigen, denn die Differenz könnte den Weg in die Produktion durch Abgabe der Effektenbestände von Produzenten nehmen. Es ist unbedingt begreiflich, daß bei zunehmendem Interesse für Effekten Unternehmungen, die eigene oder fremde Papiere aufgenommen haben, diese wieder abstoßen und den Erlös für ihre Produktionszwecke verwenden, wie dies an früherer Stelle (§ 18) schon erwähnt wurde. Ebenso werden Spekulanten, die auf früheren Neuemissionen „sitzen geblieben“ sind, bei stärkerem Zufluß von Kapitaldisposition Gelegenheit nehmen, ihre Engagements zu lösen.

Die Situation, daß die Lösung von Effektenengagements und die Emissionstätigkeit zusammen vorübergehend hinter dem vermehrten Angebot von Kapitaldisposition zurückbleiben (dies unsere „dritte Voraussetzung“), kann nur auf ein übersteigertes Ausmaß dieses Angebotes zurückgeführt werden. Derartige ist aber nur möglich, wenn zu den natürlichen Quellen der Kapitaldisposition — Sparrücklagen und Erneuerungsrücklagen — die weniger natürliche Quelle — der Bankkredit — in gesteigerter Ergiebigkeit hinzutritt. Da die Ergiebigkeit dieser Quelle von Kapitaldisposition, da die Expansion des Bankkredits abhängig ist von einer bestimmten „Ventileinstellung“, von der Tieferansetzung des geforderten Bankzinses gegenüber dem natürlichen Kapitalzins, ist auch der Tatbestand unserer „zweiten Voraussetzung“ gegeben. Erst ein solches Ausmaß der gewährten Kredite, welches bloß durch Unterbietung des natürlichen Kapitalzinses unter-

gebracht werden kann, bringt den der Börse zustrebenden Strom von Kapitaldisposition zu solchem Anschwellen, daß die Abflüsse von der Börse zur Produktion nicht schnell genug nachkommen. Wenn wir das Bild vom „Zustrom“ und vom „Abfluß“ weitermalen dürfen: wir sehen dann ein vorübergehendes „Aufstauen“ der zugeflossenen Kapitaldisposition in dem von der Börsenspekulation gebildeten Becken.

§ 29. Wir haben bei der Prüfung der Voraussetzungen einer möglichen vorübergehenden Bindung von Kapitaldisposition in der Effektspekulation die dritte Voraussetzung (zeitweises Zurückbleiben der Nachfrage hinter dem Angebot) an das gleichzeitige Bestehen der zweiten Voraussetzung (Vermehrung des Angebotes durch den Bankkredit) geknüpft gesehen. Mit dieser Voraussetzung steht auch die erste Voraussetzung (das Fehlen der ausgebildeten Zahlungstechnik des Börsenverkehrs) in enger Verknüpfung. Die Liquidationsmethoden der Berufsspekulation machen, wie später gezeigt werden wird, eine in Betracht kommende Verwendung von Zahlungsmitteln notaler oder giraler Form entbehrlich. Wenn bei den Berufsspekulanten ein „Aufstauen“ von Zahlungsmitteln nicht möglich ist, so ist auch ein Aufstauen von Kapitaldisposition hier nicht möglich, denn diese ist immer an die „Legitimation“ durch Zahlungsmittel gebunden. Die *P u b l i k u m s s p e k u l a t i o n*, deren Teilnahme am Liquidationsverfahren der Börse naturgemäß nicht möglich ist und bei der sonach Zahlungsmittel auch beim Effektenverkehr verwendet werden, kann aber wiederum nur unterstützt durch eine Vermehrung der Bankzahlungsmittel ihre haussierende Nachfrage enthalten.

Diese Behauptung — daß zur Entfaltung einer haussierenden Publikumspekulation die schönste Stimmung nicht ausreicht, wenn man dem Publikum zu seiner „Psyche“ nicht auch noch die Gelder zur Verfügung stellt — wollen wir im nächsten Kapitel erklären. Wir glauben wohl schon durch unsere bisherigen Ausführungen dargetan zu haben, daß die der Börsenspekulation zugeschobene Bindung von Kapitaldisposition nur bei einer Expansion des Bankkredits möglich werden kann, werden die Beweiskette aber erst vollkommen schließen können, wenn wir auch das Problem der Bindung von Kaufkraft oder Zahlungsmitteln an der Börse untersucht haben werden.

§ 30. An dieser Stelle muß aber noch die Frage der Börsenverluste behandelt werden. So klar es ist, daß ein einzelner Kapitalist oder ein einzelner Spekulant Börsenverluste erleiden kann, so zweifelhaft ist es, ob die „Volkswirtschaft“ Börsenverluste erleiden kann. Das Problem der Verluste einer Volkswirtschaft an eine andere durch Kapitalsanlagen oder Börsengeschäfte im Ausland ist hier nicht gemeint. Die Frage geht vorläufig dahin, ob Börsenverluste einzelner Wirtschaftler auch einen Verlust der Volkswirtschaft, der sie angehören, darstellen. Um darauf Antwort geben zu können, muß der „Börsenverlust“ ein wenig auf seine Ursachen hin besehen werden.

Ein Aktienbesitzer erleidet einen Verlust, — eine Kapitaleseinbuße (Einbuße an P r i v a t k a p i t a l), — wenn die Aktie eine Kurseinbuße erfährt; diese könnte zurückgeführt werden a) auf eine Schädigung oder Vernichtung von Realkapital des Aktienunternehmens, b) auf eine Minderung der Rentabilität des Unternehmens, c) auf eine Kapitalaufzeh-

rung des Unternehmens, d) auf ein Ansteigen des Kapitalisationszinsfußes, e) auf eine Fehlinvestition des Unternehmens, f) auf den Rückschlag nach einer spekulativen Überschätzung.

Vom Standpunkt des gedachten Kollektivums „Volkswirtschaft“ wären diese Ursachen verschieden zu beurteilen:

ad a) Die Schädigung oder Vernichtung von Realkapital ist zweifellos eine Einbuße an Sozialkapital. Der Kursverlust ist nicht etwa ein weiterer oder doppelter Schaden, sondern der marktmäßige Ausdruck des volkswirtschaftlichen Verlustes.

ad b) Das Sinken des Ertrages des Unternehmens kann verschiedene Gründe haben; wenn die Nachfrage nach dem Produkt des Unternehmens zurückgeht und der gesunkene Produktpreis den Ertrag vermindert, so kann sich die Widmung des Realkapitals für die spezielle Produktion als nicht berechtigt herausstellen; jedenfalls stellt die Wertminderung des Unternehmens jetzt nur eine Anpassungserscheinung dar, die in der Kurssenkung ihren marktmäßigen Ausdruck findet. Dasselbe ist der Fall, wenn durch technische Verbesserungen Konkurrenzunternehmen den Marktpreis der Produkte drücken können; die Ertragsenkung des nach den alten Methoden arbeitenden Unternehmens und die Minderung des Aktienkurswertes wird durch den Ertragszuwachs der modernen Unternehmen überkompensiert und demnach nicht als volkswirtschaftlicher Verlust angesehen werden¹. Wenn die Ertrags-

¹ Anderer Ansicht ist freilich *Robert Liefmann*, Theorie des Sparens und der Kapitalbildung, a. a. O., S. 1614 ff. *Liefmann* will hier zeigen, daß der Ersatz technisch überholter Kapitalgüter durch technisch produktivere manchmal schneller erfolgt, „als dem Prinzip größter Wohlfahrtsförderung entspricht“. Hier ist nicht der Platz, darauf einzugehen.

minderung nicht auf eine wirtschaftliche Anpassungs- oder Entwicklungserscheinung sondern auf irgendwelche „schädigende“ Eingriffe zurückzuführen ist, so ist dies sicher ein volkswirtschaftlicher Verlust, von dem der Markt durch die Kurssenkung Notiz nimmt.

ad c) Kapitalaufzehrung eines Unternehmens findet statt, wenn durch falsche Buchungsmethoden oder durch schlechte Steuergesetze Scheingewinne ausgeschüttet oder versteuert werden. Dies kann nur auf Kosten der notwendigen Erneuerungsrücklagen (durch zu geringe „Abschreibungen“) oder von nachgeschossener Kapitaldisposition (Verwässerung des Aktienkapitals oder Verschuldung) erfolgen. Die Kurssenkung der Aktien verzeichnet hier einen augenscheinlichen Verlust an Sozialkapital.

ad d) Das Ansteigen des Kapitalisationszinsfußes muß bei gleichbleibendem Ertrag des Unternehmens einen reduzierten Kapitalwert, bzw. Kurswert ergeben. Geht die Zinsanspannung auf Kapitalmangel, auf einen Rückgang der Spartätigkeit zurück, so mag dies vom Kollektivurteil bedauert werden, geht sie auf gestiegenen Kapitalbedarf, auf technischen Fortschritt zurück, so mag dies vom Kollektivurteil begrüßt werden. Auf einen Sozialverlust kann man jedenfalls aus diesem Kursverlust nicht schließen.

ad e) Eine Fehlinvestition, d. h. die Verwendung von Kapitaldisposition zur Bildung von Realkapital, dessen Ertrag nicht die Grenzproduktivität des Kapitals erreicht, also keine Rentabilität ergibt, ist privatwirtschaftlich und sozialwirtschaftlich in gleichem Maße „bedauerlich“. Da unter den Ursachen von Fehlinvestitionen auch die „Überspekulation“ der Effektenbörse genannt wird, ist dieser Punkt noch besonders zu berücksichtigen.

ad f) Der Rückschlag auf dem Effektenmarkt, der früher oder später auf spekulativ „überhöhte“ Kurswerte folgen muß, bringt jene spezifischen Börsenverluste mit sich, die Gegenstand der heftigsten Kritik sind. Gerade diese Verluste sind aber ausschließlich Verschiebungen der Vermögens- und Einkommensverteilung, an sich aber keine volkswirtschaftlichen Verluste. Dies ist selbst maßgebenden Fachleuten nicht klar und bedarf daher noch einer näheren Begründung.

Die Fälle a) bis d), denen sich wahrscheinlich noch andere ähnlicher Art anreihen lassen, sind wohl Verluste des Besitzers des Börsenpapiers, aber doch nicht spezifische Börsenverluste, da die Ursachen durchwegs auf der „Warenseite“ der Wirtschaft liegen und die Kursänderungen bloß eine Spiegelung natürlicher wirtschaftlicher Vorgänge sind. Für unsere Untersuchung relevant sind bloß die Fälle e) mit dem Problem, ob die Effektenspekulation Fehlinvestitionen verursachen könne, und f) mit dem Problem, ob die Effektenspekulation Verluste von Kapitaldisposition in den Spekulationsgeschäften selbst zur Folge haben könne.

§ 31. Die Frage der Fehlleitung von Kapitaldisposition durch die Effektenspekulation oder durch den Börsenkredit stellen wir vorläufig zurück. Hier werden wir das Mißverständnis von dem Verlust von Kapitaldisposition bei Börsenspekulationsgeschäften aufzuklären haben. Dies wird uns leichter fallen als eine Aufklärung, wieso auch bedeutende Fachgelehrte in einem solchen Mißverständnis befangen bleiben konnten. Die Behauptung, es könnte die der Börse zugeflossene Kapitaldisposition dort durch kürzere oder längere Zeit „festgehalten“ werden, hatte zweifellos ihren guten Sinn. Die

Vorstellung eines Verlustes von Kapitaldisposition an der Börse ist aber schlechterdings unvollziehbar.

Wir wollen durch Wiedergabe der Überlegungen von Professor *Reisch* zeigen, wie nur ein offensichtlicher Irrtum diesen eminent sachkundigen Autor veranlassen konnte, zu seiner Behauptung, daß der Verkaufserlös von Aktien „nicht immer dem Wirtschaftsleben zugeführt“ wird, hinzuzufügen, daß er „zu Börsenspekulationsgeschäften verwendet und gegebenenfalls in denselben verloren“ werden kann¹. Die Vorgänge, durch die „Teile der eingeschossenen Kapitalien . . . gefährdet werden“ können, schildert *Reisch* folgendermaßen:² „Die Kurse der Aktien haben nicht vorhandene (hinaufgeschrieene) Werte vorgespiegelt, sie waren Seifenblasen, die bei Abwicklung der Spekulation aufeinandergestoßen und geplatzt sind, wobei nur ein geringer Bodensatz wirklichen Wertes zurückgeblieben ist. Auf dem Spezialmarkt der Spekulation spielt sich eben eine lange Serie geschäftlicher Transaktionen ab und nur der Saldo aus denselben fließt in die Wirtschaft.“

Hiemit hat *Reisch* eine radikalere Position bezogen, als in seiner ersten Schrift über das gleiche Thema³. Dort war er noch der Ansicht gewesen, daß mit dem Aufhören der Börsenhäusse die verwendeten Zirkulationsmittel — die doch die Kapitaldisposition repräsentieren — „wieder für die übrigen Wirtschaftsgebiete verfügbar“ werden. „Hierbei bleiben Gewinne und Verluste der Spekulanten für die Volkswirtschaft als Ganzes zumeist⁴ bedeutungslos, da sie

¹ *Richard Reisch*: Rückwirkungen, S. 209.

² Ebenda, S. 207 ff.

³ *Richard Reisch*: Über das Wesen und die Wirkungen der Börsenkredite, a. a. O., S. 14.

⁴ Eine Einschränkung erfahre dieser Satz durch Gewinne des Auslands.

ja nur Verschiebungen in den Vermögensverhältnissen der Teilnehmer an den Spekulationsgeschäften bewirken, das Vermögen der Volkswirtschaft als Ganzes aber nicht verändern.“ Im zweiten Aufsatz behauptet *Reisch* aber neben der Kapitalverschiebung einen Kapitalverlust der Wirtschaft, denn bei einem Sturz der Börsenkurse „stehe dem niedrigen Verkaufspreis der Spekulanten allerdings der niedrige Kaufpreis der neuen, angenommenermaßen außerhalb der Spekulation stehenden Aktien erwerber gegenüber: Die Spekulanten haben aber die in der Hausseperiode gemachten Gewinne und einen Teil ihres anfänglichen Kapitals verloren, ja unter Umständen werden nicht einmal die erteilten Lombardkredite ihre Deckung finden, so daß auch die Banken, die Zahlungsversprechen gemacht haben und nunmehr die erhoffte Gegenleistung (Rückzahlung durch den Spekulanten, bzw. aus dem Verkaufserlös der Effekten) nicht zu erhalten vermögen, an ihrem Vermögen Schaden erleiden können. Mit dem Gesagten dürfte dargetan sein“, schließt *Reisch* diese Überlegung¹, daß über die zeitweise Bindung von Kapital und Krediten hinaus „auf dem Spezialmarkt ‚Börse‘ Preisveränderungen eintreten können, welche auch ein späteres Zurückfließen der Kapitalien und Kredite in Frage zu stellen vermögen“². Diese „Kapitalien und Kredite“, zweifellos durch Zirkulationsmittel repräsentiert, wären also spurlos verschwunden; „zeitweise gebunden“ sind sie nach Aufhören der Haussespekulation offenbar nicht mehr, in die Wirtschaft „zurückgeflossen“ sind sie angeblich auch

¹ *Richard Reisch*: Rückwirkungen, S. 208. (Im Original ohne Sperrungen.)

² Im Original nicht gesperrt.

nicht, — also müssen sie verschwunden, verloren sein. Die Suche nach der verlorenen Kapitaldisposition war vergeblich, weil bloß bei dem billig einkaufenden letzten Aktienerwerber, dem unter Verlust verkaufenden Spekulanten und bei dem durch diesen Verlust eventuell geschädigten Kreditgeber nachgeforscht wurde. Man muß gar kein großer Detektiv sein, um auf Grund der Überlegung, daß der Spekulant durch billigen Verkauf nach teurem Einkauf verloren hat, zu entdecken, daß die gesuchten Gelder eben jenen zugeflossen sind, die „teuer verkauft“ haben, die — dem Börsenjargon zufolge — „rechtzeitig ausgestiegen“ sind.

Es ist hoffentlich ausgeschlossen, daß ein Leser dieses Buches auf den Gedanken verfiel, daß niemand oder nur wenige „rechtzeitig ausgestiegen“ wären. Da nämlich zu jedem Geschäft zwei Parteien gehören, muß jedem, der zu hohen Kursen eingekauft hat, auch einer gegenüberstehen, der zu diesen hohen Kursen verkauft hat, der sich also aus der Spekulation zurückgezogen hat und damit über jene Kapitaldisposition verfügt, die man verloren geglaubt hat.

§ 32. Wenn wir so nachdrücklich das Verschwinden der Kapitaldisposition bestritten haben und schließlich die verloren geglaubte in Händen bestimmter Marktparteien nachweisen konnten, so müssen wir — obzwar es wenig praktische Bedeutung hat — noch sagen, daß auch der Verlust der Kapitaldisposition — etwa durch Vernichtung von Banknotenvorräten — noch kein volkswirtschaftlicher Realkapitalverlust wäre. Es ist — von allfälligen Deflationswirkungen vorläufig abgesehen — kein Verlust der Volkswirtschaft, wenn jemand aus seiner Brieftasche

Banknoten verliert, gleichgültig ob die Kaufkraft einem unredlichen Finder zuwächst, oder ob sie „nominaliter“ nicht gefunden wird und somit „realiter“ allen Käufern zuwächst. Auch wenn durch die Vernichtung von Banknoten einem Produktionsunternehmen oder einer Kreditbank Schaden erwüchse, so ist die Wirkung nur jener des Thesaurierens von Geld zu vergleichen. Von den Vermögens- und Einkommensverschiebungen und von den Deflationseffekten abgesehen, liegt auch hier kein materieller Verlust der Volkswirtschaft vor. Daß es von einem bestimmten Gesichtspunkt aus bedauert werden kann, daß durch den Verlust von Produzentenkaufkraft die Konsumentenkaufkraft anteilmäßig verstärkt wird, ist natürlich nicht zu bestreiten. Der Schaden der verringerten Kapitalbildung ist aber im Sinne unserer Ausführungen im § 21 nicht mit der „Kapitalsumme“ sondern bloß mit einem Teil der „Kapitalzinsen“ zu veranschlagen. Mit einem Teil und nicht mit der vollen Höhe der Zinsen deshalb, weil die am Markte nominaliter nicht mehr auftretende Kaufkraft allen Käufern, also den Konsumenten wie den Produzenten zuwächst. Nur der Zuwachs der „Konsumkaufkraft“ geht auf Kosten der Kapitalbildung.

§ 33. Die Frage, ob der Privatkapitalverlust des einzelnen Börsenspekulanten einen Sozialkapitalverlust darstelle, konnten wir bezüglich des spezifischen Börsenverlustes — d. h. des Verlustes aus sachlich ungerechtfertigten, spekulativen Kursdifferenzen — glatt verneinen. Von einem Verlust an Realkapital konnte ja von vornherein keine Rede sein, ebenso erwies sich auch die Annahme eines Verlustes an Kapitaldisposition als unbegründet. Das einzige Moment, das zur Verringerung der verfügbaren Kapitaldisposition führen kann, ist die im § 16 schon besprochene *Aufzeh-*

run g der Kurs g ew i n n e. Die zum Effektenkauf verwendete Kapitaldisposition erhält der Verkäufer der Papiere und wenn er einen Teil dieser Kapitaldisposition als Gewinn anspricht und dem Konsum zuführt, so erfährt der Fonds von Kapitaldisposition eine Minderung zugunsten des Konsumtionsfonds.

Man wird es als paradox ansehen, wenn wir nun behaupten, daß ein Börsenverlust auch eine Vermehrung der Kapitaldisposition, eine Kapitalbildung, zur Folge haben kann. Die Voraussetzungen zu dieser Entwicklung sind gar nicht besonders gekünstelt: es ist dazu nur notwendig, daß der Verkäufer seinen Kursverlust aus seinem Einkommen durch Konsumbeschränkung deckt. Nehmen wir an, ein Gelegenheitsspekulant verwende einen aufgenommenen Kredit zum Börsenspiel, kaufe aber die Papiere zu hohen Kursen ein. Während der glückliche Verkäufer — es kann dies ein Spekulant oder auch das Aktien ausgebende Unternehmen sein — die gesamte Kapitaldisposition erhält, zieht sich der unglückliche Spekulant erst später, zu Baissepreisen, zurück, erhält also für seine Aktien von einem neuen Käufer weniger, als er seinerzeit aufgewendet hatte. Wenn er nun die zur Kreditabstattung fehlende Differenz deckt, indem er sich im Verbrauch einschränkt und damit von seinem laufenden Einkommen einen Teil erspart, so hat der Börsenverlust zu einem Fall echter Kapitalbildung geführt. Man könnte, da sich der gute Mann sonst nicht zur Sparkapitalbildung entschlossen hätte, von einem unfreiwilligen, durch den Börsenverlust „erzwungenen“ Sparen sprechen¹.

¹ Vgl. dazu *Georg Halm*: Das Zinsproblem am Geld- und Kapitalmarkt, a. a. O., S. 26. *Halm* spricht da von einem „Mangel von freiwillig dargebotener Kapitaldisposition“ und einer zwangswweisen „Beschaffung der langfristigen Kapitaldisposition“.

In ganz analoger Weise können durch Börsenverluste kurzfristige Ersparnisse erzwungenermaßen zu Dauerersparnissen werden. Wenn der A für einen beabsichtigten späteren Konsum (etwa eine größere Reise oder die Anschaffung eines Luxusfahrzeuges) spart und diese Temporäersparnisse nur vorübergehend in Aktien anlegt, so stellt er seine kurzfristige Kapitaldisposition zur Realkapitalbildung zur Verfügung. Findet A, der die Aktien zu 100 gekauft hatte, keinen Käufer, der sie zu diesem Preise abnimmt, und muß er sie schließlich zu 80 dem Sparer B verkaufen, dann wird die im Realkapital steckende Kapitaldisposition zu 80% aus dem Sparkapital des B, zu 20% aber aus den unfreiwillig geopfertten Ersparnissen des A gebildet. A konnte seine nur zur vorübergehenden Anlage gewidmeten Mittel nicht mehr aus der Produktion herausziehen, der Börsenverlust ist zu einer Dauerersparnis der Wirtschaft geworden.

Wir sind nicht in der Lage, etwas darüber auszusagen, welche quantitative Bedeutung dieser Sparkapitalbildung aus Börsenverlusten in praxi zukommt. Es ist aber prinzipiell von Bedeutung, daß der „Sparkapitalaufzehrung durch Kursgewinne“ eine „Sparkapitalbildung durch Kursverluste“ gegenübersteht. Das eine Mal sieht der Spekulant in seinem Gewinn eine Einkommensvermehrung und vergrößert seinen Konsum, das andere Mal betrachtet der Spekulant seinen Verlust als Einkommensverminderung und schränkt seinen Konsum ein. Soweit sie aber nicht als Einkommensveränderungen, sondern als Vermögensveränderungen aufgefaßt werden, bilden die spezifischen Börsengewinne und -verluste bloße interpersonelle Vermögensverschiebungen, die mit dem Kapital, seiner Bildung und seiner Aufzehrung gar nichts zu tun haben.

§ 34. Bei der Beurteilung wirtschaftlicher Vorgänge spielen die Staatsgrenzen bekanntlich eine unverdient große Rolle. Warenaustausch, Kreditverkehr, Vermögensübertragungen zwischen Angehörigen verschiedener Staaten werden in der Volkswirtschaftslehre meistens an ganz verschiedenen Stellen und von ganz verschiedenen Blickrichtungen aus betrachtet, als dieselben Wirtschaftsbeziehungen zwischen Angehörigen eines Staates. Kein Wunder also, daß man im allgemeinen über Vermögensverschiebungen zwischen „Inländern“ und „Ausländern“ anders denkt, als über solche zwischen „Konnationalen“. Dabei wäre der Erkenntnis verschiedener Zusammenhänge schon weitest gedient, wenn die seitens der nationalen Ökonomie eifrigst gepflegten Hypostasierungen des Inländers zum „Inland“, des Ausländers zum „Ausland“ unterblieben.

Die Bedeutung der Staatsgrenzen im herrschenden wirtschaftstheoretischen Denken beruht übrigens auf zwei verschiedenen Positionen: zunächst auf der Ansicht einer „Sondergesetzlichkeit“ des internationalen Tauschverkehrs, die dazu führte, daß man die für die Tauschwirtschaft im allgemeinen gefundenen Regeln oder Gesetze für den zwischenstaatlichen Austausch nicht anwenden zu können glaubte, weiters aber auf einer „Wertidee“, derzufolge die Wohlfahrt oder der Wohlstand der durch Staatsgrenzen abgegrenzten Volkswirtschaften verschieden beurteilt wird und der Tauschverkehr zwischen zwei Angehörigen verschiedener Länder daraufhin untersucht wird, ob er dem „Inland“ Vorteile bringt. Gegen die zweite Position gibt es keine Einwände seitens der wissenschaftlichen Forschung, denn diese hat „wertfrei“ die Zusammenhänge zu untersuchen und bloß die Ergebnisse zur allfälligen Einsetzung der „Wertbeziehungen“ zu liefern. Die erste

Position hat sich aber als unhaltbar erwiesen, da alle durch die politischen Grenzen geschaffenen Verkehrshindernisse als Daten in die Ableitungen der Katallaktik eingehen, deren Resultate für den internationalen Verkehr ihre volle Geltung behalten. Probleme, die an die Fragen der „Übertragung“ beim internationalen Geldverkehr geknüpft wurden, haben sich als Scheinprobleme erwiesen¹. Es bleiben Kausalreihen, die für irgendwelche wirtschaftliche Vorgänge festgestellt wurden, auch in Geltung, wenn dabei Staatsgrenzen überschritten werden. Es wird uns daher die angeschnittene Frage der „Bindung“ und des „Verlustes“ von Kapital im internationalen Börsenverkehr nicht lange aufhalten müssen.

Die Wirtschaftsjournalistik findet an allen möglichen Ergebnissen des internationalen Kapitalverkehrs etwas auszusetzen. Jede Kapitalsanlage im Ausland — auch wenn sie gewinnbringend ist — wird als Verrat an der eigenen Industrie verrufen; jede Kapitalsanlage des Auslandes — auch wenn sie nicht immer gewinnbringend ist — wird mit dem Tadel „Überfremdung“ belegt. Man wettert dagegen, daß das „Inland“ sein Kapital in ausländischer Börsenspekulation verspiele, und ebenso dagegen, daß das „Ausland“ durch Spekulation den heimischen Märkten Gewinne abnehme.

Diesen ziemlich unverständigen Urteilen gegenüber genügen die Andeutungen, daß die Anlage des Kapitals an den rentabelsten² Plätzen — gleichgültig ob im Inland oder

¹ Vgl. zu dem Probleme des Transfers meine Aufsätze: „Währung und Auslandsverschuldung“, Mitteilungen des Verbandes österreichischer Banken und Bankiers, X. Jahrg., Wien 1928, Heft 7/8, S. 194 ff. und „Transfer und Preisbewegung“, Zeitschrift für Nationalökonomie, Bd. I, Heft 4, Wien 1930, S. 555 ff.

² Die Rentabilität einer Kapitalanlage schließt natürlich die Berücksichtigung der Sicherheitskomponente in sich (Risikoprämie).

im Ausland — der Wohlfahrt des gedachten Kollektivums „Volkswirtschaft“ nur zuträglich sein kann, und daß die Chance der inländischen Kapitalisten, auf Auslandsbörsen zu gewinnen oder zu verlieren, grundsätzlich weder geringer noch größer ist, als die Chance der ausländischen Kapitalisten auf den Inlandsbörsen.

§ 35. Bloß zwei Einwände gegen die internationalen Börsenkredite und Börsengeschäfte verdienen nähere Prüfung.

Wenn auch gezeigt werden konnte, daß die der Börse zur Verfügung gestellten Mittel realiter der Industrie zufließen und — den Fall der inflationistischen Kreditexpansion noch vorbehalten — von der Börse weder absorbiert noch gebunden werden, so werde man doch — dies der Inhalt des ersten Einwands — bei Krediten, die zu ausländischen Spekulationszwecken gewidmet werden, zugeben müssen, daß die inländische Industrie jedenfalls das Nachsehen hat. Auch dies kann bestritten werden. Die Geldmarktmittel, die an eine ausländische haussierende Börse wandern, müssen der inländischen Produktion nicht verloren gehen, weil sich eine Börsenspekulation nicht immer auf die „heimischen“ Werte beschränkt. Es ist ohne weiteres denkbar, daß deutsche kurzfristige Kredite an der New Yorker Effektenbörse „arbeiten“ und daß an dieser Börse bei lebhaftem Interesse für deutsche Werte deutsche Emissionen plaziert werden. Es ist dieser Weg — „short term loans to foreigners“ und gleichzeitig „investments by foreigners“ — nicht nur denkbar, sondern alltäglich und das Ausmaß, in welchem Börsenkredite ins Ausland gehen und als Kapitalsanlagen zurückkommen, ist nach den Statistiken der Kapitalexportstaaten (beispielsweise nach der

von dem United States Department of Commerce veröffentlichten Zahlungsbilanz) kein geringes. Gewiß ist es nicht notwendig, daß die Kapitalsanlagen immer in dieselben Plätze gehen, aus denen die Geldmarktmittel gekommen waren; es kann die Kapitaldisposition, die vom deutschen Geldmarkt an den New Yorker Fondsmarkt geflossen ist, zu Anlagen in Südamerika verwendet werden. Es hängt dies von der Einschätzung der Rentabilitätsaussichten ab. Es liegt da prinzipiell nichts anderes vor, als wenn Börsenkredite, von preußischen Plätzen stammend, der sächsischen Industrie zufließen: dann könnte die preußische Industrie sich beklagen, daß ihr durch die Börsenkredite Kapitaldisposition verlorenginge! Wenn der preußischen Industrie bis dahin ständig ein bestimmtes Quantum an Kapitaldisposition zugeführt worden wäre und es würde dieses plötzlich nach anderen Plätzen fließen, dann würde gewiß auch das Produktionsvolumen in Preußen davon tangiert: aber nicht, weil die Börse mehr Anziehungskraft hatte, sondern weil die Börse der sächsischen Industrie größere Rentabilitätsaussichten zubilligte als der preußischen. Und um wieder auf das Beispiel mit den größeren geographischen Entfernungen zu greifen: nicht die New Yorker Börse war der stärkere Konkurrent der deutschen Industrie, sondern die südamerikanische Industrie war es, wenn sie die deutsche Kapitaldisposition über den New Yorker Fondsmarkt an sich ziehen konnte.

Der zweite Einwand betrifft zum Unterschied vom ersten den Kapitalimport, und zwar richtet er sich gegen die Verstärkung von Haussespekulationstendenzen an der Inlandbörse durch den Zustrom kurzfristiger Auslandskredite. Man fürchtet, daß die durch Auslandsmittel verstärkte Hausse zusammenbrechen müsse, wenn das Ausland seine Gelder wieder

zurückzieht. Es ist richtig, daß die Zurückziehung von Börsenkrediten depressive Wirkungen auf dem Effektenmarkt hervorruft; die Haussepartei kann ihre Engagements nicht durchhalten und muß Realisationsverkäufe vornehmen. Daß dabei einige Spekulanten oder Kapitalisten — ausländische oder inländische — Vermögenseinbußen erleiden, wäre angesichts der kompensierenden Vermögenszuwächse anderer Beteiligter ziemlich belanglos. Daß aber die Zurückziehung unter Umständen auch dem Produktionsvolumen Abbruch tun kann, liegt auf einer ganz anderen Seite des Problems. Die vom Ausland gewährten Börsenkredite blieben nicht auf der Börse. Sie flossen der Industrie zu, und zwar möglicherweise der inländischen. Die Zurückziehung der Gelder von der Börse nimmt der Produktion die ihr einmal zugeflossene Kapitaldisposition nicht mehr weg: diese ist im Realkapital gebunden. Die Abwanderung der Kapitaldisposition geht also nicht auf Kosten des Realkapitals vor sich, sondern mit Hilfe neuer Mengen von Kapitaldisposition, deren Neueintritt in die inländische Produktion dadurch verhindert wird. Daraus aber können der Produktionsmittelindustrie Absatzschwierigkeiten erwachsen, es sei denn, daß sie ihren Absatz an jenen ausländischen Plätzen findet, wohin die vom Ausland zurückberufene Kapitaldisposition wandert¹.

Damit haben wir wieder etwas vorausgenommen, was erst in einem späteren Kapitel ausreichend erklärt werden wird: die Empfindlichkeit des Produktionsvolumens gegen Verringerungen des Zuflusses von neuer Kapitaldisposition. Daß die Produktion erst einen kräftigen Zuschub von

¹ *Wilhelm Röpke: Auslandskredite und Konjunktur. Gutachten für die Züricher Diskussion über Konjunkturforschung und Konjunkturtheorie. Schriften des Vereins für Sozialpolitik, Bd. 173, II. Teil, München und Leipzig 1928, S. 241.*

Kapitaldisposition erhielt, um dann auf schmale Ration gesetzt zu werden, war hier der kurzfristigen Zuwanderung von Auslandsgeldern zuzuschreiben. Wenn man aber nach den Ursachen dieser Zuwanderung fragt, wird man finden, daß es meist schon die Haussetendenzen der Börse waren, die — *la hausse amène la hausse* — die Auslandsgelder anlockten. Den Anfang der Haussebewegung kann ein Zustrom von Kapitaldisposition aus einer inländischen Quelle gemacht haben. Und da man an den plötzlichen Ausbruch einer epidemischen Sparwut nicht denken kann, fällt wieder unser Blick auf die Kreditexpansion der Banken. Die aus dem Ausland stammenden kurzfristigen Börsenkredite sind nur dann mit Mißtrauen zu behandeln, wenn sie einer ausländischen Kreditinflation ihre Existenz verdanken: sie übertragen dann die ausländischen „Konjunkturbazillen“ ins Inland.

FÜNFTES KAPITEL.

DER GELDBEDARF DER BÖRSE.

§ 36. Die Einlösungspflicht für mehrmals in den vorigen Kapiteln gegebene Versprechen führt uns zur Behandlung der geldtheoretischen Seite unseres Problems.

Es ist hier zunächst die Behauptung, daß die Börse den übrigen Märkten Geld oder Zirkulationsmittel entziehe, welche einer näheren Prüfung bedarf. Diese Behauptung wird sogar von solchen Autoren vertreten, die gegen die These von der „Kapitalbindung“ aufgetreten waren; daß die Anhänger der Kapitalbindungstheorie gleichzeitig auch die Bindung von Kaufmitteln an der Börse behaupten, versteht sich wohl von selbst.

So ist die Bindung von Zirkulationsmitteln im Börsenumsatz für *Reisch* „nicht zweifelhaft“¹, ebenso das Freiwerden derselben bei beendeter Börsenhause². Sehr plastisch zeichnet *H. v. Beckerath* seine Auffassung in folgenden Sätzen: „Das Geld, welches der Verausgabung auf dem Waren- und Arbeitsmarkt entzogen wird und als Rechenmittel zum Umsatz der Börsenwerte dient, beeinträchtigt auf diese Weise zeitweilig die Nachfrage nach Ware und Arbeit. Das „Geld“ ist eben unterwegs und kann solange weder von Geldgebern noch Geldnehmern eigenwirtschaftlich oder im Kredit verausgabt werden.“³

¹ *Richard Reisch*: Über das Wesen und die Wirkungen der Börsenkredite, a. a. O., S. 13.

² Vgl. ebenda, S. 14: „Erst mit dem Abflauen und Aufhören der Börsenhause werden die Zirkulationsmittel wieder für die übrigen Wirtschaftsgebiete verfügbar.“

³ *Herbert v. Beckerath*: Kapitalmarkt und Geldmarkt, Jena 1916, S. 162.

Die Vorstellung geht also dahin, daß die Nachfrage nach den übrigen wirtschaftlichen Gütern zugunsten der Nachfrage nach Effekten verkürzt würde. Ziemlich allgemein ist die Ansicht, daß der „Zirkulationsmittelbedarf“ des Effektenmarktes in Konkurrenz zu den übrigen Märkten tritt. „Die Zirkulationsmittel bewegen sich von einem Markt auf den anderen, werden aber auf jedem derselben für einen kurzen oder längeren Zeitmoment „a u f g e h a l t e n“, meint *Balogh*¹, um mit dem wenig ansprechenden Ausdruck der „zirkulatorischen Bindung“² zu sagen, daß sich die Umlaufsmittel auf der haussierenden Börse besonders lange aufhalten. Auch *Palyi*, bekannt durch scharfes Denken und noch schärferen Ton, findet bei einer Betrachtung amerikanischer Marktverhältnisse, daß „der Rest an Zahlungsmitteln... zum Ankauf von Wertpapieren und Grundstücken verwendet und bis... vor kurzem in diesen Verwendungen festgehalten worden“³ sei und glaubt in Klammer spöttisch hinzufügen zu müssen: „Auf die frisch erfundene Theorie, wonach die Börse nicht einmal im short run Kapitalien festhalten könne, vielmehr das morgens eingezahlte Geld abends in die „Wirtschaft“ fließt, um am nächsten Morgen wieder zur Börse zurückzukehren: auf diese geistreiche Theorie soll jetzt nicht Rücksicht genommen werden.“ Auf diese geistreiche Kritik einer karierten Theorie soll jetzt nicht Rücksicht genommen werden.

¹ *Thomas Balogh*: Latente Inflation, Währungssystem, Notenbankpolitik und Börsenhausse. In Schmollers Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft im Deutschen Reiche. 53. Jahrg., 1929, S. 591. (Im Original nicht gesperrt.)

² Ebenda, S. 596.

³ *Melchior Palyi*: Zinsfuß und Zahlungsbilanz in den Vereinigten Staaten. Magazin der Wirtschaft. 5. Jahrg., Nr. 45, Berlin 1929, S. 1687. (Im Original nicht gesperrt.)

Soweit es sich nicht um die Kapitalversorgung, sondern um die Zahlungsmittelversorgung der Wirtschaft handelt, neigt auch Cassel (den wohl Palyi mit seiner ironischen Bemerkung treffen wollte) der Auffassung eines mit der übrigen Wirtschaft konkurrierenden Zahlungsmittelbedarfs des Effektenmarktes zu. Es zeigt sich dies in Cassels Überlegung, wonach bei gestiegenem Zahlungsmittelbedarf der Fondsbörse das Warenpreisniveau durch Schaffung neuer Bankzahlungsmittel aufrechterhalten werden könne. „Unser Schluß muß also der sein, daß, wenn die Fondsbörse eine Steigerung der Zahlungsmittelversorgung verlangen sollte, die Erweiterung geschehen kann und geschehen muß durch die Schaffung einer für den Zweck geeigneten Quantität Zahlungsmittel, hauptsächlich wohl Giro Guthaben in den Banken, wobei die Versorgung des Wirtschaftslebens mit Zahlungsmitteln unverändert bleibt und demnach das allgemeine Warenpreisniveau konstant gehalten werden kann. Unter der Voraussetzung einer so rationellen Bankpolitik kann also die Fondsbörse auch nicht störend auf die Zahlungsmittelversorgung des Wirtschaftslebens wirken“¹. Wäre dieser Satz richtig, dann würde ohne die kunstvolle Bankpolitik und unter der Voraussetzung der cetera paria der Geldbedarf der Börse auf die Geldversorgung „des Wirtschaftslebens“ störend wirken². Unter dieser störenden Wirkung ist natürlich eine Warenpreissenkung gemeint. Trotz der erstaunlichen Einmütigkeit der verschiedensten Autoren in diesem Punkte wagen wir,

¹ Gustav Cassel: Nimmt die Fondsbörse Kapital in Anspruch? a. a. O., S. 26.

² Cassel schwächt die Bedeutung seiner Äußerung gleich im nächsten Satz wieder ab, indem er hinzufügt, daß es „übrigens durchaus nicht sicher (sei), daß eine Kurssteigerung und eine lebhaftere Tätigkeit an der Fondsbörse ein erhöhtes Bedürfnis nach Zahlungsmitteln zu veranlassen brauchen“.

die Richtigkeit der Behauptung eines Kausalnexus „Börsenhausse — Warenpreissenkung“ ernstlich zu bestreiten.

§ 37. Die Vorstellung eines Zahlungsmittelbedarfs bestimmter Märkte ist u. E. nicht sehr glücklich und stiftet bloß Verwirrung. Es liegt auf derselben Linie, wenn *Balogh* „eine zeitweilig deflationierende Wirkung der Börsenhausse“¹ annimmt. Wenn ein Markt durch Erhöhung von Preisen und Umsätzen mehr „Kaufkraft binde“, wirke dies deflationierend auf die übrigen Märkte. In dieser Sprache wird man sagen müssen, daß eine Hausse am Obstmarkt eine Deflation am Fleischmarkt verursache!

Wenn sich die Nachfrage nach Fleisch zugunsten der Nachfrage nach Obst verringert, so werden unter sonst gleichbleibenden Umständen gewiß die Obstpreise anziehen und die Fleischpreise nachgeben. Eine solche Preisverschiebung wird aber nicht erklärt, wenn man einen „gestiegenen Zahlungsmittelbedarf des Obstmarktes mit deflationierender Wirkung auf den Fleischmarkt“ konstatiert. Außer Frage bleibt die Tatsache, daß der Übergang des Nachfrageinteresses von einer Ware auf eine andere, die Verwendung von Kaufmitteln für eine Ware an Stelle einer bisher bevorzugten, die Preise der stärker nachgefragten auf Kosten der Preise der weniger nachgefragten erhöhen wird. Ist damit zugegeben, daß das gesteigerte Interesse für Effekten deren Kurse auf Kosten der Warenpreise erhöhen muß?

Wenn jemand Effekten zu erwerben wünscht und die zum Kauf erforderlichen Mittel durch Verzicht auf Gegenstände seines bisherigen Bedarfs bereitstellt, so nennt man diese Nachfrageverschiebung — Sparen. Der Sparprozeß

¹ a. a. O., S. 592.

ist eine Verschiebung der Nachfrage von Gegenwartsgütern auf Zukunftsgüter und führt auf dem Wege über die entsprechende Preisverschiebung zur Produktionsverschiebung. Man wird aber, ohne erst von uns eine besondere Anleitung zu erwarten, unschwer begreifen, daß die Preisverschiebung nicht bloß zwischen Konsumgütern und Effekten, sondern zwischen Konsumgütern und Produktionsmitteln erfolgt. Es wird vielleicht manchem verwunderlich erscheinen, daß der Preissenkung von Konsumgütern auf der anderen Seite Preissteigerungen in gleich zwei Güterkategorien gegenüberstehen sollen; es ist aber gar nicht so kompliziert: die Preiserhöhung von Anteilsrechten an Kapitalgütern muß wohl auch eine Preiserhöhung dieser Kapitalgüter selbst sein.

Die Anhänger jener geldtheoretischen Denkungsweise, die besonders gern mit dem Begriff der „Umlaufgeschwindigkeit“ operiert, werden diese Erklärung vielleicht nicht ohne weiteres hinnehmen. Das Geld — wobei wir die giralen Bankumlaufsmittel (Kassenführungsguthaben) in die Geldmenge einbeziehen — vermittelt nach dieser Anschauung eine bestimmte Anzahl von Umsätzen in der Zeiteinheit und das Preisniveau ist durch Warenumsatz, Geldmenge und diese Umlaufgeschwindigkeit determiniert. Der Umlaufgeschwindigkeit wird dabei von den meisten Autoren nicht der Charakter eines unmittelbar veränderlichen Faktors beigemessen. Unsere Überlegung von der Nachfrageverschiebung von Konsumgütern auf Kapitalgüter hat aber dennoch einen „zusätzlichen Händewechsel“ — den Effektenkauf — in sich geschlossen und die Vertreter der Theorie der Umlaufgeschwindigkeit werden daher unseren Gedankengang, wonach sowohl die Kapitalgüteranteile (Effekten) als auch die Kapitalgüter selbst im Preise steigen,

entweder wegen mangelnder Rücksicht auf das Zeitmoment ablehnen oder eine Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit supponieren.

Jedenfalls können wir feststellen: wer unserer These zustimmt, daß die als Sparprozeß bezeichnete Nachfrageverschiebung in einem Zuge die Effektenkurse und die Produktivgüterpreise ansteigen läßt, gibt gleichzeitig zu, daß der angebliche Kausalnexus „Effektenkurssteigerung — Warenpreissenkung“ falsch ist. Richtig ist vielmehr die Annahme einer gegenläufigen Bewegung verschiedener Warenpreise, wobei die Effektenkurse die Bewegung bestimmter Güterpreise mitmachen, bzw. einleiten.

§ 38. Man wird nun auf den Gedanken kommen, daß die gegenläufige Bewegung verschiedener Warenpreise bei Erhöhung der Effektenkurse wohl anerkannt werden könne, daß das Steigen der Produktionsmittelpreise aber nicht dem Fallen der Konsumgüterpreise im Ausmaß entsprechen, daß vielmehr im Endergebnis doch eine Senkung des sogenannten Preisniveaus vorliegen müsse, weil der Geldbedarf des Effektenmarktes und damit der Geldbedarf der Wirtschaft gestiegen wäre. Unter einem gestiegenen Geldbedarf oder Zahlungsmittelbedarf¹ kann man sich nichts anderes vorstellen als die „zwangsläufige Notwendigkeit“ zur Preissenkung bei gleichbleibender Geldversorgung. Da ein mengenmäßig oder wertmäßig gesteigerter Effektenumsatz nicht das Resultat eines Oktrois oder einer Zwangsmaßnahme, sondern das Ergebnis einer

¹ Mit dem Begriff des Geldbedarfs habe ich mich schon an anderer Stelle auseinandergesetzt. Vgl. meine „Goldkernwährung“, Halberstadt 1925, S. 163 ff.

freien Entscheidung einzelner Mitglieder der Tauschgesellschaft ist, haben wir zu überlegen, ob die Teilnahme am Effektenumsatz tatsächlich die Veranlassung zur Warenpreissenkung involviert.

Um eine Umsatzsteigerung im Effektenhandel unter sonst vollständig gleichbleibenden Umständen besonders klar zu konstruieren, wollen wir annehmen, daß in einer Wirtschaft bei einer Reihe von bestehenden Unternehmungen die Teilhaberrechte effektiviert werden. Es hätte sich also vorläufig gar nichts geändert, als daß bestehende Anteilsrechte „verbriefte“ wurden, wodurch bekanntlich der Wechsel in der Person des Inhabers besonders erleichtert wird. Diese neuen Effekten (über bestehendes Realkapital) sollen nun zum Gegenstande des Umsatzes werden. (Vergrößerung des Handelsvolumens bei gleichbleibender Geldmenge!) Ist es wahrscheinlich, daß die diesen Umsatz beabsichtigenden Personen — *ceteris paribus*, also bei bloßem Tauschvorgang ohne Annahme eines Sparwillens, — zum Zwecke dieses Tausches ihrer Effekten einen Teil ihres Geldvorrates durch Verzicht auf sonst vorgenommene Einkäufe bereitstellen? Allein der Verzicht auf einen Einkauf oder der Entschluß zu einem Notverkauf — also jedenfalls ein Opfer — könnte unter Bewirkung einer Warenpreissenkung die Zahlungsmittel zum Effektentausch freisetzen; erscheint es wahrscheinlich, daß der Effektenumsatz unter solchen Opfern der Beteiligten vor sich geht? Die Wirtschaftenden fanden — schneller als die Volkswirtschaftler — einen Ausweg: der Umsatz wird nicht durch sonstigen Verwendungen entzogene Zahlungsmittel bewirkt, sondern unter gegenseitiger Aufrechnung oder Kompensation.

Die Einführung des Abrechnungsverkehrs in unsere Überlegungen ist nicht etwa als *deus ex machina* zu werten.

Es gibt kaum ein anderes Gebiet der modernen Wirtschaft, in welchem sich der Abrechnungsverkehr in Argumentationen von gestiegenem Geldbedarf als paralyisierender Faktor einführen ließe, als gerade den Börsenverkehr bezüglich des Umsatzes von Effekten. Daß es fast nie gerechtfertigt ist, zu glauben, daß eine Erweiterung des Kompensationsverkehrs eine durch neue Umsätze bewirkte Zunahme des Geldbedarfs „kompensieren“ könne, hat *Mises* ein für alle Male festgestellt¹. „Eine solche Erweiterung (des Abrechnungsverkehrs) kann . . . niemals automatisch durch die Steigerung des Geldbedarfs ausgelöst werden“, schreibt *Mises* ausdrücklich², und doch glauben wir speziell den Börsenverkehr bezüglich der Umsatzsteigerung an Effekten zwischen den Teilnehmern am Börsenverkehr von dieser Konstatierung ausnehmen zu müssen.

§ 39. Das Abrechnungsverfahren ist ein fast unerläßlicher Bestandteil der Technik des Börsenverkehrs. Der Untergang von Geldforderungen durch Kompensation oder Konfusion ist bei einem Marktverkehr zwischen einem mehr oder minder geschlossenen Kreis von Personen in weitem Maße möglich, selbst wenn bloß die Umsätze eines Tages berücksichtigt werden. Die Kompensationsmöglichkeit vervielfacht sich, wenn die Umsätze mehrerer Börsentage zu einer Liquidationsperiode vereinigt werden. Die Zusammenziehung mehrerer Tagesumsätze in eine Arrangementperiode ist selbst an jenen Börsenplätzen üblich, wo eine wirtschaftspolitisch voreingenommene Gesetzgebung den Terminhandel verbietet und bloß Kassageschäfte gestattet.

¹ *Ludwig Mises: Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel. Zweite Auflage, München und Leipzig 1924, S. 307 ff.*

² *Ebenda, S. 310.*

Im Börsenverkehr kommt es gar nicht zur Bezahlung der Gegenwerte der gehandelten Effekten, — weder mittels Bargeld noch mittels Giroguthaben, — sondern bloß zur Bezahlung von Differenzen. „Die Technik des Liquidationsverfahrens... ermöglicht es, daß schließlich bloß die Zahlung der sich rechnermäßig ergebenden Kursunterschiede notwendig wird“¹. Von der Bedeutung dieser Differenzabrechnungen im Saldierungsbüro haben die wenigsten eine richtige Vorstellung: in einem im Jahre 1905 erschienenen Buche konnte schon ein guter Kenner der Verhältnisse feststellen², daß auf der englischen Fondsbörse 90% der gegenseitigen Verpflichtungen durch Kompensation erledigt und nur 10% durch scheckmäßige Umschreibung bezahlt wurden.

An dieser Stelle sei kurz auf die Spezialbehandlung hingewiesen, die *Albert Hahn* dem ganzen Börsenkreditproblem andeuten läßt. Für *Hahn* ist es nämlich die Hauptsache, ob die Börse Bargeld in Anspruch nehme oder nicht. „Der Kauf von Effekten als solcher, der sogenannte ‚Börsenumsatz‘, geschieht so gut wie ausschließlich bargeldlos und geht deshalb... an den Kreditmärkten fast spurlos vorüber“³. Für *Hahns* Kredittheorie ist die bargeldlose Abwicklung des Börsenumsatzes wesentlich. Da er den Bargeldbedarf als einen entscheidenden Faktor der Zinsbildung ansieht⁴, ist für *Hahn* die Bargeldlosigkeit des Börsenverkehrs von weit größerer Bedeutung als für uns und die

¹ *Karl Meitner*: Die Preisbildung an der Effektenbörse, Wien 1930, S. 100.

² *Edgar Jaffé*: Das englische Bankwesen, Leipzig 1905, S. 95.

³ *Albert Hahn*: Börsenkredite und Industrie. Frankfurter Zeitung vom 9. Mai 1927, Nr. 341.

⁴ Vgl. insbesondere *Hahn*: Zur Theorie des Geldmarktes. Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik, Bd. 51, Heft 2, S. 289 ff.

meisten anderen. Wenn wir hier davon sprechen, daß vom Umsatz des Effektenmarktes keine Steigerung des Geldbedarfs oder Zahlungsmittelbedarfs ausgehe, so stützen wir uns nicht darauf, daß zur Bewirkung dieser Umsätze bloß Bankguthabengeld, aber kein Bargeld nötig sei, sondern darauf, daß für den größten Teil der Börsenumsätze *w e d e r* das eine *n o c h* das andere benötigt wird, weil die Kompensationstechnik sowohl Bargeld wie Bankgeld weitgehend entbehrlich macht.

§ 40. Die Steigerung des Geldbedarfs durch eine haussierende Börse wäre durch diese Überlegung noch nicht ausgeschlossen. Auch wenn nur ein Bruchteil — sagen wir 10% — der Börsenumsätze den Geldverkehr, und zwar den bankmäßigen Giroverkehr in Anspruch nimmt, so müßte doch bei gleichbleibendem Verhältnis der durch Kompensation und der durch Zahlung erledigten Umsätze die Inanspruchnahme des Zahlungsverkehrs bei steigenden Börsenumsätzen in absoluten Ziffern ansteigen. Nun ist es aber nicht richtig, daß der Anteil der kompensationsfähigen Umsätze konstant bleibt; man kann leicht einsehen, daß die Kompensationsmöglichkeiten bei erhöhtem Umsatz nicht nur absolut sondern auch relativ ansteigen, und daß die per Saldo zu bezahlenden Differenzen keineswegs proportional der Höhe der Umsätze sind¹. Das Urteil, daß die haussierende Börse mehr Zahlungsmittel benötigt, als die à la baisse eingestellte Börse ist für den engeren Börsenverkehr — d. h. für den am Saldierungsverfahren teil-

¹ Im Gegensatz dazu meint *Robert Liefmann*, Inlandskapital, Auslandskapital, Kriegstribute, Leipzig 1930, S. 62, daß „die Bindung von Kapital nicht proportional mit den Kurssteigerungen, sondern viel eher progressiv“ vor sich gehe. Dies wird allerdings mit der Publikumspekulation erklärt, so daß, wie man später sehen wird, die Diskrepanz der Meinungen nicht weit geht.

nehmenden Verkehr — nicht evident, da sinkende Kurse keinen geringeren Anlaß zu „Differenzen“ geben, als steigende Kurse. Da doch nur Kursunterschiede durch Zahlung ausgeglichen werden müssen und Kursunterschiede in der Hausse und in der Baisse prinzipiell gleiche Wahrscheinlichkeit besitzen, ist die Annahme eines in der Hausse verstärkten Zahlungsverkehrs beim „Hin- und Herhandeln“ der Börse unbegründet¹.

Die Steigerung des Börsenumsatzes kann „mengenmäßig“ oder „wertmäßig“ sein, d. h. es können mehr Effekten zu gleichbleibenden Kursen oder Effekten in unveränderter Zahl zu gestiegenen Kursen gehandelt werden, wobei natürlich auch noch die übrigen Kombinationen dieser Faktoren möglich sind. Unsere Behauptung, daß die Summe der Differenzen nicht mit der Umsatzziffer steigen muß, gilt ebenso für die mengenmäßige wie für die wertmäßige Umsatzsteigerung. Wenn einige Spekulanten untereinander in der gleichen Liquidationsperiode mehrmals Effekengeschäfte tätigen, so muß der nach der Abrechnung (zur Zahlung) verbleibende Saldo nicht größer sein, als bei weniger häufigem Umsatz.

§ 41. Am Liquidationsverfahren nehmen nur die eigentlichen Börsenmitglieder, die Berufsspekulanten und Kommissionäre teil. Der Effekturnumsatz spielt sich aber nicht bloß zwischen den „Börseanern“ ab; die „Wertpapierbörse

¹ Es ist dies nicht mit den stark konjunkturrempfindlichen Börsenumsatzziffern selbst zu verwechseln. Die Umsätze, die dem Arrangement unterzogen werden, steigen natürlich an, bloß die Salden müssen nicht größer werden. Dies ist statistisch nicht verifizierbar, weil in den Liquidationsziffern die Geschäfte der Börsenhändler und -kommissionäre mit dem außerbörslichen Publikum ihren Niederschlag finden.

ist die Umsatzstelle für das am Wertpapierbesitz interessierte Publikum¹. Es wäre ein unverzeihlicher Irrtum, die mit der Effektenbörse zusammenhängenden Probleme nur auf die Tätigkeit der Berufshändler hin zu untersuchen, da die ganze Tätigkeit dieser Berufshändler sich ja nur am Kaufinteresse des Publikums orientiert. Ein alter Börsenwitz erklärt, daß kein Gasthaus auf die Dauer bestehen kann, wenn nur die Kellner dort miteinander Billard spielen. Das „Innengeschäft“ der Börse lebt nicht vom „miteinander Billard spielen“, sondern von der „Bedienung der Kundschaft“², von der Umsatzvermittlung für das außenstehende Publikum. Eine Hausse am Effektenmarkt kann nur bei gesteigerter Kaufwilligkeit und Kauffähigkeit des Publikums von Bestand sein. Für den Verkehr zwischen Publikum und Börse können aber unsere Überlegungen über den geldlosen Kompensationsverkehr keine Geltung haben und es ist daher unsere Untersuchung nach dieser Richtung hin fortzuführen.

Hat das Innengeschäft der Börse unseren Erwägungen nach nicht die Wirkung, in Haussezeiten mehr Zahlungsmittel zu binden, so könnte dies doch beim „Außengeschäft“, beim Verkehr zwischen dem Börsenhändler und dem Publikum der Fall sein.

§ 42. Ein Versuch, die Behauptung der Bindung von Zahlungsmitteln durch die Börse oder durch das spekulierende Publikum mit dem gleichen Argument zu negieren, das beim Problem der Kapitalbindung erfolgreich angewendet wurde, nämlich mit dem Argument „des breit-

¹ *Heinrich Göppert*: Börse und Publikum, Berlin 1930, S. 15. (Im Original nicht gesperrt.)

² *Ebenda*, S. 16.

lochigen Siebes“¹, muß mißlingen. Der Effektenmarkt ist diesem Argument zufolge einem Sieb zu vergleichen, weil die Zahlungsmittel gewissermaßen nur „durchrinnen“, also ohne jedwede „Bindung“ oder „Absorption“ zur Verfügung des Gesamtmarktes bleiben: denn der Effektenverkäufer bekomme ja sofort das Geld, das der Effektenkäufer investiere. Nun läßt sich aber diese Formel ebensogut auf jeden anderen Markt anwenden. Das Geld wird nirgends „festgehalten“ oder „absorbiert“, auch der Lieferant einer Ware bekommt das vom Käufer ausgegebene Geld und die Erklärung jeder Preisverschiebung würde unmöglich, wenn man immer darauf beharrte, daß der Verkäufer mit dem für seine Ware erhaltenen Geld jene Güter nachfragen könnte, auf deren Kauf sein Abnehmer verzichtet hatte.

Ähnliche Ansichten bekommt man ja manchmal vorgesetzt, insbesondere von jenen, die eine subventionistische Politik zugunsten bestimmter Produzenten empfehlen, damit diese für andere Produkte kaufkräftiger würden. Man sollte doch meinen, daß es bei einigem Nachdenken jedermann klar werden muß, daß unter sonst gleichbleibenden Umständen eine erhöhte Preissummenzahlung für ein Produkt nur bei verminderter Preissummenzahlung für ein anderes Produkt möglich ist. In diesem Satz ist wichtig, daß es sich nicht etwa bloß um erhöhte Preise, sondern erhöhte Preissummen handelt (Preis mal Stückanzahl), für wesentlich halten wir aber auch die Betonung des Wortes „Produkt“. Es will mir nämlich scheinen, daß zu Veränderungen im Interdependenzsystem der Preise nur jene Preiszahlungen Anlaß geben müssen, die an sich eine Entschei-

¹ *Albert Hahn*: Börsenkredite und Industrie, a. a. O. *Hahn* wendet diese Analogie nur für die Widerlegung der behaupteten Kapitalbindung an.

dung über die Gütererzeugung, über die Disposition von Produktionsmitteln, bewirken. Es gibt jedoch Preiszahlungen¹ — das sind Zahlungen, die durch den Tausch natürlicher Werte veranlaßt sind —, die bloß die unmittelbar indifferente Wirkung der Zessionszahlung² haben, die also bloß eine Verschiebung in der Person, die die Marktbeherrschung ausübt, bedeuten. Solche zessionszahlungsähnliche Preiszahlungen erfolgen unseres Erachtens beim Kaufe von „Rechten“ und „Verhältnissen“ bestimmter Art und beim Kaufe von Gütern, die nicht Gegenstand einer Produktion oder Produktionssteigerung oder Reproduktion sind. Diese Andeutungen verlangen eine etwas anschaulichere Darlegung, die wir hier versuchen wollen.

Mit „Zessionszahlungen“ tritt ein Zahler seine „Marktherrschaft“ an den Empfänger ab, ohne daß damit in der Produktionsrichtung irgendeine Änderung verbunden sein muß. Als Beispiele von Zessionszahlungen hat Wieser Darlehen, Geschäftseinlagen, Versicherungsprämien, Schenkungen, Unterstützungen, Steuerleistungen angeführt. Diese Zahlungen bewirken an sich noch keine Disposition über Güter und Gütererzeugung, erst die Zahlungsempfänger können durch ihr Auftreten am Markt und durch die im Tauschverkehr erfolgenden „Preiszahlungen“ Änderungen der Produktionsrichtung bewirken, indem sie ihre „Marktherrschaft“ (Kaufkraft) in anderer Weise ausüben, als es die Vormänner getan hätten. Wenn beispielsweise die Kreditnehmer oder

¹ *Friedrich Wieser*: Theorie der gesellschaftlichen Wirtschaft. Grundriß der Sozialökonomik, II. Auflage, Tübingen 1924, S. 180.

² Ebenda, S. 180. Zessionszahlungen sind solche Zahlungen, „die außerhalb des Marktes der natürlichen Werte aus den verschiedensten Titeln vorgenommen werden“.

die Unterstützten dieselben Dinge nachfragen, die sonst die Kreditgeber oder die Wohltäter nachgefragt hätten, so wäre durch die Zessionszahlung in einer stationären Wirtschaft überhaupt nichts geändert worden. Die Zessionszahlung selbst ist jedenfalls als bezüglich des Preissystems unmittelbar indifferent anzusehen¹, erst eine nachfolgende Preiszahlung seitens des Zessionars kann Preisverschiebungen herbeiführen. So wird beispielsweise die Nachfrage des Darlehensnehmers gewisse Produktionsmittelpreise erhöhen, während durch die ausfallende Nachfrage des Darlehensgebers gewisse Genußgüterpreise sinken, oder es wird die Nachfrage des Unterstützten manche Konsumgüterpreise steigern, während durch die ausfallende Nachfrage des Wohltäters oder des Besteuernten manche Produktivgüterpreise gesenkt würden.

Nun nehmen wir an, es besäße in einer stationären Wirtschaft der A ein besonders geschätztes Bild eines berühmten Malers. Das Bild gelte als nicht reproduzierbares Gut. Wenn nun der B dieses Bild erwerben will und es um einen hohen Preis ersteht, so wird die Preiszahlung des B an den A keinerlei Verschiebung im interdependenten Preissystem der Wirtschaft zur Folge haben müssen, sofern der A die ihm zugeflossene Kaufkraft in der gleichen Weise verwendet, wie sie der B bei unterbliebenem Bilderwerb verwendet hätte. Wir sehen also eine Preiszahlung mit dem indifferenten Charakter einer Zessionszahlung vor uns. Der hohe Preis des Bildes läßt alle übrigen Preise unberührt. — Es läßt sich ebenso

¹ „In einer ständigen Volkswirtschaft wird die Gleichung von Angebot und Nachfrage durch das Eingreifen der Zessionszahlungen oder des abgeleiteten Einkommens keineswegs gestört.“ *Friedrich Wieser*, a. a. O., S. 181.

zeigen, daß bei allen Gütern, die Gegenstand des Tauschverkehrs sind, aber aus technischen, juristischen oder wirtschaftlichen Gründen trotz Erhöhungen ihres Preises zu keiner vermehrten Produktion Anlaß geben, Preiserhöhungen vorkommen können, die keine Veränderungen der übrigen Preise zur Folge haben müssen¹.

Dies trifft nun auch für den Preis der Effekten zu. Die Erhöhung der Effektenkurse involviert deshalb nicht Senkungen von sonstigen Preisen, weil der beim Effektenkauf erfolgenden Preiszahlung der Charakter einer Zessionszahlung zukommt. Wenn der Effektenverkäufer dieselben Güter nachfragt, auf deren Kauf der Effektenkäufer verzichtet hat, so stehen dem erhöhten Effektenkurs unveränderte Warenpreise gegenüber. Kauft der Effektenverkäufer aber — wie es insbesondere der Fall ist, wenn es sich um Neuemissionen handelt — Produktivgüter, dann werden deren Preise auf Kosten der Preise jener Güter steigen, auf welche der

¹ Ich glaube, daß ein Monopol mit unelastischer Nachfrage eine Erhöhung des Monopolpreises gestattet, die ohne Senkung sonstiger Preise vor sich ginge, wenn die erhöhte Monopolrente zur Nachfrage eben jener Artikel verwendet würde, auf die die Konsumenten des Monopolartikels verzichten müssen. Ebenso würde der Preis einer Ware, deren Produktion nicht unter kontinuierlich, sondern nur unter sprunghaft zunehmenden Kosten gesteigert werden könnte, zeitweise steigen können und den Produzenten eine absolute Rente abwerfen, wobei die übrigen Güterpreise unberührt blieben, wenn die Rente zum Kauf der den anderen Konsumenten unerschwinglich gewordenen Waren verwendet würde. Ein praktisches Beispiel gibt die Erhöhung von bisher künstlich tiefgehaltenen Mietzinsen: solange die gesteigerten Mietzinse noch keine erhöhte Bautätigkeit rentabel machen, würden die Güterpreise von der Mietzinserhöhung nicht tangiert werden, wenn die vermehrte Kaufkraft der Hausbesitzer und die verminderte Kaufkraft der Mieter sich auf die gleichen Güterkategorien beziehen.

Effektenkäufer verzichten mußte. Das sogenannte Preisniveau der Waren — unter Ausschluß der Effekten — ist aber davon nicht berührt: die Effektenkurssteigerung erfolgt, ohne daß andere Preise dadurch eine Abschwächung erfahren müssen.

§ 43. Die Theorie der Zessionszahlungen steht, soweit sie eine Indifferenz bezüglich des Preissystems behauptet, in einem gewissen Widerspruch zur Theorie der Umlaufgeschwindigkeit, soweit diese einen vermehrten Händewechsel als Ursache von Preissenkungen ansehen will. Wieder einmal wird seitens der zweitgenannten Theorie der Vorwurf der mangelnden Rücksicht auf das Zeitmoment erhoben werden. Wenn in den Preiszahlungskreislauf einer stationär gedachten Wirtschaft Zessionszahlungen eingeschoben werden, so müßten Verzögerungen der Preiszahlungen verursacht werden, die ein Sinken der Preise herbeiführten. Wenn im stationären Kreislauf der N an seinen Vormann M eine Preiszahlung zu leisten hätte, anstatt dessen aber erst den N' durch eine Zessionszahlung zur Übernahme der von M angebotenen Güter legitimierte, so müsse bei Annahme eines gewissen Zeitablaufes zwischen Empfang der Zessionszahlung und ihrer Verwendung zur Preiszahlung eine preisabschwächende Verzögerung der Warenübernahme unvermeidlich sein.

Nach dieser Auffassung würde jeder Zessionszahlung eine Tendenz zum Preisdruck zuzuschreiben sein: Kreditgewährungen, Schenkungen, Unterstützungen usw. wären Ursachen von Senkungen des Preisniveaus! Es sind uns nicht viele Autoren bekannt, die tatsächlich derartige Schlußfolgerungen gezogen hätten, obzwar eine konsequente Verfolgung des Gedankens — daß zwischen Zahlungs-

empfang und Geltendmachung der erhaltenen Kaufkraft eine Zeit verstreichen müsse — zu diesem Schluß zwingen würde¹. Gerade bei Effektenumsätzen glaubte man, auf den „Zeitverlust“ nicht verzichten zu dürfen, obwohl es ohne weiteres möglich ist, den Effektenkauf als Zessionszahlung, z. B. als Kreditgewährung gegen besondere Bescheinigung, eben gegen die Kredittitres (Effekten), aufzufassen.

Die Annahme eines störenden Zeitablaufes bei den Zessionszahlungen, die Annahme eines Zeitverlustes durch außerhalb des Warenverkehrs stattfindenden Händewechsel, wurde meist stillschweigend fallengelassen. Erklärungsversuche für diesen zeitlosen Händewechsel oder für diese erhöhte Umlaufgeschwindigkeit finden wir nirgends. Man hätte dabei jedenfalls davon auszugehen, daß die Zahlungsempfänger in der Regel nicht beabsichtigen, mittels der empfangenen Zahlungsmittel einen erhöhten Kassenvorrat zu halten, sondern die erhaltene Kaufkraft unverzüglich am Markt geltend zu machen.

Wenn man nicht gewillt ist, mit der Behauptung hervorzutreten, daß durch Kreditgewährungen, Unterstützungen und ähnliche Zessionen Zahlungsmittel gebunden und die Preise gesenkt werden, dann darf man dies ebensowenig vom Effektenumsatz behaupten. Der Zeitablauf zwischen

¹ *Hans Neisser*: Der Tauschwert des Geldes, Jena 1928, hat das Problem gesehen. (Vgl. S. 9: „Es ist zwar formal möglich, daß der Prozeß der Kreditgewährung und Kreditvermittlung eine gewisse Zeit in Anspruch nimmt....; relative Ausdehnung des Kreditgeschäfts bei gleichem Sozialprodukt würde also Geld beanspruchen, das Umsatzvolumen vergrößern und eine preissenkende Tendenz auslösen.“) Er hat ihm aber für die Wirklichkeit keine große Bedeutung zuerkannt.

Zahlungsempfang und Nachfrageentfaltung darf entweder in keinem Fall oder in allen Fällen mit gleicher Berechtigung vernachlässigt werden.

§ 44. Die Gründe, die für die Vernachlässigung eines Zeitablaufes zwischen Kassaeingang und Kassaausgang bei Zessionszahlungen und einigen analogen Preiszahlungsfällen, insbesondere beim Effektenumsatz, sprechen, reichen nicht dazu aus, auch den Zeitablauf bei einer kontinuierlichen Wiederholung des gleichen Vorgangs unberücksichtigt zu lassen. Wenn der Empfänger einer Zessionszahlung die erhaltene Kaufkraft wieder nur weiterzediert und sein Zessionar wieder einem anderen, ohne daß eine Nachfrage nach Produkten ausgeübt wird, — dann dürfte die Zeit, die bis zur schließlichen Nachfrageentfaltung verstreicht, wohl nicht übersehen werden. Fragt sich nur, wann eine derartige gehäufte Wiederholungsgefahr von Zessionszahlungen vorliegt.

Die kontinuierliche Ablösung von gewährten Krediten ist unwahrscheinlich, die weitere Zession durch Unterstützungsempfänger ebenfalls, und auch bei den übrigen Zessionsfällen kann man sich bestenfalls ein oder zwei weitere Zessionvorgänge bis zur Verwendung der Kaufmittel am Markte vorstellen¹. Gerade beim Effektenumsatz soll die Wahrscheinlichkeit eines oftmaligen Platzwechsels der Kaufmittel ohne ihre Geltendmachung am Produktenmarkt besonders groß sein. Der Anlaß zu solchem häufigen Weiterzedieren der Kaufmittel durch Ankauf immer weiterer

¹ Zwei Zessionsvorgänge beispielsweise bei Steuerleistung für staatliche Unterstützungen, drei Zessionen bei Schadenersatzleistung — Bankeinlage — Industriekredit usf.

Effekten könnte nur in erwarteten Spekulationsgewinnen gelegen sein. Eine solche Kette von Zessionen unter fortwährender Inanspruchnahme von Kaufmitteln kann auf Grund unserer Untersuchungen bloß vom außerbörslichen Publikum ausgehen (weil sonst keine Kaufmittel verwendet werden) und muß ihr Ende finden, sobald neuemittierte Effekten oder solche angeschafft werden, deren Verkäufer ihre Engagements lösen wollen¹.

Wenn der Anreiz zur Emissionstätigkeit und zur Lösung alter Effektenengagements ebenso groß ist, wie der Anreiz zur Effektspekulation, dann kann es zu keinen fortgesetzten Effektentransaktionen, zu keinen langen Zessionsketten kommen. Das Motiv zur Effektspekulation des Publikums liegt in der Erwartung weiterer Kurssteigerungen². Diese Erwartungen können zunächst auf steigenden Dividendenaussichten von Unternehmungen basieren. Wenn tatsächlich die Ertragsaussichten von Unternehmungen steigen, so steigen auch ihre Expansionsbestrebungen und ihr Kapitalbedarf. Dieser Kapitalbedarf zu industrieller Tätigkeit führt nun zur Abstoßung von Effektenbeständen (Portefeuilleeffekten) und zur Ausgabe neuer Effekten; das gleiche Motiv also, das zum Effektenkauf einlädt, führt auch dazu, daß die Verkaufserlöse in der Produktion verwertet werden.

Daß die Gewinne aller oder fast aller Unternehmungen steigen, ist bei gleichbleibender Geldmenge ausgeschlossen, es sei denn, daß eine allgemeine Lohnherabsetzung oder Steuerermäßigung oder Zinssenkung die Gewinnstmarge der Unternehmungen erweitert. Damit sind wir bei einem

¹ Vgl. oben, § 26.

² Daß das Publikum in Effekten meist nur à la hausse spekuliert, ist eine allgemein bekannte Tatsache. Vgl. W. Prion, a. a. O., S. 91.

zweiten Moment, das zu Erwartungen weiterer Kurssteigerungen Anlaß gibt, nämlich bei der Senkung des Zinsfußes durch verstärktes Angebot von gesparter Kapitaldisposition. Es ist verständlich, daß die Effektenkurse selbst bei unveränderten Dividendenaussichten durch den gesenkten Kapitalisationszinsfuß ansteigen werden¹, ebenso verständlich aber ist die verstärkte Nachfrage nach der verbilligten Kapitaldisposition, die sich in Emissionen und Engagementslösungen äußern wird. Wieder also halten sich das Motiv zum spekulativen Effekterwerb und das Motiv zur produktiven Verwendung des Verkaufserlöses die Waage, so daß die vermeintlichen „fortgesetzten Spekulationsgeschäfte“ sehr rasch durch außerbörsliche Verwertung der Verkaufserlöse ihr Ende finden.

Bleibe noch die Möglichkeit, daß die Erwartungen auf Kurssteigerungen ohne sachliche Berechtigung entstünden. Wenn weder Ertragssteigerungen noch vermehrtes Angebot von Kapitaldisposition eine Basis für die Haussestimmung bilden, so werden sich die „Ketten von Effektenspekulationsgeschäften“ kaum entwickeln können. Es wird sogar ein baldiger Kursrückschlag sehr wahrscheinlich sein, da die festeren Kurse ein Effektenangebot — zur außerbörslichen Verwertung des Verkaufserlöses — hervorrufen werden, das ohne das erforderliche Mehr an Kapitaldisposition nicht aufgenommen werden kann.

¹ Veränderungen der Geldmarktrate, die nur für vorübergehend gehalten werden, können begreiflicherweise nicht die „Anpassung“ der Kurswerte bewirken. Um diese einfache und selbstverständliche Tatsache „statistisch“ zu belegen — nach Meinung der Autoren sogar „statistisch“ zu „beweisen“ — verschwenden *Richard N. Owens* und *Charles O. Hardy*, *Interest Rates and Stock Spekulation*, A. Study of the Influence of the Money Market on the Stock Market, Publication of the Institute of Economics, New York 1925, einen unerhörten wissenschaftlichen Apparat.

§ 45. Das „natürliche“ Angebot an Kapitaldisposition, von den Sparrücklagen und den Amortisationsrücklagen der Wirtschaft gebildet, vermag nicht zu den beschriebenen „Spekulationskettengeschäften“ zu führen. Wenn das Publikum seine neuen Ersparnisse dem Effektenmarkt zuführt und durch die neue Nachfrage zunächst einige Effek tengruppen „fester“ werden, so wird es nicht nötig sein, daß die Kaufmittel des sparenden Publikums sämtliche Werte der Schranken und der Kulissen — dem Warenmarkte inzwischen entzogen — durchlaufen, bis alle Effekten der neuen Marktlage angepaßt sind. Diese Aufgabe besorgt vielmehr mit kürzester Reaktionszeit die Berufsspekulation, die zu ihren Umsätzen weder Geld noch Stücke¹ benötigt, da sie zum Termin beim clearen bloß die Differenzen zu decken hat². Das Geld des Publikums muß also nicht „unterwegs bleiben“, weil die Berufsspekulation — die Publikumsnachfrage eskomptierend — das Kursgebäude bereits erhöht und damit das Effektenangebot der Produzenten hervorgerufen hat. Wenn die Spekulation der „Mitläufer“, der außerbörslichen Kreise, die den Berufsspekulanten „nachlaufen“, dabei etwas übers Ziel schießt, so bedeutet dies nur, daß der Händewechsel, der das Geld des Publikums über die Börse in die Produktion bringt, zu besonders hohen Kursen vor sich geht.

Die Spargelder des Publikums werden also ihren Weg über die Börse zum Produzenten ohne Zickzack finden, weil die Berufsspekulation die Nachfrage nach diesen Geldern bereits vorbereitet hat. Die Annahme der „fortgesetzten

¹ Die Börsentitres werden in der Kommerzsprache kurz „Stücke“ genannt.

² Siehe oben § 39 und § 40 Vgl. dazu *Alfred Lansburgh: Der Börsenkredit und die industrielle Kapitalversorgung. Frankfurter Zeitung vom 11. Mai 1927, Nr. 347.*

Transaktionen“ auf dem Effektenmarkt ist bezüglich der Spargelder nicht begründet. Es wird allerdings auch kaum durch derartige Spargelder ein „Haussetaumel“ an der Börse entstehen können, denn wenn schon supponiert wird, daß die Spartätigkeit sich plötzlich und kräftig erweitert hätte, so würde die Steigerung der Kurse dem erhöhten Angebot an Sparkapital Rechnung getragen haben, ohne daß jemand eine progressive Fortsetzung dieser Bewegung erwarten dürfte. Daß das Publikum über seinen Sparwillen hinaus sein Geldeinkommen der Effektenspekulation zuführt, der Spekulation zulieb also weitere Opfer in seiner Lebensführung bringt, ist nicht glaubhaft. Ist es bezüglich der weiteren Kursentwicklung optimistisch, so wird es die Geldmittel für eine beabsichtigte Spekulation sich leihweise zu beschaffen suchen. Und nur wenn das Publikum in der Lage ist, diese Geldmittel geborgt zu bekommen, wird sich die „wilde Hausse“ entwickeln können.

Erst bei einem sehr abundanten Kreditangebot und bei einem gewissen Andauern der Kreditflüssigkeit trotz starker Kreditnachfrage kann jene Haussestimung entstehen, aus der die Kettengeschäfte der Publikumspekulation erwachsen können. Ein Andauern der Kreditflüssigkeit trotz angeregter Kreditnachfrage ist aber nicht möglich, wenn bloß die „Rücklagen“ der Wirtschaft als Kreditquelle in Frage kommen, wenn nicht eine gewisse Elastizität des Kreditangebotes gegeben ist. Diese Elastizität des Kreditangebotes ist aber in praxi durch den Apparat des kurzfristigen Bankkredites, der über die Spareinlagen hinaus als sogenannter Zirkulationskredit weitgehende Expansionsmöglichkeiten hat, gegeben¹.

¹ Vgl. *Friedrich A. Hayek: Geldtheorie und Konjunkturtheorie*, a. a. O., S. 102 ff.

Ohne die oft gelobte Elastizität des Bankkredites hätte der „Boom“ der Börsenwerte keinen langen Bestand. Die (ohne Bankkredite) angebotenen Leihgelder — und wenn das Angebot auch ganz beträchtlich gewachsen wäre — würden, für Zwecke der Publikumsspekulation nachgefragt, rasch erschöpft sein, denn auch ein großes Angebot ist schließlich beschränkt. Ein bloß auf Sparrücklagen und Erneuerungsrücklagen der Wirtschaft beruhendes Angebot von Leihkapital ist ziemlich unelastisch und ein Optimismus bezüglich der Kursentwicklung müßte raschest zur „Versteifung“ des Kreditmarktes und zur Aufgabe der Haussepositionen führen. Es gäbe also keine Spekulationsketten und die knappen Kredite wären in kurzem Zessionswege in die Produktion übergegangen.

Erst wenn die Kreditorganisation der Banken dem Leihgeldangebot die im expansionsfähigen Zirkulationskredit gelegene Elastizität verleiht, kann es zu anhaltendem Haussegeschäft kommen. Die Kreditnachfrage des optimistischen Börsenpublikums führt nicht sofort zur Erschöpfung des Angebotes, weil die Banken in der Kreditgewährung nicht an das knappe „Sachkreditangebot“¹ gebunden sind, sondern trotz gestiegener Nachfrage zu unveränderten Bedingungen weiter kreditieren können. Die Berufsspekulation kann die ganze Entwicklung nicht in einem Schlag vorausnehmen, weil sie die Grenzen nicht kennt, bis zu welchen die Kreditausweitung gehen wird. Die dadurch in die Länge gezogene Aufwärtsbewegung der Börsenkurse kann also zu einer einige Zeit hindurch fort-

¹ „Sachkredit“ ist nach der *Mises'schen* Terminologie der aus den Rücklagen stammende, „Zirkulationskredit“ der inflationistische Kredit.

gesetzten Kette von Spekulationsgeschäften führen und es ist somit die Möglichkeit gegeben, daß die aus der Kreditausweitung stammenden Gelder in zeitweise fortgesetzten Zessionszahlungen an die Börse „gebunden“ werden¹.

§ 46. Ist mit diesem Zugeständnis — daß Börsenkredite an der Börse zeitweise „gebunden“ sein können, also nicht gleich der Produktion „zugute“ kommen — die Position der Gegner des Börsenkredites gestützt? Dies mag beurteilt werden, wenn man sich vergegenwärtigt:

1. daß die Aussage über die Bindung der Gelder in Spekulationsgeschäften nicht für Börsenkredite überhaupt, sondern bloß für „inflationistische“ Kredite gilt,

2. daß die der Börse zugeflossenen Gelder gar nicht aus eigentlichen „Börsenkrediten“ stammen müssen, weil — was noch zu zeigen sein wird — jeder „inflationistische“ Kredit, selbst wenn er als „kommerzieller“ Kredit geschaffen wurde, den Weg zur Börse findet,

3. daß es eine prinzipiell andere Bedeutung hat, ob es sich um eine Verzögerung der produktiven Verwertung von Spargeldern oder um eine Verzögerung in der Auswirkung inflationistischer Geldschöpfung handelt.

Daß die Börsenspekulation des Publikums inflationistisch geschaffene Kredite zeitweise binden kann, wird man ihr kaum als schlechte Eigenschaft ankreiden, wenn man weiß, welcher Art die Wirkungen solcher Kredite auf die Produk-

¹ Mit dieser Formulierung dürfte auch *Robert Liefmann*, der (a. a. O., S. 58 ff.) gegen die Ansichten der Frankfurter Zeitung und ihrer Experten (*Cassel, Spiethoff, Hahn, Lansburgh*) aufgetreten ist, einverstanden sein.

tion sind. Es wird die Inflation vorübergehend auf der Börse aufgehalten, es ergibt sich eine zeitweise „Lokalisierung der Inflation“¹. Die dunkle Vorstellung, die man sich vom „unterwegs befindlichen“ Geld gemacht hat², ist für diesen Fall nicht unzutreffend. Wir haben uns dieses vage Bild zum klaren Schema der gehäuften Zessionszahlungsvorgänge verdeutlicht und, da wir dabei erkannt haben, unter welchen Voraussetzungen es zu diesen Vorgängen kommen kann, vermeiden wir den Fehler, allgemein von einer „deflationierenden Wirkung der Börsenhauses“³ zu sprechen, wo nur eine vorübergehende „inflationsabsorbierende“ Wirkung vorliegt.

Die zusätzlich geschaffenen Gelder wandern also zunächst zum am Effektenmarkt interessierten Publikum, dessen Haussevertrauen nach den festverzinslichen die dividendentragenden und besonders die „phantasievollen“ Papiere auf ein erhöhtes Kursniveau bringt. Durch das „Aussteigen“ verschiedener Verkäufer und durch Neuemissionen wird die Kreditinflation in die Produktion hinein-

¹ Thomas Balogh: a. a. O., S. 596.

² Diese Vorstellung ist nicht jungen Datums: sie wurde schon vor über 200 Jahren vom Nationalökonom *Richard Cantillon* (gestorben 1734) in seinem „*Essai sur la nature du commerce en general*“ (London, recte Paris 1755) zu Papier gebracht. Im letzten Satz dieses für Deutschland frisch ausgegrabenen Buches heißt es: „*Les billets de banque extraordinaires, qu'on fabrique et qu'on répand dans ces occasions, ne dérangent pas la circulation, parce qu'étant employés à l'achat et vente de fonds capitaux, ils ne servent pas à la dépense des familles...*“ Auch Cantillon schließt den Satz damit, daß die Wirkungen solcher gefährlicher Operationen erst in einem späteren Zeitpunkt sichtbar würden. Die deutsche, von *Hella Hayek* vorgenommene Übersetzung, ist mit einer Einleitung von *F. A. Hayek* unter dem Titel: „*Abhandlung über die Natur des Handels im allgemeinen*“ bei Fischer, Jena 1931, erschienen.

³ Thomas Balogh: a. a. O., S. 592.

getragen, und zwar mit dem Fortschreiten der Konjunktur in steigendem Maße¹, bis schließlich die ganzen Kredite der Produktion „zugute“ gekommen sind. Das Barometer der drei Märkte zeigt die Zeitspanne zwischen dem Anstieg der Kurve des Spekulationsmarktes und der des Warenmarktes. Diese Zeitspanne ist zwar nicht in erster Linie durch den Aufenthalt der inflationistischen Kredite in der Börsenspekulation zu erklären, da z. B. die Differenzen in den Reaktionszeiten des Spekulationsmarktes und des Warenmarktes oder dessen die Produktivgüter- und Konsumgüterproduktion in einer gemeinsamen Kurve zusammenfassende Bewegung wichtigere Erklärungsmomente dafür sind; aber als daran mitwirkend kann die vorübergehende „Lokalisierung der Inflation“ wohl angesehen werden.

Von großer Bedeutung könnte die Erscheinung der vorübergehenden Bindung zusätzlicher Kredite in Effekten-spekulationsgeschäften für konjunkturpolitische Entscheidungen der Notenbanken sein. Eine sorgsame Beobachtung des Kreditvolumens aller Banken und der Bewegungen am Effektenmarkt könnte nämlich ein frühzeitigeres Abbremsen des Konjunkturanstieges — mit dem Erfolg der Vermeidung empfindlicher Rückschläge — ermöglichen. Es könnte durch rechtzeitiges Anziehen der Diskontschraube die durch die Ergiebigkeit des Bankkredites zunehmende Verwässerung des Kapitalangebotes gehemmt werden. Ein solches Eingreifen der Bankpolitik dürfte aber nicht mit dem unsinnigen Schlachtruf erfolgen: „Nieder mit dem Börsen-

¹ Vgl. W. M. Persons: A Non-Technical Explanation of the Index of General Business Conditions. In Review of Economic Statistics 1920, Bd. II, S. 47. Persons verlegt den „drain of funds from security markets into business“ in den Übergang vom Aufschwung zum Hochschwung.

kredit, es lebe der Industriekredit!“, denn der Zweck der Übung läge gerade darin, die Kreditausweitung abzustoppen, bevor die Kredite die industrielle Tätigkeit zu weitgehend angeregt hätten. Hätte die Börse die Fähigkeit, die inflationistischen Kredite wirklich und endgültig zu absorbieren, so wäre dies eine für die industrielle Produktion ungemein segensreiche Einrichtung, denn es blieben ihr die Fehlinvestitionen erspart, zu denen die Erleichterung der Kapitalbeschaffung führt. Die Bindung der inflationistischen Kredite in Börsengeschäften ist aber nur auf eine kurze Zeit beschränkt und danach beginnen die Börsenkredite in der Produktion zu „arbeiten“. Eine vernünftige Bankpolitik dürfte es nicht beklagen, daß die Börse der Industrie Gelder entziehe, sondern müßte die vorübergehende Lokalisierung der Inflation dazu ausnützen, durch Diskonterhöhungen das unvermeidliche Übergreifen der Inflationswirkungen auf die Produktion möglichst einzudämmen.

SECHSTES KAPITEL.

KAPITALANGEBOT UND PRODUKTIONSSTÖRUNGEN.

§ 47. An mehreren Stellen haben wir davon gesprochen, daß die Erleichterung der Kapitalbeschaffung, die durch das Angebot von zusätzlichem Bankkredit ermöglicht wird, zur Vornahme industrieller Investitionen führt, die sich im späteren Verlaufe als Fehlinvestitionen erweisen. Eine Darstellung der Abfolge dieser Vorgänge ist nicht Aufgabe dieser Zeilen, zumal wir auf die eingehenden Untersuchungen verweisen können, die (in deutscher Sprache) *Wicksell*¹, *Mises*² und *Hayek*³ diesem Gegenstande gewidmet haben. Die preistheoretische und zinstheoretische Detailarbeit beim Studium der Überkapitalisierung und ihrer krisenhaften Rückschläge soll demnächst in einer weiteren Schrift⁴ von *Hayek* vorwärtsgebracht werden. Sehr zweckmäßig ist aber auch ein Denkschema, welches unter Verzicht auf die preis- und zinstheoretische Untersuchung — und daher für didaktische Zwecke sehr brauchbar — die Zusammenhänge zwischen dem Angebot von Kapitaldisposition und dem vielstufigen Produktionsaufbau aufzeigt.

¹ *Knut Wicksell*: Geldzins und Güterpreise, Jena 1898, und Vorlesungen über theoretische Nationalökonomie, II. Band. Geld und Kredit, Jena 1922.

² *Ludwig Mises*: Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel, 1. Auflage, München-Leipzig 1912, 2. Auflage 1924, und Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik, Jena 1928.

³ *Friedrich A. Hayek*: Geldtheorie und Konjunkturtheorie, Wien 1929.

⁴ Als Band 3 der „Beiträge zur Konjunkturforschung“.

Eine derartige Konstruktion versucht Cassel in seinem Lehrbuch. „Die Auflösung des Realkapitals in elementare Produktionsfaktoren führt sowohl auf das am Anfang der Periode vorhandene Realkapital wie auch auf die in der Periode dargebotene Kapitaldisposition und außerdem natürlich auf die übrigen in derselben Periode zur Verfügung gestellten elementaren Produktionsfaktoren zurück“¹. Diese Formulierung scheint uns eine Doppelrechnung zu enthalten, wenn sie die „dargebotene Kapitaldisposition und außerdem“ die dargebotenen „elementaren Produktionsfaktoren“ aufzählt. Bei einer naturalwirtschaftlichen Betrachtung findet man nämlich bloß „das am Anfang der Periode vorhandene Realkapital“ und die zur Verfügung gestellten „originären Produktivkräfte, Arbeits- und Bodenleistungen“², welche in die Zukunftsproduktion eingestellt werden, um das übernommene Realkapital weiterzubilden, bzw. das verbrauchte Realkapital wiederzubilden. Die „dargebotene Kapitaldisposition“ verleiht die Disposition über diese originären Produktivkräfte zur Fortsetzung der umwegigen Zukunftsproduktion, die erst in späteren Perioden konsumreife Güter liefern soll; die Kapitaldisposition dirigiert die elementaren Produktivkräfte in die zeitraubenden Produktionsprozesse.

Wenn der einzelne Unternehmer aus dem Bruttoerlös der verkauften Zwischenprodukte die liquidierten Produktionskosten in der neuen Periode wieder in die Produktion einsetzt, bleibt der bisherige Produktionsumfang gewahrt. Der Gelderlös seiner Produkte ist für den einzelnen Unternehmer wieder abstrakte Kapitaldisposition, vermöge deren er, wenn er es für vorteilhaft hält, die Produktion fort-

¹ *Gustav Cassel*: a. a. O., 4. Aufl., S. 188. (Im Original ohne Sperrungen.)

² *Böhm-Bawerk*: a. a. O., S. 395 ff.

setzen kann, indem er wieder Realkapital (Zwischenprodukte) anderer Produzenten übernimmt und mit originären Produktionsmitteln (zur Hauptsache Arbeitsleistungen) kombiniert. Die von ihm reinvestierte Kapitaldisposition besteht aus dem umgesetzten Betriebskapital und der Amortisationsrücklage. Eine Vergrößerung des Produktionsumfanges wird ermöglicht, wenn der Unternehmer über diese beiden Posten hinaus (umlaufendes Kapital und Amortisationskapital) einen weiteren Anteil des Produktionserlöses, anstatt ihn dem Konsum zuzuführen, in der Produktion anlegt (Sparkapital). Ein solches Ansteigen des Angebotes an Kapitaldisposition wird im vielstufigen Produktionsaufbau in der Regel störungsfrei vor sich gehen, indem Zwischenprodukte und originäre Produktivkräfte (Arbeit und Boden) anstatt in konsumnahen in konsumfernen Produktionsstufen eingesetzt werden. Dagegen wird ein Sinken des Angebotes an Kapitaldisposition in der Regel Störungen (Krisen) hervorrufen, da durch ein plötzliches Versetzen von Produktivmitteln von konsumfernen in konsumnahe Stufen ein Überspringen von mehreren Stufen verlangt würde, was technisch nicht möglich ist. Es wird durch eine Verminderung des Angebotes an Kapitaldisposition ein Zerreißen der Kette der Produktionsabfolge hervorgerufen werden, indem die Zwischenprodukte konsumferner Produktionsstufen keinen Abnehmer finden und mangels Liquidierbarkeit eine Stockung in den vorangehenden Produktionsstufen verursacht wird.

§ 48. Das Denkschema, das zum Verständnis ziemlich komplizierter Zusammenhänge verhelfen soll, sagt also, daß in jeder Periode die Verwertungsmöglichkeit des von der vorangegangenen Periode

übernommenen Realkapitals und die Möglichkeit, die zur Fortsetzung des Produktionsprozesses erforderlichen originären Produktivkräfte in die Produktion zu dirigieren, nur nach Maßgabe des Angebotes von freier Kapitaldisposition gegeben ist. Es wird damit klar, daß zur ungeschmälernten Fortführung eines gegebenen Produktionsumfanges in jeder Periode freie Kapitaldisposition in gegenüber der vorhergehenden Periode unvermindertem Ausmaße dargeboten werden muß.

Die Voraussetzung des unverminderten Angebotes an freier (d. h. investitionsfähiger) Kapitaldisposition ist gegeben, wenn die Produktionsergebnisse der Wirtschaft gestatten, stets das verbrauchte umlaufende Kapital (verbrauchliche Kapitalgüter) und das abgenützte stehende Kapital (ausdauernde Kapitalgüter) zu ersetzen. Die Unternehmer müssen also rentabel arbeiten und dürfen vom Betriebsbruttoertrag bloß soviel dem Konsum zuführen, daß das Betriebskapital und Amortisationskapital unverkürzt reinvestiert werden kann. Wenn außerdem noch aus dem Reinertrag, bzw. aus dem Arbeitsertrag, Bodenertrag und Kapitalertrag Kapitaldisposition zur Anlage gelangt (Sparkapital), wird die Einleitung weiterer Produktionsumwege ermöglicht. Die Fortsetzung dieser neuen Produktionen wird in den nächsten Perioden aber nur bei Darbietungen einer gleichbleibenden Dosis von Kapitaldisposition gelingen — da die Übernahme der erweiterten Produktion sonst nicht möglich ist — und es kann daher bei einem vielstufigen Produktionsaufbau eine einmalig, nicht wiederholt, dargebotene Spardosis zur Einschlagung von nicht fortführbaren Produktionen führen. Die Tatsache, daß Sparen krisen-

hafte Folgen haben kann, wurde in ähnlicher Argumentation von *Lampe*¹ und von *Hayek*² konstatiert und erklärt, ist aber ganz energisch von den Unterkonsumtionstheorien à la *Foster* und *Catchings*³ zu unterscheiden. Während nämlich *Foster* und *Catchings* und ihre zahlreichen Anhänger — zu denen sich in letzter Zeit unverständlicherweise auch *J. M. Keynes* gesellt hat — die ganz verfehlte Ansicht vertreten, daß die den Sparprozeß involvierende Konsumbeschränkung zur Krise führen müßte, geht unsere Überlegung dahin, daß der Sparprozeß zur Erweiterung und krisenhaften Rückbildung des Produktionsumfanges nur dann führt, wenn die Sparkapitalbildung nicht auch in den nächsten Perioden fortgesetzt wird. Nicht das Sparen, sondern der Rückgang des Sparens führt zu Störungen.

Man findet häufig, daß in Überlegungen über die Frage der Sparkapitalbildung von einem „Spargrad“ oder einer Zuwachsquote des Kapitals die Rede ist. Ein mit einem bestimmten Hundertsatz angegebener Spargrad würde von einem ständig wachsenden Kapitalstamm zu rechnen sein

¹ *Adolf Lampe*: Zur Theorie des Sparprozesses und der Kredit-schöpfung, Jena 1926, besonders S. 67 ff.

² *F. A. Hayek*: a. a. O., S. 121 ff. In meinem Aufsatz „Geldtheorie und Konjunkturtheorie“ (Mitteilungen des Verbandes österreichischer Banken und Bankiers, XI. Jahrg. 1929, S. 166), in welchem ich *Hayeks* gleichnamiges Buch einer Besprechung unterzog, habe ich mich aus Gründen der Systemeinheit gegen die Auffassung von Spargrad-änderungen als Konjunkturursache wenden zu müssen geglaubt. Ich muß heute meine damals geäußerten Bedenken zurückstellen.

³ *W. T. Foster* und *W. Catchings*: Profits. Publication of the Pollak Foundation for Economic Research Nr. 8. Boston and New York 1925. Dieselben: Progress and Plenty. A Way out of the Dilemma of Thrift. Im gleichen Verlag. Dieselben: Vom Sinn und Widersinn des Sparens, übersetzt von *J. Kuczynski*, Finanzpolitische Korrespondenz vom 29. September 1926.

und bedeutete demnach von Periode zu Periode ansteigende Dosen von Neuersparnissen. Demgegenüber haben wir bloß gleichbleibende Mengen von Ersparnissen als Voraussetzung der Aufrechterhaltung eines gegebenen Produktionsumfanges, bzw. als Voraussetzung der Fortführung der begonnenen Produktionsprozesse bezeichnet¹.

Daß *Kapitalaufzehrung* die Versorgungsmöglichkeit der Bevölkerung für die Zukunft schmälert, war seit jeher bekannt. Klar wird nun aber auch zufolge unseres einfachen Denkschemas, daß schon mit der *beginnenden Kapitalaufzehrung* krisenartige Störungen der Wirtschaft auftreten müssen; die durch das Unterbleiben oder den Rückgang der Bildung von Erneuerungsrücklagen herbeigeführte Verminderung im Angebot von freier Kapitaldisposition verbietet die Fortführung zahlreicher Produktionen in der Produktionsmittelsphäre; Absatzstockungen und Einschränkungen der Erzeugung in der Produktionsmittelindustrie werden die äußeren Anzeichen dafür sein.

Von größter Bedeutung ist, daß konsumsteigernde Maßnahmen, also die beliebtesten Maßnahmen der Wirtschaftspolitik des letzten Jahrzehnts, die gleiche Wirkung haben müssen. Wenn die *Konsumsteigerung auf Kosten der Kapitalbildung* geht, so wird dies,

¹ Eine genauere Formulierung würde sogar eine Senkung der Spardosen in jenem Ausmaße gestatten, als das Angebot von freier Kapitaldisposition schon durch Erneuerungsrücklagen für das neugebildete Kapital vermehrt wird. Unter der Annahme, daß in einer Periode die Erneuerungsrücklagen (für abgenütztes und verbrauchtes Realkapital) 100 und die Sparrücklagen 10 betragen, werden in einer späteren Periode die Erneuerungsrücklagen für das (um 10 vermehrte) Stammkapital etwa auf 101 anwachsen. Bei völligem Gleichbleiben des Angebotes an Kapitaldisposition müßte die Sparrücklage dieser Periode nur noch 9 betragen.

selbst wenn es in so „bescheidenem“ Maße der Fall ist, daß die Kapitalerhaltung ungemindert und auch Neukapitalbildung etwas beschränkt, aber immerhin noch möglich bleibt, doch zu den erwähnten Störungen im Produktionsaufbau führen, da die bloße Verminderung des Angebotes von Kapitaldisposition bereits die krisenhaften Folgen nach sich zieht¹.

§ 49. Das Angebot von Kapitaldisposition tritt nicht zur Gänze als marktmäßiges Angebot auf dem Kreditmarkt in Erscheinung. Wenn ein Unternehmer die durch Abnützung und technische Überholung der festen Anlagen erforderlichen Erneuerungsrücklagen absetzt, wird er dieses Erneuerungskapital in der Regel seinem eigenen Unternehmen belassen. Es werden diese Mittel dem Angebot an investitionsfähiger Kapitaldisposition zuzurechnen sein, auch wenn sie den Kreditmarkt nicht passieren. Der Unternehmer stellt diese Kapitaldisposition eben solange seinem eigenen Betrieb zur Verfügung, als dieser Betrieb ausreichende Rentabilität aufweist. Auch die aus den Gewinnen stammenden Neukapitalien werden manchmal seitens des Unternehmers dem eigenen Betriebe gewidmet, so daß auch Sparkapital nicht immer als marktmäßiges Angebot von Kapitaldisposition auftritt. Man spricht da

¹ Auf diese Tatsache hat *Hayek* (*Prices and Production*, London 1931) erstmalig hingewiesen. Die Wirtschaftsheilkünstler, die Krisen durch Konsumsteigerung heilen wollen, haben natürlich für ihre verderbliche Irrlehre volles Gehör der Massen gefunden und können sich größter Popularität erfreuen. — Für die durch Übersteuerung, Lohnüberhöhung, soziale Überlastung usw. hervorgerufenen Störungen liefert das entwickelte Schema eine einfach verständliche Begründung. — Man könnte diese Störungserklärung als „Überkonsumtionstheorie“ bezeichnen.

von der Selbstfinanzierung der Unternehmen oder (mit *Röpke*) von Unternehmungskapitalbildung¹.

In den Fällen, wo Sparer (bzw. Beisteller der Kapitaldisposition) und Investor nicht zusammenfallen, passiert die Kapitaldisposition den Kreditmarkt. In der Organisation des Kreditmarktes spielen die Banken eine große Rolle. Die Banken beschränken sich bekanntlich nicht darauf, Kredite zu vermitteln, also Sparkapital und Erneuerungskapital zu überstellen, sondern sie gewähren auch darüber hinausgehend Kredite (Zirkulationskredit) und verleihen damit Kaufmöglichkeit, Kapitaldisposition, auf die kein anderer vorher Verzicht zu leisten hatte. Am Angebot von Kapitaldisposition ist also häufig der zusätzliche Bankkredit beteiligt². Das Ausmaß und die Wirkungen dieser Beteiligung, die ich einmal als Verwässerung des Angebotes an Kapitaldisposition bezeichnet habe, werden recht verschiedentlich beurteilt. So hat beispielsweise *Schumpeter* auf die bankmäßige Schaffung von Kapitaldisposition seine „Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung“³ aufgebaut und noch mehr hat *Hahn* im Bankkredit schöpferische Kraft feststellen zu können geglaubt⁴. Daß der zusätzliche Bankkredit tatsächlich ein kräftiges agens wirtschaftlicher Veränderungen ist, — woran die banking school niemals

¹ *Wilhelm Röpke*: Die Theorie der Kapitalbildung, a. a. O., S. 11 ff.

² Vgl. *Gustav Cassel*: a. a. O., S. 392, „die Hauptmasse der Kapitaldisposition, die zum Übernehmen des Realkapitals nötig ist, wird vom Sparkapital geliefert. Nur ein kleiner Teil dieses Bedarfes an Kapitaldisposition kann von den Banken durch Ausgabe von Bankzahlungsmitteln befriedigt werden“.

³ 2. Auflage, München und Leipzig 1926.

⁴ *Albert Hahn*: Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits, Tübingen 1920, 3. Auflage 1930.

glauben wollte — ist zweifellos, nach welcher Richtung aber diese Veränderungen gehen, zeigt in zutreffender Weise die *Wicksell-Mises*sche Zirkulationskredittheorie.

Ein *a g e n s* ist natürlich bloß die Erweiterung des Zirkulationskredites, nicht sein Bestehen an sich. Wenn — um der Einfachheit halber an einer Notenbank zu exemplifizieren — ein Betrag von x gegen kommerzielle Sicherheiten (Warenwechsel) kreditiert erscheint, so hat diese Kreditgewährung seinerzeit ihre Wirkungen gehabt, während die Beibehaltung dieses Standes, also die Prolongierung der Kredite oder die bei Rückzahlung erfolgende Verleihung an andere Debitoren, keine neuen Bewegungen auslöst. Bloß die Erhöhung des Obligos auf $x+n$ ist als zusätzliches Angebot von Kapitaldisposition im Ausmaße von n anzusehen.

Es ist nun verständlich, daß die Erhöhung des zusätzlichen Bankkredits eine einmalige Dosis von Kapitaldisposition bedeutet und eine Erweiterung des Produktionsvolumens ermöglicht, die in der nächsten Periode sich bereits als unhaltbar erweisen muß, wenn nicht weitere Dosen von Kapitaldisposition nachfolgen. Es wäre gewiß vorstellbar, daß in den nächsten Perioden durch eine Steigerung der Sparkapitalbildung jene Dosen zur Verfügung gestellt werden, die der Bankkredit einmal dargeboten hat. Es müßte die Zirkulationskreditsumme auf dem erhöhten Stande von $x+n$ verbleiben und überdies müßte die Sparkapitalbildung pro Periode um n angewachsen sein, damit die vermittels des Bankkredits eingeleiteten Produktionsumwege fortgeführt werden können. Daß durch „erzwungenes Sparen“ — durch eine inflationistisch erzielte Preissteigerung und dadurch bewirkte Kürzung der Konsumkraft — diese erhöhte Sparmittelbeistellung nicht durchgesetzt werden

kann, haben *Mises*¹, *Hayek*² und *Röpke*³ und andere gezeigt.

Da also von einer automatischen (erzwungenen) Erhöhung der Sparkapitalbildung im ausreichenden Maße sicherlich keine Rede sein kann, muß festgestellt werden, daß die krisenhafte Rückbildung des durch den Bankkredit erweiterten Produktionsvolumens nur solange vermieden werden kann, als der Bankkredit in stetiger Ausdehnung auch den weiteren Perioden weitere zusätzliche Dosen von Kapitaldisposition darbietet. Wenn in der ersten betrachteten Periode der Zirkulationskredit der Banken von x auf $x + n$ vermehrt wurde, so wird die dadurch ermöglichte Produktionserweiterung in der nächsten Periode die Krediterhöhung auf $x + 2n$ und in der dritten Periode auf $x + 3n$ nötig machen. (Zur Einholung der Preissteigerung müßten die späteren Dosen sogar einen größeren Nominalbetrag umfassen.) Sobald aber die Banken aus begreiflichen Gründen der weiteren Kreditinflation Einhalt gebieten, erscheint — auch ohne jede Kreditrestriktion — die Summe der dargebotenen Kapitaldisposition als gegenüber den bisherigen Perioden reduziert und es verbietet sich die Fortführung der Produktionsprozesse im eingeleiteten Ausmaß. Absatzstockungen und Produktionseinschränkungen in den konsumfernen Produktionsstufen, in der Produktionsmittelindustrie, müssen die Folge der beendeten Kreditinflation sein. Es wäre natürlich fast immer möglich, die Krise durch Fortsetzung der Kreditausweitung

¹ *Ludwig Mises*: Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik, S. 45 ff. und S. 49 ff.

² *Friedrich A. Hayek*: a. a. O., S. 131 ff.

³ *Wilhelm Röpke*: a. a. O., S. 15 ff.

eine Zeit lang hinauszuschieben, daß aber damit nichts gewonnen ist, weiß jeder geldtheoretisch Einsichtige.

Es hat unser primitives „Denkschema vom gleichbleibenden Angebot an Kapitaldisposition“ somit auch die Ergebnisse der monetären Konjunkturtheorie liefern können. Weil alle Inflationen ein Ende haben müssen, weil ständig fortgesetzte Inflationen unmöglich sind, muß die bankmäßige Kreditausweitung schon den Keim zur Krise in sich tragen. Es ist der umwegige Produktionsprozeß auf die Dauer nur in dem durch wirkliche Konsumbeschränkung erlaubten Umfange haltbar, also nur in jenem Umfange, als auf Konsumverzicht basierende Kapitaldisposition ständig beigestellt wird.

SIEBENTES KAPITEL.

DER ZUSÄTZLICHE KREDIT UND DIE VERSUCHE, SEINE „ZULÄSSIGE“ AUSDEHNUNG ZU BESTIMMEN.

§ 50. Unser Urteil über die Krisengefährlichkeit von Erhöhungen des fiduziären Bankkredits wird nicht von allen Fachschriftstellern geteilt. Vorsichtshalber wollen wir wiederholen, daß nicht dem Zirkulationskredit an sich die „Gefährlichkeit“ zuzuschreiben ist. Dieser zusätzliche Kredit mag bei der Notenbank und allen Kommerzbanken zusammen einen imposanten Anteil vom Gesamtumlauf (Geldumlauf einschließlich Bankguthaben [deposits]) erreichen und man würde sich lächerlich machen, wollte man diesen ‚fiduziären Umlauf‘ als gefährlich verdächtigen. Er ist es auch nicht — mehr. Er hat seine Wirkungen schon zur Zeit seiner Schaffung gehabt und ist jetzt längst ein ungefährlicher, ja sogar für das aktuelle Preissystem notwendiger Teil des Zahlungsmittelumlaufes geworden.

Daß hier Probleme der Zahlungsmittelversorgung und des Preisniveaus mit Problemen des Kapitalbedarfs und der Zinshöhe kollidieren, ist der Grund für die vielen Mißverständnisse und Meinungsverschiedenheiten auf dem Gebiete der Banktheorie. Die Doppelrolle des Bankzahlungsmittels als Umlaufmittel und als Kapitaldisposition¹ hat viel Verwirrung angerichtet und nicht wenige Fachschriftsteller sind Opfer dieser Konfusion geworden. Der Weg aus dem Dickicht der Gedanken ist gegeben, wenn man sich

¹ Vgl. *Gustav Cassel*: a. a. O., S. 394, „Das Angebot von Bankzahlungsmitteln ist also ebenso wie das Geldangebot gleichbedeutend mit einem Angebot von Kapitaldisposition“.

klarmacht: Kapitaldisposition ist das Bankzahlungsmittel zunächst nur einmal, nämlich zur Zeit seiner Schaffung; nach seiner ersten Verwendung als Kapitaldisposition durch den Unternehmer wird es ein Teil des allgemeinen Geldstroms, durchfließt als Teil der Geldeinkommen die Kassen der verschiedenen Mitglieder der Zahlungsgemeinschaft; es kann ein zweitesmal zur Rolle als Kapitaldisposition nur dann gelangen, wenn es zum gesparten Einkommensteil eines auf Gegenwartskonsum verzichtenden¹ Einkommensbeziehers wird.

Das Entstehen des Bankzahlungsmittels (das ist das Eröffnen des neuen Bankkredits) übt seine Wirkung als Angebot von Kapitaldisposition auf den Geldzins und auf den Produktionsaufbau aus; das Bestehen des bereits geschaffenen Bankzahlungsmittels ist für den Kreditmarkt und den Produktionsaufbau irrelevant. Für die Zahlungsmittelversorgung und das Preisniveau dagegen ist das Entstehen und das Bestehen des Umlaufmittels von andauernder Relevanz; es wird aber zum Kardinalfehler vieler Geldtheoretiker, daß sie eine Neuschaffung von Umlaufmitteln, die zur ungefähren Stabilerhaltung eines (andernfalls sinkenden) Preisniveaus führt, als wirkungslos bezüglich Kapitalmarkt und Produktionsaufbau ansehen. In Wahrheit hat selbst bei stabilisierender Wirkung auf das irgendwie errechnete Preisniveau² das Entstehen der neuen Umlaufmittel die bekannten krisengefährlichen Wirkungen; denn unbeschadet der Wirkungen auf die Preise muß das

¹ Eine wichtige Ausnahme von dieser These wird später § 61 bis § 64 besprochen werden.

² Daß fast jede Errechnung von Änderungen im Preisniveau eine anfechtbare Sache ist, hat *Gottfried Haberler* in seinem Buch „Der Sinn der Indexzahlen“, Tübingen 1927, gezeigt.

Auftreten der neuen Umlaufmittel als Kapitaldisposition zur Einleitung der auf die Dauer nicht haltbaren Produktionsumwege führen¹.

§ 51. Die Anhänger der Ideologie vom stabilen Preisniveau könnten einwenden, daß die vermehrten Bankzahlungsmittel nur als Produktivkredit ihre Rolle als Kapitaldisposition spielen könnten und ihre Verwendung zur Konsumfinanzierung einen störungsfreien Produktionsablauf sichern würde. Diese Gedanken werden ja von der schon erwähnten *Foster-* und *Catchings-*Propaganda eifrigst vertreten, sind aber erst recht verfehlt. Denn die „Stärkung der Konsumkaufkraft“ durch inflationistische Konsumtivkredite — gleichgültig ob sie der Konsummittelindustrie, den Konsumenten selbst oder für Staatsausgaben zur Verfügung gestellt werden — schwächt den Anteil der der Produktion gewidmeten Kaufkraft, bedeutet also eine relative Minderung des Angebots von Kapitaldisposition² und führt sofort zu den Störungen im Produktionsablauf, die sich in den Absatzstockungen und Produktionseinschränkungen in der konsumfernen Produktionsmittelindustrie äußern. Die Inflationswege unterscheiden sich also nur dadurch, daß die Kreditgewährung an die Produzenten zunächst zur Erweite-

¹ F. A. Hayek: a. a. O., S. 60 ff.

² Hayek beanstandet am Begriff der Kapitaldisposition daß er keine selbständige Bedeutung für die Kapitalgüternachfrage haben kann, da für diese bloß die Verhältnisziffer zwischen den der Produktion und den dem Konsum gewidmeten Geldsummen wesentlich ist. Dieser Einwand trifft den Begriff der Kapitaldisposition nicht mehr als die übrigen Begriffe der ökonomischen Theorie (Lohn, Rente, Zins usw.), bei denen Verschiebungen in Geldmenge und Geldwert die selbständige Bestimmung illusorisch machen und allein eine Bestimmung einer Anteilsquote sinnvoll bleibt.

rung der Produktionsmittelindustrien (Konjunkturaufschwung) und später zur krisenhaften Rückbildung (Krise und Konjunkturabstieg) führt, während die zur Konsumsteigerung verwendeten Kredite sofort die krisenhafte Schrumpfung in der Produktionsmittelindustrie hervorrufen.

Daß die Gewährung inflationistischer Börsenkredite eine Beschreitung des ersterwähnten Weges ist, muß Lesern der früheren Abschnitte schon klar sein.

§ 52. Eine sehr beliebte Art der Stellungnahme zu als schädlich erkannten Maßnahmen ist das Feilschen um das Ausmaß ihrer Anwendung: die Gefahren der Inflation zugegeben, so könne doch ein bescheidenes Inflationchen, ein klein wenig Krediterleichterung nichts schaden! Diese mehr vom Gefühl der immer gern von der Inflation naschenden Wirtschaftskreise diktierte Einstellung hat ihre Analogien in der wissenschaftlichen Untersuchung des Problems des Bankkredits. Man findet überall die Frage aufgeworfen, bis zu welcher Grenze man ohne böse Folgen in der Gewährung zusätzlicher Bankkredite gehen könne, die Frage „über die Grenzen der Kreditschöpfungsmöglichkeiten“¹.

Daß die üblichste Antwort auf diese Frage durch die Verwechslung der Wirkungen auf das Preisniveau mit den Wirkungen auf den Zinsfuß beeinflusst wurde, haben wir schon oben erwähnt. Die meisten Anhänger der Preisstabilisierung stehen den Zusammenhängen zwischen Umlaufsteigerung, Geldzins und Produktion noch ohne Verständnis gegenüber. Aber auch Fachleute, die vollkommen auf der Höhe des Forschungsstandes stehen, verfallen manchmal in den gleichen Fehler. So sagt beispielsweise

¹ Adolf Lampe: a. a. O., S. 126.

Röpke in seinem Aufsatz über die Kapitalbildung¹: „Tritt (nämlich) keine Preissteigerung ein, so bedeutet dies, daß sich die Kreditschöpfung innerhalb des für die Umsatzbewältigung in der Volkswirtschaft erforderlichen Rahmens bewegt und somit eine Funktion versieht, die außerhalb der Funktionen des Kapitals liegen dürfte.“ *Röpke* ist also der sonderbaren Ansicht, daß die Kreditschöpfung bis zu einer bestimmten Grenze, nämlich solange sie keine absolute Preissteigerung bewirkt, keine Vermehrung des Angebots von Kapitaldisposition darstellt. Abgesehen davon, daß jede Umlaufvermehrung tendenziell preissteigernd wirken muß und das Unterbleiben der Preissteigerung nur auf einen von der sogenannten Wareseite herrührenden tendenziellen Preisdruck zurückzuführen ist, wäre es nicht einzusehen, warum eine Erweiterung des zusätzlichen Bankkredits einmal innerhalb und einmal „außerhalb der Funktion des Kapitals liegen“ sollte. Es will uns übrigens scheinen, daß *Röpke* die zitierte Bemerkung nicht unbedingt aufrecht erhalten wollen wird, zumal er an anderer Stelle selbst ziemlich despektierlich von der „Käseglocke des stabilen Preisniveaus“ gesprochen hat².

In die gleiche Gruppe der Verwechslung von Geldbedarf und Kapitalbedarf gehört folgende Bemerkung *Lampes*³: „Dieser Mangel (nämlich ‚wenn es in der Wirtschaft an normalen Geldmitteln fehlt‘), der sich in einer Anspannung der Kreditmärkte äußert, kann, wenn auch nur mit Vorbehalt, als Zeichen dafür angesehen werden, daß die Wirtschaft über den Geldumlauf hinauszuwachsen tendiert, also eine Vermehrung der Umlaufsmittel voraussichtlich ver-

¹ *Wilhelm Röpke*: a. a. O., S. 15.

² *Wilhelm Röpke*: Kredit und Konjunktur, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, III. Folge, Bd. 69, S. 265.

³ *Adolf Lampe*: a. a. O., S. 117.

tragen wird.“ Die vorsichtige Formulierung deutet darauf hin, daß *Lampe* auf diesen Gedanken nicht viel Wert legt und er versucht tatsächlich einige Seiten später eine andere Bestimmung der Grenzen der für die Wirtschaft bekömmlichen Kreditschöpfungsmöglichkeiten¹. Dieser Versuch liegt in ganz anderer Richtung als die Idee vom „volkswirtschaftlichen Geldbedarf“ und soll später kurz besprochen werden. Über die mehr als problematische Natur des Begriffs eines volkswirtschaftlichen Geldbedarfs habe ich mich übrigens bereits an anderer Stelle geäußert².

Gänzlich dem vermeintlichen Allheilmittel des „stabilen Preisniveaus“ ist *Gustav Cassel* verfallen, was wegen des großen Einflusses dieses Autors auf die Weltliteratur bedeutsam ist. Für ihn ist gleichfalls „eine solche Vermehrung (der Bankzahlungsmittel) ... zulässig in dem Maße wie der allgemeine wirtschaftliche Fortschritt einen vermehrten Bedarf an Zahlungsmitteln schafft“³, wobei das Maß für den Zahlungsmittelbedarf die Konstanz des allgemeinen Preisniveaus ist. Dabei ist sich *Cassel* vollkommen bewußt, daß eine vermehrte Schaffung von Zahlungsmitteln eine Senkung des Bankzinses involviert⁴, und ebenso bewußt, daß durch die Senkung des Bankzinses eine Forcierung der Produktionsmittelerzeugung eintritt⁵. Man

¹ a. a. O., S. 127.

² Goldkernwährung, a. a. O., S. 163 ff.

³ a. a. O., S. 397.

⁴ a. a. O., S. 396. „Nur wenn die Banken ihren Zinsfuß nochmals unter den des Kapitalmarktes herabsetzen, können sie diese Vermehrung ihrer Bankzahlungsmittel wieder fortsetzen.“

⁵ a. a. O., S. 395. „Wird der Zinsfuß auf dem Markte zu niedrig gehalten, so muß dieser Fehler in einer solchen Richtung der Produktion, die mehr festes Kapital in Anspruch nimmt, also in einer relativ gesteigerten Kapitalproduktion zutage treten.“

sollte nun meinen, daß diese beiden Momente von *Cassel* als Konjunktur- und Krisenursachen erkannt werden, findet aber ein neuerliches Stolpern über das Ideal der Preiskonstanz, indem *Cassel* als Gleichgewichtszins¹ nicht jenen Zins erklärt, bei welchem die Kapitalinvestitionen im Einklang mit dem Angebot von investitionsfähiger (gesparter) Kapitaldisposition stehen, sondern jenen Zins, bei welchem die Bewegung der Umlaufmittelmenge ein annähernd stabiles Preisniveau ermöglicht².

Die Argumente, die *Cassel* für seine Ansicht anführt, daß „eine Fälschung des Kapitalmarkts durch einen zu niedrigen Zinsfuß“³ bloß eine Überführung „von einer Gleichgewichtslage in eine andere“⁴ veranlaßt, können nicht zum Beweis ausreichen, daß diese Automatik ohne krisenhafte Erscheinungen wirkt. *Cassel* beweist nämlich, daß eine einmalige Zinsermäßigung der Banken nicht zu einer fortdauernden Inflation führen kann, da gewisse Gegenwirkungen bald dazu führen, daß die Konkurrenzfähigkeit des ermäßigten Bankzinssatzes aufhört⁵. Das ist an sich voll-

¹ Diese Bezeichnung, welche von *Karl Schlesinger*, *Theorie der Geld- und Kreditwirtschaft*, München und Leipzig 1914, S. 128, stammt, wird von *Cassel* nicht wörtlich, aber in Umschreibungen verwendet.

² a. a. O., S. 450. „Man könnte danach den wahren Kapitalzins als denjenigen Zinsfuß definieren, bei welchem der Geldwert unverändert bleibt. Bei diesem Zinsfuß werden genau so viele neue Bankzahlungsmittel in Umlauf gesetzt, wie der wachsende Verkehr bei unverändertem Preisniveau braucht. Die Konkurrenz der Bankzahlungsmittel mit den Ersparnissen auf dem Kapitalmarkt kann dann als normal, der Zinsfuß, der diesen Kapitalmarkt in Gleichgewicht hält, als der ‚richtige Zinsfuß‘ bezeichnet werden.“

³ a. a. O., S. 395.

⁴ a. a. O., S. 396.

⁵ Ebenda.

kommen richtig und wurde wesentlich zutreffender schon früher von *Wicksell* und *Mises* erklärt, hat aber gar nichts mit der Frage zu tun, ob sich die „relativ gesteigerte Kapitalproduktion“ — soll heißen Kapitalgüterproduktion — auch aufrechterhalten läßt. Diese Frage wird aber mit dem einen Satze abgetan¹: „Die künstliche Herabsetzung des Zinsfußes hat zu einer künstlich verstärkten Kapitalproduktion geführt, was mit einer erzwungenen Erhöhung der volkswirtschaftlichen Sparsamkeit gleichbedeutend ist.“ Mit diesem Satze, zu dessen näheren Begründung *Cassel* in seinem Buche nicht einmal den leisesten Versuch macht, wird offenbar die Lehre vom „erzwungenen Sparen“ und von der „schöpferischen Kraft des Bankkredits“ akzeptiert, was so ganz und gar nicht mit *Cassels* sonstigen Gedankengängen in Einklang zu bringen ist. Vollkommen unverständlich wäre aber die Annahme, daß *Cassel* die Lehre vom erzwungenen Sparen — die bekanntlich mit der durch Preissteigerung erzwungenen Konsumbeschränkung arbeitet — gerade in jenem Bereiche vertreten wolle, in welchem die Kreditschöpfung bloß die Stabilerhaltung des Preisniveaus bewirkt.

Eine haltbare Begründung für die Behauptung, daß die Kreditschöpfung bis zu jenem Ausmaß, bei welchem der Durchschnitt aller Preise keine Erhöhung erfährt, keine Störungen im Produktionsaufbau hervorrufe, konnte bisher von keiner Seite erbracht werden. Wir müssen vielmehr das Ergebnis der ausgezeichneten Untersuchungen *Hayeks* bestätigen²: „Ein Zinssatz, zu dem in einer sich erweiternden Wirtschaft die für eine Stabilerhaltung des Preisniveaus notwendige Neuschaffung von Geld erfolgt, wird

¹ Ebenda.

² *F. A. Hayek*: a. a. O., S. 60.

immer niedriger sein als jener, zu dem gerade nur so viel Leihkapital zur Verfügung stände, als gleichzeitig erspart wird, und daher trotz Stabilbleiben des Preisniveaus ständig eine vom Gleichgewichtszustand wegführende Entwicklung bedingen.“

§ 53. Es hat sich also als unrichtig erwiesen, die Grenzen einer „ungefährlichen“ Erweiterung des Zirkulationskredits in der Linie der Preisstabilisierung zu suchen. Der vorhin erwähnte von A. Lampe unternommene ist einer der seltenen Versuche, die Grenzen der störungslos ausnütz-
baren Kreditschöpfungsmöglichkeiten anders zu ziehen. „Ihre Grenzen“, so sagt Lampe¹, „werden bestimmt durch a) die Größe der Reserven des Sozialprodukts, b) das Tempo, in dem die Entnahme dem ‚Einwurf‘ in das Sozialprodukt folgt, c) die wirtschaftliche Möglichkeit, das Entnommene, bzw. ein Äquivalent rechtzeitig zur Wiederherstellung des Sozialproduktes einzuliefern.“ So anerkennenswert dieser Versuch einer Grenzbestimmung im Vergleich zu den Beiträgen anderer Forscher zu diesem Problem ist, so leidet er unseres Erachtens an einer Verwendung unverständlicher oder zumindest zu wenig klar definierter Begriffe. Die „Reserven des Sozialprodukts“ möchten wir im Wortsinne gänzlich ablehnen. Vielleicht gelingt es Lampe noch, durch klare Formulierung die Anerkennung seiner Grenzbestimmung zu erlangen.

Wesentlich unkompliziertere Überlegungen scheinen uns die Grenzen jenes Bereiches erkennen zu lassen, innerhalb dessen man ungestraft den Zirkulationskredit ausdehnen kann. Mit den zusätzlichen Krediten wird dem Markt „freie Kapitaldisposition“ zur Verfügung gestellt, ohne daß

¹ a. a. O., S. 127.

durch Verzicht auf Konsumtion die Disposition über Produktivkräfte freigesetzt worden wäre. Besteht der normale Kapitalbildungsvorgang aus zwei Teilvorgängen, aus Sparen und Investieren, so verleiht der zusätzliche Bankkredit formale Kapitaldisposition, also die Möglichkeit des Investierens ohne Sparen, woraus eben die Disproportionalität der Produktion entsteht. Es ist uns aber auch die umgekehrte Einseitigkeit in der Wirtschaft bekannt, das Sparen ohne Investieren, das beim sogenannten Thesaurieren oder Horten vorliegt. Ein solches bloß privatwirtschaftliches Sparen kann — wie wir im § 12 dargelegt haben — zu keinem volkswirtschaftlichen Sparen, zu keiner Kapitalbildung führen, weil die freigesetzte Disposition über Konsumgüter, bzw. entsprechende Produktivkräfte nicht als Kapitaldisposition einem Investor verliehen wird, — sondern nach einer als Deflation bekannten Preisveränderung wieder der Gesamtnachfrage dienstbar gemacht wird.

Nach dieser Exposition liegt die Lösung wohl auf der Hand: es kann keine Störung des volkswirtschaftlichen Produktionsaufbaues verursachen, wenn das durch den Zirkulationskredit ermöglichte Investieren ohne Sparen nicht das durch Thesaurierungen erfolgte Sparen ohne Investieren überwiegt. Es ist im Sinne dieser Überlegung die Grenze der noch zuträglichen Kreditinflation durch das Ausmaß der effektiven Hortungsdeflation bestimmt.

Der Praktiker wird hoffentlich nicht allzu enttäuscht sein, wenn wir hinzufügen, daß seine sicherlich inflationistischen Aspirationen durch unsere Überlegungen keine Förderung erfahren können. So reell auch unsere Lösung erscheint, daß im Ausmaße der gesparten, aber nicht angelegten Beträge, also im Ausmaße der nicht ausgenützten

Kaufkraft zusätzliche Kaufkraft geschaffen¹ und an Investoren verliehen werden kann — die Zinsen bekommt nun anstatt des Sparers die Bank —, so vage wird die Angelegenheit in praxi durch die unerfaßbare Höhe und ungewisse Dauer der Hortrücklagen. Nimmt man das Anwachsen der Horte als Motiv zur Kreditausdehnung, so müßte man Entnahmen aus den Horten zur Veranlassung von Kreditrestriktionen nehmen. Ist man vielleicht der Ansicht, daß Hortbildung und Entnahme aus Horten einander die Waage halten, dann kommt man zu einem Kreditvermehrungskontingent in der Höhe von Null. Wenn man schließlich die sogenannten Horte von den individuellen Kassenvorräten nicht streng geschieden wissen will² und dem Thesaurieren auf der gegenwärtigen Entwicklungsstufe überhaupt keine große Rolle beimißt³, kommt man gleichfalls zu einer Kreditausdehnungsmarge von Null. Nur unter der Voraussetzung einer steigenden Thesaurierungsziffer könnte man eine auf diesem Titel beruhende zuträgliche Ausdehnung des Zirkulationskredits motivieren.

§ 54. Daß mit der Kompensation einer Hortungsdeflation noch nicht alle Möglichkeiten krisenmeidender Kreditausweitungen erschöpft sind, hat uns früher das „Schema vom gleichbleibenden Angebot von Kapitaldisposition“ gezeigt. Wir erklärten es dort⁴ für vorstellbar, daß in auf eine Periode verstärkter Zirkulationskreditgewährung fol-

¹ Ähnlich auch *M. W. Holtrop*: *De Omloopssnelheit van het Geld*, Amsterdam 1928, S. 134. „De door geldschepping in het leven geroepen koopkracht treedt hier in de plaats van de door oppotting aan het verkeer outtrokkene.“

² *Ludwig Mises*: *Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel*, a. a. O., S. 129.

³ Ebenda, S. 8.

⁴ Siehe oben § 49.

genden Perioden durch eine Steigerung der Sparkapitalbildung jene Dosen von Kapitaldisposition zur Verfügung gestellt würden, die zuerst der Bankkredit dargeboten hatte. Es würde also in der ersten Periode bloß formale Kapitaldisposition, in den nächsten Perioden dagegen entsprechend mehr an „auf Konsumverzicht basierender“ Kapitaldisposition angeboten werden. Das Angebot an Kapitaldisposition wäre gewissermaßen der Freisetzung von bisher konsumtiv verwendeten Produktivkräften um eine Periode voraus, doch würde diese Antizipation der Ersparnisse nicht zu krisenhaften Folgen führen, wenn sich die Spartätigkeit tatsächlich auf dem erhöhten Stande hielte¹.

Da die Theorie vom „erzwungenen Sparen“ nicht ganz stimmt, ist die geschilderte Konstellation eine Sache des Zufalls. Der vermehrte Bankkredit gibt sozusagen Vorschüsse auf Ersparnisse der nächsten Zeit; tritt die bevorstehende Erhöhung der Sparkapitalbildung nicht ein, dann ist mit den Bankvorschüssen ein Konjunkturaufschwung eingeleitet worden, der Krise und Rückbildung nach sich ziehen muß. Da die zukünftige Entwicklung der freiwilligen Spartätigkeit — trotz Weltspartagen und Sparpropaganda²

¹ Der gleiche Gedanke findet sich bei *Emil Lederer*, Ort und Grenze des zusätzlichen Kredits, Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik, Bd. 63, Tübingen 1930, S. 522. „Diese (nämlich die Krisenerscheinungen) sind aber die Folgen einer Kreditpolitik, in der mehr an Kaufkraft zur Finanzierung von Anlagen kreditiert wurde, als sich nach dem Sparprozent, der Rentabilität und den in naher Zukunft zu erwartenden Sparsummen rechtfertigen läßt.“ (Von mir gesperrt.) Über die übrigen Gedankengänge in *Lederers* Artikel, welche von unserer Auffassung stark abweichen, soll später gesprochen werden.

² In letzter Zeit ist die Anti-Sparpropaganda stärker geworden als der Werbedienst zugunsten des Sparens. *J. M. Keynes* sprach sein Ver-

— niemals vorausgesagt werden kann, ist aus diesem Titel eine Vermehrung der zusätzlichen Bankkredite nicht zu motivieren.

§ 55. Ein weiterer interessanter Beitrag zur Bestimmung der zuträglichen Elastizitätsgrenzen des Bankkredits geht auf *Neisser*, *Holtrop* und *Hayek* zurück. Die Kassenvorräte der verschiedenen Unternehmen bilden auch einen Teil ihres Betriebskapitals. Je nach der geringeren oder größeren vertikalen Integration der Produktion — d. h. der Vereinigung der einzelnen Produktionsstufen eines Produktionszweiges in einem Unternehmen — können die für nötig erachteten Kassenhaltungen größer oder kleiner werden¹, was nicht nur auf das Preissystem, sondern als Änderung des Betriebskapitalbedarfs auch auf das Angebot von Kapitaldisposition wirkt. Derartige Änderungen könnten natürlich durch Veränderungen im Ausmaß des Zirkulationskredits kompensiert werden, wobei eine fortschreitende Vereinigung verschiedener Betriebe vertikaler Gliederung in einer Hand Kreditrestriktionen, eine fortschreitende Differenzierung von Produktionsstufen in verschiedene Unternehmungen Kreditausweitungen verlangen würden. An eine praktische Berücksichtigung solcher Momente durch die Bankpolitik kann wohl u. E. nicht gedacht werden.

§ 56. Häufig findet man die Behauptung, daß ein Ansteigen der Bevölkerungsziffer eine Vermehrung

dammungsurteil gegen das Sparen sogar durch den Radio-Rundfunk. Auf das neu erschienene ziemlich komplizierte Buch von *Keynes*, *A Treatise on Money*, London 1930, konnte in dieser Arbeit nicht mehr Bezug genommen werden.

¹ *Hans Neisser*: a. a. O., S. 20 ff. *F. A. Hayek*: *Prices and Production*, Kapitel 4.

des Umlaufs rechtfertige. Wie wenig begründet dieser Gedanke ist, leuchtet ein, wenn man überlegt, daß eine Bevölkerungsvermehrung, also, im kleinen gesehen, ein Familienzuwachs, gewiß den Wunsch wachruft, für den neuen Esser auch „mehr Geld“ (in Wirklichkeit ein höheres Realeinkommen) zu haben, daß daraus aber nicht die Berechtigung erfließt, den Geldumlauf zu erhöhen. Mit oder ohne Bevölkerungszuwachs bleibt eine bankmäßig bewirkte Umlaufsvermehrung eine Inflation und muß die erkannten Wirkungen haben.

Daß eine Steigerung des Güterumsatzes keinerlei Möglichkeit einer krisenmeidenden Kreditschöpfung gibt, haben wir schon bei Besprechung der zur Preisstabilisierung geforderten Kreditinflation festgestellt. Nicht die kleinste der vielen volkswirtschaftlichen Irrlehren, die heute in den Köpfen der Zeitungsschreiber und Zeitungsleser herumspuken, ist jene Behauptung, daß ein Anwachsen der Gütererzeugung und des Güterumsatzes auch ein Mehr an Geld verlangt, und daß andernfalls krisenhafte oder depressive Störungen zu befürchten seien. Eine Preissenkung als Folge vermehrter Erzeugung kann niemals Ursache einer wirtschaftlichen Depression sein¹. Seinen dilettantischsten Ausdruck hat der mit der Steigerung des Güterumsatzes motivierte Inflationismus in der sogenannten „klassischen Geldschöpfungslehre“ *Bendixens*² gefunden, welche gefordert hat, daß für jede erzeugte Ware

¹ Siehe darüber u. a. *Gottfried Haberler*: a. a. O., S. 112 ff. und *Hans Neisser*: a. a. O., S. 138 ff.

² *Friedrich Bendixen*: Das Wesen des Geldes, 2. Auflage, Leipzig und München 1918. Derselbe: Währungspolitik und Geldtheorie im Lichte des Weltkrieges, 2. Auflage, München und Leipzig 1919. Derselbe: Geld und Kapital, 2. Auflage, Jena 1920.

ein dem geschaffenen Güterwert entsprechender zusätzlicher Geldbetrag durch Warenwechseleskompt geschaffen werde. Diese Lehre fand natürlich, wie jeder Versuch einer wissenschaftlichen Begründung der Krediterleichterung, teilweise begeisterte Aufnahme¹, ist aber doch heute schon überwunden.

Der Gedanke, daß man alle *W a r e n w e c h s e l* gefahrlos eskomptieren dürfe, weil sich die Umlaufsvermehrung dem „Handelsvolumen“ bloß anpasse, ist der Hauptirrtum der banking school (*Tooke*², *Fullarton*³ usw.) gewesen, die — eine Blindheit, die noch heute bei Geldtheoretikern anzutreffen ist — völlig übersehen hat, daß die Höhe der bei den Banken eingereichten Kreditgesuche — die mit „Geldbedarf“ verwechselt wurden — von den Kreditbedingungen abhängt⁴. Es sollte schließlich jeder bessere Zeitungsleser wissen, daß die Zentralbanken durch Senkung ihres Zinssatzes die Summe der „eskomptfähigen Warenwechsel“ binnen kürzester Zeit bedeutend ansteigen zu lassen vermögen. Weil dies so ist, weil die Summe der zum Eskompt eingereichten

¹ „In Wahrheit bedeutet diese Schrift eine schöpferische Tat, die aller Voraussicht nach noch auf Jahrzehnte hinaus fruchtbringend fortwirken wird“, schrieb *Alfred Schmidt*-Essen in der Besprechung des erstgenannten Buches von *Bendixen* in *Schmollers Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft im Deutschen Reich*, 43. Jahrgang, München und Leipzig 1919, S. 368. Dort heißt es weiter: „Erst der Krieg aber mußte kommen, um die Saat *Bendixens* aufgehen zu lassen.“ Die Saat dieses Inflationisten ging wahrlich in großartiger Weise auf. Für diese Ernte konnte sich Deutschland gründlich bedanken.

² *Thomas Tooke*: *An Inquiry into the Currency Principle*, London 1844.

³ *John Fullarton*: *On the Regulation of Currencies*, 2. Ed. London 1845.

⁴ Siehe darüber *Ludwig Mises*: *Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel*, S. 310 ff.

Warenwechsel nicht vom „natürlichen Warenumsatz“, sondern von der Bankpolitik abhängig ist, ist ja die ganze Frage, mit der wir uns im Augenblick beschäftigen, erst entstanden: die Frage von den Grenzen des ohne Krisengefahr zulässigen zusätzlichen Kredits.

Eine moderne Ausgestaltung erfuhr die Lehre vom zusätzlichen Warenwechselkredit nach der Richtung einer Auswahl der bevorschußten Waren. Es wird nämlich zugestanden, daß zusätzliche Kredite, die der Produktion von Produktionsmitteln und von ausdauernden Konsumgütern zugutekommen, Krisen nach sich ziehen müssen, daß aber „zusätzliche Kredite trotzdem, notwendig und richtig verwendet, harmlos sind“, dann nämlich, wenn sie bloß zur Finanzierung von ohne Investition durchführbaren Produktionsausdehnungen von verbrauchlichen Konsumgütern verwendet werden¹.

Die Begründung für diese Theorie ist den früher einmal praktizierten Liquiditäts-Hausregeln der Banken² entnommen, die sich aber auf die Vermittlung kurzfristiger Ersparungen bezogen, nicht auf Kredite, die von der Bank geschaffen werden. Nach *Lederer* ist die „Hingabe des zusätzlichen Kredits als Betriebskredit zur Erzeugung von Verbrauchsgütern“³ harmlos und sogar nicht inflationistisch⁴, weil hier „durch die Kredite mit den Waren zugleich die Einkommenströme geschaffen (wurden), welche diese Waren kaufen können. Insofern sofort verkäufliche Waren als Gegenwerte der Kredite entstehen, insofern also

¹ *Emil Lederer*: a. a. O., S. 522.

² Vgl. *J. N. Polak*: Grundzüge der Finanzierung mit Rücksicht auf die Kreditdauer, Berlin-Wien 1926, S. 155.

³ a. a. O., S. 519.

⁴ „Eine Inflation tritt also hier nicht ein.“ Ebenda, S. 520.

die Kredite auch schon die Einkommenströme aus sich heraus erwachsen lassen, werden mit dem Verbrauch der Waren bereits die Bedingungen für die Rückzahlung der Kredite geschaffen“¹.

Die Ansicht, daß bei inflationistischer Finanzierung der Verbrauchsgütererzeugung keine Inflation eintreten muß, erweist sich auf Grund folgender Überlegung als unrichtig. Entweder die Konsumgüterindustrie wäre auch ohne Ausdehnung des Bankkredits als Kreditwerber am Geld- oder Kapitalmarkt aufgetreten, dann ist es klar, daß die Befriedigung ihrer Kreditnachfrage durch die zusätzlichen Kredite eine Entlastung des übrigen Kreditmarktes bedeuten muß und daß dort nun eine Produktionsmittelindustrie, die sonst keinen Kredit erlangt hätte, die Mittel zu ihrer Expansion erhalten kann. Es werden also die auch von *Lederer* zugegebenen Folgen der Expansion — Konjunktur und Krise — eintreten. Oder die Konsumgüterindustrie hätte sich ohne die zusätzlichen Kredite nicht zur Ausdehnung ihrer Erzeugung veranlaßt gesehen, dann ist es klar, daß ihr Auftreten auf dem Produktionsmittelmarkt, auf welchem sie nun gegenüber den anderen Industrien relativ gestärkt ist, zu einer Veränderung in der Verteilung der Produktivkräfte, zu einer Verschiebung von den konsumferneren zu den konsumnäheren Stufen führen muß. In diesem Falle wird die Störung in der Produktionsmittelindustrie — ohne vorherige Konjunktur — früher eintreten². Eine harmlose, nicht zu Störungen führende Erweiterung des zusätzlichen Kredits wird also auch dann nicht ermöglicht, wenn man bezüglich der Zuwendung

¹ Ebenda, S. 520.

² Wir werden im § 72 zeigen können, daß die zweite Alternative kaum ernstlich in Frage kommt und regelmäßig die erste Möglichkeit realisiert wird.

dieses Kredits an bestimmte Industrien besondere „Liquiditätsgrundsätze“ befolgen will.

§ 57. Wir können die Ergebnisse der letzten Abschnitte kurz dahin zusammenfassen, daß in Bewegungen der Bevölkerungszahl und des Warenumsatzes, des Preisniveaus und des Warenwechsellaufs, der Gütererzeugung im allgemeinen und der Konsumgütererzeugung im besonderen, sowie in wie immer gearteten Veränderungen der materiellen wirtschaftlichen Struktur keinerlei Ursache und keinerlei Maßstab für die Möglichkeiten einer ohne Krisenfolgen zulässigen Krediterschöpfung gelegen ist, daß wir vielmehr als (durchaus theoretisch bestimmbarer) Bereich einer krisenmeidenden Kreditausweitung bloß den Ausgleich einer Hortungsdeflation, die Antizipation künftiger Ersparnisse und das Ansteigen der Kassenvorrathaltung erkannt haben. Da für keinen dieser die Grenze der zuträglichen Kreditinflation bestimmenden Faktoren irgendwelche Indizien in praxi erkennbar sind, können wir keinerlei Begründung für eine Politik anerkennen, die ein Anwachsen der zusätzlichen Bankkredite fördert.

Nach diesen entschiedenen Feststellungen wird uns die Beantwortung von zwei in diesem Zusammenhang gestellten Fragen leichter fallen:

1. Kann eine Verschiebung der „zulässigen“ Inflationsgrenzen (also der Grenzen des Bankkredits, deren Überschreitung Störungen im Wirtschaftsablauf nach sich zieht) und

2. kann eine Milderung oder Verschärfung der Inflationsfolgen dadurch begründet sein, daß

der Zusatzkredit als Industriebetriebskredit einerseits, als Börsenkredit anderseits auftritt?

Die erste Frage könnte zwei diametral entgegengesetzte Positionen vorfinden. Die eine, welche behauptet, daß die Börse Kredite „bindet“, müßte für Börsenkredite eine weiter hinausgeschobene Inflationsgrenze annehmen; die andere, welche erklärt, daß Börsenkredite „intensiver ausgenützt“¹ werden oder als Anlagekredite wirken, könnte enger gezogene Inflationsgrenzen vermuten. Es macht aber in Wahrheit für die Inflationsgrenzen nichts aus, welche Art von Kredit gegeben wurde. Weder die Kreditdauer noch die Kreditverwendung können einem zusätzlichen Kredit seinen inflatorischen Charakter nehmen. Es könnte Optimisten geben, die auf Grund der Bankregel, daß Betriebskredite weniger gefährlich sind als Anlagekredite, glauben, daß man vom ersteren eine größere Dosis riskieren könnte als vom „gefährlicheren Gift“. Wir werden übrigens im nächsten Kapitel über grobe Mißverständnisse bei der Beurteilung des Wesens der Betriebs- und Anlagekredite berichten können und später auch darüber, daß es fast niemals von der Kreditform abhängt, wie die Kreditvermehrung wirkt. Wir wiederholen also, daß die Grenzen des zuträglichen zusätzlichen Bankkredites nicht von der Art des Kredites tangiert werden, daß es also jedenfalls auch falsch ist, zu glauben, daß durch Börsenkredite die Kreditentfaltungsmöglichkeiten der Banken verringert würden.

Die zweite Frage, die auf die Inflationsfolgen abzielte, hat nach dem zur ersten Frage Gesagten bereits stark an Bedeutung verloren: Man kann nie wissen, ob ein

¹ *Felix Somary*: Bankpolitik, 2. Auflage, Tübingen 1930, S. 44.

zusätzlicher Betriebskredit auch bei bestimmungsgemäßer Verwendung nicht in der Gesamtwirtschaft eine Vermehrung der Anlagekredite bedeutet, denn jede Vergrößerung des Kreditangebotes gestattet eine weitergehende Deckung der gesamten Kreditnachfrage und ermöglicht daher dem ersten der bisher im Konkurrenzkampfe ausgeschlossenen Kreditwerber die Befriedigung seines Kapitalbedarfes; weiß man nun, welcher Art der Kapitalbedarf jenes Unternehmers ist, der bisher am Kreditmarkte nicht zum Zuge kommen konnte, nun aber durch die Entlastung des Marktes zum „Grenzkreditnehmer“ wird?¹

Wenn es demnach auch nicht richtig ist, bei einer Untersuchung über die Wirkungen des zusätzlichen Kredites von der speziellen Form, die ihm die Bank gegeben hat, den Ausgang zu nehmen, so kann es immerhin interessant sein, den Inflationsfolgen bei den verschiedenen Kreditverwendungsmöglichkeiten nachzugehen. Dazu müssen wir aber erst die Auffassungen korrigieren, die uns zur Beurteilung des Betriebskredits und Anlagekredits zur Verfügung stehen.

¹ Über den Kapitalbedarf des „Grenzkreditnehmers“ handelt das zehnte Kapitel, § 72.

ACHTES KAPITEL.

BETRIEBSKAPITAL UND BETRIEBSKREDIT.

§ 58. Daß die vom einzelnen Erwerbsunternehmen gemachte Unterscheidung zwischen Betriebskapital und Anlagekapital nicht dazu berechtigt, diese Unterscheidung und insbesondere die ihr zugrunde liegenden Gesichtspunkte ohne weiteres in nationalökonomische Überlegungen zu übertragen, wird hier nicht zum ersten Male ausgesprochen. Leider ist aber die mißbräuchliche Verwendung privatwirtschaftlicher Begriffe in volkswirtschaftlichen Untersuchungen fast regelmäßig zu finden und auch in neuesten Werken der Cambridger Schule wird „working capital“ für etwas vom „fixed capital“ prinzipiell Verschiedenes gehalten. Die schwerwiegendsten Folgen hat dies dann in der wirtschaftswissenschaftlich empfohlenen Kreditpolitik der Banken, wo Betriebskredit und Anlagekredit eine durchaus einseitige Würdigung erfahren.

Der einzelne Unternehmer wird jenen Teil seines Kapitals als Betriebskapital ansprechen, der bei Stillegung des Betriebes disponibel wird; das Anlagekapital dagegen bleibt trotz Betriebseinstellung gebunden. Diese Gesichtspunkte sind privatwirtschaftlich von eminenter Bedeutung und auch für jeden Kreditgeber ist eine solche „Mobilitätsbilanz“ sehr maßgebend. Volkswirtschaftlicher Betrachtung wird sich aber die „Flüssigkeit“ des Betriebskapitals wesentlich anders präsentieren, wenn man bedenkt, daß des ersten Unternehmers Kapitaldisposition bloß dadurch frei wird, daß seine „mobilen Aktiva“ von einem

zweiten Unternehmer gekauft werden, daß also ein zweiter Unternehmer Kapitaldisposition bindet. Es ist mithin gesamtwirtschaftlich gesehen auch das sogenannte Betriebskapital „gebunden“ geblieben, obwohl es „umgesetzt“ wurde¹.

Es ist möglich, daß die Produkte des einen Unternehmers auch vom Unternehmer der nächsten Stufe binnen einer Periode zur Gänze verarbeitet oder bearbeitet an den nächsten Unternehmer übergehen usf. und somit in der ganzen Stufenfolge der vielstufigen Produktion Betriebskapital (umlaufendes Kapital) bilden. Es ist aber auch oft der Fall, daß die Erzeugnisse des einen im Betriebe des übernehmenden Unternehmers mehrere Produktionsperioden hindurch ausdauern und somit zu Anlagekapital werden. So sind beispielsweise das Roheisen und die Kohle, das Walzeisen, der Eisenträger, die Maschine — im Besitze des Eisenwerkes, des Walzwerkes und der Maschinenfabrik Teile ihres Betriebskapitals, im Besitze des Käufers der Maschine aber ein Teil seines Anlagekapitals, der erst in einer Reihe von Erzeugungsperioden amortisiert werden soll. Hier wird also die Flüssigmachung des Betriebskapitals der Vorproduzenten davon abhängig sein, daß ein Unternehmer für viele Jahre Kapitaldisposition festzulegen in der Lage ist. Welchen volkswirtschaftlichen Sinn es dann aber haben soll, die Vorräte unseres erwähnten Eisenwerkes zum „Betriebs-

¹ Von großer — privatwirtschaftlicher und volkswirtschaftlicher — Bedeutung ist, daß sich für die Stoffgüter, in denen das Betriebskapital gebunden ist, mit größter Wahrscheinlichkeit ein Abnehmer — ohne großen Wertverlust — finden wird, während dies beim stehenden Kapital meist nur unter großer Wertabschreibung der Fall sein wird. Der Grund dafür liegt in der mehr oder minder vielseitigen Verwendungsmöglichkeit der umlaufenden oder stehenden Produktionsmittel.

kapital der Volkswirtschaft“ zu zählen¹ — und womöglich mit kurzfristigen „Betriebskrediten“ bevorschussen zu lassen —, ist nicht verständlich.

Man muß es demgemäß ablehnen, mit *Philippovich* etwa zu sagen, daß der „Betriebs- oder Umlaufskredit“ „zur Beschaffung umlaufenden Kapitals“ dient und „sich aus den Bedürfnissen des Umlaufes der Waren ergibt und durch diesen Umlauf selbst wieder getilgt wird“². Die Ansicht, daß das Anlagekapital durch langfristigen Kredit, das Betriebskapital durch kurzfristigen Kredit gedeckt werden kann, ist so allgemein verbreitet, daß man sich im Kampfe gegen dieses Mißverständnis ziemlich einsam fühlt. „Eine Einteilung wie die *Philippovichs* trifft man fast in jeder Abhandlung über die Kreditfrage an“, sagt der Holländer Professor *Polak*³, einer der wenigen Autoren, der — ein theoretisch geschulter Betriebswirtschaftler — in diesem Gegenstand als wirklicher Sachverständiger gelten kann. *Polak*

¹ Da man bei jedem kapitaltheoretischen Problem an *Böhm-Bawerk* denkt, sei festgestellt, daß bei *Böhm-Bawerk* von dieser Verwechslung keine Rede sein kann. Vgl. Artikel „Kapital“, Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 4. Auflage, Bd. V, Jena 1923, S. 579: „Von unbeträchtlichen Ausnahmen abgesehen, wird das umlaufende Kapital eines Volkes durch die Stoffe, das stehende durch die Werkzeuge der Produktion dargestellt. Die Verschiedenheit der beiden Kapitalbegriffe (nämlich Privatkapital und Sozialkapital) macht sich übrigens auch hier bemerklich, indem manche Güter, als Produktionswerkzeuge verwendet, einen wiederholten, dagegen als Mittel eines privatwirtschaftlichen Erwerbes angewendet nur einen einmaligen Gebrauch (durch denselben Besitzer) zulassen und daher als Bestandteile des Produktivkapitals zum „stehenden“, dagegen als Bestandteil des Erwerbskapitals eines einzelnen Individuums angesehen, zum „umlaufenden“ Kapitale desselben gerechnet werden müssen...“

² *E. v. Philippovich*: Grundriß der politischen Ökonomie, Bd. I, 11. Auflage, Tübingen 1916, S. 324.

³ *N. J. Polak*: a. a. O., S. 42.

sagt in diesem Zusammenhang zutreffend¹: „Wenn wir auch zwischen Anlagekapital und Betriebskapital unterscheiden können, für die Betrachtung des Kreditmarktes hat diese Unterscheidung wenig Sinn.“ Denn wenn beim Anlagekredit die auf ausdauernde Anlagen verwendete Kapitaldisposition bei fortlaufender und rentabler Produktion durch Amortisation allmählich im Laufe mehrerer Erzeugungsperioden, beim Betriebskredit die auf verbrauchliche Stoffgüter verwendete Kapitaldisposition bei rentabler Produktion nach jeder Erzeugungsperiode zum Einzelunternehmer „zurückkehrt“, so ist damit noch gar nichts über die volkswirtschaftliche „Umlaufszeit des Kapitals“ gesagt, die den ganzen Lauf durch die Produktionsstufen bis zum absetzbaren konsumreifen Produkt umfaßt².

§ 59. Zufolge dieser Überlegung ist ein „Betriebskredit“ an eine konsumferne Produktionsstufe von vornherein ein langfristig gebundener Kredit. Die kurzfristige Tilgungsmöglichkeit scheidet in der umwegig produzierenden Wirtschaft in der Produktionsmittelindustrie — nicht privatwirtschaftlich, sondern gesamtwirtschaftlich — vollkommen aus. Wenn man sich verdeutlicht, daß ein kurzfristiger Kredit auf einer Verschiebung der konsumtiven Einkommensverwendung für kurze Zeit beruht, muß man verstehen, daß die durch den vorläufigen Konsumverzicht freigesetzten Produktivkräfte bloß für einen Produktionsprozeß verwendet werden dürfen, der bereits bis zur Konsumreife gediehen sein kann, sobald der Kredit zur Vornahme der aufge-

¹ a. a. O., S. 43.

² Ähnlich auch *D. H. Robertson: Banking Policy and the Price Level*, London 1926, S. 44.

schobenen Konsumtion zurückgezogen wird. Es kämen also für die Verwendung von bloß vorübergehend beigestellter (realer, d. h. auf Konsumverschiebung beruhender) Kapitaldisposition bloß Betriebskredite an eine möglichst umweglose Produktion von „Gütern erster Ordnung“, somit Betriebskredite an solche absatzreiche *K o n s u m g ü t e r i n d u s t r i e n*, die ohne erhöhten Produktionsmittelverbrauch ausgedehnt werden können, in Frage¹. Solche Konsumgüterindustrien dagegen, die in größerem Maße Zwischenprodukte, also Produkte entfernterer Erzeugungsstufen verarbeiten, sind wiederum keine geeigneten „kurzfristigen Kreditnehmer“, da ihre Produktionserhöhung auch eine Ausdehnung der die Vorprodukte erzeugenden Industrien zur Folge (oder zur Voraussetzung²) haben wird und eine derartige mehrstufige Produktion ihren Prozeß bei Zurückziehung der kurzfristig gewährten Kapitaldisposition noch nicht beendet haben kann.

Die Verwendung der Temporäersparnisse in keinen anderen Produktionen als in Konsumgüterindustrien, die ohne wesentliche Vorstufen auskommen, ist das — später noch zu berichtigende — Ergebnis einer theoretischen Überlegung, deckt sich aber vollkommen mit einer Faustregel des Bankgewerbes, mit jener Liquiditätsregel, die für kurz-

¹ Daß eine solche Kreditverwendung aber aus anderen Gründen nicht möglich ist, wird im § 72 gezeigt werden.

² Wenn die Vorprodukte bloß zur Verwendung in der betreffenden Konsumgüterindustrie erzeugt werden, so wird die Ausdehnung der Vorproduktion eine Voraussetzung der Expansion der Nachproduktion sein; haben die Vorprodukte vielseitigere Verwendungszwecke, so kann die nachgeordnete Industrie sofort ausgedehnt werden, indem sie mehr Vorprodukte in verstärkter Konkurrenz an sich zieht; in diesem Fall wird die Vorprodukte erzeugende Industrie als Folge der Expansion der nachgeordneten Industrie ausgedehnt werden.

fristige Gelder Anlage in Rohstoffen für Konsumtionsartikel empfiehlt. *Polak* zeigt dies in folgendem instruktiven Beispiel¹: „Für die Kleiderversorgung z. B. hat in jedem Augenblick der Großhandel einen Vorrat roher Baumwolle, die Spinnerei einen Vorrat roher Baumwolle, Güter in Bearbeitung und einen Garnvorrat, die Weberei einen Garnvorrat, Güter in Bearbeitung und einen Vorrat an Stoffen, die Detaillisten gleichfalls einen Vorrat an Stoffen. In dem Baumwollvorrat beim Großhandel ist Kapital festgelegt, das auf kurzen Termin durch die Bank vorgeschossen wurde; sie entnahm es dem Depositum der Sparer. Fordern diese letzteren nun Kapital zurück und verwenden es zum Ankauf von Baumwollstoffen, so sieht der Detaillist dadurch seinen Vorrat abnehmen, er bestellt neue Stoffe bei der Weberei, diese deckt sich bei der Spinnerei mit neuen Garnen ein, und, da diese letztere ihrerseits ihren Rohstoffvorrat wieder ergänzen muß, läßt die Nachfrage der Sparer indirekt den Vorrat an Rohbaumwolle beim Großhandel abnehmen, in dem ihr Kapital angelegt ist.“

Daß eine Anwendung dieser Liquiditätstheorie auf die „Verwertung zusätzlichen Kredites“ nicht statthaft ist, haben wir schon zu Ende des vorigen Kapitels anläßlich der Würdigung von *Lederers* Vorschlag erklärt. Für die Veranlagung kurzfristiger Ersparnisse scheint die Überlegung auf den ersten Blick vollkommen zu stimmen und man freut sich, doch wenigstens eine Art von Betriebskredit gefunden zu haben, die als adäquate Verwendung von bloß temporären Ersparnissen gelten kann. Aber selbst diese Beruhigung wird uns durch spätere Überlegungen (§ 71 und § 72) wieder genommen werden, denn es wird sich zeigen, daß es jene „liquide Verwertung“ — zur Ausdehnung von Konsumgüterindustrien ohne weit-

¹ a. a. O., S. 155.

gehende Verwendung von Vorprodukten entfernter Ordnung — für kurzfristige Ersparnisse ebensowenig gibt wie für zusätzliche Kredite.

§ 60. Wir haben bisher schon einige der üblichen Anschauungen über das Wesen des Betriebskredites zurechtgebogen. Wenn sich das Betriebskapital vom Anlagekapital dadurch unterscheiden soll, daß es in jeder Erzeugungsperiode zu 100% amortisiert werden kann, so mußten wir zunächst feststellen, daß das Betriebskapital einer Produktionsstufe sich in einer nachfolgenden Stufe leicht in Anlagekapital verwandeln kann, sodann, daß das Betriebskapital in der Produktionsmittelindustrie bis zur — wenn auch in einem Zuge — erfolgenden Amortisation einen langen, zeitraubenden Weg zu gehen hat, schließlich daß selbst der Betriebskredit in der Konsumgüterindustrie keine kurzfristige Amortisation findet, wenn diese Industrie in der Verarbeitung von Vorprodukten entfernter Ordnung besteht. In allen Fällen führt nämlich auch die Gewährung von Betriebskrediten zur Einschlagung längerer Produktionsumwege.

Die Frage der früheren oder späteren „Rückkehr der investierten Kapitaldisposition“, des allmählichen oder in einem Zuge erfolgenden Freiwerdens der Kapitaldisposition durch die teilweise oder gänzliche Amortisation der ausdauernden oder verbrauchlichen Kapitalgüter ist aber überhaupt müßig, wenn man eine ständige Fortführung der Produktion im Auge hat. Wenn ein Betrieb dauernd in unvermindertem Ausmaße fortgeführt werden soll, so ist die tatsächliche Ersetzung der abgenützten stehenden Anlagen und die Nachschaffung aller verbrauchten Stoffe erforderlich, mithin die Reinvestition der Amortisationsquoten und des umlaufenden Kapitals. Es wird also jeweils Kapital-

disposition frei, aber zur Reinvestition, nicht zur Rückzahlung aufgenommenen Kredite. Auch darin sind sich also Anlagekredit und Betriebskredit gleich: sie werden bei Aufrechterhaltung des Betriebes wohl umgesetzt, aber nicht zurückgezahlt werden können, es sei denn, — was mit dem Charakter des Kredites gar nichts zu tun hat, — daß das Unternehmen durch eigenes Sparen, durch Rücklagen vom Reingewinn, die nötige Kapitaldisposition aufbringen, also fremdes Kapital durch Eigenkapital ersetzen kann. Je nach dem Zeitraum, innerhalb dessen diese Unternehmungskapitalbildung möglich ist, wird der aufgenommene Kredit kurz- oder langfristig sein müssen; die Verwendung des Kredites spielt dabei eine geringere Rolle.

Während für die meisten Banktheoretiker und -praktiker die Zusammengehörigkeit der Begriffe „Betriebskapital“ und „kurzfristiger Kredit“ noch immer vollkommen festzustehen scheint, haben sich doch schon etliche Fachleute zur Ansicht durchgerungen, daß das sogenannte Dauerbetriebskapital eines Unternehmens, da es eben dauernd benötigt werde, nicht durch kurzfristigen Kredit gedeckt werden dürfe. Dagegen seien die vorübergehenden Kapitalbedürfnisse die wahre Domäne des kurzfristigen Kredites.

Die Existenz kurzfristiger Kapitalbedürfnisse der Volkswirtschaft und ihre Deckungsmöglichkeit durch kurzfristige — häufig sogar zusätzliche — Kredite wird von sämtlichen Fachgelehrten als selbstverständlich hingenommen, ja die Frage, wieso solche kurzfristigen Kapitalbedürfnisse entstehen können, wird von den wenigsten Autoren einer Überlegung würdig befunden und von diesen wenigen mit dem bloßen Hinweis auf „Saisonschwankungen“ abgetan. Beinahe ausnahmslos findet sich die Fachliteratur dabei mit den periodischen

Schwankungen des Kapitalbedarfes der Einzelwirtschaften ab und nur ganz vereinzelt wird gefragt, ob auch der Kapitalbedarf der Volkswirtschaft Schwankungen unterworfen sei, — was schließlich auch noch bejaht wird. Belege für diese Einstellung der Kredittheorie könnten leicht, aber beim Umfang der Literatur seitenfüllend, erbracht werden¹. Einen Beleg dafür, daß ein Schriftsteller an den „kurzfristigen Kapitalbedürfnissen“ Anstoß genommen hätte, konnten wir bisher nirgends auftreiben.

Daß sich die sonst so tieferschürfende Theorie mit der Tatsache, daß die einzelnen Erwerbsunternehmen eine kurzfristige Erhöhung ihres Betriebskapitalbedarfes feststellen und diesen erhöhten Bedarf durch kurzfristige Kredite decken wollen, abgefunden hat, ist unseres Erachtens deshalb verwunderlich, weil diese Tatsache *verdächtig* erscheinen muß, wenn man sich vergegenwärtigt, daß ein Mehrbedarf an Kapitaldisposition offenbar eine Verlängerung der gesellschaftlichen Produktionsumwege zum Gegen-

¹ Um nur bei einigen mehrgelesenen Autoren diese Auffassung nachzuweisen: Nach *Cassel* „können offenbar nur vorübergehende Kapitalbedürfnisse durch die Vorschüsse der Banken befriedigt werden“, (*G. Cassel*, Theoretische Sozialökonomie, 4. Auflage, Leipzig 1927, S. 387). *Adolf Weber* sagt: „Bankkredite können nur in Frage kommen für fluktuierende Bedürfnisse der Industrie im Laufe des Jahres und bei plötzlich auftretendem Bedarf infolge rasch steigender Konjunktur“ (*Adolf Weber*, Allgemeine Volkswirtschaftslehre, München und Leipzig 1928, S. 413). *H. v. Beckerath* behandelt ausführlich die „im Laufe des Jahres eintretende periodische Flut- und Ebbebewegung der gewerblichen Betriebskapitalien“ (*Herbert v. Beckerath*, Kapitalmarkt und Geldmarkt, Jena 1916, S. 36), *Hilferding* versucht, Erklärungen für die Schwankungen des „Produktionskreditbedarfs“ zu geben (*B. Hilferding*, Das Finanzkapital, Wien 1910, S. 74), beide halten die Deckung durch kurzfristige Geldmarktkredite für sehr nützlich u. s. f., u. s. f.

stand haben muß. Wie kann es aber möglich sein, daß die Dauer der gesellschaftlichen Produktionsumwege innerhalb des Jahres periodische Verlängerungen und Verkürzungen erfahren sollte, und wie kann es ferner möglich sein, daß diese periodischen Schwankungen der Produktionsdauer durch die gerade entsprechende Bereitstellung der erforderlichen Kapitaldisposition als erlaubt gelten dürfen? Wenn sich die Länge der Produktionsumwege nach der übereinstimmenden Auffassung aller Nationalökonomen nach dem Angebot an Kapitaldisposition richtet, hätte man nicht die Schwankungen des „Bedarfes“, sondern jene des Angebotes als primäre Faktoren zu betrachten, und da wäre doch wieder das unwahrscheinliche Phänomen zu untersuchen, das sich in derart kurzfristigen Schwankungen des gesellschaftlichen Spargrades darzubieten scheint.

§ 61. Da stimmt etwas nicht. Weder die angeblichen Saisonschwankungen des gesellschaftlichen Kapitalangebotes, des Angebotes realer Kapitaldisposition (*true capital*), durch welches das Maß der erlaubten Produktionsumwege bestimmt wird, noch die Saisonschwankungen dieser Umwegsdauer selbst, also Schwankungen der Kapitalverwendung, sind mit den im allgemeinen unbestrittenen Ergebnissen der Kapitalstheorie in Einklang zu bringen. Wir werden zeigen können, wie es zu diesen verdächtigen Schwankungen des Kapitalbedarfes gekommen ist.

In einem Produktionszweig, der kontinuierlich (etwa täglich) neue Produktionsprozesse beginnt, kontinuierlich beendet und auch kontinuierlich an die Konsumenten absetzt, ist bei ständig gleicher Produktionsmenge ein schwankender Kapitalbedarf weder bei Integration aller Produktionsstufen in einem Unternehmen noch bei Berufsteilung möglich.

„Unter der Herrschaft der Berufsteilung läßt er (der Unternehmer) . . . die benötigten Vorprodukte durch Vermittlung anderer Unternehmer herstellen und kauft sie ihnen dann ab, das heißt, er nimmt die bisher von ihnen getragene Vorschußlast durch Bezahlung des Kaufpreises auf sich, und setzt sie dadurch in den Stand, die Vorschußlast wieder für den nächsten Produktionsabschnitt zu bestreiten¹.“ Bei nicht kontinuierlichem (sondern saisonmäßig bedingtem) Produktionsprozeß oder nicht kontinuierlichem (sondern saisonmäßig bedingtem) Absatz, sowie bei Produktionszweigen, in welchen die Zwischenprodukte nicht kontinuierlich, sondern in Intervallen von Stufe zu Stufe wandern, liegt die Sache scheinbar anders. Hier werden die Schwankungen des Kapitalbedarfes behauptet, die nun näher untersucht werden sollen.

Das Unternehmen A produziert beispielsweise (aus technischen Gründen, die in den klimatischen Verhältnissen liegen können, z. B. in der Landwirtschaft) derart, daß das Produkt nicht allmählich, sondern einmal im Jahre anfällt. Das Unternehmen B übernimmt das Gesamtprodukt von A auf einmal, um es einer allmählichen Verarbeitung zu unterziehen, das Unternehmen C übernimmt zu jedem Quartalstermin die Vierteljahresproduktion von B, um sie nach Verarbeitung in gleichen Monatsmengen an den Händler D und durch diesen fortlaufend an den Konsumenten abzugeben. Wenn zunächst nur gegen *Barzahlung* gearbeitet wird, so werden sich die aus den Einkäufen der Verbraucher stammenden Gelder zunächst beim Händler D ansammeln, der sie allmonatlich an C abführt. Dieser muß seine Kasseneingänge alle drei Monate an B abführen, der

¹ *E. v. Böhm-Bawerk: Kapital und Kapitalzins, Positive Theorie, a. a. O., S. 392.*

einmal im Jahre daraus die Produkte des A bezahlt. Eine Beobachtung der Bewegung der *Kassenvorräte* wird zeigen, daß A nach Verkauf seiner Jahresproduktion einen Maximalgeldvorrat hat und diesen Vorrat allmählich für die neue Produktion investiert. B bekommt jedes Quartal ein Viertel der Jahresproduktion bezahlt, er wird also einen Teil der Gelder neun Monate, einen Teil sechs Monate, einen Teil drei Monate in der Kasse liegen lassen können. Bei C erfährt der Kassenvorrat allmonatlich eine Steigerung und findet erst zu Ende jedes dritten Monats seine Verwertung, bei D füllt sich die Kasse allmählich bis zur allmonatlichen Ausgabe. Bei den Unternehmern B und C haben wir der Einfachheit halber die Bezahlung der Weiterverarbeitungskosten der Vorprodukte ausgelassen, was aber hier nicht von Belang ist.

Vollkommen reziprok zu den hier beobachteten Kassenvorräten verhalten sich die *Warenvorräte* der einzelnen Wirtschaftseinheiten, was ja selbstverständlich ist, da jeder Warenausgang einem Kasseneingang, jeder Wareneingang einem Kassenausgang entspricht. Macht also jeder der Unternehmer wann immer seine Bilanz, so wird er — von allfälligen Gewinnen abgesehen — sein Geschäftskapital in unveränderter Höhe finden. Er wird sein Geschäftskapital natürlich aus *Warenvorräten plus Kassenvorrat* berechnen.

Nun wird sich aber in jedem „modernen“ praktischen Wirt der Widerspruch gegen die „unvernünftig“ großen Kassenvorräte rühren. Wozu soll der D seine Gelder einen halben Monat hindurch, der C ein und zwei Monate lang, der B sogar drei, sechs und neun Monate und der A im Durchschnitt ein halbes Jahr lang unverwertet in der Kasse liegen lassen? Die „disponiblen Kassenvorräte“ könnten doch „produktiv verwertet“ werden! Könnten sie das wirk-

lich? Die Bejahung dieser Frage ist ein arges Gebrechen jedes volkswirtschaftlichen Systems geworden.

Es gibt keine andere „produktive Verwertung“ von Geld als durch die Verwendung von Produktivkräften zu umwegiger Produktion. In jeder im Gleichgewicht befindlichen Volkswirtschaft sind alle kostendeckend verwertbaren Produktivkräfte vollständig ausgenutzt, und zwar in einer Umwegsproduktion, deren Länge durch das Angebot an realer Kapitaldisposition, d. h. durch das Ausmaß der nicht dem Konsum vorbehaltenen Einkommensanteile bestimmt wird. Eine „vollständigere“ Ausnützung der Produktivkräfte kann durch keinerlei „Verwertung von Geld“ bewirkt werden, sondern bloß eine Ausnützung der Produktivkräfte in verlängerten Umwegsprozessen. Derlei Erzeugungsprozesse sind allein nach Maßgabe des Konsumverzichtes haltbar. Ein solcher Konsumverzicht liegt aber nicht vor, wenn man vorübergehend angesammelte Kassenvorräte der uneingeschränkt arbeitenden Produktionsunternehmen irgendwie „verwerten“ will. Vorübergehend disponible Kassenvorräte sind daher keine freie reale Kapitaldisposition und ihre Verwertung muß wie jedes andere Angebot an formaler Kapitaldisposition zur Einleitung unerlaubt langer Produktionsumwege führen. Die so „erwünschte“ Verwertung der vorübergehenden Kassenüberschüsse ist Inflation¹ und führt zur Überinvestition. Solange die temporären Kassenüberschüsse Abnehmer finden — und das ist unter dem modernen Banksystem fast immer der Fall —, werden sie als „disponibel“ betrachtet und bedeuten demnach eine zeitweise Verringerung des privatwirtschaftlichen Kapitalbedarfs.

¹ Nach der beliebtesten Terminologie wird man von einer „Steigerung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes“ zu sprechen haben.

§ 62. Die Möglichkeit der vermeintlich produktiven, in Wahrheit inflatorischen Verwertung der zeitweise überflüssigen Kassenbestände ist, wie wir später zeigen wollen, an das Bestehen der modernen Organisation des Bankkredits gebunden. Dagegen ist es nicht notwendig, daß die Banken selbst als Vermittler der ganzen auf den Kassenüberschüssen beruhenden Kredite auftreten. Sobald nämlich durch das moderne Kreditsystem der Kassenvorrat weitgehend überflüssig und der privatwirtschaftliche Kapitalbedarf auf die Warenbestände reduziert wurde, wurde es möglich, die Schwankungen des Betriebskapitalbedarfes der einzelnen Wirtschaften, die durch den Umschlag der in Intervallen übernommenen Vorprodukte bedingt erscheinen, durch Kredite zwischen den Unternehmern des gleichen Produktionszweiges auszugleichen. Wenn in unserem früheren Beispiel die Warenvorräte in Intervallen vom Unternehmer A über B und C zu D vorwärtsgeschoben wurden, so konnte nun die zum Erwerb der Zwischenprodukte erforderliche Kapitaldisposition einfach den einzelnen Unternehmern abwechselnd verliehen werden, aber an Stelle des Bankkredits auch durch Lieferantenkredite oder Abnehmerkredite. Beispiele zur Illustration, wie ganze Produktionszweige durch einen (eine Stufe dieses Produktionszweiges repräsentierenden) Unternehmer mittels Lieferanten- und Abnehmerkrediten finanziert werden können, bringt die Schrift von Polak¹ und, wenn sie auch den inflationistischen Charakter

¹ Polak: a. a. O., S. 49 ff., S. 140. Polak zeigt, wie Großhändler manchmal gewissermaßen als merchant bankers fungieren (S. 50). Wenn z. B. der Stapelhandel nach der Ernte enorme Warenvorräte hält, den allmählichen Abverkauf durch Lieferantenkredit finanziert und bei fortschreitendem Abverkauf und allmählichen Zahlungseingängen

des Überganges zu einem solchen System nicht erfaßt, zeigt sie doch sehr gut, wie die (nach unserer Beobachtung durch das Kreditsystem entstandenen) kurzfristigen Kapitalbedarfsrhythmen (durch eben dieses Kreditsystem) durch Weitergabe der Betriebskredite ausgeglichen werden¹. Hatten in unserem Beispiel unter der Herrschaft des Barzahlungssystems Warenvorräte und Kassenvorräte die Bilanzaktiva gebildet und auf gleicher Höhe gehalten, so wird unter der Herrschaft des Kreditsystems die Stabilisierung des bilanzmäßigen Kapitalstandes durch Warenbestände plus Debitoren minus Kreditoren bewirkt. Wenn man die Schulden und Forderungen als vom „sachlichen“ Kapitalbedarf abhängig betrachtet, wird man leicht dazu verleitet, die Schwankungen des Sachkapitalbedarfes der Einzelwirtschaft als einzig wichtige Erscheinung ins Auge zu fassen.

Die Warenvorräte schieben sich in der im früheren Beispiel geschilderten Art von Produktionsstufe zu Produktionsstufe vorwärts und, wo dies nicht kontinuierlich wie am laufenden Band, sondern in — meist betriebstechnisch bedingten — ungleichen Zeitabständen erfolgt, zeigt sich eine Wanderung der Materialbestände mit vorübergehenden Anschwellungen und Reduktionen auf einzelnen Stufen. Daß diese Anschwellungen und Reduktionen der Sachkapital-

durch Vorauszahlungen (Abnehmerkredit) die neue Produktion der Landwirtschaft finanziert, erscheinen die ganzen „Kapitalbedarfschwankungen“ überbrückt (S. 140).

¹ Der teilweise Ausgleich der Kapitalbedarfsschwankungen erfolgt nach *M. W. Holtrop*, a. a. O., S. 130 ff., durch „tegenfluctuatie“ und „medefluctuatie“, d. h. durch die Aufeinanderfolge des Bedarfes bei den Produktionsstufen eines Zweiges (in vertikaler Richtung) und durch die gleichzeitigen Minima und Maxima des Bedarfes in verschiedenen Produktionszweigen.

bestände bei stufenmäßiger Berufsteilung Schwankungen im Privatkapitalbedarf der Einzelunternehmen hervorrufen, haben wir schon als Auswirkung des Kreditsystems erkannt; daß es sich dabei nicht um Schwankungen eines volkswirtschaftlichen Kapitalbedarfes handelt, wird völlig klar, wenn man sich eine vertikale Konzentration des Produktionszweiges vorstellt; das Unternehmen, das alle Produktionsstufen umfaßt, wird wohl einen bald stärkeren, bald schwächeren Transport von Zwischenprodukten von einer Betriebsabteilung zur anderen, nicht aber einen schwankenden Kapitalbedarf kennen, sofern die Produktion im ganzen mit dem Absatz parallel geht.

Die manchen Produktionszweigen mangelnde Parallelität von Produktion und Konsumtion innerhalb der einzelnen Produktionsperioden (z. B. agrarische Produktion — Konsum), führte nun zu der Annahme, daß sich die *Schwankungen* der Betriebskapitalbedürfnisse der Einzelwirtschaften in der Gesamtheit aller Wirtschaften nicht ausgleichen müssen. Während wir bisher angenommen haben, daß die Betriebskapitalbedürfnisse der einzelnen Unternehmen einander gewissermaßen ablösen und der Finanzierung bloß die Funktion der abwechselnden Zuteilung des Betriebskredites zukäme¹, versucht *Polak* zu zeigen, daß auch der gesamte Betriebskreditbedarf der Volkswirtschaft periodischen Schwankungen unterworfen sein könne². Dieser Versuch erschöpft sich im Beweis, daß

¹ Vgl. *H. v. Beckerath*, a. a. O., S. 90: „Innerhalb eines möglicherweise konstanten Gesamtbedarfs... werden die Schwankungen des Mehr- und Minderbedarfs der einzelnen Wirtschaften, wie sie sich innerhalb der Produktionsperiode ergeben, durch Hin- und Herschieben der Bestände mittels des Kredits ausgeglichen.“

² *Polaks* Ableitung (a. a. O., S. 50 ff.) ist so instruktiv, daß wir sie wörtlich wiedergeben möchten: „Ein einfaches Beispiel möge dies

bei saisonweisen Abweichungen von der Parallelität zwischen Erzeugung und Verbrauch — etwa: Produktion nur in bestimmten Jahreszeiten möglich, Verbrauch über das ganze Jahr verteilt, oder: Produktion fortlaufend, Konsum saisonweise verschoben — die gesamten Güterbestände der Volkswirtschaft schwanken müssen. Wir können also den Fehler in der Gedankenkette wieder darin erblicken, daß die Warenvorräte, die Kapitalgüterbestände, für das Maß des volkswirtschaftlichen Kapitalbedarfes gehalten werden.

erläutern. Es ist schon wieder ein unwahrscheinliches Beispiel, das nicht der Praxis entnommen ist; eine rein theoretische Abstraktion, um eine Erscheinung zu erklären, die in Wirklichkeit durch zahlreiche Nebenerscheinungen verdunkelt wird.

Angenommen, die Aussaat irgendeines agrarischen Produktes finde im März statt, die Ernte werde im September vom Großhandel gekauft. Der Artikel wird nacheinander von zwei Fabriken verarbeitet, die je drei Monate brauchen zur Fertigstellung und zum Absatz des Halbfabrikates, bzw. des Endproduktes. Beide Fabriken kaufen ihre Rohstoffe jedesmal für drei Monate zugleich. Die Detaillisten, die das Endprodukt den Verbrauchern verkaufen, kaufen dies auch dreimonatlich ein und setzen es allmählich ab. Weiter nehmen wir an, daß Ernten und Bedürfnisse jedes Jahr gleich groß sind und einander stets vollkommen decken.

Nach allen diesen Voraussetzungen wird man feststellen können, daß im März vor der Aussaat die Landwirtschaft ohne jeglichen Vorrat ist, der Großhandel die halbe Ernte des vorigen Jahres im Besitz hat, beide Fabriken je ein Viertel davon, die Detailgeschäfte schließlich noch ein Viertel der Ernte von vor zwei Jahren. Drei Monate später besitzt die Landwirtschaft die zur Hälfte gereifte neue Ernte; der Handel hat ein Viertel der vorigen Ernte verkauft, also noch ein Viertel übrig, die Fabrik, die die erste Bearbeitung vornimmt, besitzt das vom Handel verkaufte Viertel, die andere Fabrik jenes Viertel, das im März bei ihrer Vorgängerin war, die Läden haben jenes Viertel im Besitz, das die zweite Fabrik damals hatte. Der alte Vorrat der Läden ist den Verbrauchern verkauft worden.

§ 63. Technische Gründe auf Seite der Produktion und Konsumgewohnheiten auf Seite des Verbrauchs bringen es mit sich, daß selbst unter der Annahme vollständig stationärer Wirtschaft, also ständiger Wiederholung des gleichen Wirtschaftsablaufes, die Güterbestände der Volkswirtschaft innerhalb einer Produktionsperiode Schwankungen aufweisen. Es ist verfehlt, diese Schwankungen der Gütervorräte für Schwankungen des volkswirtschaftlichen Kapitalbedarfes oder der volkswirtschaftlichen Kapitalversorgung zu halten.

Zur Aufrechterhaltung eines bestimmten Produktionsumfanges ist eine bestimmte Kapitalversorgung erforderlich. Um innerhalb einer Periode bestimmte Gütermengen erzeugen zu können, ist ein bestimmtes Angebot von Kapitaldisposition, also eine bestimmte Verteilung des Einkommens zwischen Gegenwartskonsum und Zukunftsvorsorge nötig.

So geht es stets weiter. Nennt man nun die aufeinanderfolgenden Ernten a, b, c, so kann man folgendes Schema konstruieren:

	März	Juni	Sep- tember*)	De- zember	März
Landwirtschaft	—	$\frac{1}{2} c$	—	—	—
Großhandel	$\frac{1}{2} b$	$\frac{1}{4} b$	c	$\frac{3}{4} c$	$\frac{1}{2} c$
Fabrik erster Bearbeitung .	$\frac{1}{4} b$	$\frac{1}{4} b$	$\frac{1}{4} b$	$\frac{1}{4} c$	$\frac{1}{4} c$
Fabrik zweiter Bearbeitung .	$\frac{1}{4} b$	$\frac{1}{4} b$	$\frac{1}{4} b$	$\frac{1}{4} c$	$\frac{1}{4} c$
Läden	$\frac{1}{4} a$	$\frac{1}{4} b$	$\frac{1}{4} b$	$\frac{1}{4} b$	$\frac{1}{4} b$

*) „Man beachte, daß hier die Lage im September nach Absatz der Ernte an den Großhandel angegeben ist; unmittelbar vor diesem Absatz besitzt die Landwirtschaft c, ist der Handel ohne Vorrat.“

Setzen wir die Größe des Kapitals, nötig für die Finanzierung einer ganzen Ernte, mit n an, so sehen wir, daß der Gesamtvorrat nie geringer ist als $\frac{1}{4} n$; er steigt bis auf $\frac{3}{4} n$ im September und fällt wieder auf $\frac{1}{4} n$ im März; diese Bewegung entsteht, weil die Produktion nicht, wie die Konsumtion, für das ganze Jahr gleichmäßig verteilt ist.“

Daß manche der Erzeugnisse gerade zu gewissen Jahreszeiten reif und zu anderen Jahreszeiten konsumiert werden, ist dabei vollkommen irrelevant und kann bei Aufrechterhaltung des Produktionsumfanges keinerlei Schwankungen des Gesamtbedarfes an Kapitaldisposition verursachen. Wenn derlei Schwankungen dennoch auftreten, so ist dies nur ein Beweis für eine unerlaubte *Doppelverwendung von Kapitaldisposition* zur Erweiterung des Produktionsumfanges. Bei einem gegebenen Geldumlauf wird die Entscheidung der Einkommensbezieher bezüglich der Verwendung ihres Geldeinkommens das reale Angebot an Kapitaldisposition bestimmen. Wenn durch eine saisonmäßige Abnahme von Gütervorräten die Geldvorräte in bestimmten Kassen zunehmen, so bedeutet dies keine Änderung des realen Angebots an Kapitaldisposition, die „produktive“ Verwendung dieser Geldvorräte im Wege des Kredits bedeutet hingegen eine Doppelverwendung, also ein Angebot bloß formaler Kapitaldisposition mit den bekannten zur Gleichgewichtsstörung führenden Wirkungen.

Wir wiederholen in etwas konkreterer Form:

Die Tatsache, daß irgendein Produkt z. B. kontinuierlich erzeugt, von den Verbrauchern aber etwa nur im Winter gekauft wird, bewirkt eine Warenanhäufung in den Sommer- und Herbstmonaten und eine Abnahme der Vorräte im Winter; dieser Lagerabverkauf führt zum großen Kassenvorrat, also zur Rückkehr der Kapitaldisposition des Unternehmers, der sie allmählich zur Reinvestition verwenden will. Produktivkräfte wurden nirgends freigesetzt, da nirgends ein Verzicht auf Konsum- oder Produktionsmittel vorausgegangen ist. Stellt nun der Unternehmer seine flüssigen Mittel dem Kreditmarkt zur Verfügung, so wird seine Kapitaldisposition von einem *a n d e r e n* Unternehmer zu anderen neuen Produktionen verwendet werden.

Damit ist über jene Produktivkräfte verfügt, über die der „flüssige“ Unternehmer bisher verfügte, und er wird seine Produktion entsprechend einzuschränken, bzw. einzustellen haben. Wenn aber die moderne Kreditorganisation diesem Unternehmer für seinen wiederauftretenden „vorübergehenden Kapitalbedarf“ neue „kurzfristige Gelder“ zur Verfügung stellt oder dem zweiten Unternehmer durch „kurzfristige Gelder“ die Rückzahlung des ersten Kredits ermöglicht, so wird bewirkt, daß zweimal über die gleichen Produktivkräfte verfügt wird. Daß dies auf die Dauer nicht haltbar ist, versteht sich von selbst, und es vollzieht sich die Wiederherstellung des Gleichgewichtes nach einer Ausdehnung der weiterausholenden Produktionen durch ihre unter Krisenerscheinungen erfolgende Einschränkung.

Wir haben hoffentlich genügend klar zum Ausdruck gebracht, daß auch im Falle eines schwankenden Kapitalgütevorrates das Auftreten von „vorübergehenden Kapitalbedürfnissen“ nur auf ein Kreditsystem zurückzuführen ist, das den Unternehmungen erlaubt, mit einem geringeren Geschäftskapital zu arbeiten, als es faktisch notwendig wäre. Die Tatsache, daß „angespannte“ Geldmarktverhältnisse vorliegen, ist ein Anzeichen dafür, daß bereits Doppelverwendungen von Kapitaldisposition vorliegen, daß bereits Produktionsprozesse eingeleitet wurden, die sich nicht aufrechterhalten lassen. Ein solches riskantes Spiel würde der einzelne Unternehmer aber niemals eingehen, wenn er nicht auf die Kreditbereitschaft der Banken vertraute. Der Unternehmer U würde sich hüten, dem Unternehmer V seine Kassenüberschüsse zur Verfügung zu stellen, weil er an der pünktlichen Wiedererlangbarkeit seiner Gelder Zweifel hätte; ebenso würde sich vermutlich der Unternehmer V hüten, von U streng befristete Gelder zu borgen, weil er nicht mit Sicherheit erwarten

dürfte, rechtzeitig einen neuen Kreditgeber zu finden. Der Unternehmer U hätte einen Kassenüberschuß, den er am Kreditmarkt nicht verwerten könnte, denn die Kurzfristigkeit des Kredits würde jede Verwendung in der Produktion verbieten. Gelder, die nicht produktiv verwendet werden können, würden auch keinen Preis für die leihweise Überlassung erzielen, würden zinslos bleiben. Und umgekehrt, die Tatsache, daß kurzfristig überflüssige Kassenvorräte zinstragend angelegt werden können, erscheint uns wieder als Beweis für die Tatsache, daß sie entgegen ihrem Charakter, also ohne jede ursprüngliche Eignung dazu, in der Produktion verwendet werden. Diese Verwendungsmöglichkeit verdanken die Kassenüberschüsse den Banken, die erstens durch die Konzentration der Kassenüberschüsse den Spielraum der „Doppelverwendung“ erweitern und zweitens durch die Möglichkeiten des Zirkulationskredits dort eingreifen können, wo die Möglichkeiten des „Kassenüberschußkredits“, der Kreditierung der disponiblen Gelder bereits aufhören.

§ 64. Wir haben die Charakterisierung des kurzfristigen Betriebskredits nunmehr dahin fortgeführt, daß wir der Hauptmasse der kurzfristig zur Verleihung gebrachten Gelder — den Kassenüberschüssen — die reale Eignung zur (wenn auch kurzfristigen) Veranlagung abgesprochen haben. Wir dürfen hier aber nicht übers Ziel schießen; nicht allen kurzfristig disponiblen Geldern fehlt diese Eignung.

Wenn das Unternehmen mit der kontinuierlichen Produktion und dem saisonmäßig schwankenden Absatz und das Unternehmen mit der saisonmäßig schwankenden

Produktion und dem kontinuierlichen Absatz und alle Unternehmen, welche Zwischenformen dieser Typen darstellen¹, Kassenüberschüsse in wechselnder Höhe aufzuweisen haben, so sind diese Gelder zur Weiterverleihung ihrer wirtschaftlichen Natur nach ungeeignet, sofern das Unternehmen selbst seine Produktion uneingeschränkt aufrecht zu erhalten wünscht; sie sind dagegen sehr wohl zur Kreditgewährung geeignet, wenn sie durch beabsichtigte Produktionseinschränkungen disponibel werden. Im ersten Fall wird nämlich Kaufkraft an andere übertragen, auf deren Verwendung der Zedent gar nicht verzichtet hat, die er vielmehr bestimmungsgemäß noch in der gleichen Produktionsperiode selbst zu verwenden gedenkt; im zweiten Fall liegt eine Zession der Kaufkraft vor, auf deren Ausnutzung der Unternehmer tatsächlich für die laufende Periode verzichtet. Der Unternehmer, der sein Betriebskapital durch Betriebseinschränkung oder Betriebseinstellung liquidiert, kann es selbstverständlich produktiv verwerten, indem er es anderen Unternehmern kreditiert und ihnen dadurch die Disposition über Produktivkräfte ermöglicht, die in seinem Betrieb soeben freigesetzt wurden. Hier liegt echter Sachkredit vor, gleichgültig für welche Frist er gewährt wird.

Wenn der Konsument als Bezieher eines Monatsgehalts die zum persönlichen Verbrauch bestimmten Gelder durch ein oder zwei Wochen zur Bank trägt, um sie über die wenigen Tage zinstragend zu verwerten, so liegt eine Kreditgewährung vor, die ihrer wirtschaftlichen Natur nach nicht zulässig ist; es wird hier nämlich Kaufkraft zediert, auf deren Ausnutzung der Zedent nicht verzichtet hat und deren für kurze Zeit aufgeschobene Ausnutzung weder

¹ In praxi dürfte es nur wenig Unternehmungen geben, die nicht dazu zu zählen sind.

Güter noch Produktivkräfte zur Verwertung durch andere freisetzt. Die Gelder unseres Gehaltsbeziehers sind dagegen sehr wohl zur Kreditgewährung geeignet, wenn er auf ihre Verwendung in nächster Zeit tatsächlich verzichtet hat, um sie etwa zur Bestreitung einer größeren Ausgabe in späterer Zeit aufzusparen. Wenn diese *K o n s u m v e r s c h i e b u n g* über eine solche Zeitspanne erfolgt, daß zunächst immerhin Güter, bzw. Produktivkräfte als freigesetzt gelten können, dann liegt, ungeachtet der kurzen Frist, echter Sachkredit vor.

Der auf kurzfristiger Konsumverschiebung basierende Sachkredit spielt in praxi keine kleine Rolle. Daß er gemäß der Bestimmung des einzelnen Sparers nur kurzfristig ist, beschränkt seine Verwertungsmöglichkeiten nicht in dem Maße, wie man leicht annehmen könnte, denn wenn die kleinen Spargelder individuell auch bloß *t e m p o r ä r* erspart sind, so sind sie kollektiv zum Großteil als *D a u e r e r s p a r n i s s e* der Wirtschaft anzusprechen. Es findet im großen und ganzen der Temporärsparer, der seine Gelder zum bisher aufgeschobenen Konsum zurückruft, seinen Nachfolger, der gerade einen Teil seines Einkommens für spätere Verwendung aufspart. In der Wahrscheinlichkeit, daß die neuen Spargelder die Zurückziehung der alten decken können, liegt die Möglichkeit der produktiven Veranlagung dieser kurzfristig zur Verfügung gestellten Gelder. Es hat seine Vorteile, wenn diese Veranlagung an der *B ö r s e* erfolgt, wo die Verwandlung privatwirtschaftlich kurzfristiger Kreditverhältnisse in volkswirtschaftlich langfristige am vollkommensten gelingt und wo schließlich die Zurückziehung der Temporärerersparnisse im Falle des Fehlens eines Nachfolge-Sparers meist nicht zu Lasten des Kapitals, sondern zu Lasten des Konsums des realisierenden Effektenbesitzers geht.

Zu den größten Irrtümern mußte es führen, daß man kurzfristig disponible Gelder jeder Art „in einen Topf warf“, daß man ihnen ohne Unterschied die gleiche Eignung zur Kreditgewährung zuschrieb. Man behandelte die vorübergehenden Kassenüberschüsse der Unternehmungen ganz genau so, wie die vorübergehenden Spargelder des kleinen Mannes, und ohne Berücksichtigung ihres wirtschaftlichen Ursprungs und Charakters. Alle diese kurzfristig flüssigen Mittel faßte man als das natürliche Kreditangebot am Geldmarkt zusammen¹ und freute sich über diese reichen Quellen des kurzfristigen Betriebskredits. So behauptete *H. v. Beckerath*², daß „der gegenseitige Betriebskapitalkredit der Kaufleute und die Kreditierung zur Konsumtion bereitgestellter Vermögensteile bis zum Zeitpunkt des wirklichen Verbrauchs eine vollkommenere Ausnutzung der in der Volkswirtschaft vorhandenen Sachgüternvorräte bedeutet“. Gerade jener Kreditquelle, die gemäß unseren Vorbringungen als Quelle von Krisenerscheinungen gelten kann, wird besondere Heilkraft zugeschrieben. So lehrt u. a. *Schulze-Gaevernitz*³, daß die Verwertung des „Geldkapitals“, das er sich in „Kaufmannswaren, werdenden Industrieprodukten, reifenden Ernten, müßigen Edelmetallbeständen“ konkretisiert denkt, „keine Vermehrung, jedoch intensivste Ausnutzung des vorhandenen Kapitals“ bedeutet. Ebenso wiederholt *Beckerath* mehrmals mit Nachdruck die Behauptung⁴, „daß durch

¹ Auch *Polak* wirft beide prinzipiell verschiedenen Geldangebote unter dem Begriffe „statische Ersparnisse“ zusammen (a. a. O., S. 21 ff.). Die Kassenüberschüsse der Unternehmungen sind aber weder „Ersparnisse“, noch „statisch ersparte Kapitalien“.

² a. a. O., S. 74.

³ *G. v. Schulze-Gaevernitz*: a. a. O., S. 46.

⁴ a. a. O., S. 90 ff.

den Kredit, den sich namentlich die Gewerbetreibenden durch Vermittlung der Banken auf diese Weise gewähren, d. h. in der Weise gewähren, daß die Banken als selbständige Kreditgeber auftreten, wobei sie aber die ihnen zur Verfügung gestellten vorübergehend überflüssigen Betriebskapitalien benutzen, die Ausnutzung der volkswirtschaftlichen Güterbestände außerordentlich gefördert wird und um so vollkommener ist, je mehr eine hochstehende Organisation des Bankwesens diesen Kredit erleichtert. Ohne denselben müßten große Güterbestände infolge der Schwankungen des Betriebskapitalbedarfs periodisch brachliegen¹. Es kann diese Auffassung¹ bisher als die der herrschenden Lehre gelten². Wir konnten ihr entgegensetzen, daß die „Schwankungen des Betriebskapitalbedarfs“ erst eine Folge der Kreditierung der „überflüssigen Betriebskapitalien“ ist, und daß diese Kreditierung die „Ausnutzung der volkswirtschaftlichen Güterbestände“ so kräftig „fördert“, daß daraus Konjunktur- und Krisenerscheinungen hervorgehen können.

Um richtig beurteilen zu können, ob die Verwertung kurzfristig disponibler Gelder zur Betriebskreditgewährung erwünschte oder unerwünschte Folgen hat, hat man vorher zu überlegen, ob ein Sachkredit, also eine auf Verwen-

¹ Auch der Holländer *Holtrop* (a. a. O., S. 152) meint, daß bei Kassenüberschüssen „noodzakelijk een deel der middelen (zal) braak moeten blijven liggen“. „Zoolang dus het totaal der activa aan deze korte onregelmatige fluctuaties onderhevig is, kan de optimale intensiviteit der vermogensaanwending niet bereikt worden.“

² *Hans Neisser* hat erkannt, daß „durch das kurzfristige Ausleihen der Betriebsmittelfonds“ eine „Tendenz zur Vergrößerung der Umlaufgeschwindigkeit“ ausgelöst wird (a. a. O., S. 27). Er hat aber bloß „die Wirkung auf die Preise“ (a. a. O., S. 80), nicht aber die Einflüsse auf die Produktion, und insbesondere nicht das Problem der Schwankungen der entbehrlichen Betriebsmittelfonds gesehen.

dungsverzicht des Kreditgebers beruhende Kaufkraftübertragung, vorliegt. Dies ist der Fall bei den Unternehmungskassenvorräten, die sich infolge von Produktionseinschränkungen angesammelt haben, und bei den Konsumentenkassenvorräten, die auf wirklichen Konsumverschiebungen beruhen. Alle anderen flüssigen Gelder können nicht Gegenstand eines Sachkredits sein und ihre Veranlagung — auch als kurzfristiger „Betriebskredit“ — muß die gleichen Inflationsfolgen nach sich ziehen, wie sie dem zusätzlichen Bankkredit zugeschrieben werden konnten.

§ 65. In der Behauptung, daß die Erleichterungen des Kreditverkehrs, die durch die Konzentration der Kassenhaltung und ähnliche Institutionen bewirkt werden, inflationsartige Folgen haben, können wir uns nur auf einige wenige Vorgänger stützen. Diese beschränken sich aber auf die Darlegung der Folgen auf den Geldwert, ohne die Auswirkungen auf die Produktion in diesem Zusammenhang zu beachten. Es ist insbesondere *Menger*¹, der in den Untersuchungen über die Bestimmungsgründe der Preisbewegung die Institutionen, die den Geldbedarf der einzelnen Wirtschaften verringern können, berücksichtigte und *Mises*², der darüber hinausgehend die periodischen Schwankungen der Geldversorgung untersuchte und den an den „kritischen Zahlungsterminen“ auftretenden „erhöhten Geldbedarf der einzelnen Unternehmungen“ als echten

¹ *Carl Menger*: Artikel „Geld“ im Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 3. Auflage, Bd. IV, Jena 1909, S. 605 ff.

² *Ludwig Mises*: Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel, a. a. O., S. 319 ff.

Kapitalbedarf erkannte. Während *Mises* die Konsequenz aus seinen Erkenntnissen über die Wirkungen des Zirkulationskredits gezogen hat und damit einen der größten Fortschritte in der Konjunkturlehre ermöglichte, ließ er die analogen Wirkungen des „Kassenüberschußkredits“ und einer Geldpolitik, die die „kritischen Zahlungstermine“ erleichterte, außer Betracht.

Unter den neueren Autoren behandeln einige unser Problem unter dem Gesichtspunkt der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, aber sie beschränken sich auf die geldtheoretische Betrachtung, ohne auf die kapital- und zins-theoretische Bedeutung einzugehen.

Einen wahrhaft genial-intuitiven Blick für die Lösung des Problems der „kurzfristig verfügbaren Kapitalien“ hatte *Carl Menger* im Jahre 1871 in seinen „Grundsätzen“ gezeigt, als er — bei Ableitung seines abstrakten Kapitalbegriffs — jenen Verfügungsmöglichkeiten über Güter (Kapitaldisposition), die sich nicht über jenen Zeitraum, der zur Beendigung der Produktion konsumreifer Güter genügt, erstrecken, den Charakter von Kapitalien absprach¹. Wir wählten, da die Wirtschaftspraxis nicht

¹ *Carl Menger*: Grundsätze der Volkswirtschaftslehre, Wien 1871, S. 131: „In Wahrheit versteht man unter Capitalien aber nur jene Quantitäten ökonomischer Güter, welche uns in der Gegenwart für kommende Zeiträume, also innerhalb gegebener Zeiträume verfügbar sind und uns jene Nutzung gestatten, deren Wesen und ökonomischen Charakter wir oben eines weiteren dargelegt haben. Damit dieser Erfolg eintreten könne, ist indeß das Zusammentreffen der folgenden Voraussetzungen nöthig. Es muß 1. der Zeitraum, innerhalb welches das wirtschaftende Subjekt über die bezüglichlichen Quantitäten ökonomischer Güter verfügt, ausreichend sein, um demselben eine Produktion (im wirtschaftlichen Sinne des Wortes) zu ermöglichen. 2. Es müssen die Quantitäten dem Umfange und der Beschaffenheit nach der Art sein, daß das

die Möglichkeit gibt, ein konkretes Angebot von Kapitaldisposition nach Ursprung und Charakter zu untersuchen, den Ausweg, in der theoretischen Analyse die Verwendung der vorübergehenden Kassenüberschüsse zur Kreditgewährung als Angebot von bloß formaler Kapitaldisposition zu kennzeichnen.

Nicht mehr zulässig wäre nach allen unseren Ausführungen ein bei den theoretischen und praktischen Freunden der Krediterleichterung beliebter Einwand, der den Standpunkt, daß kurzfristig disponible Kassenbestände keine reale Kapitaldisposition sind, akzeptieren, aber dennoch für die Kreditierung dieser „kurzen Gelder“ mit der Motivierung eintreten wollte, daß sie gewiß nicht als „Kapitaldisposition“ verwendet würden, sondern bloß die kurze Funktion der „Umsatzbewältigung“ zu versehen hätten. Die Unzulässigkeit einer solchen Position geht aus unseren Feststellungen hervor, daß

1. jede Versorgung mit Umlaufsmitteln eo ipso auch eine Versorgung mit (formaler) Kapitaldisposition ist,
2. daß jeder einzelwirtschaftliche Geldbedarf in Wahrheit Kapitalbedarf ist,
3. daß das Geld zur „Umsatzbewältigung“ bloß fehlt, weil es unzulässigerweise der Verwertung in der Produktion zugeführt worden ist,

bezügliche wirtschaftende Subjekt durch dieselben entweder mittelbar oder unmittelbar über die zur Hervorbringung von Gütern niederer Ordnung erforderlichen complementären Quantitäten von Gütern höherer Ordnung verfügt. Quantitäten von Gütern, welche den wirtschaftlichen Subjekten nur für so kurze Zeiträume, oder in Rücksicht auf Quantität, Beschaffenheit oder andere Thatumstände derart verfügbar sind, daß die Produktivität derselben ausgeschlossen ist, sind demnach keine Capitalien.“ (Sperrungen nicht im Original.)

4. daß die Verwendung der Kredite (oder der Gelder, die sie ersetzen sollen) als Kapitaldisposition in der Produktion durch den Zinsertrag belegt wird, da nur in der Produktion¹ die Erzielung eines ursprünglichen Kapitalzinses möglich ist.

Es läßt sich zusammenfassend feststellen, daß jeder Betriebskredit gesamtwirtschaftlich betrachtet zur Verlängerung der gesellschaftlichen Produktionsdauer Verwendung findet und daß mit seiner Verwendung als „Betriebskapital“ nicht die geringste Gewähr für eine „kurzfristige Wiederkehr des Kapitals“ oder für die Möglichkeit seiner störungslosen Zurückziehung gegeben ist.

¹ Der Handel, der „räumliche Lageveränderungen“ der Güter bewirkt, ist ein Teil der Produktion im wirtschaftlichen Sinne. Siehe darüber *Hans Mayer*, Artikel „Produktion“ im Handwörterbuch der Staatswissenschaften, Bd. 6, 4. Auflage, Jena 1925, S. 1109.

NEUNTES KAPITEL.

GELDMARKT UND KONJUNKTURBEWEGUNG.

§ 66. Unsere Untersuchung über das Wesen und den Charakter des Betriebskapitals und des Betriebskapitalbedarfs hat uns verschiedene wichtige Ergebnisse gebracht. Dem ursprünglichen Zweck unserer Untersuchung, nämlich weitere Anhaltspunkte für die Beurteilung des Streitfalles „Betriebskredit kontra Börsenkredit“ zu gewinnen, sollen unsere Ergebnisse erst im nächsten Kapitel dienstbar gemacht werden. Hier wollen wir uns noch einige Nebenprodukte unserer Analyse näher ansehen, denen unseres Erachtens größere Bedeutung zukommt. Diese Nebenprodukte sind für die Theorie des Geldmarktes und für die Konjunkturtheorie von Wichtigkeit.

Das Angebot von Kapitaldisposition am Geldmarkt rekrutiert sich aus verschiedenen Gebieten. Es ist in diesem Angebot der Sachkredit in mehreren Gestalten und von verschiedener Provenienz vertreten; er stammt aus kurzfristigen Konsumverschiebungen, langfristigen Ersparnissen, die auf eine passende Anlage warten, langfristigen Ersparnissen, die von ängstlichen Sparern jederzeit abhebbar gehalten werden, Unternehmungskapitalien, die, aus einem Produktionszweig herausgezogen, auf Investition in einem anderen warten, aus Unternehmungsgewinnen vor der Ausschüttung oder Behebung der Dividende, Amortisationsrücklagen vor ihrer Reinvestition, aus Erlösen langfristiger Anleihebegebungen oder Aktienaushaben bis zur

allmählichen Investition usw. Auf der anderen Seite stellen die Banken ein mehr oder minder ansehnliches Kontingent an *Zirkulationskredit* zur Verfügung, also „formale, aus dem Nichts geschaffene Kaufkraft¹, was, ebenso wie beim vermittelten Sachkredit, in Form von Wechseldiskontierungen, verschiedenen Lombardierungen, Reportgeldern, offenen Kontokorrent-Guthabeneröffnungen usw. usw. geschehen kann. Eine Zwischenstellung zwischen diesen beiden Kreditquellen nimmt der von uns im vorigen Kapitel untersuchte Kredit aus liquiden Geldern, der *Kassenüberschußkredit* ein, der mit oder ohne Bankvermittlung gewährt werden kann. Seiner Natur nach auf der Geldzirkulation beruhend und mit seinen inflationistischen Wirkungen ein durchaus „zusätzlicher“ Kredit, wäre er dem Zirkulationskredit zuzurechnen, doch hat er die Besonderheit, einem Sachkredit so täuschend ähnlich zu sehen, daß nicht nur eine Agnoszierung in praxi so gut wie unmöglich ist, sondern daß auch der herrschenden Theorie eine Verwechslung mit kurzfristigem Sachkredit unterlaufen ist².

Es ist gerade diese Kraftquelle, von der die oft besprochene saisonmäßige Verflüssigung oder Versteifung des Geldmarktes ausgeht, und die damit dem Geldmarkt sein Gepräge als dem „unstet schwankenden“ Teil des Kreditmarkts verleiht. *Georg Halm* hat in seiner Studie über das „Zinsproblem am Geld- und Kapitalmarkt“ sowohl den Zirkulationskredit wie den Kassenüberschußkredit unberücksichtigt gelassen und sich damit, wie er selbst zugibt³, der Möglichkeit, „die schwierigen und wichtigen Probleme

¹ *Adolf Weber*: *Depositenbanken und Spekulationsbanken*, 3. Auflage, München und Leipzig 1922, S. 171.

² Siehe darüber oben § 64.

³ *Georg Halm*: a. a. O., S. 121.

der Jahresbewegung des Geldmarktsatzes zu erklären“ begeben; er hat dadurch aber auch — was er leider nicht erkannt hat — die vom Geldmarkt ausgehenden Wirkungen auf die Konjunkturbewegungen übersehen müssen und es blieben ihm bloß die Rückwirkungen des Konjunkturverlaufs auf den Geldmarkt sichtbar.

Die Saisonbewegungen am Geldmarkt sind unmittelbar auf den Kassenüberschußkredit, auf die Verwertung der liquiden Gelder der Unternehmungen, zurückzuführen. Man kann den Sachkredit als im allgemeinen stabileren Angebotsfaktor betrachten, während der eigentliche Zirkulationskredit, insbesondere die bewußte Kreditschöpfung der Banken, mehr als Ergänzung der aus Kassenüberschüssen stammenden Kredite wirkt und gerade dann eingreift, wenn die Kassenüberschußkredite fehlen (Saisonbewegung und kritische Zahlungstermine) oder wenn sie bereits ausgeschöpft sind (Konjunkturbewegung). Das unstete Element am Geldmarkt sind also zweifellos die „disponiblen Gelder“ der Unternehmungen, und zwar sowohl auf der Angebots- wie auf der Nachfrageseite. In den saisonmäßig wiederkehrenden Zeiten mit geringeren Warenbeständen strömen die disponiblen Kassenvorräte der kapitalstarken Unternehmungen zum Geldmarkt. Da gerade zu dieser Zeit auch der „Betriebskapitalbedarf“ der kapitalschwachen Unternehmungen geringer ist, besteht zunächst keine Nachfrage für das erhöhte Angebot an kurzfristigen Krediten; im Gegensatz zum langfristigen Kredit ist aus den oben ausführlich dargelegten Gründen die Elastizität der Nachfrage nach kurzfristigem Kredit sehr gering und es muß deshalb der Geldmarktsatz stark nachgeben. Da es eben so gut wie überhaupt keine reale „vorübergehende“ Verwendungsmöglichkeit für bloß auf ganz kurze Zeit überlassene Kapitaldisposition gibt, ist es begreiflich, daß keine „kurz-

fristigen Anlagen“ für alle angebotenen Kassenvorräte zur Verfügung stehen. Ein Ausweg für das große Angebot wäre der Weg zum anderen, kommunizierenden Kreditmarkt: zum Kapitalmarkt, dem Markt für langfristige Kredite. Jene Möglichkeit der Verwandlung „kurzen Geldes“ in „langes Geld“, die für den Verwandler das relativ kleinste Risiko bedeutet, besteht in der Regel am Effektenmarkt. Der billige Reportsatz kann die Baissiers zu Deckungskäufen veranlassen und man sollte meinen, daß die Haussepartei sich veranlaßt sieht, sich stark zu engagieren. So unvorsichtig ist aber die Spekulation nicht. Sie weiß, daß sie es mit einer bloß saisonmäßigen Verbilligung des Reportsatzes zu tun hat und daß diese Saisonschwankung eine *a l l g e m e i n b e k a n n t e* Erfahrungstatsache ist. Es ist daher begreiflich, daß die saisonmäßigen Schwankungen des Geldmarktsatzes nicht zu saisonmäßigen Schwankungen der Effektenkurse führen. Denn „if a seasonal variation in stock prices did exist, general knowledge of its existence would put an end to it“¹. Die Verwandlung des saisonmäßigen Angebots von kurzem Geld in Anlagekredit durch die Börse wird also nicht in großem Maße gelingen und daher wird der Kapitalmarkt — wo die Kapitaldisposition an sich eine große Nachfrageelastizität genießt — diese Schwankungen des Geldmarktsatzes nicht auffangen.

Fänden die kurzfristig disponiblen Kassenüberschüsse überhaupt keinen Abnehmer und müßten sich die Unternehmer deshalb entschließen, die Gelder in der Kasse liegen zu lassen, so gäbe es zur Zeit der saisonmäßig großen Vorratshaltung, zur Zeit der Erntebewegung usw. keine Zurückziehung von Geldmarktmitteln und keine erhöhte Nachfrage nach kurzem Geld. Da aber der billige Geldzins doch

¹ *Richard N. Owens and Charles O. Hardy: a. a. O., S. 124.*

manche Unternehmungen zur Aufnahme von „Betriebskrediten“ veranlaßt¹, wird der nächste kritische Zahlungstermin, bzw. die nächste Zeit der Vorratsbewegungen eine Versteifung des Geldmarktes herbeiführen. Weil diese „Terminschwierigkeiten“ von den Banken durch Zirkulationskredit erleichtert werden, ist die Furcht vor den Terminen verloren gegangen und dies hat eben zum Angebot und zur Aufnahme der „flüssigen“ Gelder am Geldmarkt geführt. Man könnte daher auch sagen, daß der zusätzliche Bankkredit als letzte Ursache der Schwankungen anzusehen ist, weil die Kassenüberschüsse ohne Vertrauen auf allfällige Bankhilfe aus Angst vor der Illiquidität nicht zum Geldmarkt gebracht würden. Sind also die zeitweise disponiblen Kassenvorräte jener Angebotsfaktor, der die Monatsbewegungen und die Jahresbewegungen des Geldmarktsatzes unmittelbar hervorbringt, so ist dabei die Voraussetzung des bestehenden Banksystems unentbehrlich. Die sichtbare Wirkung des zusätzlichen Bankkredits ist wohl eine Milderung der Schwankungen des Geldmarktes, weil der Bankkredit dann in die Bresche tritt, wenn die Unternehmungsgelder zurückgezogen werden. Ohne diese für wohlthätig gehaltene Elastizität des Bankkredits wären die Schwankungen zunächst größer, ja es würde die Versteifung des Geldmarktes an den kritischen Terminen wirklich „kritisch“ werden. Die bösen Erfahrungen würden aber die Unternehmungen bald veranlassen, zur Sicherung ihrer eigenen Liquidität auf eine Verwertung der vorübergehenden Kassenüberschüsse zu verzichten, und damit fiel die unmittelbare Ursache der Geldmarktschwankungen weg. Es zeigt sich also, daß die unsichtbare Wirkung der Elastizität

¹ Die Deckung von Betriebskapitalbedarf durch kurzfristigen Kredit wird ja einstimmig gutgeheißen.

des Zirkulationskredits genau im Gegenteil der sichtbaren Wirkung besteht: die Schwankungen mildern und die daraus entstehenden Schwierigkeiten erleichtern heißt die Schwankungen, bzw. ihre Ursachen ermöglichen.

§ 67. Daß wir mit den aus den vorübergehend disponiblen Kassenvorräten stammenden Krediten einen dritten Kredit-typus, der zwischen dem bisher unterschiedenen Sachkredit einerseits, Zirkulationskredit anderseits steht, eingeführt haben, erweist sich nach mehreren Richtungen hin als zweckmäßig. Die Kreditgewährung aus den zeitweise disponiblen Geldern ist prinzipiell auch ohne Bankvermittlung möglich. Da man sich daran gewöhnt hatte, den Zirkulationskredit, den zusätzlichen Kredit, nur als Bankkredit zu sehen, galt der Kassenüberschußkredit als Sachkredit¹, obwohl er auf der Technik der Geldzirkulation basierte und die gleichen inflationistischen Wirkungen wie der zusätzliche Bankkredit hatte. Die Erkenntnis, daß es inflationistische Kredite geben kann, die doch nicht Bankkredite sind, kann eine für die Entwicklung der Kredittheorie wichtige Bedeutung haben. Ein nicht zu unterschätzender Teil der — insbesondere der Bankpraxis nahestehenden — Kredittheoretiker bestreitet immer noch hartnäckig die Fähigkeit der Banken, inflationistische Kredite zu „schaffen“, und erst recht die von der monetären Konjunkturtheorie behauptete Stellung

¹ Gemäß der von *Mises* gegebenen Charakterisierung des Zirkulationskredits als Kreditgeschäft, bei welchem der gewährende Teil keinen wirklichen Verzicht leistet, kein Opfer zu bringen hat (a. a. O., S. 268), fiel der Kassenüberschußkredit in den Bereich des Zirkulationskredits. Es hat aber *Mises* selbst bloß die Umlaufmittelausgabe der Banken und Bankiers unter diesem Ausdruck verstanden und die vermittelten Depositen als „Anlage von für die Kassenführung entbehrlichen Geldern“ ausdrücklich davon ausgenommen (a. a. O., S. 273).

dieser Bankkredite im Ursachenkomplex der Konjunkturbewegung. Vielleicht wird dieser Widerstand gegen die Feststellung einer Verursachung — oft für den Vorwurf eines subjektiven Verschuldens gehalten — geringer, wenn auch die Inflationswirkungen einer nicht bankmäßigen Kreditgewährung konstatiert sind.

Wie der Austausch der Betriebskapitalüberschüsse zwischen den Unternehmern auch ohne Bankvermittlung möglich ist, haben wir schon im vorigen Kapitel gezeigt. Es erfordert keine längere Begründung, um allgemeine Übereinstimmung bezüglich der Konstatierung zu erlangen, daß die Bankvermittlung die Möglichkeiten dieses Austausches der vorübergehend entbehrlichen Gelder vervielfacht. Damit ist nicht die in derselben Richtung wirkende Tatsache gemeint, daß die Ersetzung der Barvorräte durch Bankguthaben weitgehende Kreditmöglichkeiten schafft, sondern bloß der Umstand, daß die Konzentration des Angebots der zeitweise überflüssigen Gelder ihre noch vollständigere „Ausnutzung“ ermöglicht. Es bleibt dieser Austausch der Kassenvorräte für die Banken noch ein reines Vermittlungsgeschäft, das nicht als „Umlaufsmittelausgabe“ zu gelten hat.

Die Agnoszierung eines von einer Bank gewährten Kredits nach seiner Provenienz ist in praxi nicht möglich. Der Bankschuldner kann niemals wissen, aus welchen Fonds die ihm verliehene Kaufkraft stammt, aber auch die Bank ist nicht imstande, dies festzustellen. Man hat ursprünglich gedacht, daß eine Bank wenigstens Spareinlagen von bloßen Kasseneinlagen unterscheiden und demgemäß die ersteren (time-deposits) als Sachkredit zu vermitteln und auf Grund der letzteren (demand-deposits) Zirkulationskredit zu schaffen sich bewußt sein kann. Abgesehen davon, daß die Einleger sich in der modernen

Praxis bei der Wahl der Einlageart nicht mehr nach dem Charakter des Depositums richten, geht die Übersicht schon dadurch vollkommen verloren, daß die Einlage bei einer Bank vielfach als Überweisung eines Guthabens von einer anderen Bank auftritt und eine Feststellung der Entstehung dieses Guthabens — Spareinlage, Kassenführungseinlage oder gar Kredit der ersten Bank — ausgeschlossen ist.

Ein Barerlag bei einer Bank kann sein:

1. eine Einlage zur Kassenführung,
2. eine Einlage zwecks Anlage vorübergehend disponibler Kassenüberschüsse,

3. eine Einlage zwecks Anlage von dauernden oder vorübergehenden Ersparnissen oder von — bei Unternehmungen durch Produktionseinschränkungen — liquidierten Kapitalien, ohne daß irgendwie erkennbar sein muß, welchem der drei Zwecke der Erlag dienen soll. Würden bei den Einlagen Kündigungsfristen vereinbart werden und würden diese Fristen der tatsächlichen Bestimmung der Einlagen entsprechen, dann wäre die Einlage zur Kassenführung ein typisches demand-deposit, die beiden anderen dagegen time-deposits. Kredite, welche die Bank auf Grund der Kassenführungsguthaben in der Regel nach einem bestimmten Verhältnis (ratio) zur Barreserve gewährt, sind zusätzliche, geschaffene Kredite; Kredite, welche die Bank auf Grund der time-deposits nach bestimmten Liquiditätsregeln gewährt, sind vermittelte Kredite. Die geschaffenen Kredite vermehren die Menge der „Umlaufmittel“ und werden deshalb als Zirkulationskredite angesprochen, die vermittelten Kredite sind aber nicht schlechtweg Sachkredit; Objekt des Sachkredits sind vielmehr nur die ersparten oder liquidierten Kapitalien, während die an

zweiter Stelle erwähnten Einlagen den von uns „Kassenüberschußkredit“ benannten Typus repräsentieren und mithin die nicht bankmäßig geschaffenen, sondern vermittelten und dennoch inflationistisch¹ wirkenden Kredite darstellen.

Der besseren Übersicht diene die nachfolgende Katalogisierung:

	I.	II.	III.
Natur der Einlage:	Einlage zur Kassenführung.	Einlage vorübergehend disponibler Kassenüberschüsse.	Einlage ersparter oder liquidierten Kapitalien.
Befristung:	demand-deposit	time-deposit	time-deposit
Banktätigkeit:	Kreditschöpfung	Kreditvermittlung	Kreditvermittlung
Wirkung:	inflationistisch	inflationistisch ²	nicht inflationistisch
Fachausdruck	Zirkulationskredit	Kassenüberschußkredit	Sachkredit

¹ Wir verstehen unter inflationistischer Wirkung nicht etwa bloß den sichtbaren Effekt auf die Preise, sondern jeden von der Geldseite ausgehenden auch bloß tendenziellen Einfluß auf Zinshöhe und Preishöhe.

² Ein Banksystem, das jede inflationistisch wirkende Tätigkeit vermeiden wollte, dürfte nichts unternehmen, was eine Vermehrung der Geldversorgung — Metallgeld, Metallgeldzertifikate, Banknoten, Kassenführungsguthaben — oder eine Verminderung der Kassenhaltungsansprüche der Wirtschaften bedeutet. Das bereits bestehende Kreditvolumen, gegen das der Zinfuß schon immun ist, könnte aufrecht erhalten bleiben (eine Einsicht, welche schon die alte Peelsche Bankakte, allerdings beschränkt auf Banknoten, mit der starren Kontingentierung gezeigt hat). Die Banken hätten also bei einer bisher aktuellen ratio von 10% der deposits die absolute Höhe von 90% der deposits als starres ungedecktes Kontingent aufzufassen und alle weiteren Kassenführungseinlagen sowie sämtliche — sogar auf einige Zeit befristeten — Kassenüberschußeinlagen zu 100% gedeckt zu halten. Die Kapitaleinlagen dagegen erforderten im hypothetischen Fall der Kongruenz der Fristen des Aktiv- und Passiv-

Die Erkenntnis von der Existenz, dem Wesen und den Wirkungen des Kassenüberschußkredits ergibt für die Theorie des Bankkredits die wichtige Feststellung, daß es Einlagen gibt, die sich äußerlich nicht im mindesten von dem zur Vermittlung bestimmten Sachkredit unterscheiden, die aber dennoch zur „produktiven Verwertung“ nicht geeigneter sind, als der zusätzlich geschaffene Kredit. Ob die Verwertung dieses Kredits nun am Kapitalmarkt oder am Geldmarkt erfolgt, ob man die strengsten Liquiditätsregeln befolgt oder nicht, ob man die Börsenspekulation damit versorgt oder den kurzfristigsten Betriebskapitalbedarf der Industrie, immer wird eine Fortbewegung vom Gleichgewicht in der Wirtschaft ermöglicht werden. Die Einführung von „Ursprungszertifikaten“ für Einlagen wird für die Banken nicht die richtige Methode sein, um die wahre Qualität der Depositen zu eruieren. Die größte Zurückhaltung in der Gewährung zusätzlicher Kredite würde nach den Darlegungen im § 66 von selbst einen großen Teil der Rolle dieser „unechten Kapitalien“ streichen.

§ 68. Es mutet vielleicht etwas sonderbar an, wenn wir die gleiche Erscheinung, die wir zur Erklärung der Monats- und Jahresbewegungen am Geldmarkt herangezogen haben, auch mit der Theorie der *K o n j u n k t u r b e w e g u n g e n*

geschäfts eine Deckung von 0%. Ist man nun wegen der „Vermischung“ der drei Einlagearten versucht, irgendeine zwischen 0 und 100% der Einlagen gelegene Bardeckung als angemessen zu betrachten, so ist es bereits mit der Ausschaltung der Inflationsmöglichkeiten vorbei. Selbst wenn bloß 10% einer neuen Kassenführungseinlage weiterverliehen würden, könnte dies in einem System von mehreren Banken durch das Entstehen von „derivativen Einlagen“ eine fortschreitende Kreditgewährung herbeiführen. Vgl. *Chester Arthur Phillips*, *Bank Credit*, New York 1926, S. 40.

in Zusammenhang bringen wollen. Doch glauben wir, daß die Annahme eines solchen Zusammenhangs etwas für sich hat. Es liegt uns ferne, die Entdeckung eines „Konjunkturbazillus“ zu verkünden, aber wir glauben zeigen zu müssen, daß der Kassenüberschußkredit mit dem Beginn der Aufschwungsbewegung eng verknüpft ist.

Die durch den Kassenüberschußkredit ermöglichte „Doppelverwendung von Kapitaldisposition“ und die damit eingeleitete Verlängerung der Produktionsumwege müßten ohne weitere Unterstützung ein sehr kurzes Leben haben: sie könnten den nächsten kritischen Zahlungstermin nicht überleben. Die „zeitweise entbehrlichen“ Gelder sind eben zu gewissen Zeiten nicht entbehrlich und wenn sie inzwischen „produktiv gearbeitet“ haben, so sind sie nun dem Kreditgeber und dem Kreditnehmer oder einem seiner Nachmänner gleichzeitig unentbehrlich. Wer sie entbehren muß, scheidet als Produzent aus, weil er die Produktivmittel nicht mehr an sich ziehen kann. Mit der Einstellung der Produktion ist die Neuherstellung eines Gleichgewichtszustandes ermöglicht.

Solche Störungen sind noch keine Konjunkturschwankungen. Die vom Gleichgewichtszustand wegführende Konjunkturbewegung dauert erfahrungsgemäß einige Jahre und die Rückführung von der Krise über die Depression zum neuen Gleichgewichtszustand wiederum einige Jahre. Das was wir oben dargestellt haben, überdauerte nicht einmal eine Saison, weil der „kritische Zahlungstermin“ der versuchten Produktionsausdehnung ein schnelles Ende bereitete. Wie aber, wenn man den kritischen Zahlungstermin erleichtert? Wenn man der Wirtschaft „unnötige“ Schwierigkeiten erspart, indem man kurzfristige Bankkredite gewährt? Es dauert doch der „Geldbedarf“ bloß ganz kurze Zeit und es strömen die harmlosen Kredite

nach getaner Arbeit wieder zur Bank zurück! Man helfe also der Wirtschaft über diese kritischen Termine hinweg, so lautete die ziemlich einstimmige Forderung der Währungstheoretiker und Wirtschaftspraktiker; und ein nicht geringer Teil der währungspolitischen Bestrebungen der letzten 150 Jahre war und ist auf die Überwindung oder Erleichterung der periodischen Termenschwierigkeiten gerichtet. Sogar die schärfsten Gegner des Inflationismus billigten eine solche Politik¹.

Wenn zu den kritischen Zahlungsterminen die bisher entbehrlichen — und deshalb angelegten — Gelder unentbehrlich werden, muß eine eingeleitete „Doppelverwendung der Verfügungsmacht“ zum Scheitern kommen. Wenn aber zusätzliche Bankkredite diese kritischen Tage überwinden helfen, kann die eingeleitete produktive Doppelverwendung fortgesetzt werden. Es muß der Bankkredit bloß an den gewissen unangenehmen Zeitpunkten einspringen, um eine länger andauernde Fortbewegung der Wirtschaft vom Gleichgewicht zur Disproportionalität der Produktion zu ermöglichen. Man könnte die kritischen Zahlungstermine gewissermaßen als „Liquiditätskontrolle“ der Wirtschaft bezeichnen, als Inspektion der ausreichenden Kapitalausrüstung der Produktion. Diese Kontrolle wird illusorisch, wenn die Produzenten für die Dauer der Inspektion mittels des Bankkredits als Inhaber der erforderlichen Kapitaldisposition legitimiert werden.

Da die Aufrechterhaltung eines erweiterten Produktionsvolumens nicht bloß die Belassung der der Produktion

¹ *David Ricardo* propagierte in seinen „*Proposals for an Economical and Secure Currency*“, London 1816, eine Erleichterung der Ultimoschwierigkeiten durch Verleihung von Zirkulationsmöglichkeiten der an den Monatsersten fälligen Zinsencoupons der Staatsschuldverschreibungen.

einmal gewidmeten Portion von Kapitaldisposition, sondern wiederholte Darbietung weiterer Dosen verlangt, — siehe unsere Ausführungen im Kapitel VI — wird die Fortdauer des Konjunkturaufschwungs eine zunehmende Inanspruchnahme des Kassenüberschußkredits, eine Zunahme der Terminschwierigkeiten und eine zunehmende Intervention des Bankkredits zu ihrer Überwindung erforderlich machen. Es wird damit ohne weiteres klar, daß die Schwankungen des Geldmarktsatzes bald um eine wesentlich höhere Niveaulinie vor sich gehen werden als zuvor. Was nach *Halm* bloß der Einfluß der Konjunkturbewegung auf den Geldmarkt war, ist für uns die Rückwirkung der Konjunkturbewegung auf den Geldmarkt, von welchem sie ihren Ausgang genommen hat. Je weiter die Verwertung der Geldmarktkredite fortgeschritten ist, je intensiver die Kredite „in der Produktion arbeiten“, um so dringender und drängender wird die Geldmarktnachfrage zu den kritischen Terminen. So kann schließlich *Halm* nicht mit Unrecht sagen¹: „Der tatsächliche Kapitalmangel der Hochkonjunktur ist also ein Mangel an kurzfristiger Kapitaldisposition.“

Die bloße Intervention des Bankkredits an den Ultimo-, Quartals- und sonstigen Zahlungsterminen wird gewiß nicht genügen, eine Konjunkturbewegung zu vollem „Hochschwung“ fortführen zu lassen; in einem gewissen Stadium der Belebung oder des Aufschwungs wird zum Kassenüberschußkredit und den Terminsinterventionen des Zirkulationskredits eine kräftigere Inanspruchnahme des Zirkulationskredits hinzutreten müssen. Für den Anfang genügt aber zur „Belebung der Wirtschaft“ der Kassenüberschußkredit. Daß der Ausgangspunkt der Konjunkturbewegung nicht bloß im zusätzlichen Bankkredit, nicht

¹ *Georg Halm*, a. a. O., S. 27.

bloß in einem „geschaffenen“, sondern in einem „selbstgewachsenen“ Kredit zu suchen ist, scheint uns von nicht geringer Bedeutung zu sein.

§ 69. Eine Konjunkturlehre, die nicht neben dem Konjunkturverlauf an sich auch „die Wiederkehr der Zyklen“¹ erklärt, kann nicht ganz befriedigen. Wenn wir dem „Kassenüberschußkredit“ eine Rolle in der Konjunkturerklärung zuteilen, müssen wir seine Rolle bei der Wiederkehr der Zyklen zu erkennen trachten.

Zur Konjunkturumkehr kommt es bekanntlich nicht erst durch eine Verringerung der Kredite, sondern schon durch die Verhinderung einer weiteren Vermehrung der Kredite. Die Menge der Umlaufmittel, die durch die Ausweitung des Zirkulationskredits geschaffen wurden, muß in der Depression nicht auf den früheren Stand zurückgehen, es kann das neue Gleichgewicht vielmehr auch bei der erhöhten Umlaufmenge — auf einem tendenziell erhöhten Preisniveau — gefunden werden. Dasselbe ist regelmäßig der Fall, wenn die Kreditinflation von einer verstärkten Goldproduktion ihren Ausgang nimmt: das neue Gleichgewicht konstituiert sich schließlich bei einer größeren Geldmenge als zuvor. In allen diesen Fällen bedarf es eines neuen Anstoßes, einer neuen Bankgeldinflation oder Goldgeldinflation, um einen neuen Konjunkturzyklus beginnen zu lassen. Nicht anders ist es auch mit jenen Kassenüberschußkrediten, die nicht periodischen oder saisonmäßigen Charakter aufweisen, sondern auf einer Änderung der Zahlungstechnik basieren. Wenn durch eine Änderung der Zahlungsgewohnheiten (z. B. Übergang vom Barzahlungssystem zum Giro- und

¹ *Ludwig Mises: Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik, S. 53.*

Clearingsystem) oder der Berufsteilung (z. B. Zunahme der vertikalen Integration eines Produktionszweiges) die Kassenhaltungsansprüche abnehmen, gibt es nicht vorübergehende, sondern für immer verwertbare Kassenüberschüsse. Eine derartige Steigerung der „intensivität der vermögensaanwendung“¹ oder Vergrößerung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes — wie man gerne sagt — trägt auch den Keim zur Konjunktur und Krise in sich, wobei das neue Gleichgewicht schließlich bei reduzierten Kassenhaltungsgewohnheiten, bzw. erhöhter Umlaufgeschwindigkeit zustande kommen wird.

Während bei keiner dieser „Konjunkturursachen“ irgendwelche Indizien für eine — endogen verursachte — Wiederkehr der Zyklen gefunden werden können, liegt der Fall bei den „vorübergehend disponiblen Kassenüberschüssen“ ganz anders. Diese Kassenbestände sind zeitweise entbehrlich, aber auch zeitweise unentbehrlich. Eine durch ihre Verwertung involvierte Steigerung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes kann nie dauernd sein. Beim wiederhergestellten Gleichgewichte der Wirtschaft verfügen die Unternehmungen notwendigerweise wieder über solche Kassenbestände, die sie zu gewissen Zeitpunkten im eigenen Betriebe benötigen, und die sonst als entbehrlich angesehen werden. Während bei den anderen monetären Konjunkturfaktoren mit Beendigung eines Zyklus die den Aufschwung auslösende Wirkung geschwunden ist, ist dies bei den schwankenden Kassenvorräten nicht der Fall. Verlieh die Verwertung der Kassenüberschüsse zusammen mit den Bankkrediten zuerst die Möglichkeit der Einleitung unerlaubt langer Produktionsprozesse, so muß die Krise nach erzwungener Ausscheidung der unhaltbaren Unternehmungen

¹ M. W. Holtrop: a. a. O., S. 116 ff.

gen die Kassenüberschüsse wieder freisetzen. Mit dem Fortschreiten der Liquidierung der Betriebe kehren die Gelder aus ihrer Doppelinvestition wieder zurück und die Abstoßung der angehäuften Warenlager und die Zurückhaltung von allen aufschiebbaren Einkäufen infolge Erwartung weiterer Preisrückgänge führen dazu, daß die produktive Verwertung der kurzfristig entbehrlichen Gelder vorderhand so gut wie unmöglich wird. Begreiflich, daß in der Zeit der Depression, der „Liquidierung der Krise“, der Geldmarktsatz um ein dem Nullpunkt nahes Niveau schwankt. Erst wenn Krise und Depression der Wirtschaft nicht mehr „in den Gliedern liegt“, wenn wieder neues Interesse für neue Unternehmungen erwacht, wird wieder eine „produktive Verwertung“ für die „entbehrlichen Kassenüberschüsse“ gefunden werden.

§ 70. Was die Einführung der Kassenüberschußkredite in die Konjunkturlehre leistet und was als Ergänzung der modernen monetären Konjunkturtheorie angesehen werden kann, ist

1. der Umstand, daß die Erklärung des Aufschwungs nicht von allem Anfang an mit der Expansion des Bankkredits operieren muß,

2. der Umstand, daß die Erklärung des Aufschwungs mit einer wesentlich bescheideneren Größenordnung der Expansion des Bankkredits auskommt.

Beide Umstände sind geeignet, beliebte Einwände der noch nicht ganz überwundenen Gegnerschaft der Zirkulationskredittheorie zu zerstreuen. Daß *Mises* in seiner Konjunkturlehre als *prima causa* die Zinsverbilligungspolitik der Banken ansah, rief bekanntlich nicht bloß den Widerspruch der Bankleiter hervor; man wehrte sich

dagegen, daß ein „psychologischer Faktor“ die Wiederkehr der Zyklen hinreichend erklären sollte¹. Hayek konnte, ohne die Zirkulationskredittheorie zu verlassen, zeigen², daß die Unterbietung des Gleichgewichtszinses durch den Geldzins nicht allein auf einen bankpolitischen Eingriff zurückgeführt werden müsse, sondern daß durch eine Steigerung des Naturalzinses bei gleichbleibendem Geldzins genau die gleiche Situation entstehen könne³. So müßte beispielsweise der technische Fortschritt — als Ursache einer Steigerung des Naturalzinses — zur erhöhten Inanspruchnahme des Bankkredits führen. Diese Expansion des Zirkulationskredits ist also nicht das Ergebnis eines aktiven Inflationismus — wie ihn *Mises* nachgewiesen hatte —, sondern das eines passiven Inflationismus. Ohne Dazutun der Banken wird ein bisher mit dem Gleichgewichtszins übereinstimmender Geldzins durch eine Datenänderung der Wirtschaft zu einem Expansionszinsfuß. Die Finanzierung des Aufschwungs ist aber dann auch nach Hayek eine ausschließliche Leistung des Zirkulationskredits. Nach unserer Darstellung ist nun das Verhalten der Banken im Konjunkturverlauf ein noch passiveres, da sogar

¹ Dies kam insbesondere in den Diskussionsreden von *Löwe* und einigen anderen in den Verhandlungen des Vereins für Sozialpolitik in Zürich 1928 zum Ausdruck. Vgl. Schriften des Vereins für Sozialpolitik, Bd. 175, München und Leipzig 1929, S. 340 usw. Eine Rekapitulation des Verhandlungsergebnisses über das Konjunkturproblem habe ich in meinem Aufsatz „Geldtheorie und Konjunkturtheorie“ in den Mitteilungen des Verbandes österreichischer Banken und Bankiers, 11. Jahrg., Nr. 5/6, Wien 1929, S. 166 ff., veröffentlicht.

² *F. A. Hayek*: a. a. O., S. 80.

³ Ebenso auch *Richard Strigl*: Die Produktion unter dem Einflusse einer Kreditexpansion. Beiträge zur Wirtschaftstheorie, II. Teil. Konjunkturforschung und Konjunkturtheorie, Schriften des Vereins für Sozialpolitik, Bd. 173, München und Leipzig 1928, S. 190.

ein Teil der Finanzierung des Aufschwungs von einer anderen Geldmarkt-Angebotsparthei, von den vorübergehend entbehrlichen Kassenbeständen, übernommen wird. Der passive Inflationismus der Banken beschränkt sich hier anfangs bloß auf die allgemein für zulässig erklärte Zirkulationskredithilfe an den kritischen Zahlungsterminen, um erst in einer fortgeschritteneren Phase des Zyklus die führende Rolle zu übernehmen. Die Expansion des zusätzlichen Bankkredits muß also erst in einem späteren Stadium und in geringerem Ausmaß in Aktion treten, als bisher angenommen wurde.

ZEHNTES KAPITEL.

INDUSTRIELLE ANLAGEN, KREDITEXPANSION UND BÖRSENHAUSSE.

§ 71. Die Antwort auf die Frage nach den allfälligen Verschiedenheiten in den Kreditwirkungen bei den verschiedenen Kreditverwendungen sind wir bisher noch schuldig. Wir haben ja vorerst über das Problem „Betriebskredit — Anlagekredit“ Klarheit gewinnen wollen. Da wir jetzt so weit sind, können wir die erwarteten Aussagen über die nach den Verwendungsarten differenzierten Kreditwirkungen, und zwar über Sachkreditwirkungen einerseits und Inflationsfolgen anderseits machen.

Beim Sachkredit ist die Antwort sehr einfach. Die Verwendung der Ersparnisse in der Richtung größter formaler „Rationalität der Produktion“¹ muß in der Konkurrenzwirtschaft höchstens noch auf die Kongruenz von „Kreditdauer und Kreditverwendungsdauer“² hin untersucht werden. Daß die Kreditverwendungsdauer gesamtwirtschaftlich nicht etwa als kurzfristige zu betrachten ist, wenn bloß „Betriebskredit“ gegeben wurde, ist bereits festgestellt (§ 59). Die Berufsteilung in der Produktion kann es mit sich bringen, daß eine kollektiv lange Kreditverwendungsdauer als einzelwirtschaftlich kurze Verwendungsdauer aufscheint (§ 61). Wenn die Nachfrage nach solchen kurzfristigen Einzelkrediten überwiegt, werden Zinsfußspannungen dem Kreditangebot die entsprechende Form

¹ *Hans Mayer*: Produktion, a. a. O., S. 1112.

² *Richard Reisch*: Rückwirkungen, a. a. O., S. 218.

geben. Überwiegt die Nachfrage nach langfristiger Kapitalwidmung, dann wird das Kapitalangebot seinen Weg meist über die Börse nehmen. Auf diesem Wege kann nichts verloren gehen (§ 31) und auch nichts zeitweise aufgehalten werden, solange keine inflationistischen Kredite im Spiele sind (§ 28). Die Kapitalaufnahme durch Effektenausgabe macht das einzelne Unternehmen von der Kapitalwidmungsdauer des einzelnen Kapitalisten oder Spekulanten unabhängig (§ 9). Die Deckung des industriellen Kapitalbedarfs an der Effektenbörse nimmt darum immer größere Dimensionen an und der durch die Börse vermittelte Industriekredit übertrifft in seiner Größenordnung alle anderen Arten des Industriekredits.

Die Effektenbörse ist zu gewissen Zeiten überhaupt der einzige Kreditzufluß zur industriellen Produktion: Gegen Ende der Depression halten sich die Kapitalbesitzer und Kapitalvermittler von allen langfristigen Anlagen zurück, die Unternehmer scheuen aber — von der Krise gewitzigt — davor zurück, kurzfristige Kredite produktiv zu verwerten. Es fehlt also zunächst das Kapitalmarktangebot und die Geldmarktnachfrage. Die Verbindung wird schließlich durch den Effektenmarkt wieder hergestellt. Die Erwägung, daß die an der Börse veranlagten Gelder fast immer mobilisierbar sind, ist dafür maßgebend, daß die in Überfülle angebotenen Geldmarktmittel doch schließlich zur Börse und damit zum Kapitalmarkt wandern. Für die Banken sind in dieser Zeit die Börsenkredite die einzige Verwertungsmöglichkeit für die ihnen massenhaft zuströmenden Gelder: direkte langfristige Industriekredite aus diesen Mitteln sind nicht statthaft, kurzfristige Industriekredite werden nicht nachgefragt, bleibt der Börsenkredit, also der indirekte langfristige Industriekredit als einzige Anlagemöglichkeit offen.

Der Sachkredit wird also immer jene Form annehmen, die durch die Nachfrage diktiert wird, und es ist daher ein müßiger Versuch, die Wirkungen des Sachkredits nach Kreditform und Kreditverwendung unterscheiden zu wollen. Da auch die Kreditverwendungsdauer von der Nachfrage diktiert wird und die vom Angebot bestimmte Kreditdauer — wie wir bei Besprechung der Wirkungen des zusätzlichen Kredits zeigen werden — unberücksichtigt bleibt, können aus einem Anwachsen und späteren Rückgang des Ausmaßes der kurzfristigen Sachkredite empfindliche Störungen entstehen. Auch die vorsichtigste Auswahl unter den Kreditnehmern wird dies nicht verhindern können.

§ 72. Wenn man die Wirkungen eines zusätzlichen Kredits nach seinen Verwendungszwecken zu unterscheiden sucht, muß man zunächst annehmen, daß der durch den neugeschaffenen Kredit befriedigte Kreditwerber ohne diese Kreditschöpfung nicht zum Zuge gekommen wäre. Diese Annahme ist wichtig, weil die Wirkung des inflationistischen Kredits von seinem konkreten Verwendungszweck gänzlich unabhängig ist, wenn dieser Zweck auch ohne Kreditschöpfung realisiert worden wäre und daher der eigentliche Nutznießer der Angebotsvergrößerung, der letzte bisher ausgeschlossene, nun aber befriedigte Kreditwerber in concreto unbestimmbar bleibt (§ 57).

Annahmegemäß erhält also ein Unternehmer den zusätzlichen Kredit für eine Produktion (oder Produktionsausdehnung), die bisher mangels der erforderlichen Kapitaldisposition nicht durchführbar war. Nun mit formaler Kapitaldisposition ausgestattet, vermag der Unternehmer Produktionsmittel — sowohl ursprüngliche als auch schon zu Zwischenprodukten umgewandelte — an sich zu ziehen,

die bisher für andere Produzenten bestimmt waren. Die Heranziehung der Produktivmittel zur neuen Produktion erfolgt durch Preisüberbietung am Markte. Der Kredit kann also nur für solche Produktionen Verwendung finden, bei welchen die Verteuerung der Produktivmittel in der Kalkulation eine geringere Rolle spielt als die Zinsverbilligung. Dies ist bei einer Verwendung des Kredits als „umlaufendes“ Betriebskapital nicht der Fall, denn bei Betriebsmitteln (verbrauchlichen Stoffgütern) fällt eine Steigerung des Einkaufspreises bedeutend mehr ins Gewicht als die Verringerung der Zinsenbelastung. Das umgekehrte ist bei Anlagekapital der Fall und es kann demgemäß bloß die Verwendung des zusätzlichen Kredits als *A n l a g e k a p i t a l* rentabel sein¹.

Aber auch schon eine gründliche Überlegung über die Notwendigkeit der gemachten Annahme — daß die Kreditwirkung ausschließlich die Befriedigung einer bisher unbefriedigt gebliebenen Nachfrage sein muß — führt zum gleichen Ergebnis. Wenn jener Verwendungszweck, der mit Hilfe des zusätzlichen Kredits realisiert werden kann, bisher am Kreditmarkt durch konkurrierende Verwendungszwecke ausgeschlossen war, so war dieser Ausschluß offenbar ein Resultat der Zinsfußbildung. Verwendungszwecke, deren Realisierung durch „zu teuren“ Kredit verhindert wurde, müssen solche sein, bei denen der Zinsfaktor „als Kostenelement eine relativ größere Rolle“² spielt; dies ist bloß bei ausdauernden Anlagen der Fall. Eine erst durch zusätzlichen Kredit ermöglichte Verwendung kann also nur die als *A n l a g e k a p i t a l* sein.

Immer wieder wird eingewendet werden, daß selbst unter Anerkennung der Richtigkeit unserer Aussagen, daß auch

¹ *Richard Strigl*: a. a. O., S. 194.

² Ebenda.

Betriebskredite gesamtwirtschaftlich eine langfristige Widmung erfordern, daß auch Betriebskredite eine Verlängerung der Produktionsumwege herbeiführen, daß auch Betriebskredite (abgesehen von neuem Sparen) nur durch Produktionseinschränkungen zurückgezahlt werden können usw. — immer wieder wird trotz alledem behauptet werden, daß die Liquidierung von Betriebskapital unter geringeren Schwierigkeiten und geringeren Einbußen möglich sein wird, als die Liquidierung von Anlagekapital und daß darum die „Inflationsfolgen“ bei weitem milder und harmloser sein müßten, wenn die Kreditexpansion dem Betriebskapital und nicht dem Anlagekapital dienstbar gemacht wird. Darauf ist aber zu antworten, daß eine Verwendung des zusätzlichen Kredits als Anlagekapital unvermeidbar ist. Zu den zwei an sich völlig ausreichenden Argumenten dafür, die wir vorhin im Anschluß an *Strigls* Untersuchungen vorgebracht haben, sei noch folgender unseres Erachtens nicht widerlegbarer Erwägung Platz gegeben:

Eine Vermehrung des Betriebskapitals ohne jede Vergrößerung des Anlagekapitals wäre als Produktionsausdehnung innerhalb bestehender Anlagen denkbar. Da eine solche Produktionsausdehnung bezüglich des fixen Kapitaldienstes unter der Wirkung abnehmender Kosten steht, so ist das Unterbleiben dieser Produktionsausdehnung niemals durch Kapitalmangel zu erklären, sondern entweder durch ein starkes Ansteigen der Angebotskurve der Kostengüter oder durch ein starkes Absinken der Nachfragekurve der betreffenden Produkte. Krediterleichterungen werden also niemals eine solche Produktionsausdehnung zur Folge haben können.

Eine bloß durch vermehrte Verwendung verbrauchlicher Stoffgüter — also umlaufenden Kapitals — bewirkbare Produktionsausdehnung, die bei gegebenen Marktverhältnissen nicht rentabel erscheint und daher nicht durchgeführt wird, wird auch nicht durch kostenlose Kapitalbeistellung rentabel werden; die unentgeltliche Kreditgewährung kann in einer derartigen Produktion weder die Kostenfaktoren, noch die Nachfrageverhältnisse in der Richtung einer besseren Rentabilität maßgebend beeinflussen. Die Verwendung zusätzlicher Kredite für Produktionserweiterungen, die technisch ohne Vergrößerung der stehenden Anlagen durchführbar wären, kommt mithin nicht in Frage¹.

§ 73. Die Fehlleitung von Kapital wäre gewiß von geringerer Tragweite, wenn die Kapitaldisposition zur Erzeugung beweglicher Güter und nicht zur Errichtung stehender Anlagen verwendet würde. Dies nicht so sehr wegen der „Umlaufzeit des Kapitals“, wegen der schnelleren oder langsameren Amortisation — Nutzabgabe in Konsumreife —, als wegen der mehr oder weniger vielseitigen Verwendungsmöglichkeiten der erzeugten Sachgüter. Der Wertverlust steht in der Regel im verkehrten Verhältnis zur Vielseitigkeit der Verwendungsmöglichkeiten. Da eine vom projektierten Verwendungszweck abweichende Verwertung für die festen Anlagen am wenigsten möglich ist, ist bei diesen der Kapitalverlust am empfindlichsten.

¹ Genau so verhält es sich mit einer Vermehrung des Angebots an kurzfristigen Sachkrediten: auch diese führen zur Vergrößerung der stehenden Anlagen.

Solche Erwägungen sind aber weder theoretisch noch praktisch von Bedeutung, da — wie wir gesehen haben — der Wunsch nach einer ausschließlich mobilen Veranlagung zusätzlicher Kredite nicht erfüllbar ist. Das umlaufende Kapital wird durch Kreditexpansion nur insoweit vermehrt werden, als die aus den inflationistischen Krediten zunächst errichteten festen Anlagen auch Stoffe als Ergänzungsgüter erfordern.

Unsere Feststellungen scheinen der Erfahrung zu widersprechen und insbesondere die Bankpraktiker werden sich energisch gegen die Zumutung zur Wehr setzen, daß sie ihren Klienten kurzfristige Kredite für dauerhafte Investitionen zur Verfügung stellen. Die soliden Bankleiter vermeinen, bloß den Warenumsatz zu finanzieren, bloß Vorschüsse auf verkaufte Waren zu gewähren. Sie vergessen aber dabei, daß sie mit diesem „Betriebskapital“, das sie beistellen, die Produzenten in die Lage versetzen, ihr Eigenkapital anders zu verwerten als bisher. Durch den Bankkredit bekommt der Produzent die Mittel frei, die bisher im laufenden Betrieb steckten, und nun kann er mit „eigenen Mitteln“ die projektierten Investitionen in Angriff nehmen. Es deckt sich eben der konkrete, sichtbare Verwendungszweck des zusätzlichen Kredits nicht mit dem durch diesen Kredit de facto realisierbar gewordenen Verwendungszweck.

Die durch die Kreditexpansion ermöglichte Investition muß auch gar nicht im Betriebe der bestimmten Kreditnehmer vor sich gehen. Hätte man doch sonst den schönen Ausweg, Unternehmern, die eine Investition vornehmen, jede Art von Kredit zu versagen¹. Es kann der Bankkredit, wozu er ja in erster Linie bestimmt ist, als Lieferan-

¹ Ein Bankleiter behauptete im Gespräch, daß auch dieses Prinzip manchenorts befolgt werde.

ten kredit weitergegeben werden und somit den unmittelbaren oder mittelbaren Abnehmern der Produkte des Kreditnehmers die Investitionen ermöglichen. Es kann der Bankkredit den Unternehmer instand setzen, weniger Lieferantenkredit in Anspruch zu nehmen und damit seinen direkten oder indirekten Lieferanten Investitionen zu ermöglichen. Es kann schließlich der Bankkredit irgendeinen anderen Kredit freisetzen und durch die Entlastung des Kreditmarkts die Vornahme der Investition an irgendeiner unbestimmbaren Stelle der Volkswirtschaft ermöglichen. Die größte Vorsicht, die eine Bank in der Auswahl der Kreditwerber treffen kann, wird, wenn es sich um zusätzliche Kredite handelt, wohl der Qualität der Anlagen der Bank selbst zugute kommen, wird aber nicht verhindern können, daß die zusätzlichen Kredite zur Immobilisierung des Kapitals führen.

§ 74. Wenn es die ungewollte Bestimmung aller zusätzlichen Kredite ist, die Errichtung fester Anlagen zu fördern¹, und wenn es dabei völlig erfolglos ist, den Krediten durch ihre besondere Form und ihre besonderen Bedingungen, einen bestimmten Weg weisen zu wollen, so ist wohl auch das Mißtrauen gegen die Börsenkredite ganz unbegründet. Es steht jetzt nicht mehr der Verdacht zur Diskussion, es könnte die Börsenspekulation der Industrie die gewährten zusätzlichen Kredite vorenthalten, denn dies wäre ja nach allem, was wir bezüglich dieser Kredite festgestellt haben, eine durchaus segensreiche Tätigkeit der Börse. Es ist hier davon zu sprechen, ob die Verwendung

¹ Nicht bloß die zusätzlichen Kredite, sondern alle das bisherige Angebot vermehrenden Kredite wirken in dieser Richtung; es muß also auch jede Vermehrung kurzfristiger Ersparnisse zu langfristigen Investitionen führen.

der Kredite in der Produktion nicht eine noch verfehltere wird, wenn die kurzfristigen Gelder zuvor in der Hexenküche der Börse in Kapitalmarktmittel verwandelt werden.

„Die Gefahren und Schäden, welche übermäßige Kredite an die Börse bewirken, liegen nämlich weit weniger in der Möglichkeit einer hiedurch bewirkten Schmälerung der industriellen Kredite“, meint *Reisch*¹ zu dieser Frage, „als vielmehr darin, daß in diesem Falle der Börse Kredite zur Verfügung gestellt werden, welche ihrer wirtschaftlichen Natur nach für Effektenankäufe überhaupt ungeeignet sind“. Dazu ist zu sagen, daß Kredite, welche ihrer wirtschaftlichen Natur nach für Effektenankäufe ungeeignet sind, ebenso wenig Eignung für irgendeine andere Art des Industriekredits oder Handelskredits besitzen. Denn da jeder zusätzliche Kredit als Anlagekredit wirkt, ist es offenbar gleichgültig, in welche Form dieser Kredit gekleidet wird. Damit ist auch die an früherer Stelle gestellte Frage, ob die Gefahr von Fehlinvestitionen bei Börsenkrediten größer sei als bei direkten Industriekrediten, endgültig verneint.

Abgesehen davon, daß die Wirkung des Kredits sich nicht nach seiner äußeren Form (Warenwechseleskont, Effektenlombard, Kontokorrentkredit usw.) und ebenso wenig nach seinem Weg, den er zur Produktion hin nimmt (direkter Kredit oder Kredit zum Effektenankauf usw.) und ebensowenig nach dem kontrollierten, konkreten Verwendungszweck (Betriebskapital, Anlagekapital) richtet, haben es die Banken gar nicht in ihrer Hand, den Weg der zusätzlichen Kredite zur Börse zu verrammeln. Solange die Expansion des Zirkulationskredits fortgesetzt wird, werden die geschaffenen Kredite

¹ *Richard Reisch*: Über das Wesen und die Wirkungen der Börsenkredite, a. a. O., S. 24 ff.

zur Börse fließen, selbst wenn die hohe Obrigkeit jedem Kredit einen Polizisten mitgeben wollte. „Steigen die Reportsätze erheblich über den Diskont, so verkaufen die Banken Diskonte, um ihre Kapitalien der Börse zuzuführen¹.“ Wagen es die Banken unter dem Drucke einer offiziellen Kreditpolitik nicht, ihr Reportgeschäft auszudehnen, besteht aber die Neigung, die Kreditexpansion zugunsten der „regulären produktiven Wirtschaft“² fortzusetzen, dann wird eben die reguläre Wirtschaft Warenwechsel produzieren und den „direkten Industriekredit“ auf der Börse konvertieren lassen. Denn niemand wird die Industrie daran hindern, ihre flüssigen Gelder — und über solche verfügt sie infolge der „regulären Industriekredite“ reichlich — angesichts der erhöhten Taggeldsätze der Börse zur Verfügung zu stellen und damit gleichzeitig ihre Emissionen zu finanzieren. In Haussezeiten — in Kreditinflationszeiten — wird jeder kommerzielle Kredit zum Börsenkredit. Der beliebte Kampf gegen die Börsenkredite wird erst mit einer Einstellung der Kreditexpansion an sich „siegreich beendet“.

Der Gedanke, Kreditexpansion treiben, eine Börsenhausse aber dabei vermeiden zu können, ist absurd. Wenn die geschaffenen Kredite auch wirklich direkt in die Produktion strömten, müßten sie doch infolge der durch sie verstärkten Nachfrage nach Produktivgütern den Wert der Produktivmittelerzeugungsstätten erhöhen, was unbedingt in einer Wertsteigerung der Anteile an diesen Produktionsunternehmungen zum Ausdruck kommen müßte. Es wäre also ganz das gleiche Bild einer Hausse

¹ G. v. Schulze-Gaevernitz: a. a. O., S. 77.

² Hjalmar Schacht: Gespräch im „Berliner Lokalanzeiger“, Nr. 226 vom 14. Mai 1927.

am Effektenmarkt, wo immer die vermehrten Kredite placiert würden.

Es ist also ein strenges, aber ungerechtes Urteil, wenn man den Lombardkredit als den schlimmen Buben in der Bankingschule, den Warenwechselkredit als den Musterknaben bezeichnet. Denn beide gehen — offen oder versteckt — den Weg, der gerade mehr Lockungen bietet. Nicht die Form und nicht der Weg des Kredits ist es, die ihn gefährlich machen, es ist bloß sein Ausmaß, bzw. sein Übermaß.

ELFTES KAPITEL.

BÖRSE, KREDITINFLATION UND KREDIT- VERTEUERUNG.

§ 75. Da nun ein sicheres Urteil darüber gewonnen werden konnte, daß Börsenkredite in ihrer Wirkung keineswegs gefährlicher sein können, als andere im gleichen Ausmaß gewährte Kredite, wäre zur Frage Stellung zu nehmen, ob das Ausmaß der Kredite etwa von der Börse beeinflußt werden und ob es unter diesem Einflusse zu einem erhöhten Gesamtkreditvolumen kommen müßte.

Jedenfalls hat sich die ursprüngliche Fragestellung bereits in ihr Gegenteil verkehrt. Hieß es zuerst, daß durch die Gewährung von Börsenkrediten auf die Industrie zu wenig Kredit entfallen könne, so fragt man jetzt, ob durch die Börsenkredite nicht ein Zuviel an Krediten bewirkt würde; ob „durch eine übermäßige Börsenspekulation... nicht eo ipso eine Inflation erzeugt wird“¹.

Keine Tonart der Kritik kann scharf genug sein, wenn es sich darum handelt, jene leichtfertige Auffassung zurückzuweisen, die objektive „Ursachen“ für eine Inflation als gegeben anerkennen will. Es gibt eine einzige Art der Inflation, für die es tatsächlich eine Ursache im Sinne eines ökonomisch notwendigen Kausalzusammenhanges gibt: die Goldinflation bei der Goldwährung. Hier ist unter der Annahme einer Goldwährungsverfassung tatsächlich eine Goldinflation als notwendige Folge der Goldproduktion anzusehen. Davon abgesehen gibt es aber bei den bestehenden

¹ Thomas Balogh: a. a. O., S. 584.

Geldverfassungen nichts, wodurch die Tatsache „Geldvermehrung“ (Umlaufvermehrung) zufolge irgendeines Satzes der Wirtschaftstheorie als determiniert gelten könnte. Die Inflation ist nicht die automatische oder regelmäßige Wirkung objektiv gegebener Tatsachen, sondern sie ist das Ergebnis einer bestimmten Politik. Eine Politik kann motivierbar, kann verstehbar sein, sie kann ideologisch, psychologisch, teleologisch erklärt werden, aber eine kausalgesetzliche Notwendigkeit oder auch nur irgendeine Bedingtheit, wie sie sonstigen wirtschaftlichen Erscheinungen zugebilligt wird, kann es für eine Inflationspolitik nicht geben. Es steht im Belieben der Banken — oder der Machthaber der Bankpolitik¹ —, Kredite zu gewähren oder zu verweigern. Daß an die Bank mehr Kreditansuchen gerichtet werden, ist keine „Ursache“ dafür, diesen Ansuchen zu entsprechen.

Die Unsitte, die Kreditgesuche als Ursache der Kreditgewährung zu betrachten, ist nicht bloß in der Wirtschaftsjournalistik üblich, sondern auch in den Berichten angesehener Bankleiter — (was noch aus den Nachwirkungen der banking school erklärlich erscheint), — leider aber auch in den Argumentationen mancher Theoretiker anzutreffen. Es wäre unseres Erachtens die Kredittheorie und die Konjunkturtheorie längst bezüglich verschiedener prinzipieller Fragen bei einheitlichen Lösungen angelangt, wenn „die Willensfreiheit der Banken“ nicht so oft übersehen worden wäre. Das ist natürlich nicht in philosophischem Sinne gemeint, sondern mehr als scherzhafte Kennzeichnung des Umstandes, daß das Verhalten der maßgebenden Banken

¹ Bei einem Konkurrenzsystem der Banken (Bankfreiheit) wäre es natürlich anders. Die Ausführungen im Text beziehen sich auf das System des Notenbankmonopols.

beim Privilegssystem nicht ökonomisch determiniert ist, wie etwa das Verhalten des Käufers, des Produzenten, des Händlers, des Kapitalisten, usw., sondern einen „Eingriff“ bedeutet, wie etwa die Zollpolitik, die Sozialpolitik, die Subventionspolitik.

Kreditgesuche werden an die Banken von verschiedenster Seite gerichtet. Da die Bewilligung der Kredite — vom Personalkredit abgesehen — von den gebotenen Sicherheiten beeinflußt ist und da sich für den kurzfristigen Kredit bestimmte Unterlagen — Handelswechsel, Verschiffungsdokumente, Lagerhausscheine, Effekten — als besonders geeignet erwiesen haben, glaubte man oft, daß die Kreditausdehnungsmöglichkeiten durch die Zahl der verfügbaren „Unterlagen“ eng beschränkt seien. Insbesondere glaubte man lange an die Abhängigkeit der Summe des Wechselumlaufs und der Wechseldiskontgesuche vom „Handelsvolumen“, eine Abhängigkeit, die man stets mit Vorliebe zur Begründung einer liberalen Kreditpolitik verwendete. Daß dies ein Aberglaube¹ ist, wurde schon des öfteren bewiesen, und gerade Bankleiter sollten zugeben, daß die Wechseleinreichungen von den Zinsfußverhältnissen abhängen, da sie doch ihr Wissen um diese Abhängigkeit dazu ausnützen, ein mageres Wechselportefeuille binnen kürzester Zeit beträchtlich — oft um 50 bis 100% — anschwellen zu lassen.

Ebensowenig wie der Wunsch nach Eskomptierung von Wechseln als Ursache der Gewährung von Eskompt-

¹ Treffend bemerkt *Albert Hahn* in seinem Aufsatz „Depositenbanken und Spekulationsbanken“ (als Besprechung der 3. Auflage von *Adolf Webers* Werk) im Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik, Bd. 51, Heft 1 (abgedruckt in seinem Buch „Geld und Kredit“, Tübingen 1924, S. 82: „Im übrigen zieht sich anscheinend ein gewisser mystischer Glaube an die besonderen Eigenschaften des „echten Warenwechsels“ unausrottbar durch die Jahrhunderte“).

kredit gelten darf, ist das Ansuchen um Lombardierung von Effekten als Ursache der Einräumung von Lombardkredit zu betrachten. Wenn die Banken Effekten von bestimmtem Kurswert als ausreichende Deckung für einen Kredit in bestimmter Höhe ansehen, so ist damit noch nicht gesagt, daß sie jedem, der eine solche Deckung beibringen kann, den Kredit gewähren müssen! Auf die Einwendung, daß die Banken an der Kreditgewährung interessiert sind und deshalb die gebotenen Sicherheiten gerne bevorschussen, ist zu erwidern, daß die Banken nicht bloß am Zinsengewinn, sondern noch mehr an der Wahrung ihrer Solvenz interessiert sind. Das Interesse an der erhöhten Kreditgewährung — am erhöhten Umsatz — ist daher nur dann vorwiegend, wenn die „offizielle Politik“ der privilegierten Zentralbank den Banken die Sorge um die Wahrung ihrer Solvenz abnimmt.

§ 76. In den schweren Kriegszeiten gab es Leute, die die Inflation als notwendige Folge der Preissteigerungen bezeichneten¹. Darüber ist man heute hinaus. Was soll man aber nun zu jenen Kundgebungen sagen, die eine Steigerung der Effektenkurse als Ursache weiterer Inflation enunzieren? Es ist offenbar nicht so schlimm gemeint. Man könnte nichts dagegen einwenden, wenn vorsichtig formuliert würde; etwa mit folgendem Satze: „Unter der Voraussetzung, daß die Zentralbanken durch ihre Rediskontierungspolitik die Kommerzbanken der Sorge um ihre Solvenz entheben, muß bei der Übung, Effekten für einen bestimmten Hundertsatz ihres Kurswertes als ausreichendes Lombardpfand zu betrachten,

¹ Es dürfte einige Schriftsteller geben, die sich heute wünschen, daß ihre literarischen Kriegserzeugnisse mit ihren verschiedenen „Inflationserklärungen“ oder Inflationsablehnungen nicht mehr gelesen werden.

eine Steigerung der Effektenkurse zur Erweiterung des Lombardkredits führen.“ Dies dürfte vermutlich auch gemeint sein, wenn *Reisch* den von ihm „vertretenen Standpunkt, daß die Börsenspekulation die Kreierung fiduziären Kredits verursache“¹, besonders hervorhebt.

Die Frage des *Beleihungssatzes* beim *Effektenlombard* ist — auch nach *Cassels* Ansicht — eine „technische Frage“² und dennoch hält *Cassel* es für eine Abhilfe gegen das Ansteigen des Lombardkredits, wenn sich die Banken „unter normalen Verhältnissen über bestimmte Beleihungskurse einigen“ und trotz Kurssteigerungen an der Fondsbörse „eine Erhöhung der alten Beleihungskurse“ verweigern oder sogar „eine allgemeine prozentuelle Senkung dieser Kurse“ beschließen wollten³. Wenn sich die Banken durch derartige Spielregeln wirklich von einer Erweiterung der Kredite abhalten ließen, wäre zweifellos viel gewonnen. Dies ist aber nicht zu erwarten, solange die Voraussetzung der Kreditausdehnung, die Kreditfreundlichkeit der Privilegbanken, bestehen bleibt. Daß sie bestehen bleibt, ist aber auch der Wunsch *Cassels*, der seine Vorschläge als geeignet ansieht, eine Erhöhung der Diskontsätze in Zeiten der Börsenhausse vermeidbar zu machen. Mit einer Reduzierung der bankmäßigen Lombardkredite zugunsten der bankmäßigen Diskontkredite ist aber nichts getan. Das haben wir im vorigen Kapitel bewiesen.

Wenn Effektenkurssteigerungen den Banken Gelegenheit geben, den Spielraum der Effektenbeleihungen zu erweitern, so mag es auf den ersten Blick so erscheinen, als wäre die Börsenhausse Ursache und die Kreditausdehnung Wirkung.

¹ *Richard Reisch*: Rückwirkungen, a. a. O., S. 210.

² *Gustav Cassel*: Nimmt die Fondsbörse Kapital in Anspruch? a. a. O., S. 27.

³ Ebenda.

Da auf Kreditexpansion wieder Börsenhausse folgt, so gäbe es wieder die bekannte „Schraube ohne Ende“. Darf man der Börsenspekulation vorwerfen, daß sie die Banken zur Kreditinflation verleite? Man müßte antworten, daß die Banken sich eben von diesem gefährlichen Verführer nicht verleiten lassen dürften. In Wahrheit ist es aber gar nicht so, daß die Börse das Kreditausmaß beeinflusst oder daß ein vereinbarter Belehnungssatz das Kreditausmaß der Banken reguliert, da dieses letztlich ausschließlich von den Solvenz- und Liquiditätsrücksichten, beim modernen Zentralbanksystem also von der Kreditfreigebigkeit der „Banken der Banken“¹ abhängt.

Ist die Annahme, daß die Börsenspekulation zur Kreditexpansion verleite, für die Kommerzbanken unzutreffend, so könnte sie für die Notenbanken richtig sein. Daß es nicht so ist, muß nicht erst bewiesen werden. Die Zentralbanken lassen sich gewiß nicht von der Börse verleiten, im Gegenteil, sie sind es ja häufig, die den Kampf gegen die Börsenkredite leiten. Allerdings erfolglos leiten, solange sie die Kreditschöpfung zugunsten der „regulären, produktiven Wirtschaft“ fortsetzen.

§ 77. Ein wichtiger Gedanke für die Überlegungen zum Problem des Einflusses des Effektenverkehrs auf das Kreditausmaß ist die vermeintliche „Duplikation des Kredits“ durch den Effektenkapitalismus. Es können — diesem Gedanken zufolge — nicht bloß die Unternehmungen selbst Kredite erlangen, sondern überdies noch die Besitzer der effektivisierten Anteilsrechte an diesen Unternehmungen, indem sie die Effekten als Unter-

¹ Wir sprechen im Plural, weil nicht die Zentralbank eines einzelnen Landes maßgebend sein, sondern in der Regel ein paralleles Vorgehen mehrerer Notenbanken vorausgesetzt werden muß.

lage eines Lombardkredits verwenden¹. So dienen die Werte des Unternehmens angeblich zweimal als Unterlage für Kredite.

Es ist gewiß richtig, daß die Effektivisierung des Unternehmungskapitals die Kreditaufnahme erleichtert hat; daß aber damit eine Verdopplung der Kreditgrundlagen ermöglicht wurde, ist ganz gewiß unrichtig. Wenn ein Kapitalbesitzer einer Unternehmung seine Kapitaldisposition zur Verfügung gestellt hat, wurde dies (je nach Art der Gewinnbeteiligung) durch die Aktie oder die Obligation verbrieft. Wünscht er nun die Kapitaldisposition oder einen Teil davon aus irgendeinem Grunde zurückzuerhalten, so sucht er einen anderen Besitzer freier Kapitaldisposition, der seine Anteilsrechte übernimmt. Dies kann durch definitiven oder bedingten Verkauf der Effekten oder durch Belehnung der Effekten erfolgen. Im Grunde genommen geht in allen diesen Fällen dasselbe vor sich: es tritt an die Stelle des ersten Kapitalisten ein anderer, der die im Unternehmen investierte Kapitaldisposition beistellt. Wenn auch beim Lombardkredit der Effektenbesitzer als Kreditnehmer auftritt, hat nicht die Effektenausgebende Gesellschaft und der Effektenbesitzer Kredit in Anspruch genommen, sondern das von der Gesellschaft in Anspruch genommene Kapital wurde zum Teil vom Effektenbesitzer, zum Teil vom Lombardkreditgeber zur Verfügung gestellt.

Es wäre aber auch möglich, daß eine Unternehmung außer dem durch Aktienausgabe beschafften Kapital noch andere Kredite — beispielsweise offene Bankkredite — in Anspruch nimmt und überdies der Aktionär dieser Unternehmung Lombardkredit

¹ Über diese Frage sprach Dr. Hans Simon in der Diskussion meines Vortrages: „Verteuert die Börse den Kredit?“ in der Nationalökonomischen Gesellschaft, Wien (25. April 1930).

bekommt. Liegt hier nicht „Duplikation des Kredits“ vor, die durch die Effektivisierung ermöglicht wurde? Man wird leicht einsehen, daß dies nicht der Fall ist, wenn man überlegt, daß ohne Effektivisierung prinzipiell das gleiche möglich ist. Es kann die offene Handelsgesellschaft N. & Co. Kredite in Anspruch nehmen und gleichzeitig auch Herr N., der infolge seiner Stellung als öffentlicher Gesellschafter der Firma N. & Co. als kreditwürdig gilt, für seine Person Kredite bekommen. Voraussetzung für einen solchen Personalkredit wird wahrscheinlich sein, daß die Auskunft, die der Kreditgeber über Herrn N. einholt, diesen als „gut“ bezeichnet, da „in seiner Firma beträchtliche Eigenmittel investiert seien.“ Ist die Firma dagegen stark verschuldet, wird der Firmengesellschafter als minder kreditwürdig gelten. — Nicht anders ist es aber wieder bei der effektivisierten Unternehmung. Wenn die Kredite der Aktiengesellschaft so angespannt sind, daß das Verhältnis der fremden Gelder zu den eigenen ungünstig beurteilt wird — und die große Zinsenbelastung überdies die Dividende drückt, — dann werden die Aktien dieser Unternehmung zweifellos im Kurse sinken und die herabgeminderten Kurswerte geben verminderte Lombardierungsmöglichkeiten.

Wir stellen also fest: da sich die Kredite der Aktiengesellschaften im Kurs der Aktien ausdrücken, da dieser Kurs sohin nur das Eigenvermögen der Unternehmung widerspiegelt, reduziert sich die „Kreditwürdigkeit der Aktien“ auf den Anteil am Eigenkapital und ermöglicht keine Duplikation des Kredits. Die Effektivisierung des Unternehmungskapitals gewährt bloß die Möglichkeit, die im Eigenkapital der Unternehmung investierte Kapitaldisposition leichter zu zedieren und somit für den einzelnen Besitzer leichter und vollständiger zu liquidieren. In der kaufmännischen Sprache: die Effektivisierung er-

leichtert es, das Eigenkapital im Gesamtbetrage als Unterlage von Krediten zu benutzen oder 100% des Eigenkapitals durch fremdes Kapital zu ersetzen.

§ 78. Wenn es als widerlegt gelten kann, daß von der Börsenspekulation eine Versuchung zur Kreditausdehnung, also zur inflationistischen Krediterleichterung ausgehe, so gewinnt die gegenteilige Ansicht, daß sie eine Kreditverteuerung, insbesondere eine Verteuerung des Industriekredits bewirke, an Bedeutung. Der Vorwurf des Verschuldens einer Kreditverteuerung ist nicht etwa durch die Ergebnisse unserer Untersuchung über die Kapitalabsorption als entkräftet zu betrachten. Denn es wäre ohne weiteres denkbar, daß die Börse weder zeitweise noch dauernd Kapital binde, daß sie aber doch durch ihr Dazwischentreten den Kredit verteuere.

Es scheint uns sogar gerade dies der Punkt zu sein, der das Interesse der Praxis am ganzen Problemkreis erweckt hat. Der Kreditnehmer, der zu Zeiten eines haussierenden Aktienmarktes einen höheren Zinssatz bewilligen mußte, fühlte sich durch die Konkurrenz der Börse in seinem Interesse verletzt. Die Fragestellung der Praxis war daher ursprünglich nur auf die Kreditverteuerung gerichtet; man brachte dies mit Kapitalabsorption in Verbindung; da die Probe auf diesen Verdacht negativ verlaufen ist, indem festgestellt wurde, daß eine Bindung von „echter“ Kapitaldisposition an der Börse nicht erfolgen könne, kehrt die Fragestellung wieder zum einfachen Faktum der Kreditverteuerung zurück.

§ 79. Der bloße Effektenhandel, der Besitzwechsel von bereits bestehenden Effekten an sich, ist sicher für die Kreditkosten irrelevant. „Die Käufe und Verkäufe

auf dem Markt der Kredittitel können..... die Preisbildung der Kapitaldisposition gar nicht beeinflussen. Es ändert sich wohl das Angebots- und Nachfrageverhältnis der einzelnen Kategorien von Kredittiteln. Im Angebots- und Nachfrageverhältnis der Kapitaldisposition ändert sich nicht das geringste¹. Wenn man an das Zustandekommen der Effektenkurse denkt und überlegt, daß einer der Bestimmungsgründe der Kurse der Zinssatz ist, wird man verstehen, daß der Zinssatz nicht seinerseits wieder von der Kurshöhe abhängen kann. Der Kurswert der Effekten ist ja die Zurückrechnung des erwarteten Ertrags auf den „Kapitalwert“, also das Ergebnis der sogenannten Kapitalisationsrechnung, deren Faktoren der Ertrag und der „Kapitalisationszinsfuß“ sind. Sind Ertrag und Kapitalisationszinsfuß gegeben, so ist unter Berücksichtigung einer allfälligen Risikoprämie auch der Kurs des Effekts bestimmt. Ändern sich die Ertragshoffnungen oder der Kapitalisationszinssatz, dann verändern sich auch die Effektenkurse; die letzteren sind aber zweifellos allein als die „abhängig Variablen“ dieses Zusammenhangs aufzufassen.

Daß der Kapitalisationszinssatz des Effektenmarktes die Resultierende zweier Komponenten, des „statischen Dauerzinses“ und des „Geldmarktsatzes“ ist², ist unbestreitbar, wenn auch nicht unbestritten. In der amerikanischen Literatur ist es wieder modern geworden, Großbetriebe für Materialsammlung und Materialverarbeitung zu unterhalten — was an sich überaus verdienstlich ist — und ohne Theorie, also ohne Nachdenken, Erkenntnisse daraus zu gewinnen. Eine in diesem Stil geführte Untersuchung von *Richard N. Owens* und *Charles O. Hardy* sollte zeigen,

¹ *Georg Halm*: a. a. O., S. 110.

² *Georg Halm*: a. a. O., S. 108.

daß der Geldzinssatz keinen Einfluß auf die Börsenwerte hätte¹. Ein Aufwand von 111 Textseiten mit einem großzügigen statistischen Anhang mündet schließlich in die Erklärung, daß die Theorie vom Einfluß des Geldsatzes auf die Börsenwerte falsch sei, weil die Spesen beim Ein- und Verkauf der Effekten einen errechneten Gewinn aus der Zinsendifferenz meistens „auffressen“, bei Kursgewinnen aber der Zins keine Rolle spiele und der Spekulant zu seinen Transaktionen überhaupt kein Kapital benötige². Zu solchen Ungereimtheiten müssen die Stoffsammler ihre Zuflucht nehmen, um ein Ergebnis umständlicher Korrelationsrechnungen gegen den Angriff logischer Überlegungen zu sichern.

Die Wirkung der Geldmarktsätze auf den Effektenmarkt zu leugnen, ist ein ganz aussichtsloses Unternehmen. Nicht bloß das Steigen der Effektenkurse bei lang andauernder Unterbietung des „statischen Dauerzinses“ durch die Geldmarktsätze, sondern auch der Umbruch der Spekulationskurve, wenn die gestiegenen Geldmarktsätze schließlich zu einem erhöhten Kapitalisationssatz führen, sind gar zu auffallende Erscheinungen des Effektenverkehrs, als daß

¹ *Richard N. Owens and Charles O. Hardy: Interest Rates and Stock Speculation. A Study of the Influence of the Money Market on the Stock Market. Publication of the Institute of Economics. New-York 1925.*

² a. a. O., S. 115 ff. Die Spesen sind gewiß von Bedeutung, es kommt auf das Maß der Zinsdifferenz und auf die Dauer des Bestandes des Geldsatzniveaus an; die Kursgewinne kann man nicht als Datum nehmen, man muß sie erklären und wird dabei erst recht auf den Zinsfaktor kommen; der Berufsspekulant benötigt für die Hausse nicht mehr Kapital, als ihm das gestiegene Kursniveau seiner Papiere verleiht, aber die Zinsen muß er doch kalkulieren; überdies spekuliert er ja nur auf das Auftreten einer Nachfrage aus dem Publikum.

man sie zwischen statistischen Reihen verschwinden lassen könnte.

Ist mit dem Einfluß des Zinssatzes auf die Effektenkurse die Möglichkeit einer Rückwirkung der Börsenkurse auf den Zinsfuß wirklich ausgeschaltet? Tatsächlich kann von einer solchen Rückwirkung keine Rede sein, solange es sich bloß um einen Besitzwechsel von bestehenden Effekten handelt und das Kapitalangebot nicht inflationistisch manipuliert wird.

Nehmen wir an, daß die Dividendenaussichten der Gesellschaften A, B, C und D auf 8, 6, 5 und 4 Mark geschätzt werden. Bei gleicher Riskeneinschätzung wird bei einem Kapitalisationszinsfuß von 4% eine Börsenkursnotiz von 200, 150, 125 und 100 Mark zustande kommen. Steigen nun die Ertragsaussichten der Aktie D von 4 auf 5 Mark, so wird dem die Spekulation Rechnung tragen und — gleichgültig, ob es zu einem Umsatz in D-Papieren kommt oder nicht, ob er mit eigenen oder fremden Mitteln bewerkstelligt wird — den Kurs der D-Aktien von 100 auf 125 Mark steigern. Der Zinsfuß von 4% wird davon nicht berührt.

§ 80. Die Sache wird aber gleich anders, wenn die D-Gesellschaft in unserem Beispiele wegen ihrer gebesserten Rentabilität die Produktion zu erweitern wünscht. Wenn die Beschaffung des erforderlichen Kapitals durch *Aktienausgabe* erfolgen soll, werden die neuen Aktien vielleicht zum Kurse von 120 Mark ausgegeben werden. Hier — wo das Steigen des Aktienkurses von 100 auf 120 konstatiert wird — wird der Kreditmarkt durch eine wirksame Nachfrage verändert werden und es muß die Kapitalaufnahme der Aktiengesellschaft bei unverändertem Kapitalangebot zu einem Steigen des Zinsfußes

führen. Das Anziehen des Zinssatzes ist dann scheinbar vom Effektenmarkt ausgegangen, de facto aber durch die Nachfrage der Industrie bewirkt worden.

Das ist das sonderbare Mißverständnis, daß man versucht hat, einen Gegensatz zwischen Industriekredit und Effektenmarkt zu konstruieren. Es ist ja gerade der Effektenmarkt, auf welchem die Industrie den überwiegenden Teil ihres Kapitalbedarfs deckt. Nur der verhältnismäßig geringere Teil des industriellen Kapitalbedarfs, der direkt bei den Banken befriedigt wird, wird von diesen für den „Industriekredit“ gehalten, offenbar weil nur in diesem Falle der Name des Industrieunternehmens in den Geschäftsbüchern der Bank vorkommt. Beim Kontokorrentkredit, wo die Industriefirma den Titel des Kontos ziert, beim Eskomptkredit, wo sie auf dem Wechsel unterschrieben ist, beim Rembourskredit, wo sie in den Dokumenten ausgewiesen ist, glauben die Banken die Industrie zu versorgen, während ihnen beim Lombardkredit, Reportkredit, bei den Termingeldern und Taggeldern als Partner die Effektspekulanten gegenüberzustehen scheinen. De facto ist aber die Effektenbörse der Hauptmarkt für Industriekredite. Es ist der „Industriekredit in Aktien-, Kuxen- und Obligationenform in der gesamten Industriewirtschaft der für die Gesamtentwicklung bestimmendste Teil¹.“

Wer erkannt hat, daß an der Börse die Kredittitel der Industrie gehandelt werden, wird ein „speklatives Hinauftreiben“ der Börsenkurse — als Verbilligung des Industriekredits ansehen müssen. „Vom Standpunkte der Industrie gesehen wirkt... die Börsenhausse infolge des Rückgangs der Realverzinsung der Effekten, die sie mit

¹ H. v. Beckerath: a. a. O., S. 145.

sich bringt, lediglich als Verbesserung der Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten¹."

Gegenüber der Behauptung vom „kostenlosen“ Umweg des Kapitals über die Börse, wie sie insbesondere von Cassel vertreten wurde, bemühte sich Professor *Reisch*, eine Verteuerung der industriellen Kapitalbeschaffung durch die Börse zu beweisen. Der Aktienkäufer — so argumentierte *Reisch*² — konzidiert in der Hoffnung auf Kursgewinne hohe Zinsen. Es sei daher unwahrscheinlich, daß der Aktienverkäufer seinen Erlös zu niedrigen Zinsen der Industrie zur Verfügung stelle. Es ist hier offenbar der Aktienverkäufer als Geldverleiher an die Industrie vorgestellt; in Wirklichkeit ist aber die Industrie mit diesem Aktienverkäufer identisch. Je mehr der Aktienkäufer für die Papiere bezahlt, um so billiger kommt die Industrie zum gesuchten Kapital. — Da *Reisch* im weiteren Verlauf seiner Darstellung über die industriellen Überinvestitionen als Folge der Börsenbewegung spricht, erkennt er implizite die verbilligte Kapitalbeschaffung an. Denn nur die verbilligte Kapitalbeschaffung, die in den hohen Kursen — zu denen Neuemissionen placiert oder alte Effektenpakete realisiert werden können — in Erscheinung tritt, läßt Neuinvestitionen rentabel werden.

§ 81. Wer auf das Steigen eines Börsenpapierses spekuliert, ist bereit, für direkte Kredite einen höheren Zinssatz zu bezahlen, als er selbst in der Realdividende seiner Papiere erhält. Aus dieser Differenz erklärt sich ja die „Verbilligung des Industriekredits in Effektenform.“ Das Ansteigen der Taggeldsätze bringt aber auch ein An-

¹ *Albert Hahn*: Börsenkredite und Industrie, Frankfurter Zeitung, 9. Mai 1927, Nr. 341.

² *Richard Reisch*: Rückwirkungen, a. a. O., S. 212.

steigen der Sätze für Wechsel und sonstige Bankkredite mit sich und wer Kredit in dieser Form verlangt, die neben der Verzinsung keine Kursgewinnchancen bietet, hat mit einer Verteuerung des Kredits zu rechnen.

Es könnte behauptet werden, daß die Industrie auf die Kostenveränderungen des Betriebskredits — Wechselkredit, Bankkredit — empfindlicher reagiere, als auf die Kostenbewegungen des langfristigen Kredits, zumal die bestehenden Industrien die Schwankungen des Kapitalmarktsatzes meistens überhaupt nicht kalkulieren müssen: ihr langfristiger Kapitalbedarf ist ja in der Regel ein für alle Male gedeckt und eine Senkung des Kapitalisationssatzes und Steigerung des Kurses ihrer Aktien ist für sie weniger interessant, als die tatsächliche Ausgabenpost für ihre Betriebskredite. Industrien, die keine weitere langfristige Kapitalaufnahme beabsichtigen, klagen daher über die Verteuerung des Kredits und diese Klagen sind es, die zur mißverständlichen Annahme einer Konkurrenzierung des „Industriekredits“ durch den „Börsenkredit“ geführt haben, wo es sich um eine Konkurrenzierung des kurzfristigen Kredits durch den langfristigen Kredit handelt.

Soweit die Industrie, die über die hohen Bankzinsen klagt, Dauerbetriebskapital bloß kurzfristig gedeckt hat, hat sie in der von ihr beklagten Situation die beste Gelegenheit, zu einer solideren Kapitalbedarfsdeckung überzugehen und den verteuerten Bankkredit durch „Kapitalsvermehrung“ in einen billigen langfristigen Kredit zu konvertieren. Soweit es sich um einen periodischen, vorübergehenden Kapitalbedarf¹ handelt, ist die Zinsempfindlichkeit oder ihre schädliche Auswirkung zu bestreiten. Jedenfalls verändert sich bei schwankendem

¹ Vgl. darüber unsere Ausführungen im achten Kapitel.

Kapitalbedarf eines Unternehmens durch die bejammerte Zinsfußbewegung das „Kapitaloptimum“¹ nach der Richtung des langfristigen Kredits, tendiert also zu einer besseren Kapitalsfundierung. Die Klagen der Industrie über die Kreditverteuerung richten sich nach all dem bloß scheinbar gegen die Börsenkredite, de facto aber gegen die Konkurrenten in der Industrie, denen die billigen langfristigen Kapitalien offen stehen; die Klagen werden daher wahrscheinlich von solchen Unternehmungen ausgehen, bei denen es mit ihrer Kapitalsfundierung oder ihrer Rentabilität nicht recht klappt.

§ 82. Dieses Urteil scheint eine Ungerechtigkeit zu beinhalten, da die Industrie doch nicht ausschließlich aus Industrieaktiengesellschaften besteht, für die allein der Weg der Kapitalbeschaffung am Effektenmarkt gangbar ist. Abgesehen davon, daß der Großteil der Industrie bereits „effektifiziert“ ist und den Einzelfirmen oder Gesellschaftsfirmen ohne Aktien geringere Bedeutung zukommt, gibt es auch für diese Unternehmungsformen Kapitalbeschaffungsarten, die der Aktienaussgabe entsprechen: die Aufnahme neuer Gesellschafter. Nicht immer ist der Zeitpunkt günstig, um für solche Unternehmungen neue Gesellschafter zu finden. In der Krise, in der Depression, wird das Interesse für Kapitalbeteiligungen nicht groß sein; aber dasselbe gilt in diesen Zeiten für Aktienemissionen. In der Phase der Erholung oder der Belebung erwacht zunächst das Interesse für festverzinsliche Anleihen — Obligationen, Bonds, Hypothekendarlehen —, wenn aber dann die Zeit der lebhafteren Börse kommt und die Industrieaktiengesellschaften zu Aktienaussgaben schreiten können,

¹ N. J. Polak: a. a. O., S. 102 ff.

dann finden die guten Privatunternehmungen ihre öffentlichen oder stillen Gesellschafter und ihre Kommanditisten.

Ist somit der vermeintliche Gegensatz zwischen Börsenkredit und Industriekredit gar nicht gegeben, handelt es sich bloß um verschiedene Formen des Industriekredits, die zu verschiedenen Zeiten mehr oder weniger Anziehungskraft besitzen, so mag es berechtigt sein, andere Kreditwerber als die „geschädigten“ zu betrachten. Da allein der Kreditbedarf der Produktion interessant erscheint, kann hier neben der Industrie bloß die Landwirtschaft in Betracht kommen. Die Verteuerung des Agrarkredits in Zeiten des lebhaften Interesses für Industriewerte dürfte evident sein. Der Konkurrent der agrarischen Produktion als Kreditwerber ist die industrielle Produktion, nicht aber die „Börsenspekulation“.

§ 83. Verteuert die Börse den Kredit? Diese Frage erwies sich als wenig sinnvoll. Die Effektenbörse ist ein Teil des Kreditmarkts — ein Markt sollte den Gegenstand des Marktverkehrs verteuern? — und zwar der Markt für langfristige, aber leicht mobilisierbare Kredite. Es ist leicht einzusehen, daß jede Verstärkung des Kreditangebots an diesem Teilmarkt eine Verbilligung der hier gehandelten Kredite bedeutet, und es ist ebenso leicht verständlich, daß — wenn dabei das Gesamtangebot von Krediten unverändert groß geblieben ist — die an den übrigen Teilmärkten gehandelten Kredite eine Verteuerung erfahren müssen. Eine Verteuerung der direkten Kredite infolge der Konkurrenz seitens der effektivisierten Kredite erfolgt in der Regel dann, wenn die ersteren billiger als die letzteren sind; es ist dies als Angleichungsbewegung der Zinssätze an den beiden Teilmärkten zu erklären und man

spricht von der „Verringerung der Spannung zwischen langfristigem und kurzfristigem Kredit“. Es ist eine der vielen Paradoxien der Wirtschaftspolitiker, daß sie gleichzeitig eine Verringerung oder Beseitigung der Zinsspannung zwischen langem und kurzem Geld anstreben und eine durch diesen Prozeß notwendig eintretende Verteuerung des kurzen Geldes beklagen.

Die Spannung zwischen (einem niedrigeren) Geldmarktsatz und (einer höheren) Kapitalmarktrate kann prinzipiell drei Ursachen haben:

1. Das Auftreten einer größeren Kapitalnachfrage, das den Kapitalmarktsatz erhöht¹.
2. Die Zurückhaltung des Kapitalangebots von langfristigen Anlagen — im Gefolge von Krisen —, die den Kapitalmarktsatz erhöht und den Geldmarktsatz senkt.
3. Das Auftreten eines größeren Geldmarktangebotes, das den Geldmarktsatz senkt.

In allen diesen Fällen wird binnen kürzerer oder längerer Zeit eine Ausgleichsbewegung einsetzen, welche die Spannung beseitigt. Die Verteuerung des direkten Bankkredits durch die größeren Börsenkredite ist jedesmal ein wesentliches Moment dieser Ausgleichsbewegung.

Können die Börsenkredite vielleicht auch eine Verteuerung des direkten Bankkredits über den Kapitalmarktsatz hinaus bewirken? Dies wird in den ersten beiden Fällen nicht geschehen, da mit der Beseitigung der Zinsmarge die Ansprüche der „Börse“ an den Geldmarkt

¹ Eine solche Kapitalnachfrage äußert sich in einer neuen Effektenemission oder in einer Lösung von Effektenengagements, die Erhöhung des Kapitalmarktsatzes tritt in einer Senkung der Effektenkurse in Erscheinung.

aufhören. Die Angleichung von Geldzins und Realdividende beseitigt die Ursache der Verteuerung des Bankkredits. Im dritten der drei vermerkten Fälle wird aber die Verteuerung des Bankkredits über das Niveau des Kapitalmarktsatzes hinausgehen können, wenn das erhöhte Geldmarktangebot inflationistischer Natur war. Daß dies nicht selten der Fall ist, da sich gern Kassenüberschußkredite und zusätzliche Bankkredite zu den Sparkrediten gesellen, haben wir schon ausführlich besprochen. Die durch solche Geldangebote verursachte Verflüssigung des Geldmarkts führt nicht bloß zu einer Angleichungsbewegung, die mit dem Sinken des Kapitalmarktsatzes (d. i. mit dem Steigen der Effektenkurse) und dem Steigen des Geldmarktsatzes ihr Ende erreicht, sondern führt zu der schon mehrfach geschilderten Konjunkturbewegung, in deren Verlauf die umgekehrte Spannung zwischen Geldmarktsatz und Realdividende ihre bestimmte Rolle hat. Den Börsenkrediten an dieser Verteuerung des Bankkredits die „Schuld“ beimessen heißt den Dingen nicht auf den Grund gehen wollen.

So muß also diese letzte Möglichkeit einer Verteuerung des Bankkredits als Folge — eines zu billigen Bankkredits erklärt werden. Die Börsenkredite haben dabei nicht die Rolle einer letzten Ursache; sie könnten im Ablauf der Erscheinungen gänzlich ausfallen, ohne daß am Ergebnis etwas geändert würde.

ZWÖLFTES KAPITEL.

ERGEBNISSE.

§ 84. Eine Beurteilung der Ergebnisse unserer Untersuchungen wird durch eine stichwortartige Zusammenfassung erleichtert werden. Eine solche Zusammenfassung soll nicht etwa dem Kritiker Gelegenheit geben, auf den Text der ersten elf Kapitel der Zeitersparnis halber zu verzichten und sich sein Urteil bloß nach dem Resümee zu bilden. Es soll vielmehr der Leser, der uns bis hierher gefolgt ist, einen „Schlagwortkatalog“ an Hand bekommen, der in kürzester (und daher kaum vollkommen präziser) Fassung jene Thesen enthält, die von der herrschenden Lehre abweichen oder die heute noch stark umstritten sind. Dabei sollen nur jene Thesen hier Aufnahme finden, die für die Stellungnahme zu unserem Gesamtproblem von Wichtigkeit sein können und die daher auch dem praktisch-politisch interessierten Leser näher stehen als die „theoretischen Zwischenergebnisse“, so wesentlich diese auch zur Auffindung der „Endergebnisse“ sein mochten.

§ 85. 1. Der Besitzwechsel von Effekten bewirkt an sich grundsätzlich keine Festlegung von Kapital¹, gleichgültig zu welchem Kurse er vor sich geht.

¹ In diesen Thesen setzen wir durchwegs den Ausdruck „Kapital“ für „Kapitaldisposition“.

2. Bloß die Neuausgabe von Effekten und die Abstoßung von Effektenbeständen bei Verwertung des Erlöses in der Produktion kann eine Festlegung von Kapital herbeiführen.

3. Gestiegene Kapitalnachfrage der Börse kommt demgemäß *ceteris paribus* — nicht in einer Kurssteigerung, sondern — in einem Sinken der Effektenkurse zum Ausdruck.

4. Gestiegenes Kapitalangebot an der Börse — Börsenkredite — bewirkt *ceteris paribus* ein Steigen der Effektenkurse. Da diese Kurssteigerungen eine Senkung des Kapitalmarktzinssatzes in sich schließen, geben sie den Anreiz zu Neuemissionen und zur Abstoßung von Effektenbeständen zwecks produktiver Verwertung des Erlöses.

5. Gestiegenes Kapitalangebot an der Börse — Börsenkredite — kann nicht durch längere Zeit im bloßen spekulativen Besitzwechsel von Effekten gebunden bleiben, weil die Kurssteigerung eine entsprechende Kapitalnachfrage — Effektenangebot — herbeiführt.

6. Nur durch inflationistische Kreditpolitik kann eine längere Börsenhausse und Publikumspekulation ermöglicht werden.

7. Nur bei durch Kreditinflation ermöglichten Effektenpekulationsketten des Publikums kann die Kapitalnachfrage — Neuemissionen und Lösung von Effektenengagements — zeitweise hinter dem übersteigerten Angebot (von „unechtem Kapital“) zurückbleiben.

8. Der Geldbedarf oder Umlaufmittelbedarf der Berufsspekulation wird in der Hausse nicht größer, da im Abrechnungsverfahren der Börse bloß Differenzen beglichen

werden und die Differenzen bei Kurserhöhungen oder Umsatzsteigerungen nicht größer sein müssen, als bei Kursenkungen oder Umsatzverringerungen.

9. Nur die haussierende Publikumspekulation nimmt Umlaufsmittel in Anspruch, kann sich aber erst bei inflationistischem Angebot von Umlaufsmitteln entfalten.

10. Die Annahme, daß eine Börsenhausse den Warenmärkten Geld entziehen und somit die Warenpreise drücken müsse, ist unrichtig.

11. Die sogenannte Bindung von Kapital an der Börse ist also nur eine vorübergehende Stauung der Kreditinflation; aber selbst diese inflationistischen Kredite beginnen nach kurzer Zeit in der Produktion zu „arbeiten“.

12. Der spezifische Börsenverlust — Kapitaleinbuße eines Spekulanten durch spekulative (sachlich unbegründete) Kursschwankungen — ist kein Kapitalverlust der Volkswirtschaft.

13. Jeder Rückgang des Kapitalangebots führt zu Störungen der Produktion.

14. Expansion des Produktivkredits muß nach einiger Zeit, Expansion des Konsumtivkredits nach noch kürzerer Zeit zu Störungen führen.

15. Kreditvermehrung zwecks Geldwertstabilisierung hat auch inflationistische Wirkungen auf die Produktion. Weder Produktionssteigerungen noch Umsatzsteigerungen noch sonstige Änderungen des Güterangebots oder der Güternachfrage können die von Krediterweiterungen ausgehenden Störungsmomente beseitigen.

16. Die Verwendung eines Kredits als Betriebskapital bietet nicht die geringste Gewähr für eine kurzfristige Verwendung des Kapitals.

17. Das sogenannte „umlaufende Kapital“ ist, gesamtwirtschaftlich betrachtet, langfristig gebunden und bei Aufrechterhaltung des Produktionsumfanges sogar dauernd gebunden.

18. Die vorübergehenden Kapitalbedürfnisse der Produzenten sind durch Verwertung der „vorübergehend entbehrlichen Kassenbestände“ entstanden. Schwankungen des volkswirtschaftlichen Kapitalbedarfs bei gegebenem Produktionsaufbau kann es nicht geben.

19. Die „produktive Verwertung“ von kurzfristig entbehrlichen Kassenüberschüssen kann inflationistischen Charakter haben und zu Produktionserweiterungen führen, die auf die Dauer nicht haltbar sind.

20. Die „Kassenüberschußkredite“ sind ein wesentlicher Teil des Geldmarktangebots; sie verursachen die periodischen Schwankungen des Geldmarktsatzes.

21. Die Kassenüberschußkredite wurden bisher für Sachkredit gehalten; sie sind auch ohne Bankvermittlung möglich, würden aber infolge der „kritischen Zahlungs-terminen“ ohne Intervention der Banken keine große Rolle spielen.

22. Die Kassenüberschußkredite ermöglichen Überinvestitionen, die (mit Hilfe der Unterstützung durch den Zirkulationskredit an den kritischen Zahlungsterminen) einen Konjunkturaufschwung einleiten können.

23. Mit den Kassenüberschußkrediten kann auch die

Wiederkehr der Zyklen und die geringere Größenordnung des Zirkulationskredits erklärt werden.

24. Jede Erhöhung des Kreditangebots muß zunächst zu vermehrten Investitionen in festen Anlagen führen.

25. Eine kurzfristige Verwendung zusätzlichen Kredits ist *ceteris paribus* unmöglich. Der konkrete — sichtbare — Verwendungszweck ist nicht identisch mit dem durch das vermehrte Kreditangebot tatsächlich realisierbar gewordenen Verwendungszweck. Die Banken haben daher keinen Einfluß darauf.

26. Die Wirkungen der Kreditgewährung sind demgemäß ganz gleich, ob es sich um Börsenkredit oder direkten Betriebskredit handelt. Form, Weg und sichtbarer Verwendungszweck des Kredits sind für seine Wirkungen nicht relevant.

27. Die Kreditvermehrung müßte auch zur Börsenhausse führen, wenn es keine Börsenkredite, sondern bloß Warenwechselkredite gäbe.

28. Das Ausmaß der Bankkredite wird nicht durch die Lombardierungsgewohnheiten beeinflusst, sondern richtet sich nach den Rediskontierungsbedingungen der Notenbanken.

29. Der Effektenmarkt ist der Hauptmarkt für den Industriekredit. Die Börsenhausse ist eine Verbilligung des Industriekredits.

30. Die Verteuerung des Bankkredits durch die Börse ist in der Regel eine Angleichungsbewegung zwischen Geldmarktsatz und Kapitalmarktsatz. Ein inflationistisch ver-

billigter Geldmarktsatz führt zur Konjunkturbewegung, in deren Verlauf er über den Kapitalmarktsatz hinaus verteuert wird.

§ 86. Die Auswahl dieser Thesen aus den in unseren Untersuchungen gemachten Aussagen ist, wie schon angedeutet, weniger auf die Interessen der Theoretiker, als auf die der praktischen Wirtschaftler abgestellt, die den Ergebnissen theoretischen Denkens gewöhnlich mit großer Skepsis gegenüberstehen. Soweit der Skepsis der Praktiker die beliebte Unterscheidung zwischen dem „theoretisch Richtigen“ und dem „praktisch Richtigen“ zugrunde liegt, kann man sich nicht besser helfen, als indem man sie auf die Logik verweist und ihnen *Immanuel Kants* Aufsatz „Über den Gemeinspruch: Das mag in der Theorie richtig sein, taugt aber nicht für die Praxis“, in die Hände drückt. Die Skepsis der Praktiker hat aber noch ein anderes Motiv, das die Zweifel am Wert der Untersuchungsergebnisse in die drastische Frage kleidet: „Was haben wir davon? Was hilft uns dies?“ Vom Praktiker und vom Politiker werden die Erkenntnisse der Forschung erst dann positiv gewertet, wenn daraus ein bestimmtes praktisches Verhalten oder eine bestimmte politische Maßnahme als vorteilhaft erkannt wird. Dabei dürfen aber diese Maßnahmen, wenn sie bei Praktikern oder Politikern Anerkennung finden sollen, weder radikal sein, noch irgendeinen Bruch mit eingeführten Gewohnheiten oder Richtlinien der Wirtschaftspolitik verlangen.

Nach diesen Gesichtspunkten wird ein Ergebnis unserer Überlegungen für die „angewandte Kredittheorie“ bei den Praktikern und Politikern keine Gnade finden. Die Schlußfolgerungen, die man aus unseren Überlegungen in prak-

tisch-politischer Richtung zu ziehen hätte, verlangen nämlich einen solchen radikalen Bruch mit alten Gewohnheiten und Richtlinien der Wirtschaftspolitik: sie verlangen eine Abkehr von der Inflationspolitik.

Diese Abkehr müßte, wenn jene Störungen, die man heute gerne als unvermeidliche Auswüchse des kapitalistischen Systems bezeichnet, vermieden werden sollen, viel entschiedener sein, als sie selbst von den meisten anerkannten Inflationsgegnern bisher verlangt wurde. Sie müßte vor allem auch jene Umlaufsvermehrung, die bloß einer Preissenkung entgegenwirkt, bekämpfen, jene Kreditgewährung, die bloß zur „Umsatzbewältigung“ gefordert wird, und auch jene Kreditgewährung, die bloß die Schwierigkeiten der „kritischen Zahlungstermine“ überwinden hilft. Dieses Programm ist gewiß bestens geeignet, seinen Autor vollkommen zu diskreditieren. Wenn ein Programm nicht Maßnahmen gegen sinkende Preise, für künstlich gesteigerten Konsum, für höhere Löhne, für erleichterten Kredit enthält, hat es heute keine Aussicht auf weitgehende Zustimmung.

Die wirtschaftliche Entwicklung bedarf — trotz *Schumpeter*¹ — nicht der „Ankurbelung“ durch inflationistischen Bankkredit, ja sie wird im großen und ganzen durch die Schaffung „formalen Kapitals“ nicht einmal beschleunigt, da schließlich nur jene Produktionen Bestand haben, die in dem durch die Sparkapitalbildung geschaffenen Rahmen untergebracht werden können. Die durch Sparen ermöglichte wirtschaftliche Entwicklung geht ohne stärkere Rückschläge vor sich, wenn die Wirtschaftspolitik weder die Produktionskraft noch die Konsumkraft „fördern“ will.

¹ *Josef Schumpeter*: Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, München und Leipzig 1912.

Eine Förderung der Produktionskraft über die Sparkapitalbasis hinaus — durch Kreditinflation — führt zu den Konjunkturrückschlägen, eine Förderung der Konsumkraft — durch Staatsausgaben, Sozialausgaben usw. — kann nur auf Kosten der Sparkapitalbildung gehen und führt zu den chronischen Schrumpfungserrscheinungen der Wirtschaft. Die Politik des letzten Jahrzehnts hat sich mit Erfolg bemüht, sowohl Produktion wie Konsum auf beide Arten so zu „fördern“, daß ein nicht geringer Teil der Weltwirtschaft unter dieser „Förderung“ beinahe zusammenbrach. Anstatt Konsequenzen daraus zu ziehen, wird eifrigst weiter gefördert.

§ 87. Wenn wir die Zustimmung der Wirtschaftspolitiker zu diesen allgemeinen Richtlinien nicht erwarteten, so müssen wir doch keineswegs ganz resignieren: vielleicht vermag die Bankpolitik doch aus unseren Untersuchungen praktische Schlüsse zu ziehen.

Eine Rückkehr zur Bankfreiheit, die die Expansionsfähigkeit des Kreditsystems stark einschränkt, kann ebenso wenig mit Aussicht auf Annahme empfohlen werden, wie eine völlig starre Kontingentierung des Gesamtumlaufs an Noten und Guthaben durch die privilegierten Notenbanken. Vielleicht wird aber eine zunehmende Vorsicht in der Handhabung des Zirkulationskredits doch zu erzielen sein.

Aus einer solchen Vorsicht heraus haben die Notenbankleitungen in den letzten Konjunkturperioden den Kampf gegen die Börsenkredite unternommen. Es haben sich hervorragende Fachleute gefunden, die bei ihrer Kritik dieses börsenfeindlichen Vorgehens meinten, daß sich die Zentralbankpolitik um die Börsenbewegung nicht zu küm-

mern habe. So richtig viele der Argumente waren, die von dieser Seite zugunsten der Börsenkredite vorgebracht wurden, so richtig war auch der Verdacht der Bankleiter gegen das Ausmaß der Kredite. Verfehlt war, daß man gegen die Börsenkredite vorging und die übrigen Kredite weiter ausdehnen wollte, verfehlt ist aber auch die Ansicht, welche die Börsenkredite in ihrem Ausmaß bagatellisiert. Die Börsenkredite sind als Teil der Gesamtkredite von größter Bedeutung und die Beobachtung der Börsenbewegung ist von größter Wichtigkeit. Wenn die moderne Zentralbankpolitik neben dem Goldbestand und der Devisenlage noch andere Orientierungspunkte akzeptierte, so ist wohl neben dem Warenpreisstand der Effektenkursstand von nicht untergeordneter Bedeutung. Goldbestand und Devisenlage müssen als Indices der Kredit- und Konjunkturpolitik versagen, wenn das Ausland parallele Inflationspolitik betreibt, das Preisniveau wird die Inflation verheimlichen, wenn Produktionssteigerungen die Kreditvermehrung in ihrer Auswirkung auf die Preise paralysieren; der Effektenkursstand muß in dieser Situation ein sicheres Symptom der Kreditausweitung sein.

Wir empfehlen also doch ein Vorgehen gegen die Börsenkredite? Wir empfehlen keine Attacke gegen Börse und Börsenkredite, aber wir raten zur Einstellung der Kreditexpansion, d. h. vor allem zur Erhöhung des Diskontsatzes, sobald eine anhaltende Börsenhausse zeigt, daß der Zirkulationskredit bereits am Werke ist. Wenn sich die Kreditpolitik der Notenbanken schon an der „Spekulationskurve des Wirtschaftsbarometers“ orientiert, wird sie den Konjunkturaufschwung frühzeitiger und mit leichteren Krisenfolgen abbremsen als sonst. Die Freunde der Kredit-erleichterung werden nun befürchten, daß eine „vorzeitige“

Diskonterhöhung die Belebung „im Keime ersticken“ und daß dadurch die Wirtschaft im Depressionszustande verharren müsse. Zur Erholung braucht aber die Wirtschaft keine Hilfe durch die Inflation. Es ist dafür ganz belanglos, wenn die Notenbank die „Führung mit dem Geldmarkt“ verliert, denn dies bedeutet nichts anderes, als daß der Geldmarkt durch das natürliche Kreditangebot flüssig genug ist und zum verlangten Zinssatze auf den zusätzlichen Kredit verzichtet. Eine Erhöhung der Bankrate ist insolange vollkommen unbedenklich, als sie nicht direkt deflationistisch wirkt, also einen Rückgang des Umlaufs bewirkt. Dagegen ist ein Diskontsatz, der eine Zunahme der Bankkredite gestattet, schlechtweg als inflationistisch anzusprechen.

NAMENVERZEICHNIS.

A

Amonn, A., 12, 24

B

Bagehot, W., 6
 Balogh, Th., 74, 76, 98, 190
 Beckerath, H. v., 73, 140, 147, 155, 202
 Bendixen, F., 125 f,
 Böhm-Bawerk, E. v., 2, 9—15, 17, 20, 102, 134, 142

C

Cantillon, R., 98
 Cassel, G., 7, 8, 12, 14, 18, 20, 33, 34, 37, 49, 75, 97, 102, 108, 112, 117 ff, 140, 194, 203
 Catchings, W., 105, 114
 Clark, J. B., 19

E

Eberstadt, R., 8, 9

F

Foster, W. T., 105, 114
 Fullarton, J., 126

G

Göppert, H., 84

H

Haberler, G., 113, 125
 Hahn, A., 10, 17, 81, 85, 97, 108, 192, 203
 Halm, G., 12, 37, 39, 65, 162, 173, 199
 Hardy, Ch. O., 93, 164, 199 f
 Hayek, F. A., 19 f, 95, 98, 101, 105, 107, 110, 114, 119, 120, 124, 177
 Hayek, H., 98
 Hilferding, B., 140
 Holtrop, M. W., 122, 124, 146, 156, 175

J

Jaffé, E., 81

K

Kant, I., 214
 Keynes, J. M., 105, 123 f
 Komorzynski, J. v., 12
 Kuzcynski, J., 105

L

Lampe, A., 105, 115 ff, 120
 Lansburgh, A., 94, 97
 Lederer, E., 123, 127, 137
 Liefmann, R., 10, 26, 29, 58, 82, 97
 Löwe, A., 177

M

Macleod, 17
 Mayer, H., V, 160, 179
 Meithner, K., 81
 Menger, C., 10, 12, 14, 18, 37, 53,
 157, 158
 Mises, L. v., 6, 80, 96, 101, 109,
 110, 122, 126, 157, 166, 174, 176 f
 Morgenstern, O., 53

N

Neisser, H., 90, 124, 125, 156

O

Owens, R. N., 93, 164, 199 f

P

Palyi, M., 74 f
 Persons, W. M., 99
 Philippovich, E. v., 134
 Phillips, Ch. A., 170
 Polak, J. N., 127, 134, 137, 145,
 147 ff, 155, 205
 Prion, W., 9, 92

R

Reisch, R., V, 34, 36, 40, 46—49,
 52, 61 f, 73, 110, 116, 179, 187,
 194, 203

Ricardo, D., 172
 Robertson, D. H., 135
 Röpke, W., 28, 71, 108
 Rosenstein-Rodan, P. N., 53 f

S

Schacht, H., 188
 Schlesinger, K., 118
 Schmidt, A., 126
 Schulze-Gaevernitz, G. v., 13, 14
 23, 155, 188
 Schumpeter, J., 17, 108, 215
 Simon, H., 196
 Somary, F., 130
 Spiethoff, A., 10, 97
 Strigl, R., 177, 182 f

T

Tooke, Th., 126

W

Weber, A., 12, 18, 19, 46, 140, 162,
 192
 Weber, M., 1
 Wicksell, K., 101, 109
 Wieser, F. v., 86, 87

ÖSTERREICHISCHES INSTITUT FÜR KONJUNKTURFORSCHUNG.

KURATORIUM:

Richard REISCH
Vorsitzender.

Walter BREISKY
Stellv. Vorsitzender.

Ludwig MISES
Stellv. Vorsitzender.

Franz BARTSCH, Wilhelm BERLINER, Eduard BREISACH, Rudolf BRICHTA, Guido BROMEISL, René DELANNOY, Theodor DORAZIL, Karl FORCHHEIMER, Ernst GEIRINGER, Friedrich GLASER, Viktor GRAETZ, Richard KATZIANTSCHITSCH, Benedikt KAUTSKY, Richard KERSCHAGL, Alfred KOROMPAY, Otto KORWIK, Ludwig KRANZ, Helene LIESER, Walter LÖWENFELD, Edmund MARENZELLER, Hans MAYER, Edmund PALLA, Emil PERELS, Karl PRIBRAM, Alexander REICHMANN, Robert RICHTER, Richard RIEDL, Rudolf RIEMER, Hans RIZZI, Emil ROTHE, Walter SCHIFF, Karl SCHLESINGER, Hans SCHMIDT, Richard SCHUELLER, Friedrich SCHUSTER, Max SOKAL, Siegfried STRAKOSCH-FELDRINGEN, Ernst STREERUWITZ, Richard STRIGL, Ludwig STROBL, Wilhelm TAUCHER, Friedrich TILGNER, Josef VINZL, Wilhelm WINKLER, Otto WITTSCHIEBEN, Gustav WEISS-WELENSTEIN, Heinrich WILDNER.

LEITER DES INSTITUTES:

Friedrich A. HAYEK.

ORGANISATION:

Das österreichische Institut für Konjunkturforschung wurde von einem im Jahre 1926 zu diesem Zwecke ins Leben gerufenen Verein errichtet, in dem sich als gründende Mitglieder die Spitzenorganisationen der Wirtschaft und einige Unternehmungen von halböffentlichem Charakter zusammentaten, und der auch fortlaufend die Mittel zur Erhaltung des Institutes beiträgt. Die Aufsicht über die wissenschaftlichen Arbeiten des Institutes wurde einem Kuratorium übertragen, dem neben dem Ausschuss des Vereines Vertreter der Behörden und eine Reihe von Fachleuten angehören und dessen Mitglieder oben angeführt sind. Mit der unmittelbaren Führung der wissenschaftlichen Arbeiten ist der gleichfalls oben angeführte Leiter des Instituts betraut. Das Institut gibt neben den Beiträgen zur Konjunkturforschung Monatsberichte über die Wirtschaftsentwicklung Österreichs und der wichtigsten übrigen Länder der Welt heraus, über die alles Nähere aus der Anzeige auf der folgenden Seite zu entnehmen ist.

MONATSBERICHTE DES ÖSTER- REICHISCHEN INSTITUTES FÜR KONJUNKTURFORSCHUNG

Die Monatsberichte des Institutes bieten eine regelmäßige übersichtliche Darstellung der jüngsten Bewegungen in der österreichischen Wirtschaft und ein darauf gegründetes Urteil über die Entwicklungschancen für die nächste Zukunft. Die Darstellung stützt sich auf ein umfangreiches, zum großen Teil erstmalig in den Monatsberichten erscheinendes wirtschaftsstatisches Material und wird durch reichliche graphische Darstellungen anschaulich gemacht. Neben der ausführlichen Erörterung der österreichischen Wirtschaftslage bringen die Monatsberichte auch Übersichten über die Wirtschaftslage des Auslandes, und zwar sowohl der großen Weltstaaten als auch insbesondere der unmittelbaren Nachbarstaaten Österreichs und der wichtigsten Länder Osteuropas. Vereinbarungen mit den meisten Konjunkturinstituten des Auslandes ermöglichen es dem Österreichischen Institut für Konjunkturforschung, in seinen Berichten auch die Ergebnisse der Arbeiten jener Institute auszugewisse zugleich mit ihnen zu veröffentlichen.

Die Monatsberichte erscheinen seit Juni 1927. Die in jedem Kalenderjahr erscheinenden Nummern bilden einen Band, zu dem ein ausführliches Inhaltsverzeichnis geliefert wird. Der Erscheinungstag ist derzeit der 26. jeden Monats.

Bezugsbedingungen :

Die Monatsberichte des Österreichischen Institutes für Konjunkturforschung werden an Mitglieder des Vereines „Österreichisches Institut für Konjunkturforschung“ und an wissenschaftliche Bibliotheken und Institute abgegeben. Mitglieder können physische und juristische Personen nach Genehmigung der Aufnahme durch den Ausschuß des Vereines werden. Der Mindestmitgliedsbeitrag beträgt S 50.— in Österreich und S 60.— im Ausland und schließt den Bezug der Monatsberichte und aller sonstigen Publikationen des Institutes ein. Für wissenschaftliche Bibliotheken und Institute beträgt die Bezugsgebühr der Monatsberichte (bei direktem Bezug vom Institut) S 20.— im Jahr. Mitglieder können weitere Exemplare der Monatsberichte zum Selbstgebrauch um je S 20.— für den Jahrgang erhalten.

Alle Zuschriften sind an das Österreichische Institut für Konjunkturforschung, Wien, I., Stubenring 9—10 zu adressieren; Geldsendungen auf das Postscheckkonto des Institutes bei der Österreichischen Postsparkasse Nr. 35.754 zu überweisen. Anfragen unter Tel.-Nr. R-23-500.

BEITRÄGE ZUR KONJUNKTURFORSCHUNG

HERAUSGEGEBEN VOM
**ÖSTERREICHISCHEN INSTITUT
FÜR KONJUNKTURFORSCHUNG**

Nr. 1.

Friedrich A. HAYEK:

Geldtheorie und Konjunkturtheorie, 1929, XII und 147 Seiten.
Preis RM 6.—, bzw. S 10.20.

Nr. 2.

Fritz MACHLUP:

Börsenkredit, Industriekredit u. Kapitalbildung, 1931, XII u. 220 Seiten.

Im Laufe des Jahres 1931 wird noch erscheinen:

Nr. 3.

Friedrich A. HAYEK:

Preise und Produktion.

Ferner befinden sich in Vorbereitung:
(Änderungen der Titel vorbehalten).

Martha Stephanie BRAUN: Die Kosten der Arbeitsleistung, international verglichen.

Oskar MORGENSTERN: Preisbindungen und Kostengestaltung im Konjunkturverlauf.

Erich SCHIFF: Kapitalfehlleitung im Betrieb.

Gerhard TINTNER: Die Preise im Konjunkturverlauf.

VERLAG VON JULIUS SPRINGER / WIEN