

WELTWIRTSCHAFT UND WIRTSCHAFTSPOLITIK  
IN EINZELDARSTELLUNGEN

————— BAND I —————

# DIE DEFLATION

UND IHRE PRAXIS IN ENGLAND · DEN  
VEREINIGTEN STAATEN · FRANKREICH  
UND DER TSCHECHOSLOWAKEI

VON

**CHARLES RIST**

PROFESSOR AN DER FACULTÉ DE DROIT  
IN PARIS

MIT 3 KURVEN



**BERLIN**  
VERLAG VON JULIUS SPRINGER  
1925

ISBN-13:978-3-642-90305-2 e-ISBN-13:978-3-642-92162-9

DOI: 10.1007/978-3-642-92162-9

**ALLE RECHTE VORBEHALTEN.**

## Vorwort zur deutschen Ausgabe.

Das Buch, das ich hiermit — auf Anregung des Herrn Dr. M. Palyi — dem deutschen Publikum vorlege, ist im November 1923 abgeschlossen worden. Damals sind weder Deutschland, noch Polen, noch Ungarn zu einer Stabilisierung gelangt. Inzwischen ist das geschehen. Für eine neue Ausgabe des Buches wären also diese neuen Erfahrungen eingehend zu berücksichtigen, wie auch die so instruktiven Erfahrungen mit der Währungsstabilisierung in Deutschösterreich. Sie würden aber die Ergebnisse, zu denen die Untersuchung der Währungsexperimente aus den Jahren 1920/1923 geführt haben, nur noch bestätigen.

Überall hat die Wiederherstellung des budgetären Gleichgewichts, sei es mit Hilfe innerer Finanzmaßnahmen oder gestützt auf auswärtigen Kredit, die Voraussetzung der Stabilisierung gebildet, wie sie ihr auch zum Ausgangspunkt diente. Das Defizit der Zahlungsbilanz, das so häufig als die Hauptursache des Währungsverfalls hingestellt zu werden pflegt, ist von selbst verschwunden, sobald geeignete Finanzmaßnahmen den Wechselkurs stabilisierten und die Notenpresse stilllegten. Die einzigen Länder, in denen die Zahlungsbilanz der Währungssanierung ernstliche Schwierigkeiten in den Weg legen kann, sind die fast rein agrarischen Volkswirtschaften, deren Ausfuhr ausgesprochenen Saisoncharakter trägt. Bei der Majorität der europäischen Völker ist das nicht der Fall. Und selbst wo das der Fall ist, helfen private Kapitalwanderungen, wenn nur die Staatsfinanzen in guter Ordnung sind, die schwierigen Perioden zu überwinden.

Was die Deflation selbst anbelangt, so haben die Erfahrungen der letzten zwei Jahre ausgiebig gezeigt, daß sie an sich außerstande ist, den geringsten Einfluß, sei es auf die Wechselkurse, sei es auf die Güterpreise, auszuüben. Ist das Budgetgleichgewicht erreicht, so müssen die Steuerüberschüsse zur Abtragung

der Staatsschulden dienen, nicht aber dazu, die im Lande vorhandene Geldmenge zu verknappen. Man muß es der Geldmenge überlassen, sich selbsttätig zu regulieren. Ihre Vermehrung von Staats wegen ist ebenso unerwünscht wie ihre künstliche Verminderung.

Mindestens in einem Punkt, hoffe ich, werden die in dieser kleinen Schrift zum Ausdruck gebrachten Gedanken keinem Widerspruch begegnen: daß es nämlich dringend notwendig ist, so bald als irgend möglich zur Goldwährung zurückzugelangen. Nicht nur deshalb, weil das Gold seine Sicherheit in sich trägt, sondern noch mehr deshalb, weil Gold das einzig mögliche internationale Geld ist und die Welt heute nach einem internationalen Geld dürstet. Die Zeit der rein nationalen Währungen ist vorüber. Die Welt will nichts mehr davon wissen<sup>1)</sup>.

**Charles Rist.**

Versailles, den 30. Dezember 1924.

---

<sup>1)</sup> Die deutsche Ausgabe weicht vom französischen Original nur durch ganz geringfügige Zusätze ab, die durch eckige Klammern kenntlich gemacht sind. Die Zahlenangaben des Originals sind für die vorliegende Ausgabe nachgeprüft und an einigen Stellen richtiggestellt worden.

## Inhaltsverzeichnis.

	Seite
Erstes Kapitel. Was versteht man unter Deflation?	1
Zweites Kapitel. Die englische Methode . . . . .	9
Die Inflation, S. 9; — (Der Bericht der Cunliffe-Kommission, S. 11; — Die Anwendung, S. 15;) — Die Deflation, S. 20; — Die Wiederherstellung des Budget-Gleichgewichts, S. 25.	
Drittes Kapitel. Die Deflation in den Vereinigten Staaten . . . . .	31
Der Mechanismus der Inflation, S. 31; — Der Mechanismus der Deflation, S. 33; — Das Gleichgewicht des Budgets, S. 36; — Die „Kreditdeflation“ seit 1920, S. 37; — Das neue Problem der Golddeflation, S. 42.	
Viertes Kapitel. Die Deflation in Frankreich . . . . .	47
Die Grundsätze, S. 48; — Die Durchführung, S. 50; — Die Finanzlage und die Deflation, S. 55; — Unterschiede zwischen der Periode von 1871—1876 und der von 1918—1923, S. 63.	
Fünftes Kapitel. Die Deflation in der Tschechoslowakei	69
Die Verminderung der Geldmenge im Jahre 1919, S. 69; — Wirkungen der Währungsreform auf die Preise und den Wechsel- kurs, S. 75; — Die Zahlungsbilanz, S. 81; — Die Budgetreform, S. 84; — Deflation und Wirtschaftskrise, S. 86; — Deflation und Kronenstabilisierung, S. 87.	
Sechstes Kapitel. Schlußbetrachtungen: Wirtschaftliche Beziehungen zwischen dem Gleichgewicht des Budgets und der Besserung des Wechselkurses . . . . .	90
Anhang zum zweiten Kapitel. Dokumente betreffend England	105
I. Der Mechanismus der englischen Inflation, S. 105; — II. Die Grundsätze der Deflation, S. 108; — III. Die offenen Buch- kredite (Ways and means advances) bei der Bank von England und die schwebende Schuld, S. 110; — IV. Die britische Zah- lungsbilanz, S. 111; — V. Kurs des Pfundes gegen Dollar von 1919 bis 1923, S. 113.	

	Seite
<b>Anhang zum dritten Kapitel. Dokumente betreffend die Vereinigten Staaten . . . . .</b>	<b>114</b>
I. Der Mechanismus der Inflation in den Vereinigten Staaten nach den Berichten des Bundesreserveamts, S. 114; — II. Die gesamte Schuld und die schwebende Schuld der Vereinigten Staaten zwischen dem 31. August 1919 und dem 30. Juni 1923, S. 120; — III. Zu- und Abnahme der täglich fälligen Depositen der Mitgliedbanken bei den Bundesreservebanken und der Noten der Bundesreservebanken, S. 120; — IV. Gesamter Geldvorrat und Menge des umlaufenden Geldes in den Vereinigten Staaten an verschiedenen Tagen in Millionen Dollar, S. 121.	
<b>Anhang zum fünften Kapitel. Dokumente betreffend die Tschechoslowakei . . . . .</b>	<b>123</b>
I. Der Kurs für 100 tschechoslowakische Kronen in Zürich von 1919 bis Juni 1923, S. 123; — II. Der Großhandelsindex in der Tschechoslowakei, S. 124; — III. Die Arbeitslosigkeit in der Tschechoslowakei von 1919 bis 1923, S. 124.	
<b>Anhang zum sechsten Kapitel . . . . .</b>	<b>127</b>
Gesamtbetrag der Zahlungsmittel der Banken und des Staates in Italien von 1880 bis 1903, S. 128; — Gesamtbetrag der Zahlungsmittel in den Vereinigten Staaten von 1863 bis 1878, S. 128.	

## Erstes Kapitel.

### Was versteht man unter Deflation?

Das Wort Deflation wird in sehr vielerlei Bedeutungen gebraucht. Es ist notwendig, diese zu präzisieren, um in der folgenden Darstellung der Methoden, deren Verschiedenheit meist nicht erkannt wird, Zweideutigkeiten zu vermeiden und Klarheit zu gewinnen.

1. Im radikalsten Sinne versteht man unter Deflation die effektive Verminderung der Geldmenge. Diese Operation bedeutet nicht nur die Zurückziehung, sondern auch die endgültige Vernichtung der zusätzlichen „Kaufkraft“ (deren Schaffung gerade die Inflation ausmacht) sowie das Verbot, sie wieder in Umlauf zu setzen.

Dieser Typus der Deflation kann offenbar nur angewendet werden, wenn die Inflation in der Ausgabe von Banknoten mit Zwangskurs oder von Staatspapiergeld, die beide völlig vernichtet werden können, bestand.

Wenn die „Kaufkraft“ nicht in der Form von Banknoten, sondern als Kontokorrentguthaben geschaffen wurde, — einfache Bankkredite, die im Wege des Scheckverkehrs in Umlauf gesetzt werden (bekanntlich ist diese Methode während des Krieges in weitem Ausmaß zur Anwendung gekommen, sowohl durch die privaten Depositenbanken wie bei gewissen Emissionsbanken, wie die Bank von England) —, so können diese Kredite (wenn sie einmal zurückgezahlt sind) natürlich nicht effektiv vernichtet werden. Handelt es sich um eine Zentralbank, deren Statuten gesetzlich geregelt sind, so könnte man an ein Verbot der Gewährung neuer Kredite nach Abtragung der alten denken. Das würde der Vernichtung der Banknoten oder des Papiergeldes in den Staaten entsprechen, in denen die Inflation in dieser Form stattgefunden hat. Ein Beispiel für die tatsächliche Durchführung einer solchen

Maßnahme ist uns nicht bekannt. Die Depositenbanken vollends sind offenbar immer in der Lage, neue Kredite, selbst zugunsten des Staates, zu eröffnen, um die zurückgezahlten Kredite zu ersetzen. In der Praxis ist diese Freiheit allerdings keine unbeschränkte, denn die Sicherheit der Banken beruht auf der Leichtigkeit, mit der sie bei einer höheren Instanz (Notenbank oder Fiskus) die nötigen Zahlungsmittel bekommen können, falls ihre Depositen zurückgefordert werden. Ihre Fähigkeit, Kredite zu gewähren, ist also durch die Möglichkeit der Geldschaffung durch eine Zentralbank oder durch die Regierung beschränkt. Dadurch werden den privaten Depositenbanken Schranken gesetzt, die schwer oder gar nicht übertreten werden können.

Das Problem der Deflation — im radikalsten Sinne des Wortes — reduziert sich also auf das Problem, die durch die Zentralbank oder den Staat geschaffenen Zahlungsmittel, deren Menge letzten Endes das Ausmaß der Kaufkraftschaffung durch die anderen Banken bestimmt, zu beschränken. Solange diese Zahlungsmittelmengen nicht vermindert wird, haben die Depositenbanken keinen Grund, die Höhe der Kredite, die sie dem Staate oder solchen Privaten gewähren können, die ihrerseits dem Staate Geld zu leihen wünschen, einzuschränken.

2. Das führt uns auf die zweite Bedeutung des Wortes Deflation, eine sozusagen gemäßigte Bedeutung als die vorhergehende.

Häufig versteht man unter Deflation die einfache Rückzahlung an die Banken der von ihnen zugunsten des Staates geschaffenen Zahlungsmittel (Noten und Kredite) — während die Banken im übrigen freie Hand behalten, sie von neuem entsprechend den Bedürfnissen der Wirtschaft in Verkehr zu bringen. In diesem Fall ist Deflation nicht gleichbedeutend mit Geldverminderung durch Vernichtung von Zahlungsmitteln. Das Wort bedeutet hier Ersatz von Zahlungsmitteln, die mittels Zahlungsversprechen des Staates gedeckt sind, durch solche, die durch kommerzielle Werte gedeckt sind, oder auch Rückerstattung von Zahlungsmitteln, die ursprünglich allein zum Nutzen des Staates geschaffen waren, seitens des Staates zugunsten von Handel und Industrie.

Bei dieser Methode kann die Menge der Zahlungsmittel, sei es in der Form von Banknoten oder Staatspapiergeld, sei es in der



Form von Kontokorrentguthaben, über die mit Scheck verfügt werden kann, wenigstens im Prinzip unverändert bleiben.

In der Praxis freilich kann Wiederausgeben der Noten oder der zurückgeflossenen Kredite längere oder kürzere Zeit dauern. Es hängt von der Intensität des Kreditbedürfnisses von Handel und Industrie ab. Es wird sich schneller oder weniger schnell vollziehen, je nachdem man sich in einer Periode des Niedergangs oder des Aufstiegs der Konjunktur befindet. Es bleibt jedenfalls immer möglich, während es in dem vorher besprochenen Fall der Deflation ausgeschlossen war.

Die Wirkung der Rückzahlung der von den Banken dem Staat gewährten Kredite besteht dann nicht mehr in einer unmittelbaren Verminderung der Zahlungsmittelmenge, sondern in der Steigerung des Kreditspielraums, über den die Banken zugunsten des privaten Bedarfs verfügen. Werden die Banken diesen Spielraum ausnutzen? Das ist eine Tatfrage. Sehen sie sich aber veranlaßt, davon Gebrauch zu machen, so wird diese Erweiterung des Kreditspielraumes die anderenfalls drohende Gefahr beseitigen, daß die Notenbank genötigt wäre, die Höchstgrenze der Notenemission, die, wie wir sehen werden, die elementare Vorsicht in der Papierwirtschaft ihr zu setzen gebietet, zu überschreiten.

3. Welches System man auch wählen mag — den radikalen oder den gemäßigten Typus —, in beiden Fällen ist die Vorbedingung der Deflation, daß der Staat die von den Banken vorgeschossenen Summen aus dem Ertrag langfristiger Anleihen oder aus Budgetüberschüssen zurückzahlt. Eine weitere Methode besteht darin, daß die Banken die Anleihestücke oder die Schatzanweisungen, die sie selbst in ihr Portefeuille genommen und deren Gegenwert sie den Kunden durch Eröffnung von Krediten vorgeschossen haben, an das Publikum weitergeben. Diese Methode läuft wie die erste darauf hinaus, der Bank die von ihr zunächst aus dem Nichts geschaffene Kaufkraft wieder zuzuführen, ein Rückfluß, der sich mit Hilfe der Gelder vollzieht, die jetzt aus den Ersparnissen des Publikums entnommen werden, d. h. mit Hilfe eines wirklichen Einkommens, auf dessen Verbrauch das Publikum verzichtet.

Diese Weiterwälzung der Kredite ist eine von der Umlauf-erneuerung oder -nichterneuerung der zurückgezahlten Kredite

verschiedene Operation. Wir werden sie im folgenden die „finanzielle Deflation“ nennen. Die „finanzielle Deflation“ kann von einer „Gelddeflation“ begleitet sein oder auch nicht, je nachdem sie tatsächlich zu einer Verminderung der umlaufenden Zahlungsmittelmenge oder der durch Scheck realisierbaren Bankdepositen führt oder nicht.

Die beiden Operationen müssen unterschieden werden. Die finanzielle Deflation geht der monetären immer voraus; aber die zweite tritt nicht notwendigerweise ein, wenn die erste durchgeführt ist. Es gibt finanzielle Deflationen ohne Gelddeflation; es genügt hierzu, daß die zurückgezahlten Kredite oder eingelösten Noten wieder in Umlauf gesetzt werden.

Man sieht bereits, welche Interessenkonflikte aus einer [monetären] Deflationspolitik entstehen.

Sie bedeutet eine Beschneidung der Einkommen, die sich bei Privaten infolge der Inflation herausgebildet haben; eine endgültige Beschneidung, wenn die zurückgezahlten Kredite endgültig vernichtet werden (radikale Deflation); eine vorübergehende Beschneidung, wenn die Banken sie wieder in Umlauf setzen (gemäßigte Deflation). Auch im letzteren Fall werden die Privaten die Summen, die sie als Eigentum besaßen, bevor sie sie dem Staate oder den Banken zur Verfügung stellten, nur als Darlehen wiedererlangen.

Ist diese Beschneidung berechtigt? Dem Scheine nach wird nur der frühere Zustand wiederhergestellt. Die Staatsausgaben haben seinerzeit, entgegen der Natur der Dinge und dank der Schaffung zusätzlichen Geldes, worin gerade die Inflation besteht, niemandem ein Verzicht auf Einkommen auferlegt. Die Rückzahlung, die dann aus wirklichen Ersparnissen erfolgt, stellt nachträglich dieses Opfer dar und gestattet, das an Stelle der Ersparnisse geschaffene Geld wieder zu beseitigen.

Aber das ist nur Schein. Denn die Rückzahlung findet im allgemeinen erst statt, wenn das ganze Wirtschaftssystem durch die Preissteigerung, die selbst wieder eine Folge der ursprünglichen Inflation ist, bereits umgestellt ist. Aber diese Preissteigerung hat, wenn sie längere Zeit andauert, indirekt das Opfer an Einkommen herbeigeführt, das man anfangs vermeiden zu können glaubte. Die allgemeine Entwertung des Geldes reduziert, indem sie die Kaufkraft des nominellen Einkommens beschneidet, das Realeinkommen der Privaten um den Betrag aller Güter und

Leistungen, deren der Staat mit Hilfe des Papiergeldes habhaft wurde.

Die Deflation bewirkt also, indem sie die Einkommen von neuem reduziert, keine „restitutio in integrum“, fügt vielmehr dem Opfer, das die Inflation bereits im stillen gefordert hat, ein neues hinzu.

Dies neue Opfer, das dem ersten folgt, läßt sich nur auf zweierlei Weise rechtfertigen: entweder durch Vorteile auf dem Gebiet des Geldwesens — z. B. die Wiedererreichung des Paristandes der Wechselkurse oder die Gewinnung eines elastischen Spielraums zur Vermeidung einer neuen Inflation — oder durch den Wunsch, den Einkommen der Personen, die durch die Inflation geschädigt waren, eine erhöhte Kaufkraft zu geben. Man muß tatsächlich zugeben, daß man durch sukzessive Verkürzungen der Einkommen, wenn sie auf einen genügend langen Zeitraum verteilt sind und öfters wiederholt werden, das Preisniveau senken kann. Die Folge ist eine Verschiebung der Realeinkommen, die derjenigen entgegengesetzt verläuft, die sich in der Periode der Inflation vollzogen hatte, denn die Aufwertung des Geldes nützt vor allen Dingen den Beziehern fester Einnahmen, die durch die vorhergehende Geldentwertungskrise am meisten betroffen waren.

Allein, diese Preissenkung ihrerseits versetzt die ganze Volkswirtschaft in eine schwere Krise, die für die Produktion sehr ungünstig ist.

Es gibt einen Zeitpunkt, wo die Gefahr besteht, daß die rein geldlichen Vorteile der Deflation durch die wirtschaftlichen Nachteile derselben aufgewogen werden.

Wäre es nicht besser, anstatt die durch unverbrauchte Anleihen oder durch Budgetüberschüsse gewonnenen Beträge zur Verminderung der Geldmenge, d. h. zur Vernichtung der Nominaleinkommen zu verwenden, sie den Privaten zu produktiver Verwendung zu überlassen? Ist es nicht besser, anstatt die Kaufkraft der Banknoten durch ihre Vernichtung zu heben (unter dem Vorwand der Rückzahlung der ursprünglich durch ihre Emission erhobenen Zwangsanleihe) die freiwilligen Anleihen zurückzuzahlen, wodurch man die Finanzlage des Staates erleichtert, und gleichzeitig das zurückgezahlte Kapital in den Händen der Privaten zu belassen und so eine Erholung der Produktion zu fördern, was auch auf den Geldwert günstig rückwirken würde?

Das sind die Fragen, die durch die Deflation aufgeworfen werden, und die ganze Schwierigkeit besteht darin, zwischen ihren währungspolitischen Vorteilen und den wirtschaftlichen Nachteilen das Gleichgewicht herzustellen.

Diese Schwierigkeit wächst noch, wenn die Erfahrung zeigt, daß die geldlichen Wirkungen, die im allgemeinen von einer radikalen Deflation erwartet werden, nicht immer eintreten, — wenn man z. B. feststellt, daß das auf der einen Seite durch Steuern oder Anleihen zurückgezogene Geld auf der anderen Seite in Form von Bankkrediten wiedererscheint, indem das Publikum genötigt ist, um Steuern zu zahlen oder Anleihen zu zeichnen, Bankvorschüsse in Anspruch zu nehmen. Das hat sich, wie wir sehen werden, in der Tschechoslowakei ereignet.

Wir begnügen uns vorläufig mit dem Hinweis auf die Schwierigkeiten, ohne sie näher zu untersuchen.

Zwei Bemerkungen müssen indessen sogleich gemacht werden:

Erstens gibt es keine a-priori-Lösung des Problems der Deflation. Was auch gewisse Schriftsteller darüber sagen oder denken, — die einen, die immer geneigt sind, die Volkswirtschaftslehre für bankrott zu erklären, die anderen, die stets bereiten, ihre persönlichen Lieblingsvorstellungen für ewige Wahrheiten der „Wissenschaft“ auszugeben, — es gibt für diese Fragen keine orthodoxe und keine häretische Lösung. Es handelt sich um ein praktisches Problem, das, wie alle praktischen Probleme, je nach Zeit und Ort verschiedene Lösungen zuläßt. Die Wirkungen des Chinins sind in der Wissenschaft bekannt; aber seine Dosierung und selbst seine Anwendung wechselt je nach den Personen und Krankheiten. Ebenso ist es mit der Deflation. Allenfalls kann man feststellen, daß auf seiten der Politiker und der Geschäftsleute eine Neigung besteht, die dauernden Gefahren der Geldkrankheiten zu unterschätzen und umgekehrt die vorübergehenden wirtschaftlichen Unzuträglichkeiten, die ihre Heilung nach sich zieht, zu übertreiben. Dies verleitet sie leicht, die Volkswirte, die gegenüber den Gefahren einer Geldverschlechterung empfindlicher sind als sie, weil sie die Erfahrungen der Vergangenheit besser im Gedächtnis haben, für Dogmatiker zu erklären.

Ferner — und das ist unsere zweite Bemerkung — zeigt sich der oben erwähnte Interessenkonflikt nur, wenn der Staat fähig

geworden ist, seine Schuld zurückzuzahlen, d. h. wenn sein Budget im Gleichgewicht ist. Bis dahin kann es sich für ihn in Wahrheit nicht um Deflation handeln, sondern nur um eine mehr oder weniger vollständige Sistierung der Inflation. Bis dahin können folglich die „Gefahren“ der Deflation ignoriert werden.

4. Bis jetzt haben wir zwei Typen der Gelddeflation unterschieden, die beide auf vorangehender finanzieller Deflation beruhen.

Es gibt nun aber einen dritten, der von den bisherigen sehr verschieden ist. Das ist derjenige, von dem uns die Krisis von 1920 ein Beispiel gegeben hat. Dieser ist es, den man sehr häufig — besonders in England und in den Vereinigten Staaten — bei dem Worte „Deflation“ im Auge hat.

Man versteht darunter den Fall, daß durch die Erhöhung des Diskontsatzes eine Preissenkung und ein Stillstand der Spekulation, wenn diese gefährlich zu werden droht, herbeigeführt wird. Die Vereinigten Staaten haben Anfang 1920 zu diesem Modus der Deflation gegriffen, um ihre bedrohte Goldwährung zu stützen. Die europäischen Emissionsbanken fügten sich nur einer unausweichlichen Notwendigkeit, als sie dem Beispiel folgten. Die darauffolgende Depression war von einer diesmal spontanen Verringerung der Geldmenge, als Folge der allgemeinen Preissenkung, begleitet. Diese spontane Deflation steht im Gegensatz zu der bisher behandelten gewollten Deflation.

Eine solche erlebt man nach jeder Periode großen wirtschaftlichen Aufschwungs: sie hervorzurufen ist eine Pflicht jeder großen Emissionsbank, die sich ihrer volkswirtschaftlichen Aufgabe bewußt ist.

Sie steht in wesentlichem Gegensatz zu den oben behandelten Arten der Deflation, insofern es sich hier um eine Deflation der privaten Kredite handelt und nicht um eine Deflation der zugunsten des Staates geschaffenen Kredite, von denen oben allein die Rede war. Wir schlagen vor, sie zum Unterschied Kreditdeflation zu nennen. Beide Typen der Deflation haben indessen etwas gemein: sie schließen beide eine Verminderung des Einkommens der Wirtschaftssubjekte ein, da die infolge der Diskonterhöhung eintretende Preissenkung einer Verminderung aller Einkommen gleichkommt. Nur folgt diese Verminderung im

einen Fall aus der Preissenkung, im anderen Fall aus einer unmittelbaren Dezimierung der Geldmenge durch Anleihen oder Steuern.

Übrigens kann die spontane Kreditdeflation zu einer gewollten Deflation führen. Man kann den Rückfluß des Geldes in die Banken oder in die Staatskassen benutzen, um einen gewissen Teil davon endgültig zu vernichten. Das ist die in England für die Verminderung der Currencynoten befolgte Methode.

Allein auch in diesem Fall handelt es sich nur dann um eine wirkliche Deflation, wenn der Staat durch Budgetüberschüsse oder durch langfristige Anleihen in die Lage versetzt ist, das ihm spontan wieder zugeflossene Papiergeld nicht in anderer Form wieder in Umlauf zu setzen.

Die Deflationstypen, die wir unterschieden haben, werden nicht immer klar auseinandergehalten, selbst nicht von Leuten, deren Aufgabe es ist, die Währungspolitik der großen Länder zu bestimmen. Man muß zugeben, daß sich die Grenzen in Wirklichkeit oft vermischen. Indessen sind, wie wir sehen werden, weder ihr Ursprung noch ihre Wirkungen, noch ihr Mechanismus die gleichen.

Wir beginnen jetzt mit der Untersuchung der praktischen Deflationsmethoden, wie sie seit dem Ende des Krieges geplant und durchgeführt worden sind. In einem Schlußkapitel werden wir die Schlußfolgerungen ziehen, die sich aus diesen Erfahrungen ergeben.

Wir beginnen mit der englischen Methode.

## Zweites Kapitel.

### Die englische Methode.

In jedem Lande sind die Deflationsmethoden natürlich durch die Vorgänge bedingt, die vorher zur Inflation geführt haben. Wir müssen daher zunächst mit einigen Worten auf den Mechanismus der Inflation in England eingehen. Er war außerordentlich verwickelt, und daraus folgt, daß auch der Mechanismus der englischen Deflation zu den kompliziertesten gehört.

### Die Inflation.

Der englische Inflationsprozeß war ein doppelter: er hat sich gleichzeitig entwickelt aus der Schaffung von Bankkrediten und aus der Emission eines staatlichen Papiergeldes, der Currencynoten.

Einerseits hat sich die Regierung von den Banken Kredite eröffnen lassen — teils von der Bank von England (das sind die bekannten „Ways and Means advances“<sup>1)</sup>) — teils von den Privatbanken —, indem diese unmittelbar die kurz- und langfristigen Kriegsanleihen zeichneten oder dem Publikum die zu diesen Zeichnungen nötigen Summen vorschossen<sup>2)</sup>. In beiden Fällen vermehrten diese Vorschüsse der Banken, die als Kontokorrentvorschüsse gegeben wurden, die Kaufkraft des Publikums in entsprechender Höhe.

---

<sup>1)</sup> Die „Ways and Means advances“ werden im Folgenden als „offene Buchkredite“ (der Bank von England an den Staat) bezeichnet. [Der Übersetzer.]

<sup>2)</sup> Die Banken des Vereinigten Königreiches, ohne die Bank von England, besaßen Ende 1913 Anleihestücke im Betrage von 211 000 000 Pfund Sterling, zumeist Staatsanleihen. Ende 1921 stieg die Summe auf 587, Ende 1922 auf 688 Millionen.

Andererseits machte diese Aufblähung der Kaufkraft, die alle Preise in die Höhe trieb, eine reichlichere Zahlungsmittelversorgung notwendig zur Bezahlung der Löhne, für die Käufe im Kleinhandel usw., die sich nicht durch Scheck erledigen lassen. Hier schoben sich die Currencynoten ein, die dank ihrer Stückelung in kleinere Kupüren als die Noten der Bank von England zur Erledigung der kleinen Umsätze unentbehrlich sind. Die Regierung übernahm selbst die Verpflichtung, die jederzeitige Einlösung der Depositen durch die Banken sicherzustellen, indem sie diesen jeden gewünschten Betrag an Papiergeld zur Verfügung stellte, gegen Abtretung einer entsprechenden Summe ihres „Guthabens“ bei der Bank von England.

So konnte während der ganzen Dauer des Krieges und bis Ende 1919 ein Mechanismus funktionieren, der es der Regierung gestattete, unbeschränkt Vorschüsse von den Banken zu erhalten, indem sie selbst diesen das zur Einlösung der Depositen erforderliche Geld in unbegrenzter Menge zur Verfügung stellte.

Dieses System funktionierte glänzend und trieb die Summe der Kreditoren auf den Kontokorrentkonten der Banken von Ende 1913 bis Ende 1919 von 1032 Millionen auf 2356 Millionen und die Currencynoten in derselben Periode von Null auf 356 Millionen Pfund Sterling.

In dieser ganzen Zeit ist das System der Notenausgabe der Bank von England nicht geändert worden, und wenn der Notenumlauf sich inzwischen von 30 auf 91 Millionen erhöht hat, so ausschließlich infolge der Konzentration der Goldreserven des Landes in den Kassen der Bank. Die gesetzliche Grenze der Ausgabe ungedeckter Noten (d. h. von Noten ohne Metalldeckung) ist unverändert geblieben.

Wo findet sich in diesem System das Zahlungsmittel mit Zwangskurs, das der Note der Bank von Frankreich entspräche? Sind es die Kontokorrentvorschüsse der Bank von England an den Staat<sup>1)</sup> oder sind es die Currencynoten? Mit anderen Wor-

<sup>1)</sup> Diese Vorschüsse sind übrigens nicht aus der Bilanz der Bank zu ersehen, sondern nur aus den vom Schatzamt veröffentlichten Wochenberichten, wo sich auch die Zahlen der „Ways- and Means advances“ finden. Diese stammen nicht alle von der Bank von England. Ein Teil stammt aus anderen öffentlichen Kassen. Das sind die Departmental Advances, die aber keine Kreditschaffung darstellen und daher nicht währungspolitische Bedeutung wie die Vorschüsse der Bank haben,



ten: muß man, wenn man von der Deflation in England spricht, darunter die Rückzahlung der „offenen Buchkredite“ („Ways- and Means advances“) oder speziell die der Currencynoten verstehen?

Offensichtlich entspricht die Rückzahlung der letzteren am besten dem, was in Frankreich die Rückzahlungen der Regierung an die Bank sind.

Die offenen Buchkredite der Bank von England waren oft nur vorübergehender Art. Sie vermehrten sich (zeitweise sehr stark) und verminderten sich darauf wieder, ohne daß dadurch die Gesamtmenge des Geldes auf die Dauer beeinflußt wurde. So trieb die Suspendierung der Ausgabe von Schatzanweisungen während der Dauer einer großen Anleiheemission die Bankvorschüsse in die Höhe, aber nur für kurze Zeit.

Wenn aber die Vorschüsse der Bank von England schließlich auf dem Umwege über die Depositenbanken eine Emission von Currencynoten hervorgerufen haben, so sind diese endgültig in die Zirkulation eingetreten und haben so die ursprünglich durch die Vorschüsse der Bank herbeigeführte Kaufkraftvermehrung zu einer dauernden gemacht. Bis dahin konnte man sie als eine vorübergehende betrachten. Dieses endgültige Eintreten in die Zirkulation gehört aber gerade zum Wesen der Noten, die von der Bank von Frankreich der dortigen Regierung allmählich vorgeschossen wurden und als solche Vorschüsse in der Bilanz der Bank figurieren.

Nichtsdestoweniger müssen die etwa zweihundert Millionen Pfund offenen Buchkredite, die die englische Regierung Ende 1919 der Bank noch schuldete, den Currencynoten gleichgestellt und ihre Einlösung muß als eine wahre Deflation betrachtet werden. Wenn sie nicht eingelöst worden wären, hätten schließlich auch sie zu einer weiteren Emission von Staatspapiergeld führen müssen.

#### Der Bericht der Cunliffe-Kommission<sup>1)</sup>.

Schon während des Krieges hat man sich mit den Mitteln und Wegen der Rückkehr zu einem normalen Zustand nach Beendigung

---

<sup>1)</sup> Wir bringen im Anhang die Übersetzung des charakteristischen Teiles des Berichts, in dem die Methode der englischen Inflation dargelegt ist, und eine nicht weniger wichtige Stelle aus einem Bericht von Sir Basil Blackett, wo das Wesen der Inflation und der Deflation in England sehr scharf herausgearbeitet ist.

der Feindseligkeiten beschäftigt. England hat die Berechtigung unbeschränkter Geldschöpfung niemals anders als für den einen einzigen Fall: wenn das Schicksal des Landes durch einen auswärtigen Feind bedroht ist, zugegeben.

Wie erinnerlich, ist ein „Committee on Currency and Foreign Exchanges“ unter dem Vorsitz von Lord Cunliffe beauftragt worden, ein Programm für die einzuschlagende Politik zu entwerfen. Dieser Plan ist in dem ersten vorläufigen Bericht der Kommission (First Interim Report) vom 15. August 1918 dargelegt. Seine Ausführungen sind oft zitiert worden; wir fassen sie hier zusammen, denn sie bilden die Magna charta, das Programm der Deflation in England. Wir werden sehen, daß sie strikte die englischen Methoden der Inflation, die wir oben darstellten, im Auge haben. Sie beruhen überdies auf allgemeinen Prinzipien, deren Bedeutung sich gewiß nicht auf England beschränkt.

*Erster Grundsatz.* Eine Begrenzung der Kreditschöpfung ist in jedem Lande unentbehrlich. Vor dem Kriege wurde diese Grenze in England durch den Goldbestand der Notenbank gezogen, dessen Abfluß in das Ausland als Alarmsignal wirkte. Die tatsächliche Einstellung<sup>1)</sup> der Einlösbarkeit der Noten seit 1914 und das Verbot der freien Ausfuhr des gelben Metalles haben sie beseitigt. Sie wird nicht wieder hergestellt sein, solange diese Doppelmaßnahme, auf die man noch nicht ohne Gefahr verzichten kann, aufrechterhalten wird. Es bleibt daher nur ein Mittel, den Kredit einzudämmen, nämlich: der unbeschränkten Möglichkeit, die die Banken haben, sich so überaus leicht erlangbare Zahlungsmittel wie die „Currencynoten“ zu beschaffen, eine Grenze zu setzen. Was muß zu diesem Zweck geschehen? Es muß eine Höchstgrenze für die Ausgabe nicht gedeckter<sup>2)</sup> Currencynoten festgesetzt und für jede Emission, die diese Höchstgrenze überschreitet, eine Deckung in Noten der Bank von England verlangt werden. Da die ungedeckte Ausgabe der letzteren streng kontingentiert<sup>3)</sup> ist, so würde das darauf hinauslaufen, dem auf Vertrauen ruhenden

---

1) Bekanntlich sind die Banknoten auf dem Papier einlösbar geblieben. Aber in Wirklichkeit war das nicht der Fall und ist es auch heute noch nicht.

2) Eine Golddeckung von 28 500 000 Pfund ist für die Currencynoten von Anfang an bereitgestellt worden.

3) Auf 18 450 000 Pfund durch die Bestimmungen der Akte von 1844.

(„fiduziären“) Papierumlauf in der Form sowohl der Banknoten als auch der Currencynoten eine unübersteigbare Höchstgrenze zu setzen. Andererseits erhöht die Bank von England, wenn sie ihre Notenreserve schwinden sieht, ihren Diskontsatz. Folglich wird eine übertriebene Kreditschöpfung, die eine starke Nachfrage nach Currencynoten nach sich zieht, zu entsprechender Nachfrage nach Banknoten für ihre Deckung führen und automatisch die Bremse des Diskontsatzes anziehen. Die Inflation wird eingedämmt.

*Zweiter Grundsatz.* Es genügt nicht, der Inflation ein Ende zu machen: man muß die Menge der vorhandenen Zahlungsmittel reduzieren. Das Disagio des Pfundes gegenüber der Goldwährung ist nach einer klassisch gewordenen Lehre der Beweis für ein Überangebot an Papiergeld. Es muß also Deflation betrieben werden. Bis zu welchem Punkte? Es kommt natürlich nicht in Frage, auf den Vorkriegsstand herabzugehen. Die Preiserhöhung bleibt, wenigstens zum Teil, bestehen. Eine Vermehrung der Zahlungsmittel ist unumgänglich. Aber um wieviel? Der Wechselkurs kann als Führer dienen. Sobald das Pfund Sterling den Paristand erreicht hat, ist der Beweis erbracht, daß die umlaufende Papiermenge die Nachfrage nicht mehr übersteigt.

*Dritter Grundsatz.* Was es in diesem Zeitpunkt noch an ungedeckten Currencynoten geben wird, kann der Bank von England zugeführt und ohne Bedenken ihrem fiduziären [d. h. nicht durch Gold gedeckten] Notenumlauf zugesetzt werden. Das ist das Residuum der Inflation. Es wird, wie auch jetzt die ungedeckten Noten der Bank, durch Staatsanleihestücke gedeckt sein.

Daß dieses Residuum der Inflation unvermeidlich ist, begründet der Bericht in einem Abschnitt, dessen wörtliche Wiedergabe sich lohnen dürfte:

„Es ist anzunehmen, daß die Weltmarktpreise für lange Zeit, wenn nicht für immer, auf einem sehr viel höheren Niveau als vor dem Kriege stehen werden, und daß dann die Banken einen größeren Barbestand halten müssen. Ferner, wie viel auch immer an gesetzlichen Zahlungsmitteln durch die Anwendung verbesserter Zahlungsmethoden erspart wird, sie werden wahrscheinlich durch die Steigerung der Bezüge der Lohn- und Gehaltsempfänger, die die größten Bargeldverbraucher sind, mehr

als kompensiert sein. Alle diese Faktoren führen zu einer Vermehrung der gesetzlichen Zahlungsmittel, die das Land entweder im Umlauf oder in den Bankreserven halten kann, ohne die Goldwährung zu gefährden, weit über den Vorkriegsbetrag hinaus, ohne daß indessen dieser Betrag anders als auf Grund der Erfahrung festgesetzt werden könnte.“ (§ 38 des Cunliffe-Berichts.)

Deshalb schlägt der Bericht vor, lieber die Höhe der Zentralgoldreserve in der Bank von England festzusetzen. Er schlägt 150 Millionen Pfund Sterling vor — und meint, daß weitere Deflationsmaßnahmen sich erübrigen würden, wenn die Erfahrung zeigen wird, daß die Menge der vorhandenen Zahlungsmittel sich mit der Aufrechterhaltung einer solch bedeutenden Reserve verträgt.

*Vierter Grundsatz.* Wohlgermerkt, die Deflation muß schrittweise und den Verhältnissen entsprechend durchgeführt werden. Die Kommission lehnt es ab, im voraus eine bestimmte Summe für die jährliche Deflation vorzuschlagen. Sie begnügt sich mit dem Vorschlag, daß der Höchstbetrag des nicht gedeckten Umlaufs an Currencynoten, der in einem Jahre erreicht ist, als die Höchstgrenze dient, die im nächsten Jahre nicht überschritten werden darf.

Ebensowenig schlägt sie eine besondere Methode für diese Deflation vor. Sie begnügt sich mit dem etwas unbestimmten Verlangen, daß man „nach Maßgabe der sich bietenden Gelegenheiten“ vorgehen solle.

*Fünfter Grundsatz.* Selbst mit diesen Vorsichtsmaßnahmen kann das System zu starr sein. Man muß ein Sicherheitsventil offen lassen. Die Elastizität des Umlaufs ist eine Notwendigkeit für die modernen großen Geldmärkte. Man muß also die zu Beginn des Krieges durch die „Currency and Bank-Notes Act“ eingeführte Ausnahmemäßregel aufrechterhalten, die der Bank gestattet, mit Zustimmung des Finanzministeriums vorübergehend ihre fiduziäre (d. h. metallisch nicht gedeckte) Notenausgabe über die durch die Bank-Akte von 1844 festgesetzte Höchstgrenze hinaus zu erhöhen. So wird jeder „Panne“ des Kredits vorgebeugt und die Gefahren einer zu schleunigen Deflation werden abgeschwächt. Eine zusätzliche Ausgabe von Banknoten kann dann immer eine zu geringe Ausgabe von Currencynoten kompensieren.

Das sind, nach Ausschaltung aller nebensächlichen Erörterungen, die die Lektüre des Berichts etwas erschweren, die Grundsätze des Cunliffe-Berichtes, der vielleicht ebenso berühmt werden wird wie der allbekannte „Bullion-Report“ von 1810.

Sie lassen sich im Endergebnis in zwei Gedanken zusammenfassen, die man als Grundlage aller ernsthaften Reform der Papierwährung wiederfindet: eine unwiderrufliche Höchstgrenze der Emission festzusetzen, andererseits aber die Elastizität der für den Geschäftsverkehr notwendigen Zahlungsmittel sicherzustellen.

Sie gestatten ferner die Verfolgung eines bestimmten Zieles: die Rückkehr des englischen Wechselkurses zur Vorkriegsparität. Ist dieses Ziel einmal erreicht, so wird das verbleibende Inflationsresiduum hierin seine Grenze finden.

### Die Anwendung.

Die englische Regierung hat sich mit den Vorschlägen der Cunliffe-Kommission zunächst nicht beschäftigt. Man war noch mitten im Kriege. Das Kreditnehmen bei den Banken war für die Fortsetzung des Krieges unentbehrlich. Deflation zu betreiben, während man gleichzeitig Schulden macht, hätte nur geheißen, dem Publikum Sand in die Augen streuen.

Der erste Versuch, die Vorschläge der Kommission durchzuführen, wurde erst ein Jahr nach ihrer Veröffentlichung gemacht: am 16. August 1919. An diesem Tage sieht man zum erstenmal im Wochenausweis über den Stand der Currencynoten als Gegengewicht gegenüber einem Anwachsen der Emission eine Deckung von 250 000 Pfund Sterling in Banknoten: der Betrag erhöht sich dann allmählich bis auf 4 Millionen Pfund am 1. Januar 1920. Zum erstenmal stellt man, gemäß der von der Kommission vertretenen Politik, einer Vermehrung des Umlaufs von Currencynoten eine entsprechende Verminderung der Banknotenreserve in der Bank von England gegenüber.

Wie haben sich die Verhältnisse bis dahin entwickelt?

Wenn eine Bank für ihre Kunden Currencynoten bei der Bank von England verlangte, so forderte diese sie beim „Currency-Notes Departement“ [des Schatzamtes] an. Als Gegenwert überwies sie diesem einen entsprechenden Teil des Kredits, der bei ihr zugunsten der anfordernden Bank zu Buche stand. Das „Currency-Notes

Departement“ erhielt also die Verfügung über einen Kredit bei der Bank von England, den es sofort an das Finanzministerium zur Verausgabung weitergab<sup>1)</sup>; das Finanzministerium überwies ihm dafür Schatzanweisungen oder, allgemein gesprochen, staatliche Wertpapiere, „Government Securities“. Daher sieht man im wöchentlichen Currencynotenausweis als Gegenwert der umlaufenden Papiermenge einen Aktivposten, der sich im wesentlichen zusammensetzt

1. aus einem rapid anwachsenden Betrag von „Government Securities“, die den Hauptgegenwert der ausgegebenen Currencynoten bilden;

2. dem festen Betrag von 28 500 000 Pfund in Gold (seit dem 30. Juni 1915), der theoretisch zur Sicherung ihrer jederzeitigen Einlösung bestimmt ist;

3. aus einem (im allgemeinen sehr kleinen) Guthaben bei der Bank von England.

Mit einem Wort: Bis zum 6. August 1919 stellte jede neue Ausgabe von Currencynoten einen reinen Zuwachs an Kaufkraft des Publikums dar. Die Bank, die sie empfing, gab sie an ihre Kunden weiter, und das Guthaben bei der Bank von England, das sie dafür zederte, wurde von dem Finanzministerium verbraucht. Dies hatte die Vermehrung der „Government Securities“ bei der Verwaltung der Currencynoten zur Folge, wie es aus der nebenstehenden Übersicht der Ausweise über die Currencynoten hervorgeht.

Seit dem 6. August 1919 dagegen fordert das „Currency-Notes Departement“ als Gegenwert für das Papiergeld, das die Bank von England von ihm verlangt, wenigstens zum Teil Banknoten, die es als Deckung zurückbehält, anstatt sie an das Finanzministerium weiterzugeben. Ergebnis: Die Geldmenge ist zwar um den Betrag der ausgegebenen Currencynoten vermehrt, — aber die Banknotenreserve (und in folgedessen die Grenze, bis zu der die Notenbank Kredit gewähren kann) ist entsprechend vermindert; unter den Aktiven des Currencynoten-Ausweises endlich findet sich heute eine vierte Rubrik, die „Noten der Bank von England“.

<sup>1)</sup> Das Departement könnte sich auch damit begnügen, Staatsanleihestücke auf dem Markte zu kaufen. Der Unterschied zwischen beiden Methoden ist unbedeutend.

**Spezialausweis über die Currencynoten**  
(in Tausend Pfund Sterling).

Zeitpunkt	Currencynoten und Zertifikate im Umlauf	Konto der als Reserve dienenden Wertpapiere	Vorschüsse an		Einlösungskonto			
			Banken	Spar-kassen	Gold-münzen	Noten der Bank von England	Staats-schuld-verschrei-bungen	Gut-haben bei der Bank von England
31. XII. 1918	323 241	15 529	—	570	28 500	—	305 133	4566
30. VII. 1919	338 787	16 825	150	330	28 500	—	323 327	3305
10. XII. 1919	343 293	16 276	250	265	28 500	3100	324 533	2921
7. I. 1920	347 996	17 286	250	220	28 500	4000	330 481	1831

In der Zeit vom 31. XII. 1918 bis zum 30. VII. 1919 haben die in Umlauf befindlichen Scheine zugenommen um . . . . . 15 526 Tausend Pfund Sterling  
Auf der andern Seite haben sich die „Staats-schuldverschreibungen“ vermehrt um . 18 194 „ „ „  
Der Unterschied zwischen beiden Zahlen, der 2668 „ „ „ beträgt, erklärt sich aus den kleinen Veränderungen der andern Konten.

Eine zweite und wichtigere Etappe der englischen Deflationspolitik wurde sechs Monate später erreicht. Am 15. Dezember, kurze Zeit nach der Veröffentlichung des zweiten und endgültigen (vom 3. Dezember datierten) Berichts der Cunliffe-Kommission, in welchem diese sich darauf beschränkte, ihre ersten Vorschläge von neuem zusammenzufassen, gab Chamberlain im Unterhaus eine wichtige Erklärung ab.

Der Schatzkanzler kündigte an, daß er, da die Vermehrung der öffentlichen Schuld bald ihren Höhepunkt erreicht habe und im nächsten Jahre wahrscheinlich eine allmähliche Verminderung eintreten würde, daran denke, die wichtigsten Vorschläge der Cunliffe-Kommission durchzuführen, nämlich:

1. Festsetzung einer Höchstgrenze für die Ausgabe von Currencynoten; 2. Aufrechterhaltung der zu Beginn des Krieges getroffenen Ausnahmebestimmung, wonach im Bedarfsfall die Erweiterung der Ausgabe ungedeckter Noten der Bank von England gestattet ist; 3. Hinterlegung von Banknoten als

Deckung bei der Ausgabe von Schatzscheinen über den zulässigen Höchstbetrag hinaus. Dieser letzte Vorschlag war bereits zur Durchführung gekommen, hatte aber keine große Bedeutung, solange keine Höchstgrenze für die „fiduziäre“ (d. h. nur durch die „Government Securities“ gedeckte) Ausgabe von Currencynoten bestand. Er legte diese Höchstgrenze auf 320 600 000 Pfund Sterling fest.

Eine Bekanntmachung („minute“) des Finanzministers, die diesen letzteren Punkt regelt, wurde sofort veröffentlicht. Die Bestimmung sollte am 1. Januar 1920 in Kraft treten.

Hinfort gab es also für die Currencynoten, wie vorher für die Noten der Bank von England, eine unüberschreitbare Höchstgrenze, mit dem Unterschied, daß die Emissionsgrenze der Bank von England eine gewisse Elastizität erhielt, deren sie sich vor dem Kriege nicht erfreute.

Die Grenze für die Ausgabe ungedeckter Currencynoten berechnet sich in höchst einfacher Weise.

Zu Beginn des Jahres 1920, dem Zeitpunkt, an welchem die neue Ordnung in Kraft treten sollte<sup>1)</sup>, belief sich die Gesamtsumme der in Umlauf befindlichen Currencynoten auf 347 996 000 Pfund Sterling. Von dieser Summe war ein Betrag von 32 500 000 Pfund teils durch Gold (28,5 Millionen), teils durch Noten der Bank von England (4 Millionen) gedeckt. Der Rest, nämlich 315 496 000 Pfund Sterling, stellte also die „fiduziäre“, durch „Government Securities“ und das „Guthaben“ bei der Bank von England gedeckte Emission dar.

Die Höchstgrenze der fiduziären Emission war für die	
Zukunft festgesetzt auf . . . . .	£ 320 600 000,
der Unterschied zwischen dieser Höchstgrenze und dem	
tatsächlichen Umlauf von . . . . .	„ 315 496 000
beträgt also. . . . .	£ 5 104 000

Diese Summe stellte also an diesem Tage den Emissionsspielraum für Currencynoten dar.

Mit anderen Worten: Über diese Summe hinaus mußte jeder Bedarf an kleinen Abschnitten durch Übergabe eines gleichen

<sup>1)</sup> Wir geben hier die Zahlen vom 7. Januar, die ersten, die im Jahre 1920 veröffentlicht worden sind.



Betrages von Banknoten, d. h. durch eine entsprechende Verminderung der Emissionsgrenze der Bank von England gedeckt sein.

Die regelmäßig veröffentlichten Ausweise über das Konto der Currencynoten im Finanzministerium geben nicht unmittelbar die Höhe des Spielraums an, obgleich sie am meisten interessiert. Nach dem vorher gesagten ist sie aber leicht zu berechnen<sup>1)</sup>.

Der Ausweis über die Currencynoten am 16. Mai 1923  
(in Tausend Pfund Sterling).

Currencynoten und Zertifikate im Umlauf	Currencynoten, zurückgezogen, aber noch nicht vernichtet	Konto der als Reserve dienenden Wertpapiere	Einlösungskonto					
			Gold in Münzen und Barren	Noten der Bank von England	Golddeckung der umlaufenden Currencynoten	Staats-schuld-ver-schreibungen	Guthaben bei der Bank von England	Silbermünzen
285 936	1480	12 161	27 000	22 450	17,3 %	242915	213	7000

Höchstgrenze für die ungedeckte Emission für 1923 . . . £ 270 183 821  
Im Umlauf befanden sich . . . . . 285 936 Tausend Pfund Sterling  
Sie sind durch Gold oder Noten gedeckt  
bis zum Betrage von . . . . . 49 450 „ „ „

Der nicht gedeckte Betrag ist also . . 236 486 Tausend Pfund Sterling  
Da die zugelassene Höchstgrenze sich auf 270 183 „ „ „  
beläuft, ist der Emissionsspielraum gleich 33 697 „ „ „

Wie ersichtlich, sind die Vorschüsse an Banken und Sparkassen, die noch im Ausweis von 1922 auftraten, verschwunden. Sie haben in der Tat mit dem 1. Januar 1923 aufgehört. Sie haben übrigens immer nur eine unbedeutende Summe ausgemacht.

Zum Schluß wollen wir noch eine Kleinigkeit erwähnen. Seit dem 20. April 1920 finden sich im Ausweis über die Currencynoten 3 Millionen Pfund Silber, die allmählich auf 7 Millionen angewachsen sind. Auf eine Anfrage im Unterhaus wegen dieser Neuerung erklärte der Schatzsekretär, daß es sich um alte zurückgezogene Silbermünzen handle — und daß das weiße Metall nicht als Kassenbestand (in demselben Sinne wie die Banknoten oder Gold), sondern als Deckung für den sonst ungedeckten („fiduziären“) Teil der Currencynoten (also wie die Staatsschuld-

<sup>1)</sup> Vgl. die nebenstehende Berechnung für den Stand am 16. Mai 1923.

verschreibungen) angesehen werde. Hierdurch gab er zu verstehen, daß auch nicht die kleinste Abweichung von den Grundsätzen der Goldwährung beabsichtigt sei.

Das ist das System, welches seit 1920 in Wirksamkeit ist und ein Handinhandarbeiten der Notenbank und des Currency-Notes Departement gestattet.

Tatsächlich handelt es sich um einen einheitlichen Mechanismus, der in zwei Verkleidungen die eine einzige teils durch Gold, teils durch Schuldpapiere gedeckte Papiergeldausgabe bewerkstelligt. Diese Identität wird zweifelsohne früher oder später zur Vereinigung der beiden Metallreserven, die der Notenbank und die der Schatzscheine, führen.

Wie hat in diesem System die Deflation stattgefunden?

### Die Deflation.

Daß seit dem Jahre 1920 eine Gelddeflation im wahren Sinne des Wortes, d. h. eine tatsächliche Verminderung der umlaufenden Zahlungsmittel, stattgefunden hat, ist eine unbestreitbare Tatsache.

Die Gesamtsumme der umlaufenden Currencynoten (gedeckte und ungedeckte) betrug

am 1. Januar 1921 . . . . .	357 938 000	Pfund Sterling
am 4. Januar 1922 . . . . .	318 134 000	„ „
am 3. Januar 1923 . . . . .	293 894 000	„ „
am 4. Juli 1923 . . . . .	287 769 000	„ „

Die Verminderung beträgt also in der Zeit zwischen dem ersten und letzten dieser Daten 70 169 000 Pfund Sterling, das sind (zum Parikurse des Franken) ungefähr 1770 Millionen Franken [= etwa 1420 Millionen Goldmark] und zum gegenwärtigen Kurse (von 75 Franken für ein Pfund) mehr als 5 Milliarden.

Gleichzeitig haben sich die gesetzlichen Höchstgrenzen, die der Ausgabe (metallisch) ungedeckter Currencynoten gesetzt sind, den Vorschriften der Cunliffe-Kommission entsprechend gesenkt:

Die Höchstgrenze von 1920 von . . .	320 600 000	Pfund Sterling
wurde für 1921 erniedrigt auf . . .	313 555 247	„ „
und für 1922 auf . . . . .	309 988 395	„ „
Für 1924 ist sie auf . . . . .	270 183 821	„ „

festgesetzt worden.

Wie ist das erreicht worden? Hier kommen wir zum springenden Punkt.

Geschieht das etwa durch systematische Einlösungen seitens der Regierung?

Keineswegs. Der Vorgang ist ein ganz anderer.

Diese Verminderungen der Geldmenge sind die ungewollte Folge einer anderen Deflation, die in England seit 1920 eingetreten ist: nämlich derjenigen, welche wir Kreditdeflation genannt haben; diese hat eine Senkung der Preise und damit eine Verringerung des Bedarfs an Zahlungsmitteln herbeigeführt.

Für die Verringerung der „fiduziären“ Zirkulation in England seit 1920 trägt die Wirtschaftskrisis die Hauptverantwortung. Dieser Punkt muß als wesentlich vor Augen gehalten werden.

Was den Anlaß zur Krisis gegeben hat, darüber sind die Ansichten sehr geteilt. Manche sehen darin einen wohlüberlegten Plan des Schatzamtes und der Bank von England, die die Krisis absichtlich durch die Ende 1919 begonnene Politik des „teuren Geldes“ herbeigeführt hätten. Die schrittweise Erhöhung des Zinsfußes der Schatzanweisungen von  $3\frac{1}{2}$  auf  $6\frac{1}{2}$ %, die Steigerung des Bankdiskonts von 5% auf 6% am 6. November 1919 und dann auf 7% im April 1920 wären die entscheidenden Ursachen des Preissturzes gewesen, die im Mai 1920 einsetzte. Wir können jedoch in der englischen Politik des „dear money“ nur die Anwendung der überlieferten Methode sehen, durch welche die großen Emissionsbanken einem Markte, der jedes Maß zu verlieren droht, das Alarmsignal geben. Zweifellos war für das Jahr 1919 eine spekulativ bedingte Inflation charakteristisch. Keinem aufmerksamen Beobachter konnte es entgehen, daß die Goldreserve der amerikanischen Bundesbanken (Federal Banks) sich dem gesetzlichen Mindestbetrag näherte, und daß der Federal Reserve Board ein Herabsinken unter diesen Betrag nicht dulden würde. Für die europäischen Emissionsbanken war es ein Gebot der Klugheit, nicht plötzlich eine Krisis eintreten zu lassen, deren Herannahen das Steigen des Banksatzes in den Vereinigten Staaten seit Ende 1919 deutlich verkündete. Es war ihre Pflicht, rechtzeitig den eigenen Geldmarkt durch eine Verteuerung des Geldes, die man nur

um den Preis einer neuen Inflation hätte vermeiden können, zu warnen.

Wie man auch darüber denken mag, so viel ist gewiß — und darauf kommt es hier an —, daß diese Politik der Kreditdeflation durchaus verschieden ist von der Politik der Gelddeflation, die der Cunliffe-Bericht im Auge hatte. Die eine bewirkt die Eindämmung einer vorübergehenden Geschäftskrisis; die zweite läuft auf eine dauernde Verminderung der Geldmenge hinaus. Die erste beschneidet den Geschäftsleuten und Spekulanten den Kredit; die zweite betrifft die Geldschaffung durch den Staat. Allein die Wirkungen beider Maßnahmen sind tatsächlich eng miteinander verflochten.

Was ist tatsächlich geschehen?

Die Kreditdeflation hat in Europa und in den Vereinigten Staaten eine allgemeine Senkung der Preise bewirkt. Diese wiederum hat Zahlungsmittel freigemacht, da für den verminderten Umsatz nunmehr eine geringere Summe genügte. Infolgedessen hat das Publikum Currencynoten an die Banken zurückgegeben. Diese haben sie bei der Bank von England deponiert. Aber die Bank speichert sie bekanntlich nicht auf; sie liefert sie sofort an das Currency-Notes Departement ab.

Was erhält die Bank für die Currencynoten? Das Currency-Notes Departement könnte ihr einen Teil des „Guthabens“, über das es bei ihr verfügt, zurückerstatten. Aber dieses „Guthaben“ ist, wie wir bereits wissen, sehr bescheiden. Das Currency-Notes Departement verlangt also vom Schatzamt die Rückzahlung eines Teiles der Vorschüsse, die dieses von ihm erhalten hat und die in seinen Ausweisen als „Government Securities“ erscheinen. Diese Rückzahlung tritt sofort in einer Herabsetzung der „Government Securities“ in dem Ausweis über die Currencynoten in die Erscheinung; sie ist von einer Verminderung der „Public Deposits“ in der Bank von England, d. h. des Kontokorrents des Schatzamtes, begleitet.

Mit einem Wort: Die Verminderung der Currencynoten, die in England die hervorstechendste Form der Deflation bildet, ist nur eine Folge der wirtschaftlichen Depression. Nur infolge dieser Depression wurde die Durchführung der in den Vorschlägen der Cunliffe-Kommission vorgesehenen fallenden Höchstgrenzen möglich. Die Regierung griff nur ein, indem sie die Wiederaus-

gabe der von selbst zurückgekommenen Currencynoten verhinderte und diese mit Hilfe der Einnahmeüberschüsse einlöste<sup>1)</sup>.

Nichts bürgt dafür, daß bei einer Wiederbelebung der Geschäfte die rein empirisch gefundene Höchstgrenze sich nicht als unzureichend erweist. An dem Tage, da sich das Geschäft wieder belebt, wird das Publikum, anstatt die Currencynoten an die Banken abzuliefern, solche von ihnen verlangen, — und wenn die gesetzliche Höchstgrenze der fiduziären Notenausgabe unzureichend ist, wird man nicht umhinkönnen, von der Bank von England die Erhöhung der ihrigen zu verlangen. Man war schon einmal nahe daran, es zu tun, als im Juli 1920 der Emissionspielraum der Currencynoten (bei einer Gesamtzirkulation von 360 Millionen) auf 4,5 Millionen Pfund Sterling herabgegangen war. In diesem Augenblick hat es nur eine erhebliche Vermehrung des Metallvorrats der Bank ermöglicht, den Betrag an Banknoten zur Verfügung zu stellen, der erforderlich war, um die vom Publikum verlangte weitere Emission von Currencynoten zu decken, ohne die [Gold-]Reserve der Bank von England zu schwächen.

Einige Tage war man in der City sehr unruhig darüber, was geschehen wird, wenn man die Höchstgrenze für die Ausgabe von Currencynoten erreicht.

Solche Zwischenfälle könnten wieder eintreten, und da neue Vermehrungen des Metallbestandes der Bank wenig wahrscheinlich sind, so wird man auf die (jetzt gesetzlich zugelassene) Vergrößerung ihrer ungedeckten Notenausgabe zurückgreifen müssen. Das wäre gleichbedeutend mit der Überschreitung der für die Currencynoten festgesetzten Höchstgrenze, mit dem einzigen Unterschied, daß die ungedeckten zusätzlichen Zahlungsmittel von der Bank und nicht von dem Currency-Notes Departement geliefert würden.

Soll man deswegen sagen, daß die in England durchgeführte Deflationspolitik nur eine scheinbare ist, und daß die Verringerung der Geldmenge, da sie nur das Ergebnis wechselnder Umstände ist und daher mit diesen verschwinden kann, keine Bedeutung hat?

---

<sup>1)</sup> Beim Fehlen von Einnahmeüberschüssen müßte die Regierung bei der Bank leihen, um die Currencynoten einzulösen, — dies würde dazu führen, daß die „Public Deposits“ auf demselben Niveau belassen werden, anstatt sie wie bei dem tatsächlichen Verfahren zu vermindern.

Das ist nicht unsere Meinung. Aber bevor wir dartun, worin die wahre Bedeutung der sogenannten „Deflationspolitik“ in England besteht, müssen wir einen Augenblick verweilen, um die Verminderung nicht nur der Currencynoten, sondern des Gesamtbetrages der Zahlungsmittel in den letzten beiden Jahren [1921—22] festzustellen. Im Vergleich zu diesem Gesamtbetrag erscheint die Verminderung der Currencynoten noch geringer.

Die Currencynoten sind in der Tat nur eins der britischen Zahlungsmittel. Man muß offenbar noch die Noten der Bank von England und der anderen Notenbanken und vor allem die Bankdepositen, die als Grundlage für den Scheckumlauf dienen, berücksichtigen<sup>1)</sup>.

Was den Betrag der umlaufenden Noten der Bank von England betrifft, so hat er sich zwischen Ende 1920 und Ende 1922 sehr wenig vermindert. Natürlich muß man von der amtlichen Zahl an jedem dieser Termine den Betrag der Noten abziehen, der als Deckung für Currencynoten gedient hat. Nimmt man diese unerläßliche Korrektur vor, so findet man, daß der Umlauf der Noten der Bank von England Ende 1920 104 Millionen Pfund Sterling betrug und Ende 1922 auf 96 Millionen zurückgegangen war, das ist ein Unterschied von 8 Millionen. In demselben Zeitraum fiel der Notenumlauf der Irischen und Schottischen Banken von 54 auf 40 Millionen.

Auch die Abnahme der Depositen ist nur gering. Sie betrug während des gewählten Zeitraumes 130 Millionen Pfund Sterling, indem die beiden Zahlen 2492 Millionen im Jahre 1920 und 2362 Millionen im Jahre 1922 waren.

Die Angaben über Depositen sind der Bank-Nummer des Londoner „Economist“ vom Mai 1923 entnommen.

Stellt man die Bewegungen der Bankdepositen, der Banknoten und der Currencynoten seit der Krise zusammen, so erhält man die folgende Übersicht, die uns die Gesamtsumme der Verminderung der Zahlungsmittel in Millionen Pfund Sterling gibt:

---

<sup>1)</sup> In einer sehr interessanten Mitteilung vom März 1922 in der Royal Statistical Society von London hat Macrosty auf die Schwierigkeit hingewiesen, den Scheckumlauf an Hand der Depositen und demgemäß die Inflation oder die Deflation zu berechnen. Die Depositen sind aber die einzige Unterlage, die wir für diesen Umlauf besitzen. Es ist daher unvermeidlich, sie als Grundlage zu benutzen.

	Ende 1920	Ende 1922	Abnahme
Betrag der Currencynoten . . . . .	365	299	66
Betrag der Banknoten . . . . .	158	136	22
Betrag der Bankdepositen . . . . .	2492	2362	130
Gesamtsumme:	3015	2797	218

Eine Reduktion um 218 Millionen Pfund oder um 7%: darauf beschränkt sich die Verminderung der englischen Zahlungsmittel während dieser Periode. Nun kann man aber unmöglich zugeben, daß der rein mechanische Vorgang einer so geringen Verknappung der Zahlungsmittelmenge automatisch das Steigen des Pfundkurses gegenüber dem Dollar habe herbeiführen können. Und zwar aus einem sehr einfachen Grunde: in demselben Zeitpunkt erfuhr der Dollar selbst eine sehr starke innere Wertsteigerung durch den allgemeinen Preissturz in den Vereinigten Staaten, der dem in England festgestellten ungefähr gleichkam und auf dieselbe Ursache zurückzuführen ist: in beiden Ländern ist die Krise des Jahres 1920 der Grund der Verringerung der Geldmenge.

Man muß also für die erhebliche Aufbesserung des englischen Wechselkurses seit 1921 eine andere Erklärung suchen.

Umstehend geben wir die Kurven des englischen Wechselkurses sowie der Indexzahlen der englischen und amerikanischen Preise, um dem Leser einen Einblick in die Beziehungen dieser verschiedenartigen Phänomene zueinander zu gewähren<sup>1)</sup>.

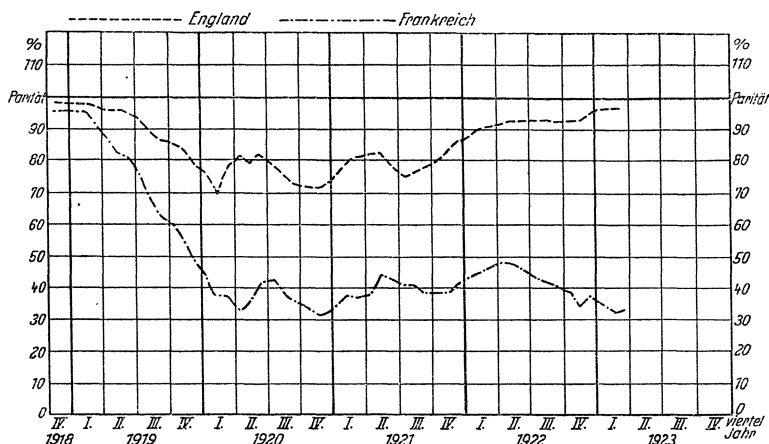
### Die Wiederherstellung des Budget-Gleichgewichts.

Die Erklärung ergibt sich nicht aus automatischen Wirkungen einer Verringerung des ungedeckten Notenumlaufs — sondern aus der Finanzgebarung Englands: auch die Deflation ist nur eine Folge derselben.

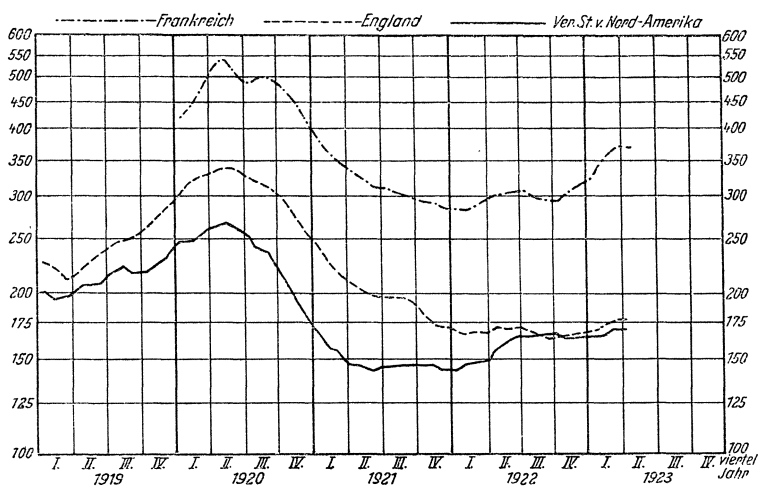
Der Eckstein der englischen Geldpolitik ist ausschließlich die Wiederherstellung des budgetären Gleichgewichts und der teilweise Beginn der Schuld-einlösung.

Die Beseitigung des Defizits und die damit verbundene Einstellung jeder neuen Geldschöpfung geben

<sup>1)</sup> Im Anhang findet man die Pfundkurse in New York für die fraglichen Jahre.



A. Englische und französische Wechselkurse in New York von 1918 bis 1923.  
Nach dem Index des „Federal Reserve Bulletin“.



B. Indexzahlen der Preisbewegung in Frankreich, Großbritannien und den Vereinigten Staaten nach dem „Federal Reserve Bulletin“.

der englischen Währungspolitik sehr viel mehr als die Verringerung der Geldmenge, die einfach eine Folge der wirtschaftlichen Depression ist, das Gepräge.



Die englische Finanzpolitik hat sogleich nach der Einstellung der Feindseligkeiten das Gleichgewicht des Haushalts ins Auge gefaßt und vom Jahre 1920/21 ab einen Überschuß erzielt, der es gestattete, mit der Schuldentilgung zu beginnen.

Diese Tilgung ist bisher nicht sehr beträchtlich gewesen<sup>1)</sup>. Sie betrug nur 265 Millionen von der inneren Schuld Großbritanniens, die sich am 31. Dezember 1919 auf 8033 Millionen Pfund belief und bis Ende 1922 auf 7768 Millionen sank.

Diese Schuldverringerung war jedoch von einer sehr wichtigen Umwandlung begleitet: von der Umwandlung der schwebenden Schuld in eine langfristige.

Die schwebende Schuld (ohne die offenen Buchkredite bei der Bank von England, die den Vorschüssen der Bank von Frankreich an den Staat entsprechen und heute keine Bedeutung mehr haben) besteht aus den Schatzanweisungen, die, den französischen „bons de défense“ ähnlich, sich in den Händen nicht nur der Banken, sondern auch zahlreicher privater Institute (Versicherungsgesellschaften, Handelshäuser) befinden, von denen sie als eine zinstragende Kassenreserve verwendet wird.

Diese Schatzanweisungen, deren Betrag sich am 31. Dezember 1919 auf 1106 Millionen Pfund belief, wurden bis zum 30. Juni 1923 auf 604 Millionen vermindert.

In dem Maße, wie sie durch langfristige Anleihen ersetzt wurden, verringerte sich die Gefahr, mit der die immerhin möglichen Einlösungsforderungen an den Verfalltagen den englischen Staat bedrohten; und damit auch die Gefahr einer neuen Inflation, da im Fall der Nichtverlängerung die fälligen Summen nur durch Vorschüsse der Bank von England hätten gedeckt werden können<sup>2)</sup>.

Mit einem Worte: Die zweifache Operation — Schuldentilgung und schrittweise Konsolidierung der schwebenden Schuld — erstrebt das eine Ziel, durch ein wirkliches Gleichgewicht des Budgets jede Gefahr einer neuen Inflation zu be-

---

<sup>1)</sup> Vgl. den „Economist“ vom 18. August 1923. Die auswärtige Schuld ist zwischen diesen beiden Zeitpunkten von 1357 auf 1082 Millionen Pfund Sterling vermindert worden.

<sup>2)</sup> Diese Politik ist sehr genau dargestellt von Edgard Bonnet in seinem Werke: *Les finances anglaises depuis la guerre* (1923) und von Mawas: *Le marché monétaire anglais* (1921).

seitigen und die unentbehrliche Elastizität der Finanzen mit Hilfe von Überschüssen wiederzugewinnen. Hierin und nicht in der eigentlichen Gelddeflation muß man die Gründe für die seit 1919 andauernde Besserung des britischen Wechselkurses suchen.

Mag die Regierung ihre Überschüsse direkt dazu verwenden, die Geldmenge zu vermindern, oder dazu, dem Publikum die ihr in der Form von Schatzanweisungen vorgeschossenen Summen zurückzuerstatten (wobei die Menge des Geldes nicht geändert wird): das ist gleichgültig. Das Wesentliche ist, daß die Überschüsse vorhanden sind, wodurch jede Gefahr für die Zukunft der Währung beseitigt ist. Das wiederhergestellte Vertrauen dient also unmittelbar zur Erhöhung des Wechselkurses.

Die endgültige Rückkehr zum Parikurs mag etwas früher oder etwas später eintreten. Sie kann durch Preissteigerung in den Vereinigten Staaten, was einer Senkung des Dollars gleichkommt, gefördert werden. Sie kann verzögert werden, wenn die amerikanische Preishausse nicht eintritt. Das ist nicht das Wesentliche. Es kommt hier nicht auf die Zeit an. Das Wesentliche ist, daß sie eintreten wird, dank der natürlichen Steigerung der Kaufkraft des Pfundes, die aus der einfachen Tatsache folgt, daß der Staat es endgültig unterläßt, die Geldmenge zu vermehren. Die Steigerung der Produktion wird ohne weitere Verminderung der Geldmenge genügen, um das Pfund wieder auf den Stand des Sovereign zu heben. Keine Baissespekulation mehr hat die geringste Macht über die Währung eines Staates, dessen Finanzen im Gleichgewicht sind.

Die Verringerung der Menge der eigentlichen Zahlungsmittel ist so wenig die wahre Ursache der Besserung des Wechselkurses, daß die Banken, die mit Depositen überfüllt sind, ein zu frühes Verschwinden der Schatzanweisungen fürchten, die zurzeit allein eine hinreichend liquide Anlage für jene darbieten. In einem in dem Institut der Bankiers von Liverpool gehaltenen Vortrag über den Geldmarkt erklärte im Januar 1923 ein Großdiskonteur, D. Spring-Rice: das „dauernde Vorhandensein von 300—800 Millionen Schatzanweisungen sei für die Banken wesentlich, wenn man sowohl ihre gegenwärtige Liquidität als auch die sehr hohe Summe ihrer Depositen erhalten will“<sup>1)</sup>.

<sup>1)</sup> Bankers Magazine, März 1923.

Offenbar würde ein neuer und schneller wirtschaftlicher Aufschwung, der den Banken reichliche Anlagen in Wechseln bringt, die Lage verbessern und ihnen gestatten, ihre gewaltigen Geldmittel nutzbringend zu verwenden. Gegenwärtig [1923/24] übersteigen diese Mittel den Bedarf. Das geht so weit, daß ein Teil der langfristigen, zur Konsolidierung der schwebenden Schuld bestimmten Emissionen des Staates von den Banken selbst mit Hilfe derselben Mittel gezeichnet zu sein scheint, die aus der Einlösung der kurzfristigen Schatzanweisungen stammen. Das Anwachsen der „Investments“ in ihren Bilanzen bei gleichzeitiger Verminderung des Portefeuilles scheint auf eine solche Umwandlung zu deuten. Wir werden in den Vereinigten Staaten einer analogen Erscheinung begegnen. Dieser Geldüberfluß, der die Banken zum Erwerb von Staatsanleihen zwingt, während der Staat durch seine Rückkäufe die Geldflüssigkeit zum Teil selbst geschaffen hat, ist eine sehr bemerkenswerte Tatsache.

\* \* \*

Zusammenfassend läßt sich sagen, daß in der englischen Deflationspolitik die direkte Verminderung der Zahlungsmittel tatsächlich nur eine unbedeutende Rolle gespielt hat. Nur die Rückzahlung der offenen Buchkredite der Bank von England in Höhe von ungefähr 200 Millionen Pfund fällt unter diesen Typus der Deflation.

Was die Currencynoten betrifft, so ist ihre Verminderung eine Folge der Wirtschaftskrise, wobei diese Verminderung dank der günstigen Lage der Finanzen eine endgültige geworden ist.

Im übrigen bestand die englische Deflation im wesentlichen, dank der günstigen Lage des Budgets, darin, daß die kurzfristigen Schatzanweisungen durch langfristige Anleihen ersetzt oder diese Anweisungen den Banken im gegebenen Augenblick zurückgezahlt wurden, so daß die Banken den freigewordenen Kredit für kommerzielle Zwecke oder auch für neue Anleihen an den Staat verwenden konnten.

In Zukunft wird die Verminderung der Currencynoten, die einen Teil des Kassenbestandes der Banken bilden und mithin indirekt die Summe der Kredite bestimmen, die sie gewähren können, vielleicht eine Verringerung dieser Kredite und als Folge davon eine Verringerung der Depositen, über die mittels Schecks

verfügt werden kann, herbeiführen<sup>1)</sup>. Aber vorerst scheint dies nicht in Frage zu kommen.

Die Reduktion der Geldmenge scheint daher nur eine geringe Rolle in der bekannten Erholung des englischen Wechselkurses seit dem Kriege gespielt zu haben. Die Wiederherstellung des budgetären Gleichgewichts und die gleichzeitige Beseitigung jeder Gefahr einer neuen Inflation sind wohl die wahre Ursache der Besserung des Wechselkurses, um die man England rückhaltlos beneiden könnte, wenn ihre Schnelligkeit nicht schwere Unzuträglichkeiten für das Wirtschaftsleben des Landes im Gefolge hätte. Wir werden darauf später zurückkommen<sup>2)</sup>.

---

<sup>1)</sup> In einem Artikel in „Bankers Magazine“ vom Juni 1923 meint Gibson, daß die Banken durch die Notwendigkeit, ihre Kassenreserven zu stärken, veranlaßt werden könnten, einen Teil ihrer „Investments“ zu verkaufen, was natürlich eine entsprechende Verminderung der Kontokorrentkreditoren (deposits) zur Folge haben würde. .

<sup>2)</sup> Das Absinken des Sterlingkurses von 4,71 im Februar auf 4,51 Dollar im September [1923] scheint zu einem erheblichen Teil eine Folge davon zu sein, daß der Zinsfuß für kurze Frist in England wesentlich niedriger war als in New York, ein Beweis für die wachsende Bedeutung der kurz- und langfristigen Kapitalbewegungen auf die Schwankungen der Wechselkurse.

## Drittes Kapitel.

### Die Deflation in den Vereinigten Staaten.

Wie bei England werden wir die Untersuchung über die Deflation in den Vereinigten Staaten mit einem kurzen Überblick über den Verlauf der dortigen Inflation beginnen. Es wird dann leichter sein, den umgekehrten Prozeß der Deflation darzulegen.

#### Der Mechanismus der Inflation.

Ebensowenig wie in anderen Ländern ist der Krieg in den Vereinigten Staaten ausschließlich mit Hilfe der Ersparnisse des Publikums „finanziert“ worden.

Nur hat sich die Regierung niemals genötigt gesehen, auf Papiergeld zurückzugreifen, weder in der englischen Form der staatlichen Emission, noch in der französischen [und deutschen] Form der Ausgabe von Banknoten mit Zwangskurs. Ausnahmsweis günstige Umstände haben ihr dies erspart.

Im übrigen hatte die befolgte Methode viel Ähnlichkeit mit der englischen: Schaffung von Bankkrediten und Umwandlung dieser Kredite in Geld mit Hilfe der Zentralemissionsbank oder vielmehr mit Hilfe der zwölf amerikanischen Zentralemissionsbanken, der Federal-Reserve-Banken, die unter der Leitung des Federal Reserve Board stehen.

Durch einen geschickt organisierten Druck wurden alle Banken des Landes angehalten, entweder selbst die kurz- und langfristigen Anleihen zu zeichnen oder ihren Kunden zur Erleichterung der Zeichnung Vorschüsse zu geben. Daraus folgte eine schnelle Erweiterung der Kredite besonders bei den dem Federal-Reserve-System „affilierten“ (angegliederten) Banken, die die Mehrheit des Bankkapitals repräsentieren. Dieser Erweiterung des Kredits zugunsten des Staates entsprach natürlich eine gleiche Erweiterung der „Depositen“ sowohl der Regierung als der Privaten.

Aber die Banken hätten natürlich ihre Forderungen nicht unbegrenzt anwachsen lassen können, ohne die Gewißheit zu haben, daß sie im Bedarfsfall in der Lage sind, sie in Zahlungsmittel umzuwandeln.

Diese Aufgabe übernahmen die „Federal Reserve Banks“ (Bundesreservebanken). Sie verpflichteten sich, die an die Order der angegliederten Banken oder an die Order von Privaten ausgestellten, aber von jenen Banken indossierten Wechsel zu einem unter dem Marktsatz liegenden Preis zu diskontieren, soweit diese Wechsel durch Schatzanweisungen oder durch Krieganleihen gedeckt waren. Der Diskontsatz war niedriger als der Zinsfuß der Anleihen oder höchstens diesem gleich.

So wurde praktisch jedes Hindernis für die Schaffung unbegrenzter Kredite zugunsten des Staates beseitigt.

Die Noten der Bundesreservebanken haben gegenüber den angegliederten Banken dieselbe Rolle gespielt wie die Currencynoten gegenüber den englischen Depositenbanken. Der einzige Unterschied besteht darin, daß die Bundesreservebanken dank der ungeheueren Konzentration des Goldes von außen und vom Inlande, die von ihnen während der Neutralität der Vereinigten Staaten durchgeführt wurde, die nötigen Noten liefern konnten, ohne einen Augenblick Gefahr zu laufen, die Goldeinlösung zu gefährden. Dagegen ist die offiziell proklamierte Einlösbarkeit der Currencynoten immer nur eine platonische gewesen und ist es auch jetzt noch.

Dank diesem Mechanismus war die Zeichnung der Riesensummen von Krieganleihen in den Vereinigten Staaten möglich<sup>1)</sup>. Er hat aber zwei Konsequenzen gezeitigt. Einerseits ist die Ausgabe von Banknoten von 357 Millionen Dollar (am 1. April 1917) auf 2840 Millionen im Dezember 1919 gestiegen. Andererseits haben die „durch Staatsanleihen gedeckten Darlehen“ sowohl in der Bilanz der Bundesreservebanken als in denen der angegliederten (Mitglieds-) Banken („member banks“) über alle Maßen zugenommen.

Diese Darlehen haben am 16. Mai 1919 bei den Bundesreservebanken die Summe von 1863 Millionen Dollar und bei den angegliederten Banken am 20. Juni 1920 1438 Millionen erreicht. Dies sind die höchsten Zahlen. Staatsanleihen im Eigentum der

<sup>1)</sup> Für die Einzelheiten dieses Mechanismus vgl. den auf die Vereinigten Staaten bezüglichen Anhang.

Banken finden sich in den Bilanzen der angegliederten Banken im Mai 1919 für 3 Milliarden Dollar. Die Schatzanweisungen allein machen davon mehr als 2 Milliarden aus<sup>1)</sup>.

### Der Mechanismus der Deflation.

So war die Inflation organisiert; wie hat sich die Deflation vollzogen? Da eine Ausgabe von Staatspapiergeld nicht stattgefunden hatte, konnte von einer Einziehung oder Vernichtung von Papiergeld keine Rede sein.

Da die Inflation in der Schaffung von Krediten durch die Banken durch Bevorschussung von Anleihestücken oder durch direkte Anleihezeichnungen bestand, konnte sich die Deflation nur durch Abdeckung dieser Kredite vollziehen. Die regulären Ersparnisse des Publikums mußten die als Pfand oder zu vollem Eigentum im Besitz der Banken befindlichen Werte allmählich absorbieren. Die durch Einzahlung von Banknoten oder von Schecks erledigten Kredite konnten die Banken natürlich nach ihrem Ermessen als neue Vorschüsse wieder in Umlauf setzen.

Mit einem Wort: Die amerikanische Deflation war notwendigerweise eine solche des „zweiten Typus“, den wir oben definiert haben. Er besteht darin, an Stelle des Staates Private zu Nutznießern der Bankkredite machen, aber keineswegs die Menge der Zahlungsmittel zu verringern.

Diese Substitution konnte mehr oder weniger rasch vor sich gehen, je nachdem die Kreditbedürfnisse der Unternehmer mehr oder weniger dringend waren und die Ersparnisse eine schneller oder langsamer wirkende Absorptionskraft zeigten. Aber — und auf diese Feststellung legen wir besonderen Wert — die Banken allein hatten über die weitere Verwendung der zurückgezahlten Kredite zu befinden.

\* \* \*

Es ist bekannt, wie sich die Dinge abgespielt haben.

Anfang 1919 setzte im amerikanischen Wirtschaftsleben ein „Boom“ ohnegleichen ein. Die Portefeuilles der Banken wurden schrittweise entlastet von den Staatsanleihen. Aber an die Stelle der freigewordenen Kredite traten sogleich Handelskredite. Diese wuchsen sogar sehr viel schneller, als die anderen abnahmen.

<sup>1)</sup> Vgl. den Bericht des Federal Reserve Board für 1919, S. 19.

So vollzieht sich die „finanzielle“ Deflation während einer kommerziellen „Kreditinflation“. Die letztere hatte überdies die erstere zur Voraussetzung, denn sie hätte nicht solche Dimensionen angenommen, wäre den Banken nicht dadurch, daß die Ersparnisse des Publikums die von den Banken während des Krieges übernommenen Staatspapiere absorbierten, der Spielraum zur Kreditgewährung erweitert worden.

Die beiden folgenden Tabellen (in denen die Zahlen Millionen Dollar bedeuten) lassen die Etappen dieses Prozesses sowohl bei den Bundesreserve- als auch bei den Mitgliedsbanken deutlich erkennen.

## Bundesreservebanken.

	Wechselportefeuille			Staatsanleihen im Besitz der Bundesreservebanken
	Insgesamt	davon		
		durch Staatsanleihen gedeckt	reine Handelswechsel	
(in Millionen Dollar)				
Ende Januar 1917 .	15	—	15	55
„ Juni 1917 . .	219	25	194	70
„ Dezember 1917	680	283	397	107
„ Juni 1918 . .	869	434	435	259
„ Dezember 1918	1702	1400	302	311
„ Juni 1919 . .	1818	1573	245	231
„ Dezember 1919	2194	1510	684	300
„ Juni 1920 . .	2431	1277	1153	352
„ Dezember 1920	2719	1141	1578	288
„ Juni 1921 . .	1751	637	1113	259
„ Dezember 1921	1144	485	659	233
„ Juni 1922 . .	461	167	294	555
„ Dezember 1922	617	331	285	436
„ Juni 1923 . .	836	407	429	101

Man sieht deutlich die schnelle Abnahme des durch Staatsanleihen gedeckten Wechselportefeuilles und die gleichlaufende Vermehrung des Bestandes an reinen Handelswechseln bis Ende Dezember 1920. Von da ab macht sich der Einfluß der 1920 einsetzenden Krisis bemerkbar, die den Bestand an Handelswechseln verringert, ohne bis zum Juni 1922 die Entlastung von Vorschüssen an den Staat aufzuhalten. Von dem, was sich nach diesem Zeitpunkt ereignete, werden wir später sprechen.



Bei den angegliederten Banken läßt sich die rasche Abnahme beider Posten leicht an den folgenden Zahlen erkennen:

Dem Bundesreservesystem angegliederte  
Banken.

Tage	Gesamtbetrag an Staats- anleihen im Besitz der Banken	Durch Staats- anleihen gedeckte Vor- schüsse
	(in Millionen Dollar)	
3. Januar 1919 . . . .	2363	1220
6. Juni 1919 . . . .	2868	1420
2. Januar 1920 . . . .	2000	1294
4. Juni 1920 . . . .	1680	1043
7. Januar 1921 . . . .	1313	868
1. Juni 1921 . . . .	1233	716
4. Januar 1922 . . . .	1468	498
7. Juni 1922 . . . .	1959	313
Ende Dezember 1922 .	2549	290

Die durch Staatsanleihen gedeckten Vorschüsse haben in drei Jahren um eine Milliarde Dollar abgenommen.

Dieselbe Abnahme zeigt sich bis zum 1. Juni 1921 bei den im Besitz der Banken befindlichen Anleihen. Von diesem Tage ab wächst der Posten von neuem an. Die Gründe hierfür werden sich sogleich zeigen, wenn wir den Einfluß der Krise von 1920 auf die eben dargestellten Vorgänge untersuchen.

Wir beschränken uns für den Augenblick auf folgende Schlußfolgerung: In den Vereinigten Staaten hat die Deflation darin bestanden, daß die mit Hilfe von Bankvorschüssen gezeichneten Kriegsanleihen durch die realen Ersparnisse der Volkswirtschaft schrittweise aufgenommen wurden.

Daraus ergab sich für die Banken ein neuer Kreditspielraum, den sie sogleich benutzten, um den wirtschaftlichen Aufschwung, der die auf den Waffenstillstand folgende Periode charakterisiert, zu „finanzieren“.

Die Deflation in den Vereinigten Staaten ist eine reine „finanzielle“ Deflation. Sie ist nicht von einer Verminderung der Zahlungsmittelmenge begleitet worden.

Worin hat nun die in Amerika und anderwärts sogenannte Deflationspolitik der Bundesreservebanken bestanden?

### Das Gleichgewicht des Budgets.

Zunächst muß aber eine Bemerkung vorausgeschickt werden. Ebensovienig wie in England hätte sich in den Vereinigten Staaten die „finanzielle“ Deflation in diesem Maße und in diesem Tempo vollziehen können, wäre nicht das Budget ins Gleichgewicht gebracht worden.

Wäre die Regierung der Vereinigten Staaten nach Abschluß des Krieges genötigt gewesen, zur Deckung von Fehlbeträgen des Haushalts weiter lang- oder kurzfristige Anleihen aufzunehmen, so würde die Absorption der alten Anleihen durch die Ersparnisse verhindert oder verlangsamt worden sein; die Banken hätten entweder die Last der alten Kredite weiter tragen oder neue bewilligen müssen. In beiden Fällen wäre der Spielraum für kommerzielle Kredite beschränkter geblieben, oder diese Kredite hätten neue Banknotenausgabe seitens der Bundesreservebanken notwendig gemacht.

Die Politik der Regierung der Vereinigten Staaten hat aber darin bestanden:

1. die Ausgaben und Einnahmen ins Gleichgewicht zu bringen;
2. mit der Rückzahlung der Staatsschuld zu beginnen;
3. die kurzfristigen Anleihen in langfristige zu verwandeln.

Was den ersten Punkt betrifft, so wies das Finanzjahr von Juni 1919 bis Juni 1920 zwar noch einen kleinen Fehlbetrag auf; das Jahr 1920/21 brachte aber einen Überschuß der Einnahmen von 514 Millionen, das Jahr 1921/22 einen solchen von 800 Millionen. Der Überschuß des Fiskaljahres 1922/23 wird auf 137 Millionen Dollar geschätzt.

Bezüglich des zweiten Punktes — die Einlösung der Schuld — liegen die Dinge folgendermaßen:

Die gesamte Schuld, „gross debt“, belief sich am 31. August 1919 auf 26 594 Millionen Dollar; am 30. Juni 1923 ging sie nicht mehr über 22 400 Millionen hinaus, war also um 4 Milliarden vermindert<sup>1)</sup>.

Hinsichtlich des dritten Punktes endlich hat sich die amerikanische Regierung ebenso wie die englische bemüht, ihre schwebende Schuld (die im wesentlichen aus „Victory-Notes“, „certificates of indebtedness“ und „war saving certificates“ bestand) in eine langfristige umzuwandeln.

<sup>1)</sup> Berechnet nach den Ergebnissen vom 24. Juni nach dem Zirkular der National City Bank von New York und dem Zirkular vom Juni 1923.

Das sind die Maßnahmen, mit deren Hilfe die Regierung den Banken die Möglichkeit eröffnete, ihren Kreditspielraum wiederzugewinnen und ihn restlos für Handel und Industrie nutzbar zu machen<sup>1)</sup>.

### Die „Kreditdeflation“ seit 1920.

Aber während sich diese Maßnahmen vollzogen, erlebten die Vereinigten Staaten eine andere Art von Inflation und Deflation: die Inflation und Deflation des Kredits, die von der vorhergehenden wesentlich verschieden ist.

Die 1919 einsetzende finanzielle Deflation war von einer unerhörten Kreditinflation begleitet; ihre Größe erklärt sich aus zwei Umständen, die im Laufe des Krieges den Kreditspielraum der amerikanischen Banken enorm vergrößert haben: 1. die Konzentration aller Metallreserven in den Bundesreservebanken; 2. der ununterbrochene Zufluß europäischen Goldes in die Vereinigten Staaten. Infolge dieser beiden Umstände war es möglich, daß der auf den Waffenstillstand folgende wirtschaftliche Aufschwung zeitlich und der Intensität nach weit darüber hinaus wachsen konnte, was ohne die Revolutionierung des Geldwesens, die sich seit 1914 vollzog, möglich gewesen wäre.

Wir haben oben auf das Anschwellen des Portefeuilles an rediskontierten Werten der Bundesreservebanken hingewiesen. Ebenso charakteristisch ist das Ansteigen der Gesamtsumme der Darlehen und Wechselkredite („loans and discounts“) der angegliederten Banken: sie haben sich von 14 302 Millionen Dollar im Dezember 1918 auf 19 761 Millionen Ende Juni 1920 (höchster Stand) vermehrt, während die Depositen („demand deposits“) von 13 309 auf 15 067 Millionen gestiegen sind.

In demselben Zeitraum stieg der Umlauf von Noten der Bundesreservebanken von 2647 Millionen im Januar 1919<sup>2)</sup> auf 3342 Millionen im Dezember 1920 (höchster Stand), während der Metallbestand fast unverändert blieb<sup>3)</sup>.

<sup>1)</sup> Über die Einzelheiten dieser Maßnahmen siehe den Anhang.

<sup>2)</sup> Monatsdurchschnitt nach dem Bericht des Federal Reserve Board für 1921, S. 3.

<sup>3)</sup> Alle diese Zahlen sind dem Federal Reserve Bulletin vom Juli 1923, S. 864 entnommen. [Die Zahlen für Noten, Sichtdepositen und umlaufende Zahlungsmittel im Laufe der Jahre 1918 bis 1923 findet man im Anhang zu diesem Kapitel.

Diese außerordentliche Anspannung des privaten Kredits unmittelbar nach dem Kriege ist keine Eigentümlichkeit der Vereinigten Staaten. Man findet sie in ganz Europa. Sie gibt der Krise von 1920 ihr wahres Gepräge: das einer normalen Krisis, die allen, die die Wirtschaftsgeschichte bisher verzeichnet hat, gleicht und sich nur durch den Ausgangspunkt unterscheidet.

Das unvermeidliche Ergebnis dieser Anspannung war die schnelle Abnahme der Deckung bei den Bundesreservebanken. Von 51% am Anfang des Jahres 1919 fiel sie auf 44,8% im Dezember. Sie erreichte ihren niedrigsten Stand mit 42,4% im April. Der gesetzliche Mindestbetrag der Goldreserve ist bekanntlich auf 40% der umlaufenden Noten und auf 35% der Depositen<sup>1)</sup> festgesetzt.

Man näherte sich rapid der gesetzlichen Emissionsgrenze, so daß der Federal Reserve Board sich seiner wichtigsten Pflicht entzogen hätte, wenn er die völlige Erschöpfung des noch vorhandenen Spielraumes zugelassen hätte. Er hat einfach seine gesetzlich vorgeschriebene Aufgabe erfüllt, indem er vom Dezember 1919 ab den Diskontsatz fortgesetzt erhöhte.

Das Bundesgesetz vom 14. März 1900, durch das die Goldwährung eingeführt ist, bestimmt folgendes: „Der Dollar im Gewicht von 25,8 grains Gold und neun Zehntel Feinheit bildet den Wertmaßstab in den Vereinigten Staaten, und alle von den Vereinigten Staaten ausgegebenen oder geprägten Zahlungsmittel sind in einem festen Wertverhältnis zu dieser Werteinheit zu halten. Der Staatssekretär des Schatzamtes hat die Pflicht, dieses Wertverhältnis aufrechtzuerhalten.“

Nun sind die Noten der Bundesreservebanken ein „von den Vereinigten Staaten ausgegebenes Zahlungsmittel“, da das Schatzamt sie dem Federal Reserve Board übergibt und da ferner das Schatzamt, ebenso wie die Bundesbanken selbst, verpflichtet ist, sie jederzeit einzulösen.

Durch die sukzessive Erhöhung des Diskontsatzes bis auf 7%

---

<sup>1)</sup> Vgl. den Bericht des Federal Reserve Board für 1921, S. 27.

Übrigens ist es bemerkenswert, daß seit dem Ausweis vom 18. März 1921 die Berechnung der Depositenreserve strenger geworden ist: Man berücksichtigt nicht allein die „net deposits“, wie bisher, sondern die Gesamtsumme der Depositen, einschließlich einiger früher ausgeschalteter Bestandteile.

im Juni 1920 hat also der Federal Reserve Board nur die ihm durch Gesetz auferlegte Pflicht erfüllt.

Diese Maßnahmen hat man im allgemeinen im Auge, wenn man von der „Deflationspolitik“ der Bundesreservebanken spricht. Wir haben schon gesagt — aber es ist gut, es zu wiederholen —, daß sie eine unentbehrliche Vorsichtsmaßregel gegen eine Krise darstellt, deren spekulativer Charakter für niemand mehr zweifelhaft war. Dem Federal Reserve Board stand es nicht frei, seine Reserve unter das gesetzliche Minimum herabsinken zu lassen. Diese Erwägung, und nicht das Streben nach Deflation selbst, hat seine Politik bestimmt. Die Sätze, mit welchen er sie in seinem Bericht für 1919 (S. 72) erläutert, verdienen wörtlich wiedergegeben zu werden:

„Deflation um der Deflation willen,“ sagt er, „Deflation nur zu dem Zweck, um zu dem ‚normalen Zustand‘ zurückzukehren und um die Preise der Wertpapiere und Waren wieder auf ihr Vorkriegsniveau zu bringen, ohne sich weiter um die Folgen zu kümmern, wäre bei der gegenwärtigen Wirtschaftslage der Welt eine Sinnlosigkeit. Man darf nie vergessen, daß die Produktion wesentlich durch die Kreditverhältnisse bedingt ist. Das moderne Unternehmen arbeitet mit Kredit . . . Das entscheidende Kriterium für den Wert eines Kreditsystems ergibt sich daraus, wie es auf die Produktion der Güter wirkt. So wahr diese Bemerkung im allgemeinen ist, verdient sie erst recht besondere Beachtung bei der gegenwärtigen Verwirrung der Industrie und des Handels der Welt, in einem Zeitpunkt, wo Produktion die wichtigste Forderung der Stunde ist. Eine zu schnelle oder zu plötzliche Deflation würde durch die Beunruhigung der Gemüter und durch die unheilvolle Reaktion, die diese Beunruhigung auf die Produktion ausüben würde, dem Zweck eines guten Kreditsystems direkt zuwiderlaufen.“

Es handelt sich also nicht um Deflation, sondern allein um die Einschränkung der übertriebenen Kredite, im besonderen der Spekulationskredite. Ebenso wenig handelt es sich für den Board darum, die Rolle eines „Schiedsrichters über Produktion und Preise“ zu spielen. Seinem Eingriff ist die Grenze durch die ihm obliegende Verpflichtung gesetzt, der Nation eine genügende Bankreserve zu sichern. Wenn man ihm einen Vorwurf machen kann, so würde es eher der sein, den R.-G. Hawtrey in seiner in

teressanten Mitteilung vom März 1922 an die Londoner Statistische Gesellschaft erhebt, — nämlich der, mit dem Beginn seiner Politik der Krediteinschränkung zu lange gewartet zu haben. Zu demselben Schluß kommt in den Vereinigten Staaten auch die „Joint Commission of Agricultural Inquiry“, die mit der Untersuchung der Wirkungen der Politik des Board auf die Landwirtschaft beauftragt war<sup>1)</sup>).

Wie man auch diesen Abschnitt der Geschichte beurteilt, die Folgen der Krise von 1920 sind eine unwiderrufliche Tatsache.

Vom währungspolitischen Gesichtspunkt aus — und der ist der einzige, der uns hier interessiert — sind sie so gewesen, wie man sie erwarten durfte: ein intensives und fortgesetztes Zurückströmen der Kreditmittel, die während des vorhergehenden Jahres Handel und Industrie zur Verfügung gestellt wurden und deren diese während der Deflationsperiode nicht mehr bedurften, in die Banken.

Die umlaufenden Noten der Bundesreservebanken, die im Dezember 1920 die Summe von 3341 Millionen erreichten, sind im Juni 1922 auf 2526 zurückgegangen, — eine Verminderung, die die Liquidation der inländischen Engagements widerspiegelt.

Während dieses Zeitraums steigen die Goldvorräte dank der ungeheueren Goldeinfuhr aus dem Auslande von 2053 Millionen im Februar 1920 auf 3147 im Juni 1922.

Das hat eine Zunahme der Deckung von 42,5% am 3. September 1920 auf 79,1% im Juni 1922 zur Folge.

Trotz der Krise haben sich also in den Vereinigten Staaten die Zahlungsmittel in keiner Weise verringert; sie hat nur dazu geführt, den Kreditspielraum der Banken auf Kosten der in den Händen des Publikums befindlichen Zahlungsmittel ungeheuer zu vergrößern.

Das ging so weit, daß die Banken, die in die Verlegenheit kamen, wie sie ihre Gelder nützlich anlegen sollten, seit An-

---

<sup>1)</sup> Vgl. Zirkular der National City Bank vom Juni 1922, S. 8.

„Die Meinung der Kommission“, sagt ihr vor kurzem veröffentlichter Bericht, „geht dahin, daß eine Politik der Einschränkung der Vorschüsse und Diskontierungen durch Erhöhung des Diskontsatzes der Bundesreservebanken seit Anfang des Jahres 1919 hätte begonnen werden können und sollen, trotz der Schwierigkeiten, die das Schatzamt für seine „Siegesanleihe“ im Falle der Durchführung einer solchen Politik befürchtete.“

fang 1922 nichts Besseres fanden, als sie in . . . Staatsanleihen anzulegen.

Ein lehrreicher Widerspruch: Nachdem die Banken große Anstrengungen gemacht hatten, um sich nach dem Kriege von ihren Staatsanleihen zu entlasten und sie durch Handelskredite zu ersetzen, machen sie unmittelbar nach der Deflationskrisis die umgekehrte Operation. Nach Liquidierung ihrer kommerziellen Kredite kaufen sie mit dem freigewordenen Gelde Staatspapiere.

Die dem Notenbanksystem angegliederten Banken wiesen am 7. Januar 1921 einen Bestand von 16 561 Millionen an „loans and investments“ auf. Auf langfristige Kredite (investments) entfallen von der Gesamtsumme 3342 Millionen und auf Vorschüsse<sup>1)</sup> (loans) 13 210 Millionen.

Nach zwei Jahren, am 27. Dezember 1922, beliefen sich beide Posten zusammen auf 16 152 Millionen, d. h. beinahe auf dieselbe Summe wie im Vorjahre; aber die Vorschüsse und diskontierten Wechsel sind auf 11 329 Millionen herabgegangen, während die Anlagen sich um eine Milliarde erhöht und 4823 Millionen erreicht haben. Sie bestehen aber zum größten Teil aus Staatsanleihen<sup>2)</sup>.

Die Vereinigten Staaten haben also die finanzielle Deflation kennengelernt, d. h. die allmähliche Absorption der zuerst von den Banken aufgenommenen Anleihen durch die Ersparnisse der Volkswirtschaft.

Sie haben kurze Zeit darauf die „Kreditdeflation“ kennengelernt, d. h. die Einschränkung der kommerziellen Kredite durch die Erhöhung des Diskontsatzes und den darauffolgenden Rückfluß der Kredite, die den vorhergehenden Aufschwung unterstützt hatten, in die Banken.

---

<sup>1)</sup> Einschließlich der diskontierten Wechsel.

<sup>2)</sup> Die Summe derselben ist zwischen beiden Zeitpunkten von 1313 Millionen auf 2549 gestiegen, während die anderen Anlagekredite von 2029 auf 2274 anwachsen. Vgl. den Bericht des Federal Reserve Board für 1922, Seite 7.

Ebenso betrug die Staatsanleihen bei den Bundesreservebanken 273 Millionen Dollar am 31. Dezember 1921 und sind in sechs Monaten, am 21. Juni 1922, auf 555 Millionen gestiegen. Seitdem sind sie wieder herabgegangen.

Aber sie haben keine „Gelddeflation“ gehabt, d. h. keine Verminderung der Zahlungsmittelmenge, die während des Krieges außerordentlich angeschwollen war.

Bei diesem Punkt wollen wir einen Augenblick verweilen.

### Das neue Problem der Golddeflation.

Die Zahlungsmittelmenge wuchs in den Vereinigten Staaten während des Krieges ungeheuer an.

Davon legen die folgenden Zahlen, die wir uns merken wollen, Zeugnis ab:

Am 1. Juli 1914 betrug der Geldvorrat der Vereinigten Staaten 3738 Millionen Dollar, wovon 3402 Millionen in Umlauf waren<sup>1)</sup>.

Am 1. August 1923 belief sich dieser Vorrat auf 8647 Millionen Dollar, wovon 4695 in Umlauf waren<sup>2)</sup>.

Auf den Kopf der Bevölkerung berechnet, war der Umlauf also von 34 auf 42 Dollar gestiegen (nachdem er am 1. November 1920 mit 52 Dollar seinen Höhepunkt erreicht hatte).

Was die Depositen anbelangt, so sind sie nach den Jahresberichten des Währungskommissars (comptroller of the currency) für alle amerikanischen Banken (mit Ausnahme der Sparkassen) von 13 729 Millionen Dollar im Juni 1914 auf 31 462 Millionen im Juni 1920 gestiegen!

Die Vereinigten Staaten haben also seit 1914 eine typische Inflation erlebt, die in steigender Banknotenausgabe und einer außerordentlichen Steigerung der Depositenzahlen zum Ausdruck kam. Zwei Phänomene, deren Folgen sich sehr bald in dem Sinken der Kaufkraft des Dollars oder, wenn man es vorzieht, in der Erhöhung des Preisniveaus gegenüber 1914 gezeigt haben.

Warum spricht man in den Vereinigten Staaten trotzdem nicht von einer Gelddeflation? Warum kommt es dort nicht darauf an, die Menge der umlaufenden Zahlungsmittel wie bei den vom uneinlöslichen Papier heimgesuchten europäischen Staaten zu verringern?

<sup>1)</sup> Vgl. „Federal Reserve Bulletin“ 1922, Dezember, S. 1501.

<sup>2)</sup> Unter Geldvorrat ist zu verstehen: gemünztes Gold und Goldbarren, Goldzertifikate, Silberdollar und Silberzertifikate, silberne Scheidemünzen, die „Greenbacks“ und schließlich die Banknoten (die Noten der Bundesreservebanken sowohl als auch die der Nationalbanken),



Einfach deswegen, weil die Inflation in den Vereinigten Staaten in ihrem Fortschreiten von einem entsprechenden Metallzufluß begleitet war. Zwei Umständen (deren erster eine Folge der durch den Krieg geschaffenen einzigartigen Lage war), der Auswanderung des europäischen Goldes nach den Vereinigten Staaten und der Konzentration der inländischen Goldreserven in den Kellern der Bundesreservebanken, ist es zu danken, daß, je mehr die Kreditzahlungsmittel im Lande anwuchsen, auch das Goldfundament dieses ganzen neuen Gebäudes sich verbreiterte. So konnte die Gleichwertigkeit des Kreditdollars mit dem Golddollar dauernd aufrechterhalten werden.

Niemand bezweifelt es, daß die Vereinigten Staaten ohne diese außerordentlichen Umstände genötigt gewesen wären, wie im Sezessionskriege auf uneinlösliches Papiergeld zurückzugreifen. Ohne paradox zu sein, kann man sagen, daß sie wie alle anderen kriegführenden Staaten Papiergeld ausgegeben haben, daß aber ein glücklicher Zufall ihnen fortlaufend die Mittel an die Hand gab, die Einlösbarkeit in gelbem Metall aufrechtzuerhalten.

So ist zum erstenmal in der Geschichte des Geldwesens das Problem einer Metallgelddeflation in den Vereinigten Staaten aufgetaucht.

Natürlich ist die Frage nur eine indirekte. Die Vereinigten Staaten denken nicht ernstlich daran, einen Teil des Goldes, über das sie verfügen, dem Verkehr zu entziehen oder es gar einfach nach Europa zurückzuschicken. Ebenso wenig hat man vorgeschlagen, mit dem Metallgeld dasselbe zu tun, was man für das Papier so häufig empfiehlt: es aus dem Verkehr zu ziehen, um es zu vernichten oder zu vergraben.

Im Gegenteil: die denkenden Köpfe fragen sich, was sich ereignen würde, wenn die Zahlungsbilanz sich umkehrt und ein Teil des Goldes die Vereinigten Staaten verlassen würde. Was würde geschehen, wenn diese Goldunterlage — die sich so gelegen gerade gleichzeitig mit der Kreditinflation bildete — anfangs, schmaler zu werden und sich auszuhöhlen. Was würde dann aus dem ganzen Gebäude werden, das auf einem so wenig widerstandsfähigen Fundament ruht, wenn das Gebäude nicht selbst entsprechend verkleinert wird?

In seinem Bericht für 1921 gab der Federal Reserve Board<sup>1)</sup> dieser Besorgnis durch eine sehr lehrreiche Zusammenstellung Ausdruck. Diese zeigte einerseits, daß das Verhältnis der Goldreserve zu den Noten und Depositen vom 5. November 1920 bis zum 28. Dezember 1921 von 43% auf 71% gewachsen ist. Aber sie ließ gleichzeitig erkennen, daß, wenn der Goldvorrat der Bundesreservebanken während dieses Zeitraums stabil geblieben wäre, anstatt um 800 Millionen Dollar an eingeführtem Gold in die Höhe zu gehen, das Verhältnis nur von 43% auf 51% gestiegen sein würde. Sie lenkte in dieser Weise die Aufmerksamkeit auf das Mißliche und Unsichere in der scheinbar so glänzenden Situation des amerikanischen Geldmarktes.

In ihrem Wirtschaftsbulletin vom Juli 1921 gab die Chase Bank von New York in einem von Barton Hepburn und Benjamin Anderson unterzeichneten Artikel derselben Besorgnis mit folgenden Worten Ausdruck: „Wir besitzen einen enormen Bruchteil des Goldschatzes der Welt. Aber zu einem erheblichen Teil können wir nicht hoffen, ihn dauernd zu behalten. Wir besitzen ihn sozusagen zu treuen Händen. Europa wird seiner von neuem bedürfen, wenn die Reorganisation der Staatsfinanzen und der Währungen es ihm gestattet, zur Goldwährung zurückzukehren. Wir können ihn als Grundlage nur für Kredite verwenden, die absolut liquide sind. Wir dürfen ihn nur in einer Form verwenden, die uns gestattet, ihn ohne Schwierigkeit an Europa zurückzugeben, sobald es ihn zurückverlangt. Das Problem ist für uns weniger, ihn in einem großen Haufen aufzubewahren, als vielmehr dem Werte nach und stets verfügbar zu erhalten.“ Und die Verfasser befürworteten eine sehr vorsichtige Diskontpolitik, die den Diskontsatz zeitig genug erhöht, um jede neue Kreditinflation zu vermeiden.

Umgekehrt sehen die europäischen Länder in dieser möglichen Inflation und in der daraus folgenden Verminderung der Kaufkraft des Dollars ein Mittel, um ihre eigenen Wechselkurse schneller wiederherzustellen. Das ließ MacKenna bei seiner Ansprache an die Aktionäre der London Joint City and Midland Bank, deren Präsident er ist, im Januar 1923 durchblicken:

---

<sup>1)</sup> Vgl. Eighth Annual Report of the Federal Reserve Board covering operations for the year 1921, S. 29.

„Bekanntlich wird durch die Deflation in England der Wert des Pfundes gesteigert. Hat aber diese Deflation unter den gegenwärtigen Umständen eine weitere Wirkung, als unseren Weg zur Parität einfach zu beschleunigen? Würde unser Wechselkurs die Parität nicht auch erreichen, wenn wir keine Deflation betrieben und uns alle die Übel, die sie begleiten, Wirtschaftsdepression und Arbeitslosigkeit erspart blieben? Ich glaube diese Frage bejahen zu können, es sei denn, daß die Geldpolitik der Vereinigten Staaten von neuem umschlägt. Ich glaube, daß unter den gegenwärtigen Verhältnissen die Entwertung des Dollars weitere Fortschritte machen wird. Heute sind die Vereinigten Staaten der einzige große Goldmarkt. Die jährliche Gesamtproduktion der Welt wird dorthin verkauft, und da ihre Menge weit größer ist, als was man normalerweise für Zirkulations- und Kreditzwecke braucht, so ist die Wirkung der Überproduktion ein Senken des Goldwertes. Die Entwertung des Goldes ruft in den Vereinigten Staaten Preiserhöhung und Fallen des am Pfund Sterling gemessenen Dollarwertes hervor. Selbst wenn in England die Preise steigen, was mit der wirtschaftlichen Entwicklung eintreten wird, so werden sie doch nicht so schnell steigen wie in Amerika unter dem Einfluß eines übermäßigen Goldzuströms, und wenn eine Deflation in keinem der beiden Länder stattfindet, wird das Pfund [gegenüber dem Dollar] langsam steigen, bis es den Paristand erreicht hat<sup>1)</sup>.“

So gibt es in den Vereinigten Staaten wie in England ein nicht zu beseitigendes Residuum der Inflation.

Niemand kann den Krieg rückgängig machen. Niemand kann die Masse der umlaufenden Banknoten und Bankdepositen auf die Zahlen von 1913 zurückschrauben. Niemand kann das Preisniveau auf das Vorkriegsniveau herabdrücken. Niemand kann daran denken, die Nominaleinkommen in dem ungeheueren Maße herabzusetzen, das erforderlich wäre, um solche Ziele zu erreichen.

Es kommt einzig darauf an (und darauf läuft die ganze Politik der beiden großen Länder, die wir zum Gegenstand unserer

---

<sup>1)</sup> Der Verf. dieser Schrift hat denselben Gedanken in einer Broschüre vertreten, die vom *Moniteur des Intérêts matériels* unter dem Titel *Le Retour à l'or* (1922) herausgegeben worden ist.

Untersuchung gemacht haben, hinaus), die Fühlung nicht zu verlieren — (oder, wo sie verloren ist, sie wiederzugewinnen) — mit dem internationalen Wertmesser, der nur das Gold sein kann. Worauf es ankommt, ist ein Ende zu machen mit dem „Nationalismus des Geldes“, den das Papiergeld erzeugt, um zu einem gemeinsamen Maßstab zurückzukommen, den nur das internationale Metallgeld bieten kann.

Aber es ist unnütz, mehr zu verlangen. Es ist vergeblich, sich hypnotisch auf eine Rückkehr zur Vergangenheit einzustellen, die nicht notwendig ist, um die frühere internationale Stabilität wiederzugewinnen.

Die Vereinigten Staaten werden den Kredit nur in einem Maße beschränken, das der voraussichtlichen Verminderung des Metalls, das ihm als Grundlage dient, entspricht. Auch sind sie noch sehr in Verlegenheit, wie sie damit beginnen sollen<sup>1)</sup>.

Auch England will einen beträchtlichen Teil seiner Currencynoten im Umlauf belassen, weil die Rückkehr zur Parität des Pfundes mit dem Sovereign durchaus nicht das vollständige Verschwinden dieses Papiergeldes bedingt. Der Cunliffe-Bericht sieht die Angliederung dieses Restes an den ungedeckten Notenumlauf der Bank von England vor, sobald das Pfund Sterling den Paritätstand erreicht hat.

Mit einem Wort: Das Problem der Deflation läuft für jedes Land darauf hinaus, festzustellen, wie hoch sich schließlich das „nicht zu beseitigende Residuum“ der Inflation stellt, das es, wenn einmal die Bedingungen für die Rückkehr zum Golde vorliegen, ohne Gefahr tragen zu können glaubt.

---

<sup>1)</sup> Wäre es nicht eines der besten Mittel für die Bundesbanken, um zu diesem Ziel zu gelangen, mit einem Teil ihres Goldes einen Fonds zu bilden, der zur Gewährung von Geldvorschüssen an die Notenbanken der Staaten bestimmt wäre, die ihre Währung stabilisieren wollen? Diese Kredite würden den europäischen Emissionsbanken gestatten, sich in den Zeiten der Verknappung, die selbst in den Ländern, deren Zahlungsbilanz durchschnittlich im Gleichgewicht ist, periodisch eintritt, Devisen zu sichern. Keynes hatte bei Gelegenheit der Konferenz von Genua einen sehr geistreichen Mechanismus dieser Art vorgeschlagen.

## Viertes Kapitel.

### Die Deflation in Frankreich.

In Frankreich ist die Politik der Deflation nie so präzise formuliert worden wie in England und den Vereinigten Staaten.

Theoretisch oder, wenn man so will, juristisch stellt sich das Problem sehr einfach.

Da die Inflation in der Weise vor sich gegangen ist, daß von der Bank von Frankreich an die Regierung nach und nach Vorschüsse gewährt wurden — sie haben bei Beendigung des Krieges (31. Dezember 1918) 17 150 Millionen und ein Jahr später 26 Milliarden erreicht —, so sollte sich die Deflation naturgemäß durch die umgekehrte Operation vollziehen: durch allmähliche Rückzahlung der Vorschüsse seitens der Regierung bis zur vollständigen Abdeckung der Schuld.

Aber das ist eine rein formale Art der Problemstellung. Das besondere Rechtsverhältnis, in dem die Emissionsbank zum Staate steht und das sich aus der in Frankreich (wie in Deutschland und Italien) üblichen Methode der Papiergeldausgabe ergibt, hat in Wirklichkeit die Folge, daß, welche Währungspolitik man auch wählt, diese nur gemeinsam mit der Bank festgestellt und durchgeführt werden kann. Vertragliche Abmachungen sind notwendig; aber diese Abmachungen dürfen und werden nicht von einer eng juristischen, müssen vielmehr von wirtschaftlichen Gesichtspunkten beherrscht sein, wie auch von jener weitgehenden Berücksichtigung des allgemeinen Interesses, die die große französische Notenbank immer ausgezeichnet hat.

Wir werden hier also die juristische Seite der Frage außer acht lassen und nur die wirtschaftliche Seite ins Auge fassen.

### Die Grundsätze.

Welches ist zunächst das Ziel, dem man zustrebt?

In England war das Ziel von Anfang an von der Cunliffe-Kommission klar gestellt: Rückkehr des Pfundes zur Parität.

In Frankreich ist die Rückkehr des Franken zum Parikurs immer als ein in zu weiter Ferne liegendes Ideal erschienen, um schon jetzt eine praktische Direktive geben zu können, obgleich die Möglichkeit einer solchen Rückkehr bei verschiedenen Gelegenheiten ausdrücklich vorbehalten wurde. Das nächste Ziel — und nur dessen Erkenntnis ist von Interesse — wurde von der Bank immer in viel vorsichtigerer und weniger ehrgeiziger Weise formuliert: es besteht einfach darin, der Notenemission die ihr fehlende Elastizität wiederzugeben, indem man die durch Schatzwechsel gedeckten Umlaufsmittel durch solche ersetzt, die durch kommerzielle Papiere gedeckt sind. In ihren Berichten hat die Bank dem Gedanken wiederholt Ausdruck gegeben, daß ihrer Ansicht nach das vom Staat eingelöste Papiergeld nicht gänzlich aus dem Verkehr gezogen werden dürfe, vielmehr nach Maßgabe des kommerziellen Bedarfs wieder in Umlauf gesetzt werden sollte<sup>1)</sup>. Das ist der Typus der Deflation, den wir als „gemäßigte“ Deflation bezeichnet haben, im Gegensatz zu der radikalen Deflation, die in der endgültigen Verminderung der Zahlungsmittelmenge besteht.

Die Erklärungen des Gouverneurs der Bank auf der Generalversammlung der Aktionäre läßt keinen Zweifel darüber.

Hat er sich in der Versammlung vom 30. Januar 1919 auf die Feststellung beschränkt, daß „der Überfluß an Banknoten . . . auf die Wechselkurse drückt und die Preiskrise“ verschärft, um daraus nur den Schluß zu ziehen, daß es notwendig sei, „die Menge unserer Zahlungsmittel fortschreitend zu verringern“, so führte er den Gedanken in der Versammlung vom 27. Januar 1921 weiter aus. Es handle sich darum, sagte er, „für die Notenemission einen gewissen Spielraum wiederzugewinnen, nicht um eine zu schnelle Deflation herbeizuführen, die die Verhältnisse nicht gestatten würden, sondern um ihn in dem erforderlichen Maße Handel

---

<sup>1)</sup> Derselbe Gedanke ist von Decamps in seinen zahlreichen und interessanten Mitteilungen über die Politik der Bank von Frankreich fortgesetzt zum Ausdruck gebracht worden.

und Industrie zur Verfügung zu stellen.“ In der Versammlung vom Januar 1922 kam er aus Anlaß der Rückzahlungen des Staates im Jahre 1921 auf diesen Gedanken zurück. Er sah in diesen zunächst „eine entscheidende Etappe in der Richtung zur fortschreitenden Liquidation der Anleihen, die der Staat zur Deckung der Kriegsbedürfnisse bei der Währung habe aufnehmen müssen“; dann fügte er hinzu: „sie geben endlich unserer Notenemission die nötige Elastizität, um allen Kreditbedürfnissen von Handel und Industrie genügen zu können.“

Das war das Ziel — wenigstens das nächste Ziel —, das ins Auge gefaßt wurde; die Methode, die angewandt werden sollte, um dieses Ziel zu erreichen, ist schrittweise in den Konventionen vom 14. April und 29. Dezember 1920 festgelegt worden: sie besteht in der jährlichen Rückzahlung von 2 Milliarden Franken durch den Staat, so daß die Staatsschuld allmählich auf 25 Milliarden am 1. Januar 1922, dann auf 23 Milliarden am 1. Januar 1923 und so weiter bis zur vollständigen Abtragung vermindert wird. Dieses Verfahren ist offenbar angeregt worden von demjenigen, das nach dem deutsch-französischen Kriege angewandt wurde, als sich der Staat durch das Gesetz vom 21. Juni 1871 verpflichtete, an die Bank jährliche Rückzahlungen in Höhe von 200 Millionen zu leisten. Auf diesen Vorgang nahm Ribot in seiner berühmten Begründung des Budgets von 1915 Bezug, und dieser Vorgang hat auch den Artikel 3 der von ihm unterzeichneten Konvention vom 21. September 1914 mit der Bank inspiriert, der später in allen folgenden Konventionen bestätigt ist und folgendermaßen lautet: „Der Staat verpflichtet sich, die Vorschüsse der Bank an den Staat in möglichst kurzer Frist zurückzuzahlen, sei es mit Hilfe der ordentlichen Einnahmen des Budgets, sei es aus den ersten Anleihen oder aus anderen außerordentlichen Einnahmen, über die er wird verfügen können.“ Die Konventionen von 1920 haben nur die Einzelheiten der Ausführung dieser allgemeinen Vereinbarung festgelegt, die allerdings zu einer Zeit abgeschlossen wurde, als niemand die Dauer des Krieges oder den ungeheuren Betrag der Vorschüsse, die der Krieg erfordern würde, ahnte.

Auf den ersten Blick wird man den Eindruck haben, daß die in diesen Konventionen festgelegte Methode über das verfolgte Ziel merkwürdig hinausgeht, wenn das Ziel kein anderes ist, als

der Emission der Bank die nötige Elastizität wiederzugeben. Aus mehreren Wendungen der Berichte des Gouverneurs könnte man auf weitergehende Ambitionen schließen: die Worte „Wiederherstellung der Währung“ (Bericht von 1920) oder Wiederherstellung einer normalen Währung (Bericht von 1919) scheinen die Absicht anzudeuten, zu dem Stand der Zeit vor dem Kriege zurückzukehren. Wie wir aber schon gesagt haben, war es die Pflicht der Bank und des Staates, sich für ihre zukünftige Währungspolitik freie Hand zu bewahren. Und andererseits handelte es sich vor allen Dingen darum, jeder neuen Inflation endgültig den Weg zu versperren. Gegen jeden Versuch dieser Art mußte eine Schranke aufgerichtet werden, die man gar nicht hoch und fest genug bauen konnte, wenn man, wie es ebenfalls der Gouverneur am 27. Januar 1921 sagte, als Ergebnis „die formelle Ankündigung“ erzielen wollte, „daß man in Zukunft ganz ohne Besorgnis auf lange wie auf kurze Zeit in Franken abschließen kann, weil der Wert des Franken nunmehr gegen jede künstliche Beeinflussung durch die Bedürfnisse des Staates ganz bestimmt geschützt wird“.

Den Wert des Franken gegen künstliche Beeinflussung durch den Staatsbedarf entschieden zu schützen, das dürfte die Formel sein, die das nächste Ziel der französischen Währungspolitik am glücklichsten wiedergibt. Das ist eine Formel eher der Nicht-Inflation, als der Deflation. Die abgeschlossenen Konventionen erzwingen jedoch in aller Form eine gewisse Deflation, wenigstens für den Augenblick.

Die französische Währungspolitik ist also in ihren Formulierungen nicht ganz frei von gewissen Schwankungen. Sie hängt übrigens nicht allein von der Bank, sondern auch von der Staatsgewalt ab. Man darf sich nicht darüber wundern, wenn sich diese Schwankungen auch bei der Durchführung zeigen.

### Die Durchführung.

Man kann in der seit dem Waffenstillstand geübten Praxis drei Phasen unterscheiden:

1. Von Dezember 1918 bis Dezember 1920 hat sich die Zahlungsmittelmenge stetig vermehrt. Statt mit einer Deflation hat man es mit einer wachsenden Inflation zu tun.

2. Im Jahre 1921 tritt völliger Umschwung ein. Die Zahlungsmittelmenge nimmt ab. Der Staat leistet die ersten Rück-



zahlungen an die Bank. Man könnte an einen entscheidenden Umschwung denken. Aber weit gefehlt! Denn was ist der wahre Grund der Zahlungsmittelverminderung? Die Besserung der Dinge im Staatshaushalt? Keineswegs. Es handelt sich, wie wir noch sehen werden, um eine „Kreditdeflation“, ähnlich derjenigen, die wir in England festgestellt haben.

3. Seit Ende 1922 treten mit dem Aufschwung der Konjunktur neue Schwierigkeiten auf. Der Staat verlangt einen neuen Aufschub. Seine Rückzahlungen beschränken sich in diesem Jahre auf eine Milliarde anstatt der in den Konventionen vorgesehenen zwei Milliarden.

Man muß sich hier die für die drei Phasen charakteristischen Zahlen vergegenwärtigen:

Zunächst die steigende Inflation von Dezember 1918 bis Dezember 1920:

Im Dezember 1920 betrug die Menge der umlaufenden Zahlungsmittel . . . . .	30 249 Millionen frs.
Der gesetzliche Höchstbetrag der Notenausgabe war festgesetzt auf . . . . .	33 Milliarden
Der Höchstsatz der Vorschüsse an den Staat war festgesetzt auf . . . . .	21 Milliarden
Die Staatsschuld betrug . . . . .	17 150 Millionen <sup>1)</sup>

Zwei Jahre später, im Dezember 1920, finden wir folgende Zahlen:

Die Geldmenge beträgt . . . . .	37 552 Millionen frs.
Der gesetzliche Höchstbetrag ist festgesetzt auf	41 Milliarden
Der Höchstbetrag der Vorschüsse an den Staat ist erhöht auf . . . . .	27 Milliarden
Die Schuld des Staates ist angewachsen auf .	26 600 Millionen.

Was ist inzwischen geschehen?

Zwei Umstände erklären die Erschwerung der Lage.

Erstens hat der Staat im Laufe des Jahres 1919 zweimal eine Erhöhung der Höchstgrenze seiner Vorschüsse verlangt und durchgesetzt: zunächst auf 24 Milliarden (am 13. Februar 1919), sodann auf 27 Milliarden (Konvention vom 24. April 1919). Die erste Erhöhung wurde von der Bank ziemlich reibungslos bewilligt,

<sup>1)</sup> Wir lassen die 3526 Millionen außer acht, die bei der Bank entliehen waren, um verbündeten Staaten Vorschüsse zu gewähren; sie unterliegen dem gewöhnlichen Diskontsatz und sind in der für Vorschüsse an den Staat verwendbaren Summe nicht enthalten.

weil sie zum Teil durch die Einziehung der während des Krieges von den Gemeinden des besetzten Gebietes ausgegebenen kleinen Scheine und durch die Einführung des Franken im Elsaß und in Lothringen begründet war. Die zweite dagegen wurde erst genehmigt, nachdem sie zunächst abgelehnt war. Sie ließ sich in der Tat nur durch die kurzsichtige Finanzpolitik des damaligen Finanzministers Klotz erklären. Die Folge war eine Erhöhung der Höchstgrenze für die Notenausgabe auf 40 Milliarden.

Das Jahr 1919 lastet noch heute schwer auf der französischen Währung.

Im Laufe des Jahres 1920 ließen die allgemeinen wirtschaftlichen Verhältnisse und die internationale Krise einen Augenblick die Besorgnis aufkommen, daß die Emissionsgrenze der Bank zu niedrig sei, um den Bedürfnissen der Wirtschaft zu genügen. Das kommerzielle Wechselportefeuille der Bank wuchs von 1268 Millionen am 24. Dezember 1919 auf 3276 Millionen am 24. Dezember 1920 an und stand einmal (3. November 1920) auf 3660 Millionen. Am Vorabend der Parlamentsferien ließ sich die Regierung ermächtigen<sup>1)</sup>, im Bedarfsfall auf dem Verordnungswege die Emissionsgrenze für den kommerziellen Bedarf von 40 auf 43 Milliarden zu erhöhen. Am 28. September machte sie von dieser Befugnis Gebrauch, indem sie die Grenze auf 41 Milliarden festsetzte. Der im Laufe des Jahres tatsächlich in Anspruch genommene Höchstbetrag war 39 645 Millionen (3. November). Dieses Vorkommnis bewies, daß ein hinreichender Emissionsspielraum geschaffen werden mußte, wenn man in Zukunft vermeiden wollte, daß eine etwas lebhaftere Konjunktur zu einer weiteren Inflation führt.

Mit dem Jahre 1921 beginnt endlich die zweite Phase, die Deflation.

Durch eine Reihe von Rückzahlungen wurden die Vorschüsse an den Staat bis 31. Dezember 1921 auf 24 600 Millionen reduziert.

In den ersten Monaten des Jahres 1922 nimmt die Bewegung ihren Fortgang, und die Staatsschuld sinkt am 16. März auf den Mindestbetrag von 21 200 Millionen.

Gleichzeitig vermindert sich die Geldmenge bis zum Dezember 1921 auf 36 417 Millionen, also um mehr als eine Milliarde im Vergleich zum Vorjahr.

<sup>1)</sup> Artikel 74 des Finanzgesetzes vom 31. Juli 1920.

Was sind die charakteristischen Züge und Konsequenzen dieser Deflation? Warum wurde sie, nachdem sie einige Hoffnungen aufkommen ließ, im Dezember 1922 unterbrochen, so daß der Notenumlauf Ende 1923 von neuem die Summe von 37,5 Milliarden erreichte?

Wir haben es hier mit einer Erscheinung zu tun, wie wir sie ganz ähnlich in England und in den Vereinigten Staaten gefunden haben.

Ebenso wie in England die im Jahre 1920 begonnene „Kreditdeflation“ die Senkung der Preise, die Abnahme der Unternehmungslust und infolgedessen eine Verminderung des Bedarfs an Bargeld und den Rückfluß der Currencynoten in die Bank von England und in das Schatzamt herbeigeführt hat —, ebenso sind in Frankreich die durch die Krise vervielfachten Geldreserven des Publikums den Krieganleihen (bons de la Défense nationale) zugute gekommen, deren fortgesetzte Emission eine ertragreiche Anlage (viel ertragreicher als die Kontokorrentguthaben bei den Banken) für diese disponiblen Gelder darbot. Der Fiskus wurde so unmittelbar vom Publikum versorgt und konnte die Bank entbehren. Daher die Abnahme seiner Kontokorrentschuld, die allmählich bis auf 21 200 Millionen (16. März 1922) fiel.

Die Deflation war also nicht der Grund, sondern lediglich eine Wirkung des Preisrückganges.

Als sich dann von 1922 ab ein neuer wirtschaftlicher Aufschwung zeigte, trat das ein, was weitblickende Beobachter wie Maroni in seinen Berichten im Journal des Débats seit langem angekündigt hatte: ein Teil der verfügbaren Gelder des Publikums fand nicht mehr den Weg zum Finanzministerium, um sich ertragreicheren Geschäften zuzuwenden<sup>1)</sup>. An Stelle eines Überschusses

---

<sup>1)</sup> Zu wiederholten Malen hat Maroni den Mechanismus klargelegt, mit dessen Hilfe das Publikum die Menge der umlaufenden Banknoten gewissermaßen selbst reguliert, indem es die Rückzahlung der bons de la Défense verlangt oder nicht verlangt. Da der Staat durch seine Budgetpolitik die Vermehrung oder Verminderung der Bons in der Hand hat, so ist er es letzten Endes, der den Umlauf an Banknoten bestimmt. So schrieb der ausgezeichnete Publizist z. B. am 16. Oktober 1922:

„Woher deckt das Publikum seinen Bedarf an Banknoten? Früher wandte man sich an die Bank von Frankreich. Die Bankiers und die Kreditinstitute, bei denen die Privatgelder deponiert waren, hatten kein anderes Mittel, bei der Zurückziehung dieser Gelder ihren Verpflichtungen nach-

aus den Zeichnungen auf die Staatsanleihebons über die Einlösungen derselben ist in den letzten sechs Monaten von 1922 ein Überschuß der Einlösungen im Betrage von fast 4 Milliarden getreten<sup>1)</sup>.

Die Rückwirkung dieser Lage zeigte sich sofort in den Beziehungen des Staates zur Bank. Die Schuld des Staates betrug

---

zukommen, als Wechsel bei der Bank diskontieren zu lassen. Die Zahlungsmittelvermehrung ergab sich also aus dem Anschwellen des kommerziellen Wechselportefeuilles. Heute ist es nicht mehr so. Die Kreditinstitute legen fast alle ihre Depositengelder in Staatsanleihebons (Bons de la Défense) an; wenn dann die Kundschaft das Geld zurückzieht, begnügen sie sich damit, einen Teil ihrer Bons am Verfalltag zur Einlösung zu präsentieren, anstatt sie zu verlängern. Die Privatleute, die ihr verfügbares Geld vorübergehend in Bons anlegen, verfahren, wenn sie bares Geld nötig haben, ebenso. Im Finanzministerium läuft also auf direktem oder indirektem Wege die Nachfrage des Publikums nach Banknoten zusammen, und das Finanzministerium kann sich die Noten nur durch Zurückgreifen auf Vorschüsse bei der Bank von Frankreich verschaffen.

Mit einem Wort: Jede Vermehrung der Nachfrage nach Geld, die durch Erscheinungen wie Geschäftsaufschwung oder Preissteigerung, die selbst wieder von der Valutaentwertung herrühren, hervorgerufen wird, führt unvermeidlich eine Verlangsamung in der Unterbringung der Schatzanweisungen (Bons du Trésor) und demzufolge eine Vermehrung der Vorschüsse bei der Bank von Frankreich herbei. Es kann gar nicht anders sein, weil das Publikum dauernd die Möglichkeit hat, vom Finanzministerium die Rückzahlung der fälligen Bons zu fordern, und weil dies der bequemste und billigste Weg ist, sich Banknoten zu verschaffen... Solange die Ausgaben und Einnahmen des Staates nicht im Gleichgewicht sind, ist also der Staat theoretisch der Gefahr ausgesetzt, den vollen Betrag des Defizits in Banknoten zahlen zu müssen.“

<sup>1)</sup> Vgl. den Generalbericht des Abg. Bokanowski über das Budget von 1923, S. 136 und Pierre Guébbard: *Le marché monétaire en 1922* in *La France économique* en 1922, S. 17/18 (Verlag Ténin). Wir würden hier gern eine Übersicht über den Verlauf der Zeichnungen auf Schatzanweisungen im Laufe des Jahres 1923 geben. Ein solcher Überblick ist für die Analyse des Währungsmechanismus unentbehrlich. Unglücklicherweise blüht heute [in Frankreich] der Grundsatz der Geheimtuerie, der jetzt in allen Dingen, die das „öffentliche“ Leben berühren, herrscht, auch auf dem Gebiet des Finanzwesens. Der Finanzminister glaubt ebenso wie der Minister der auswärtigen Angelegenheiten seiner Pflicht genügt zu haben, wenn er die „Parlamentskommissionen“ auf dem laufenden hält. Das ist in der Tat eine neue Art parlamentarischer Regierung. Länder mit wirklicher Freiheit wie England haben kein Bedenken, alle zur Beurteilung der Lage der Staatsfinanzen nötigen Angaben allwöchentlich zu veröffentlichen.

am 21. Dezember 1922 wieder 23 400 Millionen. Die Unmöglichkeit, sie auf 23 Milliarden zu beschränken, wie es die Konvention vom 29. Dezember 1920 verlangte, wurde augenfällig. Es wurde daher die Konvention vom 22. Dezember 1922 abgeschlossen, die für 1923 den Höchstbetrag der Vorschüsse an den Staat auf 24 anstatt auf 23 Milliarden festsetzte und somit die Rückzahlungspflicht von zwei auf eine Milliarde reduzierte.

### Die Finanzlage und die Deflation.

So liefen die Dinge bis Ende 1922.

Sie bestätigen in vollem Umfang die Tatsache, auf die wir schon bei England hingewiesen haben: das enge Band, das den Stand der Währung und den des Budgets verknüpft, und den überwiegenden Einfluß des letzteren auf den Wechselkurs.

In Frankreich wie in England hat als Folge der wirtschaftlichen Lage eine Verminderung der umlaufenden Zahlungsmittel stattgefunden: es gab eine „Deflation“. Aber diese Deflation war in England von einer dauernden Besserung der Wechselkurse begleitet, während dies in Frankreich nicht der Fall war. (Vgl. die graphische Darstellung auf S. 26.)

Warum? Weil das englische Schatzamt dank den Budgetüberschüssen nicht nur die vom Publikum zurückgegebenen Currencynoten endgültig aufnahm, was, wie gesagt, relativ nebensächlich ist, sondern vor allem seine schwebende Schuld konsolidierte und seine Gesamtschuld verminderte und hierdurch jeder Möglichkeit einer künftigen Inflation vorbeugte.

In Frankreich dagegen vermehrte auf der einen Seite die wirtschaftliche Depression die verfügbaren Gelder des Publikums und führte sie dem Finanzministerium zu, auf der anderen Seite war jedoch der Finanzminister durch das Defizit genötigt, sie immer wieder in Umlauf zu setzen und die schwebende Schuld sogar noch zu vermehren. Einerseits gestattete die Wirtschaftslage dem Staate, Rückzahlungen an die Bank zu leisten, andererseits nötigten ihn seine eigenen Schwierigkeiten, bei dem Publikum Anleihen zu machen, die jene Rückzahlungen weit überstiegen.

Die Lage wird durch die Tabelle scharf gekennzeichnet, in der der Generalberichterstatter des Budgets für 1923 den Stand

der schwebenden Schuld am 31. Mai 1921 und am 31. August 1922 gegenübergestellt hat.

	Kapitalbetrag am 31. Mai 1921	Kapitalbetrag am 31. August 1922	Unterschied
Staatsanleihebons im Umlauf . . .	51 812 038 000	62 662 605 000	+ 10 850 567 000
Vorschüsse der Bank von Frankreich .	26 200 000 000	23 900 000 000	- 2 300 000 000

Der Staat vermindert zwar seine Schuld bei der Bank um 2300 Millionen, vermehrt aber gleichzeitig seine schwebende Schuld um 10 850 Millionen<sup>1)</sup>. Wie könnte er auch anders, da 1921 allein das allgemeine Budget (wir sprechen hier nicht vom Spezialbudget der befreiten Gebiete, den sog. dépenses récupérables, „erstattungs-fähigen Ausgaben“) mit einem Defizit von 5415 Millionen und im Jahre 1922 mit einem solchen von 5480 Millionen abschloß? Das nach langen Kammerverhandlungen im Juli 1923 herausgekommene Budget steht scheinbar im Gleichgewicht. Aber dieses Gleichgewicht berücksichtigt weder Rückzahlungen an die Bank noch andere Ausgaben, die unseres Erachtens zu Unrecht dem Budget der erstattungsfähigen Ausgaben zugewiesen sind.

Wenn wir die Lage Frankreichs mit der Englands vergleichen, so wollen wir damit nicht sagen, daß Frankreich in jeder Beziehung seinem Bundesgenossen hätte folgen sollen oder können. Wir enthalten uns für den Augenblick jeder Kritik und beschränken uns hier auf die wirtschaftliche Analyse der Bande, die die Deflation, den Wechselkurs und das Gleichgewicht des Budgets miteinander erfahrungsgemäß verknüpfen. Jeder kennt die Riesenausgaben, die Frankreich zu bewältigen hat, und die außerordentlichen Schwierigkeiten, mit denen es zu kämpfen hat, um sie zu decken. Aber allen Entschuldigungsgründen zum Trotz, die man

<sup>1)</sup> Die Lage ist etwas undurchsichtig in rechnerischer Hinsicht, weil die Rückzahlungen an die Bank sich außerhalb des Budgets vollziehen und andererseits zum großen Teil mit Hilfe des bei der Bank selbst bestehenden Amortisationsfonds durchgeführt sind. Die Einnahmen dieses Fonds sind Staatseinnahmen, so daß die Anleihen nicht unmittelbar zur Rückzahlung der Bankvorschüsse aufgenommen sind. Aber das Ergebnis ist dasselbe, als ob dies geschehen wäre.

zu seinen Gunsten geltend machen kann, nehmen die wirtschaftlichen Dinge ihren Lauf. Ein Budget mit Defizit — wie entschuldigbar bei gefühlsmäßiger Betrachtung die Unzulänglichkeit der Einnahmen auch erscheinen mag — ist und bleibt immer ein Budget mit Defizit. Das ist eine Tatsache mit unerbittlichen staatsfinanziellen und währungspolitischen Folgen, ungeachtet der Umstände, die sie erklärlich erscheinen lassen.

Warum stellt nun eine Gelddeflation, wenn gleichzeitig die Menge der emittierten Schatzanweisungen vermehrt wird, keine wahre Deflation dar, und warum kann sie keinen Einfluß auf den Wechselkurs haben?

Etwa weil, wie man oft sagt, die Schatzanweisungen mehr und mehr als wirkliches Geld angesehen und als solches zur Beilegung von Schulden verwendet werden und daher zur Preissteigerung und demgemäß zum Fallen des Wechselkurses beitragen?

Die das behaupten, gehen von der Idee aus, daß ein Fallen des Wechselkurses notwendig eine vorhergehende Steigerung des inneren Preisniveaus voraussetzt, und kommen so dazu, den Schatzanweisungen einen unmittelbaren Einfluß auf dieses Preisniveau zuzuschreiben.

Die Tatsachen liegen ganz anders.

Der in den Jahren 1921 und 1922 eingetretene Preisrückgang hat sich trotz beträchtlicher Vermehrung der Schatzanweisungen vollzogen. Ferner ist die Verwendung der Schatzanweisungen als Zahlungsmittel sehr viel weniger häufig, als man glaubt. Wir haben im Laufe einer kurzen Enquete feststellen können, daß sie oft mehr scheinbar als tatsächlich ist. Man muß ferner beachten, daß jedes Zahlungsmittel (Bargeld, Schecks, Wechsel, Anleihestücke) eine ihm eigentümliche Umlaufgeschwindigkeit hat, deren verschiedener Grad ihm auch ein ebenso verschiedenes Maß der Einwirkung auf die Preisbewegung gibt: nun ist die Umlaufgeschwindigkeit der Anleihestücke sicherlich die geringste von allen. Ihr Einfluß auf die Preise übersteigt daher nicht denjenigen, den früher die unmittelbar als Zahlungsmittel verwendeten Handelswechsel hatten.

Wenn die Schatzanweisungen den Wechselkurs durch ihre Einwirkung auf das allgemeine Preisniveau beeinflussen — was,

wie wir sehen, mehr als zweifelhaft ist —, so würde diese Einwirkung viel mehr durch die Leichtigkeit begründet sein, mit der die Banken sie diskontieren und sie so in Bankkredite verwandeln, über die mit Scheck verfügt werden kann. Ob sich der Frank in Gestalt von Schecks oder von Banknoten vermehrt, das Ergebnis ist bekanntlich dasselbe. In beiden Fällen tritt eine Erhöhung der Kaufkraft in den Händen des Publikums und damit eine Tendenz zur Preissteigerung ein.

Nun ist in Frankreich wie in England die Summe der Kontokorrentguthaben, über die mit Scheck verfügt werden kann, während des Krieges und nach demselben ungeheuer angewachsen. Man muß sie der Summe der umlaufenden Banknoten zuzählen, um die seit 1914 eingetretene Steigerung der Kaufkraft des Publikums zu ermessen.

Bei den großen Aktienbanken hat die Summe der Depositen und Kontokorrentguthaben zugenommen

von	3 730	Millionen	am	31. Dezember	1913
auf	13 352	„	„	31. „	1921.

Bei den 14 Lokalbanken, deren Statistik Lorin regelmäßig in der *Revue d'Economie politique* veröffentlicht, betragen die Depositen . . .

am	31. Dezember	1913	=	1211	Millionen
am	31. „	1921	=	7403	„

Zählt man diese Zahlen denen der Großbanken hinzu, so ergibt sich, daß bei 18 französischen Banken die Depositen angewachsen sind

von	4 941	Millionen	am	31. Dezember	1913
auf	20 755	„	„	31. „	1921,

sich mithin vervierfacht haben.

Nebenbei bemerkt, vergißt man zu leicht, wenn man von Deflation spricht, den Einfluß, den eine radikale Verminderung der Banknoten auf die Depositen haben würde: die ungeheure Verminderung derselben, die daraus folgen würde.

Zu dieser großen Steigerung der Depositenmenge hat die Ausgabe von Schatzanweisungen und ihre Diskontierung ohne Zweifel beigetragen, aber natürlich in viel geringerem Grade als die Ausgabe von Banknoten.

Allein auf der jetzt erreichten Stufe der infolge des Krieges eingetretenen Entwicklung der Währungsverhältnisse — eine Ent-



wicklung, deren Phasen einander ablösen, ohne sich zu gleichen — wirkt die fortwährende Emission von Schatzanweisungen ganz gewiß nicht durch ihre angebliche Beeinflussung der Preise auf den Wechselkurs. Sie wirkt vielmehr ganz unmittelbar. Dieser Punkt kann nicht genug betont werden.

Am Anfang der Inflation ist die Entwertung der Valuta allerdings hauptsächlich eine Folge der Preissteigerung gewesen, die die Einfuhr auf Kosten der Ausfuhr förderte. Man war mitten im Kriege, und die internationale Kapitalwanderung hat fast aufgehört. Es kam alles auf Warenbewegung an.

Heute ist die Lage eine ganz andere: der französische Wechselkurs unterliegt unmittelbaren Einflüssen, denen die Schwankungen des Preisniveaus lediglich als Nachwirkungen entsprechen.

Unter diesen Einflüssen ist der Zu- und Abfluß von ausländischen kurzfristigen Kapitalien einer der wichtigsten.

Wodurch wird dieser Zufluß bzw. Abfluß selbst bestimmt? Ohne Zweifel durch unmittelbare Vorteile, aber auch durch Zukunftserwartungen. Unter diesen ist die Furcht vor der Inflation — die wir jetzt zu lange durchgemacht haben, um ihre Wirkungen ignorieren zu können, — eine der wirksamsten.

Was ist nun die fortgesetzte Emission von Staatsanleihebons anderes als die fortwährende Gefahr einer neuen Inflation? Man braucht gar nicht an eine Panik zu denken, bei der die Einlösung dieser Bons in Massen verlangt würde. Eine solche Panik ist wenig wahrscheinlich. Eine etwas lebhafte Erholung der Konjunktur genügt, um den Bedarf an Banknoten zu steigern. Aber diese Banknoten kann man sich für den gesamten Betrag der kurzfristigen, höchstens drei Monate laufenden Bons, die in den Händen des Publikums und der Banken sind, sei es durch Diskontierung bei der Bank von Frankreich oder durch unmittelbare Einlösung im Finanzministerium jederzeit verschaffen. Jede neue Emission von Bons stellt also eine potentielle Banknotenemission dar, die, wenn sie eintritt, Preissteigerung und Valutaentwertung zur Folge hat. Solange diese Gefahr sich nicht vermindert, sondern stetig anwächst, ist der Ausländer — bei jedem Fühlbarwerden der Nachfrage nach Devisen — geneigt, seine Kredite nur zu schwereren Bedingungen (d. h. zu einem für

ihn günstigeren Wechselkurse) zu erneuern oder sie bei Verfall sogar zurückzuziehen. Das Ergebnis ist in beiden Fällen dasselbe: der Frank fällt, und diese Baisse führt zur Verteuerung der Einfuhrwaren und damit zu steigenden Preisen im Inlande. Bei dieser Preissteigerung bietet die Mobilisierung der Schatzanweisungen, selbst der langfristigen, die notwendige Ergänzung an Zahlungsmitteln. Aus Furcht vor Inflation hat die Spekulation die Baisse des Franken herbeigeführt, und gerade infolge dieser Baisse kommt es zur Inflation. So ist die alte Kausalkette jetzt in ihr Gegenteil umgekehrt: die Entwertung des Franken im Auslande geht der Entwertung im Inlande voraus und ruft diese hervor. Und die finanzielle Lage ist es, auf die es in letzter Instanz ankommt.

Die Benutzung langfristiger Anleihen als normales Mittel zur Deckung eines Defizits im Budget ist zwar nicht ebenso unmittelbar nachteilig für die Bewertung des Franken, wirkt aber doch sehr ungünstig auf diese ein, obgleich die Wirkung — wenigstens die einschneidende Wirkung — erst später eintritt.

Zunächst vermehrt jede Anleihe — (und diese unmittelbare Folge ist bei kurz- und langfristigen Anleihen die gleiche) — die auf das Budget lastende Zinsenlast. Jede Vermehrung der Ausgaben eines bereits mit Defizit behafteten Budgets droht aber eine neue Inflation herbeizuführen . . . und macht folglich entsprechenden Eindruck auf die Spekulation.

Die zweite Wirkung der langfristigen Anleihen besteht darin, die Verteilung des Volkseinkommens zwischen der Produktion und dem Verbrauch oder, wenn man will, zwischen Sparen und Konsumieren zu verändern.

Man gibt ohne weiteres zu, daß das Sinken der inneren Kaufkraft des Franken auf seine Bewertung im Ausland zurückwirkt. Umgekehrt muß das Anwachsen dieser Kaufkraft — die Senkung der Preise im Inland — durch die von ihr ausgehende Anregung der Ausfuhr den Wechselkurs günstig beeinflussen. Aber das Anwachsen der inneren Kaufkraft führt zu einer steigenden Produktion, die ihrerseits zur Folge hat, daß alle verfügbaren Ersparnisse den industriellen und landwirtschaftlichen Unternehmungen zuströmen.

In dem Maße nun, wie der Staat Anleihen aufnimmt, werden — abgesehen von einer später zu besprechenden Ausnahme — die verfügbaren Ersparnisse von der produktiven Verwendung abgelenkt, um die in der Regel unproduktiven Ausgaben der Beamten und Rentner zu bestreiten. Die Anleihe entzieht, soweit sie die wirtschaftlich unproduktiven Ausgaben des Staates deckt, die Ersparnisse ihrer normalen Verwendung und vermehrt den Anteil des sofort verausgabten Volkseinkommens auf Kosten des Teiles, der sonst zur Förderung der Produktion dienen würde. Der Vorzug der im Gleichgewicht befindlichen Budgets ist, daß sie der Volkswirtschaft die ganzen verfügbaren Ersparnisse zukommen lassen. So bereiten sie für die Zukunft ein wachsendes Angebot neuer Waren und infolgedessen eine sicher und unter diesen Bedingungen günstig wirkende Wertsteigerung der heimischen Währung vor.

Aber, wird man einwenden, die Stabilisierung des Budgets setzt eine Erhöhung der Steuern voraus. Wenn sich nun der Staat dazu entschließt, wird die Steuer nicht (wenn der Steuerpflichtige, wie es heute der Fall ist, ohnedies schwer belastet ist) ebenso wie die Anleihe gerade von den Summen erhoben, die der Steuerzahler zu produktiven Ersparnissen bestimmt hat? Wird die Wirtschaft des Landes davon nicht ebenso betroffen wie von einer Anleihe?

Nehmen wir ein Defizit von 5 Milliarden an: welchen Unterschied macht es für die Volkswirtschaft, ob der Staat es durch Anleihen oder durch Steuern deckt, wenn der Steuerpflichtige diese Summen in beiden Fällen seinen gewohnten Ersparnissen entnehmen muß und der Staat sie in beiden Fällen unproduktiv ausgibt?

Zunächst bleibt immer der Unterschied, daß die Steuer nicht die Zukunft belastet. Die Anleihe beschwert die zukünftigen Budgets mit den Zinsen, bedroht so ihr Gleichgewicht und ruft hierdurch die Unruhe über die finanzielle Zukunft hervor, die dem Devisenmarkt so abträglich ist.

Ferner entzieht der Steuerzahler die Steuer in der Regel seinem Verbrauch. Um sie zu bezahlen, muß er weniger verbrauchen oder mehr arbeiten; aber er sucht seine Ersparnisse auf der gewohnten Höhe zu halten. Wenn man das Defizit durch Steuern deckt, läuft man weniger Gefahr, die Ersparnisse

des Landes zu gefährden, als wenn man auf die Anleihe zurückgreift, die normalerweise mit Einkommensteilen gedeckt wird, die die laufende Konsumtion übersteigen.

Auf alle Fälle ist für die Steuerzahler die Steuer unangenehmer als die Anleihe. Daher ist das Verlangen der öffentlichen Meinung nach Herabsetzung der Staatsausgaben in den Ländern größer, in denen man der Steuer den Vorzug gibt. Und das ist ein weiterer Grund ihrer Überlegenheit<sup>1)</sup>.

Das Vorstehende gilt nur für unproduktive Anleihen.

Aber es gibt auch produktive Anleihen. Das ist die Ausnahme, auf die wir oben hingewiesen haben. Dazu gehören, wenigstens zum Teil (ein anderer Teil ist für den Zinsdienst und für Pensionen bestimmt), die in Frankreich zugunsten der befreiten Gebiete aufgenommenen Anleihen, die im Budget der sog. „erstattungsfähigen Ausgaben“ (budget des dépenses récupérables) erscheinen.

Was tut der Staat in diesem Falle? Er setzt sich einfach in der Suche nach Kapitalien an die Stelle der privaten Unternehmer. Die Ersparnisse, die er an sich zieht, überweist er den Geschädigten, die sie (zum größten Teil) in Fabriken, Rohstoffvorräte, Maschinen usw. umwandeln. Sie dienen zur Stärkung der Produktivkraft der Volkswirtschaft; sie werden ihr nicht zugunsten des

---

<sup>1)</sup> In einer interessanten Abhandlung vom Oktober 1922 „Réflexions sur le déficit“ vergleichen Wolf und Bokanowski sehr eingehend die wirtschaftlichen Wirkungen der Inflation und der Anleihe. Sie kommen zu dem Schluß, daß die Anleihe, selbst die langfristige, auch eine Form der Inflation darstellt, wenn sie auch der anderen vorzuziehen ist. Wir haben oben gezeigt, daß die Anleihe in der Form von Schatzanweisungen in der Tat wenigstens potentiell eine stets drohende Inflation bedeutet. Dagegen glauben wir nicht, daß eine langfristige Anleihe neue Kaufkraft schafft. Die Wirkung der Staatsanleihe besteht darin, Ersparnisse, die andernfalls zur Vergrößerung der Produktion verwandt sein würden, diesem Zweck zu entziehen und sie dem unproduktiven Verbrauch zuzuführen. Die Anleihe verändert zum Schaden der ersteren die natürliche Verteilung der Einkommen zwischen Verbrauch und Produktion, wie es sich ohne sie eingestellt haben würde; dadurch wird die Erholung der Kaufkraft des Franken verzögert. Freilich sind in den angelsächsischen Ländern die Krieganleihen, auch die langfristigen, oft von den Banken gezeichnet worden, nicht mit ihrem Kapital, sondern im Wege einfacher Kontokorrentkredite zugunsten der Regierung, und die Emission dieser Anleihen hat den Anlaß zu einer gewissen Inflation gegeben. Aber ich glaube nicht, daß dies in Frankreich in erheblichem Umfange geschehen ist.

Verbrauchs entzogen. Die oben dargelegten abträglichen Folgen können mithin nicht eintreten. Solche Ausgaben entwerten nicht den Franken, vorausgesetzt natürlich, daß sie nicht ihrem Zweck entzogen werden, bereiten vielmehr seine Wertsteigerung für eine nahe Zukunft vor.

Wir müssen jedoch eine Einschränkung machen. Diese Anleihen vergrößern wie die anderen den Zinsbetrag, der mit steigender Schwere auf dem Budget lastet. Wie die anderen vergrößern sie die Wahrscheinlichkeit eines Defizits in der Zukunft und daher die Gefahr einer Inflation, der gegenüber, wie wir wissen, die Valutaspekulation so empfindlich ist.

### Unterschiede zwischen der Periode von 1871—1876 und der von 1918—1923.

Kurz gesagt war es eine allzu einfache Auslegung der nach dem Kriege von 1870/71 angewandten Methode, was über die wahre Bedeutung der Rückzahlungen an die Bank von Frankreich getäuscht hat.

Wenn diese Rückzahlungen in der Zeit von 1871—1876 von einer schnellen Besserung der Valuta begleitet waren, so geschah das nicht infolge einer gleichsam mechanischen Einwirkung auf die Menge des umlaufenden Geldes, sondern weil sie das Ergebnis einer Finanzlage waren, die sich von Jahr zu Jahr günstiger gestaltete. Von 1874 ab hielt man das Gleichgewicht des Budgets allein durch Steuereingänge für gesichert.

Fortgesetzte Rückzahlungen dagegen, wie die von 1921 und 1922, ohne entsprechende Finanzpolitik, konnten nicht dieselbe Wirkung haben. Wir dürfen nicht vergessen, daß in England das Schatzamt seine Deflationspolitik erst begonnen hat, nachdem es die Sicherheit gewann, daß die Staatsschuld nicht mehr steigen würde.

Es gibt noch manche Unterschiede zwischen der Lage von 1871 und der heutigen, und es scheint nicht überflüssig, ihnen einige Zeilen zu widmen. Die Erinnerungen an jene jetzt so weit zurückliegende Epoche verhindern für manche Leute den klaren Einblick in die heutigen Vorgänge.

Selbst das Wort Deflation zur Bezeichnung der Periode von 1871 bis 1876 ist sehr schlecht gewählt; denn man kann von einer

Inflation während des verhältnismäßig kurzen Krieges 1870/71 nicht gut sprechen.

Die damals ausgegebenen Banknoten — (man lese den berühmten Bericht von Léon Say nach) — haben das thesaurierte oder ins Ausland geschaffte Gold zum größten Teil ersetzt, ohne die Menge der umlaufenden Zahlungsmittel zu vermehren. Der Preisindex ist in Frankreich zwischen 1871 und 1873 weniger gestiegen als in England!

Nach Beendigung des Krieges hat — trotz der Rückzahlungen des Staates an die Bank — keine entsprechende Verminderung der Banknotenmenge stattgefunden, wie die folgenden Zahlen des Notenumlaufs (in Millionen Franken) von 1871 bis 1876 zeigen:

1871 . . .	2075	1874 . . .	2596
1872 . . .	2400	1875 . . .	2461
1873 . . .	2856	1876 . . .	2484

Der Notenumlauf bleibt um 1100 Millionen größer, als der Höchstbetrag der Zeit vor dem Kriege (1354 Millionen im Jahre 1869).

Während dieser Zeit hat der Staat zwar von den 1425 Millionen, die er von der Bank erhalten hatte, 1087 Millionen zurückgezahlt; aber da die Bank nach Maßgabe der staatlichen Rückzahlungen wieder Noten (die das neue in ihre Kassen fließende Gold repräsentierten) in Umlauf setzte, so blieb die Gesamtmenge der Zahlungsmittel im wesentlichen dieselbe. Es gab also in den Jahren 1871 bis 1877 keine Deflation, es handelt sich vielmehr um die Wiederherstellung der metallischen Grundlage für eine vermehrte Zirkulation, ermöglicht durch die rasche Rückkehr der Wechselkurse auf den Paristand.

Das Frankreich von damals hat im eigenen Lande erlebt, was wir heute, nicht ohne Neid, in den Vereinigten Staaten sehen: eine Vermehrung der Zahlungsmittel, die den Wechselkurs unberührt läßt, weil sie in Gold einlösbar sind. Es hat damals dieselben Vorteile genossen, die heute den Amerikanern zugute kommen: eine während des Krieges kaum entwertete Valuta, günstige Zahlungsbilanz und rasche Wiederherstellung des Budgetgleichgewichts.

Ganz anders liegen die heutigen Verhältnisse mit einer versechsfachten Zirkulation, einer langandauernden Störung des

Preisniveaus, einem Wechselkurs, der sich dem gestörten Preisniveau angepaßt und vom Paristand soweit entfernt hat, daß es zweifelhaft ist, ob ihn selbst die einsichtsvollste Finanzpolitik zusammen mit der günstigsten Zahlungsbilanz jemals auf den alten Stand zurückbringen kann. Jede Aussicht auf eine spontane Rückkehr des Goldes liegt daher in weiter Ferne.

Unter diesen Umständen darf man die Direktiven für die Währungspolitik nicht einfach der Überlieferung aus der Zeit vor fünfzig Jahren entnehmen.

Ein wichtiger Punkt ist unbestritten: die Bank muß sich unbedingt einen für alle Fälle genügenden Emissionsspielraum sichern, um die gegenwärtige Höchstgrenze nicht überschreiten zu müssen.

Wie auch die Währung beschaffen sein mag — Papier oder Metall —, die Währungsgrundlage muß dem Eingriff der Regierung entzogen bleiben. Dieser Grundsatz läßt sich bei einer Metallwährung leicht durchführen, wo die Bergwerke die Geldproduktion bestimmen und wo die Gleichwertigkeit des Goldes und des fiduziären Geldes immer gesichert sein muß; bei einer Währung, die auf uneinlösbarem Papiergeld beruht, bedarf es zu seiner Aufrechterhaltung eines eisernen Willens. Andererseits müssen die Bedürfnisse der Wirtschaft durch eine ihren Schwankungen angepaßte fiduziäre Emission sichergestellt werden. Diese Elastizität, die nicht unbegrenzt sein darf, findet bei der Metallwährung ihre natürliche Schranke, wenn das Gold abzufließen beginnt. Die Banken wissen, daß in diesem Augenblick die Grenze des Kreditspielraums erreicht ist. Diese natürliche Grenze muß bei der Papierwährung durch die künstliche Grenze eines unüberschreitbaren gesetzlichen Höchstbetrages ersetzt werden. Um sicher zu sein, daß sie niemals überschritten wird, muß die Notenbank die normale Emission erheblich unter dieser Grenze halten, um immer über einen genügenden Spielraum zu verfügen. Es darf nicht noch einmal vorkommen, daß die wirtschaftlichen Verhältnisse wie im Sommer 1920 die Notenbank zwingen, den Höchstbetrag ihrer Emission hinaufzusetzen.

Unüberschreitbare gesetzliche Höchstgrenze und genügende Elastizität: das sind also die beiden Forderungen, auf die es bei den staatlichen Rückzahlungen ankommt. Die gegenwärtige Grenze von vier Milliarden erscheint noch etwas eng gegenüber den

Möglichkeiten, die eintreten können. Ihre Erweiterung auf sechs oder acht Milliarden scheint nicht übertrieben.

Man kann sich auch ein System denken, in dem die Geldausgabe zugunsten des Staates auf eine unübersteigbare Summe festgesetzt ist, die Emission zugunsten der Wirtschaft aber diese Summe um den ganzen Betrag des kommerziellen Geldbedarfs überschreiten dürfte, während wir hier eine endgültige Grenze für die Summe beider Arten der Geldschöpfung, der staatlichen wie der kommerziellen, vorschlagen. Das erste System herrscht, wie wir sehen werden, in der Tschechoslowakei; das zweite scheint uns in der gegenwärtigen Lage Frankreichs, wo die Gefahr einer neuen Inflation noch besteht, besser zu passen.

Aber die Festsetzung einer wie immer begrenzten Marge bleibt natürlich illusorisch, wenn sie der Staat durch fortgesetzte Emission neuer Schatzanweisungen andauernd überschreitet. Solange diese Emission fortgesetzt wird, hat die Elastizitätsgrenze nur den Wert eines Programms. Die Forderung der Rückzahlungen ist unter diesen Umständen nur ein Mittel, das Prinzip nicht in Vergessenheit geraten zu lassen.

So bleibt das Gleichgewicht des Budgets die wichtigste Bedingung. Solange es nicht erreicht ist, kann man in Wahrheit nicht von Deflation sprechen. Allein, das Währungsproblem ist damit nicht erschöpft.

An dem Tage, an dem hoffentlich das Gleichgewicht des Budgets erreicht sein und die Elastizitätsmarge, von der wir soeben sprachen, für ausreichend erachtet wird, tritt ein neues Problem in Erscheinung, das wir oben das Problem des „Residuums“ der Inflation genannt haben.

Welches „Inflationsresiduum“ wird Frankreich in Kauf nehmen müssen? Wie England und Amerika wird es sich, mag es wollen oder nicht, mit irgendeinem abfinden müssen.

Die Antwort auf diese Frage wird durch einen Umstand beeinflusst, der 1871 nicht vorlag; und dies ist ein neuer und wichtiger Unterschied zwischen der finanziellen Lage von heute und derjenigen, in der sich Frankreich nach dem vorletzten Kriege befand.

1871 haben die Krieganleihen keine Rolle gespielt. Verzinsung und Tilgung der beiden großen Befreiungsanleihen haben fast sofort durch die normalen Einnahmequellen gesichert werden können. Von 1869—1872 ist die Schuld um 10 Milliarden gewachsen.



Im Jahre 1918 ist Frankreich mit einer um 100 Milliarden vergrößerten Schuld aus dem Kriege hervorgegangen, und sie erreicht heute, mit den Nachkriegs-Anleihen, 250 Milliarden und wächst täglich.

Nun können die Staatsfinanzen ebensowenig wie der Geldmarkt einer gewissen Elastizität entraten. Die stete Sorge aller ernsthaften Regierungen ist nach Perioden starker Verschuldung immer gewesen, einen Teil dieser Schuld abzutragen. Das ist die Politik, die England und Amerika gegenwärtig befolgen. Wenn sich also endlich die Voraussetzung eines Budgets im Gleichgewicht oder gar mit einem Überschuß verwirklicht, wird den Organen der Staatsgewalt eine Alternative vorliegen, die es 1870/71 nicht gab, nämlich die Frage, ob man die zinstragenden Anleihen oder die in Banknoten kontrahierte Schuld abtragen soll.

Bei dieser Wahl werden weder die öffentliche Meinung noch die Regierung lange schwanken. Die erste Methode vernichtet nicht wie die zweite den Ertrag der Steuern, sondern stellt dem Steuerzahler das Geld zur produktiven Verwendung wieder zur Verfügung; sie erleichtert außerdem das Budget von den Zinsen der zurückgezahlten Summe und vermindert so die Last künftiger Besteuerung.

Das Problem des „Inflationsresiduums“ wird zuerst in folgender Form auftreten: Rückzahlung an die Bank oder Rückzahlung an das Publikum?

Ein Schwanken wird um so weniger möglich sein, als gerade diese letztere Methode auf einem Umweg mit noch größerer Sicherheit die spontane Rückkehr der Noten zur Bank — und die Erweiterung ihres Elastizitätsspielraumes — herbeiführen wird als die direkte Deflation.

Denn das Budgetgleichgewicht ist, wie wir gesehen haben, das sicherste Mittel, den Wechselkurs zu heben, und das Steigen des Kurses wird seinerseits die Preissenkung im Innern herbeiführen. Diese macht Zahlungsmittel frei, die spontan in die Staatskasse oder in die Bank zurückfließen und als erste Folge ein Sinken des Zinssatzes herbeiführen. Die Erfahrungen in der Tschechoslowakei, von denen wir sprechen werden, und die in England haben diesen Prozeß deutlich gezeigt.

Damit wird sich noch einmal, aber in anderer Form, das Problem des Inflationsresiduums stellen.

Denn das spontane Steigen des Frankenkurses wird es nötig machen, ihm eine feste Grenze zu setzen: Soll man die Rückkehr zum alten Paristand ins Auge fassen? Soll man diese durch eine Gelddeflation beschleunigen oder soll man sich zu einer Devaluation entschließen?

England hat sich im ersteren Sinne entschieden.

Was soll Frankreich tun?

Es ist noch zu früh, um sich darüber zu entscheiden. Es entspricht nicht den französischen Gewohnheiten, wie in England und in den Vereinigten Staaten die Ziele und Mittel der Währungspolitik lange im voraus festzulegen. Man hat genug an den täglichen Sorgen. Man ist noch von der Inflation bedroht. Für den Augenblick genügt es, sich ihrer Wiederkehr mit allen Mitteln zu widersetzen.

Man muß indessen zugeben, daß die Gründe, die lange Zeit die Devaluation als einen Gegenstand des Schreckens erscheinen ließen, ihr Gewicht in dem Maße verlieren, wie die Monate und Jahre ohne merkliche Besserung des Frankenkurses dahingehen. Je mehr Zeit vergeht, um so deutlicher zeigen sich die Vorteile einer schnellen Rückkehr zur Goldeinlösung. Je größer die Zahl der zum Metallgeld zurückgekehrten Länder ist, um so schwerer wird die Last der in entwertetem Gelde geschlossenen Anleihen, — um so mehr verliert die Devaluation den Anschein einer revolutionären Maßnahme und gewinnt das beruhigende Ansehen einer konservativen Anerkennung vollendeter Tatsachen.

Im Augenblick sind wir noch nicht so weit. Man beschränke sich darauf, der Bank von Frankreich einen gewissen elastischen Spielraum wiederzugeben. Man muß vor allem das Budgetgleichgewicht herstellen, und zwar unter Einbeziehung der Pensionen und aller Anleihezinsen in das allgemeine Budget. Jede andere Deflation ist durchaus überflüssig. Das selbsttätige Steigen der Produktion und die Besserung des Wechselkurses werden den Franken schnell genug in die Höhe treiben, um jede weitere „Deflation“ als überflüssig und unwirksam erscheinen zu lassen. Heute (Anfang 1924) fällt der Frank noch. Wenn nach Lösung des Reparationsproblems seine Stabilität nicht mehr dauernden Störungen ausgesetzt ist durch zumeist abträgliche politische Eingriffe, dann wird sich das französische Wirtschaftsleben einem Inflationsresiduum leicht anpassen, wie es auch in Amerika und England der Fall ist.

## Fünftes Kapitel.

### Die Deflation in der Tschechoslowakei.

Die tschechoslowakische Währungspolitik seit 1919 hat zweierlei bewiesen:

1. Die Verminderung der Papiergeldmenge genügt allein nicht, um den Wechselkurs zu stabilisieren oder um die Preise zu senken.

2. Dagegen genügt die einfache Sistierung der staatlichen Inflation in Verbindung mit dem festen Willen, das Budgetgleichgewicht aufrechtzuerhalten, und gestützt auf Auslandskredite, um den Wechselkurs zu stabilisieren und sogar zu heben. Diese Hebung des Wechselkurses wiederum ist ein kräftiger Antrieb zur Senkung der inländischen Preise.

In der Währungsgeschichte der Tschechoslowakei gibt es zwei Perioden, die sich scharf unterscheiden lassen.

In der ersten beginnt man mit einer energischen Verminderung der Geldmenge, aber es zeigt sich keins der erwarteten Ergebnisse, und die Geldmenge kommt bald auf ihren vorherigen Stand zurück.

In der zweiten Periode bleibt die Menge des ausgegebenen Papiergeldes unverändert und zeigt sogar eine gewisse Tendenz, noch anzuwachsen, die Krone verlangsamt zunächst ihren Sturz, beginnt sich dann langsam zu heben, — diese Hausse wird sofort von einem scharfen Sinken der Preise und von einer daraus folgenden Reduktion der Geldmenge begleitet.

Für den Volkswirt wie für den Finanzmann liegt hier also ein Experiment von größtem Interesse vor.

### Die Verminderung der Geldmenge im Jahre 1919.

Wir können gleich vorausschicken, daß die sog. tschechoslowakische „Deflation“ — d. h. die direkte Verminderung der

Geldmenge — in Wirklichkeit sehr wenig bedeutet, ja daß sie längst durch neue Emissionen wieder überholt ist.

Als die Noten der Österreichisch-Ungarischen Bank abgestempelt wurden (25. und 26. Februar 1919), erreichte die Summe der in der Tschechoslowakei umlaufenden Noten acht Milliarden Kronen; der Betrag der öffentlichen und privaten Kontokorrente in den tschechoslowakischen Filialen der Notenbank belief sich auf 1616 Millionen und der von der Bank ausgegebenen Kassenscheine auf 468 Millionen: das macht eine Gesamtsumme von 10 281 052 936 Kronen an wirklichen oder „potentiellen“ Zahlungsmitteln.

Die Bilanz des Bankamtes des Finanzministeriums, das bekanntlich an die Stelle der Emissionsbank getreten ist, weist ein Jahr später, am 10. Juni 1920, in tschechoslowakischen Kronen auf:

an ausgegebenen Noten . . . . .	8729 Millionen
reguläre Kontokorrente . . . . .	1459 „
Kassenscheine . . . . .	259 „

also einen Gesamtbetrag von 10 447 Millionen tschechischen Kronen an Zahlungsmitteln, etwas mehr als 1919.

Man sieht, wie irrtümlich die Annahme ist, daß sich die Zahlungsmittel in der Tschechoslowakei seit dem Kriege vermindert hätten. Die Banknoten allein übersteigen heute (mitten in einer Depressionszeit) den Betrag von 1919.

\* \* \*

Allerdings lag eine viel radikalere Reduktion in der Absicht des damaligen Finanzministers Aloys Rašin, eines energischen Mannes, der den Mut, mit dem er seine Politik der Einschränkung der Ausgaben verfolgt hat, mit seinem Leben bezahlen mußte.

Wir geben hier mit den eigenen Worten seines Urhebers<sup>1)</sup> den ursprünglichen Plan wieder:

<sup>1)</sup> Vgl. Rašin, Aloys: *Financial Policy of Tcheco-Slovakia during the first year of its history*, Oxford, Clarendon Press, 1923, S. 24. (Deutsch unter dem Titel „Die Finanz- und Wirtschaftspolitik der Tschechoslowakei“. München und Leipzig 1923 erschienen.)

„Ich wollte anfänglich 80% der vorhandenen Banknoten zurückziehen, so daß nur etwa zwei Milliarden im Umlauf geblieben wären — gleichzeitig die Zahlung der Gehälter mit Schecks einführen, die auf die für die Beamten zwangsweise einzurichtenden Konten bei den Finanzinstituten gezogen würden; — dann baldmöglichst eine neue Notenbank errichten. Die Regierung würde eine Anleihe von 100 Millionen Golddollar in den Vereinigten Staaten aufgenommen haben; sie würde das Geld in Amerika gelassen und es der neuen Notenbank kreditiert haben, so daß diese die zwei Milliarden wieder in Umlauf gesetzten alten Noten durch neue, durch das amerikanische Gold gedeckte Noten hätte ersetzen können . . . Die Einziehung der etwa acht Milliarden endgültig aus dem Verkehr zu ziehenden Noten hätte mit Hilfe einer Vermögensabgabe im gleichen Betrag durchgeführt werden müssen.“

Rašín gedachte also den Kurs der tschechoslowakischen Krone auf dem Paristand mit dem Golde zu halten ohne Goldeinlösung der Noten, aber mit Hilfe einer Devisen- und Diskontpolitik, wie sie vor dem Kriege die Österreichisch-Ungarische Bank trotz des Zwangskurses ihrer Noten mit so viel Erfolg durchgeführt hat.

Einem so radikalen Programm gegenüber zeigte sich in der Nationalversammlung — nicht ohne Grund — die Besorgnis vor einer heftigen wirtschaftlichen Krise. Der Minister mußte viel Wasser in seinen Wein gießen. Die schließlich durchgeführte Reform bestand in folgenden Maßnahmen:

Im Jahre 1919 sind die umlaufenden Noten der Österreichisch-Ungarischen Bank in einem Betrage, den die Bilanz vom 31. März 1923 auf 8 012 398 Tausend Kronen beziffert, eingezogen, abgestempelt und sodann gegen Noten des tschechoslowakischen Staates umgetauscht worden<sup>1)</sup>.

Darauf hat man als Vorauszahlung auf eine geplante Vermögensabgabe den Betrag von 2 134 231 Tausend Kronen endgültig aus dem Verkehr gezogen; ebenso geschah es mit den 315 Millionen, die den Geldumlauf der Provinzen bildeten, die später auf Grund des Friedensvertrages und der darauf folgenden Volksabstimmungen der Tschechoslowakei zugeteilt wurden.

<sup>1)</sup> Die Angaben über die abgestempelten Noten schwanken von einer Bilanz zur anderen um einige Millionen Kronen.

Von den acht Milliarden sind also 5562 Millionen dem Umlauf wieder zugeführt worden.

Man fügte aber noch weitere Beträge der Notenmenge zu: zunächst 789 Millionen, die die Kontokorrentsalden der Staatskassen bei der Österreichisch-Ungarischen Bank darstellten. Die Kontokorrentguthaben der Privatleute und die Kassenscheine der Bank sind ferner den Berechtigten in der Form von Papiergeld nach Abzug von 50% als Vorauszahlung auf die geplante Vermögensabgabe ausgehändigt worden: im ganzen hat man auf diesem Wege 647 Millionen Kronen herausgegeben.

Im Endergebnis sind 10 Milliarden Noten und Kontokorrentguthaben, die im Februar 1919 als Zahlungsmittel zur Verfügung standen, durch Papiergeld im Gesamtwert von 6999 Millionen (5562 + 789 + 647) ersetzt worden. Das bedeutet eine Verminderung der Zahlungsmittel um etwa 30%, was recht beträchtlich ist. Aber das beseitigte Papiergeld sollte bald einer neuen, kommerziell gedeckten Notenausgabe Platz machen.

Die 6999 Millionen Papiergeld stellen für die Zukunft allerdings die Höchstgrenze dessen dar, was der Staat für seine Bedürfnisse emittieren darf. Jede zusätzliche Emission zu seinen Gunsten würde der vorherigen Genehmigung durch ein Sondergesetz bedürfen.

Dagegen ist die Menge der Noten, die als Gegenwert für die den Privatleuten bewilligten Kredite (Wechsel oder Vorschüsse auf Wertpapiere) ausgegeben werden, nicht beschränkt.

Eine Prüfung der folgenden Bilanzen des Bankamtes zeigt tatsächlich, daß die Notenmenge 1920 und 1921 der Zunahme des kommerziellen Wechselportefeuilles entsprechend gewachsen ist. Ihr Gesamtbetrag übersteigt bereits den der Noten der Österreichisch-Ungarischen Bank am Tage ihrer Abstempelung.

Die Noten waren am 31. August 1923 allerdings nicht nur durch ein Wechselportefeuille und Vorschüsse auf Wertpapiere, sondern auch durch Gold und Silber und durch Auslandsguthaben von mehr als 3500 Millionen Kronen gedeckt.

Die Beschaffung dieser Deckung ist ein Kapitel für sich, das zunächst nicht behandelt werden soll.

Ein Blick auf die folgende Tabelle gestattet dem Leser, die Entwicklung der Notenausgabe und der wichtigsten Konten zu verfolgen.

Bilanzen des Bankamtes im Finanzministerium vom 30. Juni 1919 bis zum 31. August 1923 in Millionen Kronen.

## Aktiva.

Tag	Forderungen an die Österreichisch-Ungarische Bank	Diskontierte Handelswechsel und Effekten	Lombarddarlehen	Auslandsguthaben (Devisen)	Kassenbestand (Gold und Silber)	Ver-schiedene Aktiven
30. Juni 1919	2 662	26	425	12	—	13
31. Dez. 1919	6 939	80	502	14	—	168
30. Juni 1920	9 609	692	1828	511	—	120
31. Dez. 1920	9 522	2016	2323	456	402	339
30. Juni 1921	9 529	1085	1998	783	555	1009
31. Dez. 1921	10 097	2511	1715	533	553	1292
30. Juni 1922	10 097	609	1465	564	671	1104
31. Aug. 1922	10 097	419	1467	1728	724	729
7. Jan. 1923	10 097	674	1479	503	820	317
28. Febr. 1923	10 097	650	1265	458	823	305
31. März 1923	10 097	981	1261	556	826	361
31. Aug. 1923	10 097	599	953	2445	1060 <sup>1)</sup>	487

## Passiva.

Tag	Bei der Ab-stempelung zurück-behaltene Noten	Staatsnoten in Umlauf	Reguläre Kontokorrente	Zahlungen auf die Vermögens-abgabe	Kassenscheine	Ver-schiedene Passiven
30. Juni 1919	10	—	2209	—	380	540
31. Dez. 1919	1439	4 723	1127	—	284	130
30. Juni 1920	2134	8 729	1459	—	259	79
31. Dez. 1920	1948	11 289	1144	285	227	165
30. Juni 1921	1287	11 168	739	850	247	667
31. Dez. 1921	1057	12 130	652	1091	350	1419
30. Juni 1922	531	9 838	696	1651	322	1471
31. Aug. 1922	486	10 171	1088	1816	184	1418
7. Jan. 1923	388	9 610	890	2054	53	749
28. Febr. 1923	334	8 947	1018	2304	125	740
31. März 1923	314	9 157	993	2452	378	695
31. Aug. 1923	199	9 218	2807	2973	27	680

<sup>1)</sup> Davon 258 Millionen bei der Bank von England.

Wir haben wiederholt von den Vorauszahlungen auf die Vermögensabgabe gesprochen, die nach der Absicht der tschechoslowakischen Regierung zur Beseitigung des ungedeckten staatlichen Papiergeldes dienen sollte.

Schon zur Zeit der Abstempelung von 1919 hat eine Erhebung dieser Abgabe im voraus, wie bereits erwähnt, es ermöglicht, 2134 Millionen Noten und die Hälfte der privaten Kontokorrentguthaben bei der Österreichisch-Ungarischen Bank einzubehalten.

Aber die Absicht des Finanzministers ging dahin, auch einen Teil des „Inflationsresiduums“, das er in der Form von Papiergeld wieder in Umlauf gesetzt hat, zu beseitigen.

Bis jetzt hat sich diese Hoffnung nicht verwirklicht.

Das Gesetz vom 8. August 1920 hat zwar eine Vermögensabgabe eingeführt. Die eingegangenen Beträge sind zum großen Teil an das Bankamt abgeführt worden. Die Personen, denen im Jahre 1919 50% von ihren Noten oder ihren Bankdepositen oder ihren Kassenscheinen einbehalten wurden, hatten damals mit 1% verzinsliche Zertifikate erhalten, die sie zur Steuerzahlung verwenden dürfen. Je nach dem Fortgang dieser Operation sieht man in den Bilanzen den Posten „Bei der Abstempelung zurückbehaltene Noten“ schwinden und dafür den Posten „Einzahlungen auf die Vermögensabgabe“ anwachsen. So sind die 1919 aus dem Umlauf zurückgezogenen Noten, die zu den Passiven des Bankamtes gehörten, allmählich absorbiert worden. Auf der Aktivseite findet man als Gegenposten die Forderungen des Bankamtes an die Österreichisch-Ungarische Bank, von dem diese Noten einen Teil ausmachen.

Es scheint dagegen, daß bis jetzt die Abgabe nicht ermöglicht hat, die gesetzlich zulässige (d. h. die nicht durch Handelswechsel gedeckte) Zirkulation unter das bisherige Kontingent herabzudrücken. Das „Inflationsresiduum“ bleibt also bei 6999 Millionen fixiert.

Innerhalb dieser Grenzen kann man von einer „Deflations“-politik der tschechoslowakischen Regierung sprechen. Sie entspricht im ganzen dem Deflationstypus, den wir gemäßigte Deflation genannt haben, und der darin besteht, die durch eine Forderung an den Staat gedeckten Umlaufsmittel durch solche zu ersetzen, die auf kommerzieller Deckung ruhen. Sie hat, außer im Anfang, nicht zu einer Verminderung der Geldmenge geführt.



Dagegen hat sie mit jeder weiteren Inflation entschieden aufgeräumt.

Welchen Einfluß hat diese Politik auf den Wechselkurs und auf die Preise gehabt?

### **Wirkungen der Währungsreform auf die Preise und den Wechselkurs.**

Wenn die allzu einfache [quantitätstheoretische] Auffassung der Deflation — die sich auf die Verminderung der Geldmenge verläßt, um vermittels des erhofften Preisabbaues eine Hebung des heimischen Wechselkurses herbeizuführen — richtig wäre, dann hätte infolge der energischen Maßnahmen von 1919 ein Preissturz und eine Kronenhausse eintreten müssen.

Nichts davon ist geschehen.

Nach einstimmigem Urteil sind die Jahre 1919 und 1920 durch rapides Steigen des Preisniveaus charakterisiert. Dr. Rašin hat es als erster erkannt. Dieser Preissteigerung ist eine ebenso ausgesprochene Erhöhung aller Löhne<sup>1)</sup> gefolgt. Mangels monatlicher Preisindizes, die uns nicht vorliegen, haben wir im beiliegenden Diagramm bis zum Dezember 1920 die Kurve der Jahresdurchschnitte in gebrochener Linie eingetragen. Seit dieser Zeit gestattet der zuerst von Professor Mildschuh und dann vom Tschochoslowakischen Statistischen Amt aufgestellte Index, die Preisschwankungen von Monat zu Monat zu verfolgen.

Man sieht deutlich, daß das endgültige Sinken der Preise erst mit Ende 1921 beginnt; auf das vorübergehende Fallen der Preise im Anfang des Jahres 1921 war ja eine neue und stärkere Hausse gefolgt.

Das ist derselbe Zeitpunkt, zu dem das Steigen des heimischen Wechselkurses beginnt (November—Dezember 1921). Der niedrigste Stand der Krone fiel mit dem höchsten Stand der Preise zusammen.

Mit anderen Worten: Erst zwei Jahre nach der 1919 durchgeführten Deflation und in einem Augenblick, wo der Geldumlauf seinen Höhepunkt erreicht (über vier Milliarden Noten mehr als vor der Reform) — in diesem Augenblick

---

<sup>1)</sup> Die graphische Darstellung dafür findet man in dem Werke von Rašin, S. 71.

setzt der längst erwartete Umschlag der Preis- und Kursentwicklung ein. Unter diesen Umständen ist es doch kaum möglich, diesen Umschlag der unmittelbar nach Kriegsende durchgeführten Beschränkung der Kaufkraftmenge zuzuschreiben.

Alles spricht vielmehr dafür, das Sinken der Preise durch die gleichzeitige Erholung der Valuta zu erklären. Beide Bewegungen setzen nicht nur gleichzeitig ein, sondern schon in der vorhergehenden Periode zeigt sich eine auffallende Übereinstimmung beider Kurven. Die kurze Preissenkung vom Dezember 1920 bis zum Juli 1921 fällt mit einer vorübergehenden Stabilisierung des Wechselkurses zusammen. Und die enorme Preissteigerung von 1919 und 1920 verläuft parallel mit dem Sturz der tschechischen Krone innerhalb neun Monate von 33 auf 9,40 schweizer Franken.

In der Tschechoslowakei wie in anderen Ländern unterlag der Devisenmarkt, nachdem der Krieg beendet war, den Einflüssen von Faktoren, die ihm eigentümlich sind und unter denen die Kapitalwanderungen besonders wirksam sind. Die Wechselkurse sind nicht den inneren Preisschwankungen gefolgt, sondern die Preise haben mit äußerster Empfindlichkeit auf die Bewegungen der Wechselkurse reagiert, indem das Fallen oder Steigen der Krone sofort eine Änderung der Preise der aus- und eingeführten Waren und dadurch eine solche aller anderen Preise bewirkte.

Daß die Wirkungen einer Deflation, wie sie 1919 durchgeführt wurde, durch einen gleichzeitigen Sturz der Krone zunichte gemacht und durch eine aller Erwartung entgegengesetzte Preisbewegung verdrängt werden konnten: dies schien manchem ein sehr schwerwiegendes Argument gegen die Quantitätstheorie des Geldes zu sein, ohne die doch die wichtigsten Etappen der Preisgeschichte unverständlich wären.

Was im vorliegenden Falle überraschend wirkt, ist, daß die Preise in die Höhe gehen konnten trotz der vorangehenden Verminderung der Geldmenge. Mußte nicht die durch den Sturz des Wechselkurses hervorgerufene Preissteigerung in der Knappheit der Geldmenge einem entscheidenden Hindernis begegnen? Die Tatsachen zwingen uns, das Gegenteil festzustellen: der Einfluß des Wechselkurses erwies sich viel stärker als die Beschränkung der Kaufkraftmenge.

Daß die Quantitätstheorie im wesentlichen richtig ist, dürfte durch zu vielfache Erfahrung bewiesen sein, als daß man sie über Bord werfen könnte. Wenn man sich dazu entschliesse, würde man einfach zu dem vorliegenden Rätsel neue Rätsel hinzufügen, die mittels der Quantitätstheorie leicht zu lösen waren. Statt der Erkenntnis würde man die Unklarheit fördern. Unseres Erachtens muß man sorgfältig unterscheiden die Wirkungen der Vermehrung und die der Verminderung der Zahlungsmittel auf die Preise. Die ersteren treten verhältnismäßig schnell ein. Die letzteren zeigen sich aus Gründen, auf die wir in unseren Schlußbemerkungen zurückkommen werden, langsamer.

In dem Fall, der uns beschäftigt, dürfte der scheinbare Widerspruch unseres Erachtens durch die folgenden Erwägungen zu beseitigen sein.

Das Preisniveau zeigt stets eine gewisse Elastizität, verglichen mit der Elastizität der Zahlungsmittel selbst. Von diesen gibt es normalerweise eine mehr oder weniger bedeutende Reserve in Form von thesauriertem Geld oder von Krediten, die die Banken schaffen können. Wenn die Devisen im Preise steigen und die Preise der importierten Lebensmittel und damit auch die aller anderen in die Höhe treiben, so treten diese Reserven in Wirksamkeit. Nach den interessanten Ausführungen von Dr. Guthertz in der Frankfurter Zeitung hätten in der Tschechoslowakei die Bankkredite die Hauptrolle gespielt. Zu diesen kamen die vom Bankamt selbst gewährten Kredite hinzu, dessen Vorschüsse in der Zeit vom 31. Dezember 1919 bis zum 31. Dezember 1920 von 582 Millionen auf 4339 Millionen gestiegen sind, wodurch die Geldmenge in der kurzen Zeit eines Jahres um fast 4 Milliarden vermehrt wurde. Erhebliche Mengen Zahlungsmittel, die aber alle kommerziell gedeckt sind, sind also der tschechoslowakischen Volkswirtschaft in dem Augenblicke zur Verfügung gestellt worden, in dem sie durch den Sturz der tschechischen Krone und die daraus folgende Preissteigerung erforderlich wurden. Übrigens ist es auch möglich, daß beide Phänomene zum Teil die Wiederanpassung des Preis- und Wechselkursniveaus, die während des Krieges durch Höchstpreisverordnungen und Devisenkontrolle künstlich niedrig gehalten waren, an die effektiven Währungsverhältnisse zum Ausdruck brachten.

Die fragile Elastizität ist aber keine unbeschränkte. Die Bankkredite können nicht beliebig erweitert werden; ist die Grenze erreicht, so würde die Rückwirkung einer neuen Wechselkursbaisse auf die Preise in der ungenügenden Menge von Zahlungsmitteln eine Schranke finden. Die Behinderung der Einfuhr, die die Folge davon wäre, würde dazu beitragen, die Zahlungsbilanz zu verbessern, und die Valutaentwertung zu bremsen.

Auf diese Weise ist der Fall des tschechoslowakischen Wechselkurses vom Februar 1920 ab aufgehalten worden: er hielt sich mit einigen Schwankungen bis zum April 1921 oberhalb von 7 schweizer Franken. Dann begann eine neue Baisse, die ihn im November bis auf 5,50 Franken herabdrückte. Dies war jedoch nur ein vorübergehender Zwischenfall, dem alsbald eine bemerkenswerte Hausse folgte, die (Anfang 1924) noch anhält.

Diese relative Stabilisierung würde nun offenbar nicht eingetreten sein, wenn die Tschechoslowakei, anstatt sich nur auf die normalen Kreditoperationen — Wechseldiskontierungen und Buchkredite — zu beschränken, weiter Papiergeld für Rechnung des Staates ausgegeben hätte. Andere Länder, wie z. B. Österreich und Deutschland, haben, um dem aus der Devisenkurshaussie entstandenen Mangel an Zahlungsmitteln abzuweichen, ihre Zuflucht zur Notenpresse genommen und dadurch die Wirkungen dieser Hausse unter dem Vorwand, die Gehälter und Löhne den neuen Lebensmittelpreisen anzupassen, befestigt.

Solche staatlichen Emissionen unterscheiden sich in allem von den in der Form von Wechseldiskontierung und Buchkredit gewährten privaten Krediten. Die zweiten sind produktiv, die ersten dienen in der Hauptsache nur dem Verbrauch. Die zweiten sind nur vorübergehender Art; ihre einfache Nichterneuerung genügt, um dem Überfluß an Zahlungsmitteln abzuweichen. Die ersten treten dagegen in die Zirkulation endgültig ein und befestigen so für die Zukunft das jeweils erreichte Preisniveau; das innere Preisniveau beharrt dann, auch wenn sich die Zahlungsbilanz bessert, auf dem der vergrößerten Papiergeldmenge entsprechenden Stande; es kann nicht wieder sinken und verhindert den Wiederaufstieg des heimischen Wechselkurses. Die ersten rufen ferner das Mißtrauen des Auslandes hervor und tragen so dazu bei, den Verfall des Wechselkurses zu verstärken und zu beschleunigen. So bestehen zwischen dem Wechselkurs

und dem inneren Preisniveau wechselseitige Ein- und Rückwirkungen, deren genauer Verlauf im einzelnen schwer zu verfolgen ist. Sicher ist, daß die innere und die äußere Kaufkraft des Geldes nicht lange auseinandergehen können, wenn die Papiergeldemission einmal aufgehört hat<sup>1)</sup>. Sicher ist ferner, daß der Widerstand, den das innere Preisniveau den Wechselkurschwankungen entgegensetzt (und von dem seine Stabilisierung abhängt) schließlich aufhören kann. Das tritt ein, wenn jede neue Verschlechterung des Wechselkurses ein so starkes Hochschnellen der Preise hervorruft, daß eine vollständige Stockung der Einkäufe eintreten würde, wenn die Krisis nicht durch die Schaffung neuen Geldes Abschwächung erführe.

Ein Beispiel wird die Sache verständlicher machen.

Angenommen, der Kurs für 100 französische Franken beträgt in London 20 Schilling, ein Kurs, der sich infolge wiederholter Papiergeldemissionen in Frankreich herausgestellt hat. Wenn infolge einer Veränderung in der Zahlungsbilanz eine Frankenbaisse eintritt, die den Preis für 100 Franken in London um einen Schilling, also auf 19 Schilling, herabdrückt, so wird umgekehrt in Paris das Pfund Sterling um  $\frac{1}{20}$  steigen, d. h. von 100 auf 105 Franken. Alle englischen Waren im Werte von einem Pfund Sterling, die in Paris 100 Franken kosteten, werden dort künftig auf 105 Franken zu stehen kommen. Wenn sich die französischen Nominal-einkommen in diesem Augenblick nicht durch die Ausgabe neuen Papiergeldes ändern, so genügt eine Einschränkung um 5% im Verbrauch und in der Einfuhr englischer Waren, um das Gleichgewicht wiederherzustellen und die Handelsbilanz zugunsten des Franken zu ändern<sup>2)</sup>. Diese Einschränkung des Verbrauches wird sich, falls die Einkommen dieselben bleiben, automatisch einstellen, und sie wird nur von wenigen schmerzlich empfunden werden.

---

<sup>1)</sup> Hier handelt es sich nur um Papiergeld, das nicht durch Devisen oder international marktgängiges Metall gedeckt ist. Auch eine starke innere Papieremission hindert nicht die Aufrechterhaltung des Parikurses, wenn ihr ein Zustrom von Devisen oder Gold zugrunde liegt, wie es durch viele Beispiele, u. a. das neue österreichische, bewiesen wird.

<sup>2)</sup> Das Gleichgewicht könnte sich auch auf verschiedenen anderen Wegen einstellen, z. B. durch einen Ausfuhrüberschuß. Wir wählen den Mechanismus, der am leichtesten zu verstehen ist.

Allerdings ist in Paris die Hausse des Pfundes Sterling ein Repräsentant der Hausse der ganzen Wechselkurse. Es wird also eine Einschränkung um 5% im Verbrauch aller eingeführten Waren erforderlich sein, um das Gleichgewicht wiederherzustellen. Das wird nicht schmerzlos gehen, aber es liegt in den Grenzen des Möglichen. Das ist in der Tschechoslowakei geschehen.

Wenn dagegen infolge von unregelmäßigen Emissionen der 100-Franken-Schein in London auf 2 Schilling gefallen ist, und mithin der Kurs des Pfundes in Paris auf 1000 Franken stieg, so würde eine neue Baisse in London um einen Schilling (um denselben Betrag wie oben) in Paris alle Frankenpreise der ausländischen Waren um 100% in die Höhe treiben, und selbst die der inländischen Waren, die man schließlich automatisch dem Wechselkurs anpaßt, werden folgen. Was 1000 Franken kostete, kostet dann 2000 Franken. Um dieser neuen Baisse entgegenzuwirken, müßte die Einfuhr französischer Konsumwaren aus dem Ausland plötzlich auf die Hälfte reduziert werden. Keine Regierung kann der durch eine solche Lage hervorgerufenen Erregung widerstehen. Sie wird sich also entschließen, dem Publikum die notwendige Einkommenserhöhung zu beschaffen . . . indem sie Geld druckt und die äußere Geldentwertung somit durch eine neue innere Entwertung endgültig sanktioniert. Das war das Schicksal Deutschlands während der Inflation. Bei dieser Sachlage besteht der einzige Ausweg darin, ausländische Kredite zu erlangen, die das augenblickliche Defizit der Zahlungsbilanz ohne Umwälzung aller inneren Preise und ohne schrankenlose Papiergeldfabrikation ausgleichen.

Niemals hat sich die ärztliche Vorschrift *Principiis obsta* besser bewährt.

Weil die Tschechoslowakei den Mut gehabt hat, diese Vorschrift zu befolgen, hat sie nicht das Währungsschicksal ihrer Nachbarn erlitten. Und wenn die Deflation nicht die zu erwartenden Wirkungen gehabt hat, so ist doch der Stillstand der Inflation der Ursprung zunächst der Stabilisierung des Wechselkurses und dann seines Steigens gewesen.

Dieser letzte Punkt bedarf noch der Erläuterung.

Welche Umstände sind dafür bestimmend gewesen?

Es gibt deren zwei: die günstige Zahlungsbilanz und die finanzielle Situation des Staates, zwei Faktoren, von denen der

erste, wie wir gleich sehen werden, in enger Beziehung zum zweiten steht, und hierin liegt der Kernpunkt unserer These. Auch hier wird es also auf die Staatsfinanzen und das Gleichgewicht des Budgets ankommen.

### Die Zahlungsbilanz.

Es genügt hier nicht, sich einfach — wie es geschehen ist — auf die günstige Bilanz des tschechoslowakischen Außenhandels zu berufen. Denn diese Bilanz ist (anscheinend mit Ausnahme des Jahres 1919) während der Valutaverschlechterung ebenso günstig gewesen wie in der Periode ihres Steigens. Die Jahre 1920, 1921 und 1922 zeigen alle einen erheblichen Ausfuhrüberschuß, wie die folgende Tabelle lehrt:

Jahr	Einfuhr	Ausfuhr	Einfuhr	Ausfuhr	Ausfuhrüberschuß	
	in Millionen Dz		in Millionen Kronen		in Millionen Kronen	in Millionen schweizer Franken
1920	23 384	69 022	23 384	27 569	4185	372
1921	39 617	96 457	22 435	27 312	4876	353
1922	31 754	94 550	12 695	18 086	5390	646 <sup>1)</sup>

Da die Handelsbilanz immer aktiv gewesen ist, kann die seit 1922 eingetretene Umkehr des Wechselkurses nicht durch eine Änderung der Handelsbilanz erklärt werden.

Man muß also Veränderungen in den anderen Elementen der Zahlungsbilanz, die nicht aus Warenverkehr bestehen, annehmen. Leider sind diese bekanntlich durch die Statistik nicht erfaßbar. Ihre Schätzung ist zum Teil willkürlich. Man kann sich aber eine Vorstellung von der Rolle machen, die das wichtigste von ihnen gespielt hat: die kurzfristigen und langfristigen Kapitalanlagen.

Man vergißt oft, daß die tschechoslowakische Zahlungsbilanz mit schweren Auslandsverpflichtungen belastet ist, die in der Handelsstatistik natürlich nicht erscheinen, aber nichtsdestoweniger auf den Wechselkurs einwirken. Die Mehrzahl der tschechoslowakischen Industrieunternehmungen ist ursprünglich von Wien aus

<sup>1)</sup> Berechnet nach einem durchschnittlichen Jahreskurs von 12 schweizer Franken für 100 Kronen.

finanziert worden. Sie schuldet noch heute an österreichische und andere fremde Kapitalisten jährlich beträchtliche Zahlungen zur Einlösung von Kupons. Diese Summen dürften kaum weniger als 250 Millionen Goldkronen betragen<sup>1)</sup>.

Die Summe vermindert den aus dem auswärtigen Handel stammenden Überschuß erheblich. Sie genügt nicht, um auf ein Defizit in der Zahlungsbilanz zu schließen. Sie läßt jedoch, wenn auch nur noch einige andere Schulden hinzukommen, die Möglichkeit eines solchen Defizits oder wenigstens eines schwankenden Gleichgewichts zu.

Wird dagegen eine solche Summe von den Gläubigern in der Tschechoslowakei gelassen, so würde die aktive Handelsbilanz im vollen Umfang in Erscheinung treten:

Und dies scheint in der Tat geschehen zu sein. Die wachsende Entwertung ihrer eigenen Währung hat die Nachbarn der Tschechoslowakei veranlaßt, ihre Guthaben mehr und mehr dort stehenzulassen oder Kapitalien dort hinzulegen. Daher trat der charakteristische Umschwung der Bilanz ein, sobald diese Bewegung einen gewissen Umfang erreichte.

Ende 1921 und Anfang 1922 begann der immer schneller werdende Sturz der deutschen Mark und der österreichischen Krone. Diese beiden Länder sind die wichtigsten Kunden und Lieferanten der Tschechoslowakei. Sie stehen mit ihr in engen finanziellen und Handelsbeziehungen. Es ist ganz natürlich, daß sie angesichts der unbegrenzten Inflationierung ihrer eigenen Währungen ihre Guthaben in der Tschechoslowakei stehenließen. Polen und Ungarn sind ihrem Beispiel gefolgt. Die Tschechoslowakei mit ihrem relativ ausgeglichenen Budget hat als Sparkasse für Mitteleuropa gedient. Daher die Nachfrage nach tschechischen Kronen auf den Märkten des Auslandes und die gleichzeitige Verminderung der Nachfrage nach Devisen in Prag. Daher stammt das charakteristische Anwachsen der „Devisen und ausländischen Guthaben“ des Bankamtes um die Mitte des Jahres 1922, das die oben angeführten Bilanzen klar erkennen lassen.

Zweifellos waren auch Dollar und schweizer Franken stark nachgefragt. Aber die Beziehungen der Nachbarn der Tschechoslowakei zu den Vereinigten Staaten oder der Schweiz sind

<sup>1)</sup> Vgl. unsere Untersuchung *Le Relèvement de l'Autriche* in der *Revue politique et parlementaire* vom 10. Juni 1923.



weniger rege als zu dieser und der Erwerb des Dollars und des Franken daher weniger leicht als der der Krone. So erklärt sich der Umschlag des Wechselkurses seit Ende 1921, dessen Plötzlichkeit und Intensität wohl außergewöhnlichen Umständen zuzuschreiben sind.

Zu gleicher Zeit kamen dem Lande die Mittel aus der im April 1922 in London, New York und Amsterdam<sup>1)</sup> abgeschlossenen Anleihe zugute. Hat diese Anleihe dazu gedient, wie oft behauptet wurde, den Kurs der Krone im Ausland zu stützen? Die tschechoslowakische Regierung hat es jedenfalls lebhaft bestritten. Und diese Annahme ist auch nicht erforderlich, um das Steigen der Krone zu erklären.

Obwohl diese Hausse in Wahrheit den oben angegebenen Umständen zuzuschreiben ist, so erscheint sie doch nicht gegen jeden Rückschlag geschützt. Es bleibt abzuwarten, ob sie sich vollständig aufrechterhalten läßt, wenn die Nachbarn der Tschechoslowakei sich entschließen, nach dem Vorgang von Österreich ihre Währung zu stabilisieren und so der Flucht ihrer Ersparnisse ins Ausland ein Ende zu machen.

Nebenbei noch eine Bemerkung: Die fortgesetzte Hausse des tschechoslowakischen Wechselkurses im Laufe des Jahres 1922 hat — im Widerspruch zu einer sehr verbreiteten Meinung, die dem Steigen des Wechselkurses die Kraft zuschreibt, die Ausfuhr zum Stocken zu bringen — nicht ausgereicht, um die Richtung der Handelsbilanz umzukehren. Der Ausfuhrüberschuß bleibt trotz des beträchtlichen Rückganges der Ausfuhr auch noch im Jahre 1922 erheblich, er ist sogar noch größer als in den Vorjahren, und zwar weil die Einfuhr noch mehr abgenommen hat — die Wirtschaftskrise erklärt dies zur Genüge —, und der Unterschied zwischen beiden behält dasselbe Vorzeichen. Es lohnt sich, diese Tatsache gegenüber den zahlreichen Theorien, die von einem Steigen des Wechselkurses eine Umkehr der günstigen Handelsbilanz, die dieses Steigen veranlaßt hat, und somit eine Selbstvernichtung derselben befürchten, zu betonen.

---

<sup>1)</sup> Diese Anleihe ist in drei Abschnitten herausgekommen, einer von 2 300 000 Pfund Sterling in London, der zweite von 14 Millionen Dollar in New York und der dritte von 500 000 Pfund Sterling in Amsterdam. Sie ist übrigens nicht die erste Anleihe, die die Tschechoslowakei im Ausland abgeschlossen hat, wohl aber die bedeutendste.

### Die Budgetreform.

Aber das Eingreifen der (für die Handelsbilanz) „unsichtbaren“ Elemente der tschechoslowakischen Zahlungsbilanz, die die Hauptrolle bei der Wiederherstellung des Wechselkurses gespielt haben, würde nicht eingetreten sein ohne einen anderen Umstand, der zurzeit, wie wir schon gesehen haben, das Schicksal aller Wechselkurse beherrscht und dessen Studium in der Tschechoslowakei ein besonderes Interesse bietet: die fortschreitende Wiederherstellung des Gleichgewichts im Budget. Ohne dieses würde weder die auswärtige Anleihe, noch die Verwendung tschechoslowakischer Zahlungsmittel als Sparmittel der Nachbarn mit entwerteter Währung, noch folglich die Erholung des Kronenkurses möglich gewesen sein.

Die Budgetreform ist nicht ohne Schwierigkeit vor sich gegangen und hat auf sich warten lassen.

Diese Verzögerung erklärt ohne Zweifel die Unschlüssigkeit, die die fremden Märkte gegenüber der tschechischen Krone so lange gezeigt haben, und die Schwankungen, die sie erlitten hat. In dem schließlich erreichten Budgetgleichgewicht liegt der Grund des späteren Vertrauens.

Wir geben hier die wichtigsten Ziffern des Budgets für die fraglichen Jahre:

	1919	1920	1921	1922
Einnahmen . . .	3710	10 426	17 300	18 884
Ausgaben . . .	8615	15 278	18 026	19 812
Fehlbetrag . . .	4905	4 852	726	928

Im Budget von 1923 sind nach dem Finanzgesetz vom 15. Dezember 1922 veranschlagt

Einnahmen . . . .	18 812 Millionen Kronen
Ausgaben . . . .	19 371 „ „

so daß noch ein Fehlbetrag von 559 Millionen Kronen verbleibt.

Das Defizit ist also nicht endgültig beseitigt, aber doch auf einen verhältnismäßig unbedeutenden Betrag herabgedrückt.

Durch welche energischen Maßnahmen, durch welche schweren Steuerlasten unter den schwierigsten Verhältnissen dieses Resultat erreicht wurde, ist in dem oben angeführten Buch von Rašin ausführlich dargestellt.

Von 1919 bis 1921 ist die Durchschnittsbelastung pro Kopf der Bevölkerung (ohne die Vermögensabgabe) von 244 auf 899 Kronen gestiegen.

Die Fehlbeträge konnten durch innere Anleihen in Höhe von etwa 10 Milliarden Kronen gedeckt werden.

Es ist höchst bemerkenswert, daß der Wechselkurs in dem Jahre zu steigen beginnt, in dem es den Anschein hat, daß die Regierung des Defizits endgültig Herr geworden ist.

Bei Einleitung der Währungsreform hat sich übrigens der Finanzminister niemals der Täuschung hingegeben, daß der Kronenkurs durch die Einschränkung der Geldmenge allein stabilisiert oder gar wiederhergestellt werden könnte. Das ergibt sich aus den folgenden Worten der Rede, mit der er am 28. Februar 1919 in der Nationalversammlung die Abstempelung der Kronen begründete:

„Wir müssen uns alle darüber klar sein, daß unsere tschechische Krone sich nicht halten und keinen günstigen Kurs erreichen kann, wenn nicht die folgenden wirtschaftlichen Bedingungen, die ich für entscheidend halte, erfüllt sind. Wir müssen unser Budget ohne Defizit aufstellen, wir müssen sparen, nur das unbedingt Notwendige verausgaben und die etwa noch verbleibenden Fehlbeträge durch Steuern und weder durch Anleihen noch durch die Notenpresse decken. Wir müssen alle arbeiten und sparen lernen. Wir müssen sparen und produzieren, wenn unsere tschechische Krone sich nicht wie die österreichische entwerten soll.“

Die Beseitigung des Defizits ist nur die handgreiflichste der Maßnahmen, durch die sich die Tschechoslowakei das Vertrauen der Finanzwelt des Auslandes erworben hat. Die Klugheit ihrer allgemeinen Politik nach innen wie nach außen hat gleichfalls viel dazu beigetragen. Gute Finanzen sind im allgemeinen nur der Ausdruck einer guten Politik. Aber der beste Beweis dieser politischen Klugheit war der energische Wille, die Ausgaben auf den Betrag der Steuereinnahmen herabzudrücken. Man hat gesagt, das Steigen der Krone sei das Werk psychologischer Faktoren gewesen. Man kann es so ausdrücken. „Vertrauen“ ist ein bequemes Wort, das eine Reihe von komplizierten Erscheinungen zugleich psychologischer und wirtschaftlicher Natur zusammenfaßt. Der Volkswirt darf sich aber damit nicht begnügen. Ist das „Vertrauen“, das sich nicht betätigt, ein wirk-

liches Vertrauen? In welchen wirtschaftlichen Tatsachen ist das Vertrauen im einzelnen zum Ausdruck gekommen? Aus welchen wirtschaftlichen Tatsachen ist es entstanden? Das müßte festgestellt werden. Im Fall der Tschechoslowakei dürfte die Antwort heute nicht mehr zweifelhaft sein:

Die Erholung der tschechoslowakischen Valuta ist, wie die jedes anderen Wechselkurses, durch die günstige Zahlungsbilanz herbeigeführt. Diese wiederum ist dem Zustrom fremder Kapitalien zu verdanken, der durch die Umstände begünstigt wurde, der aber die Richtung nach Prag erst dank der Verbesserung des Budgets und auf Grund der Überzeugung, daß jede Inflationsgefahr beseitigt ist, nehmen konnte. Günstige Zahlungsbilanz und Budgetgleichgewicht stehen in enger Beziehung zueinander. Sie mußten notwendigerweise früher oder später die Erholung des Wechselkurses herbeiführen.

### **Deflation und Wirtschaftskrise.**

Diese Hausse hat freilich auch ihre Schattenseiten. Sie sind die unvermeidliche Begleiterscheinung einer steigenden Valuta. England spürt sie in der Form andauernder Arbeitslosigkeit. In der Tschechoslowakei haben sie sich infolge der Schnelligkeit und Plötzlichkeit des Vorganges mit besonderer Intensität geltend gemacht.

Es genügt ein Blick auf den Preisindex, der vom Januar bis zum Dezember 1922 von 1875 auf 999 gefallen ist, um sich die Folgen eines solchen Sturzes auf das gewerbliche Leben zu vergegenwärtigen.

Der Grund für den Preissturz ist leicht zu finden. Da der Warenverkauf nach dem Ausland schwieriger wurde, mußte man plötzlich einen Teil der Vorräte im Inland absetzen, die Produktion einschränken und einen starken Druck auf die Herstellungskosten, insbesondere auf einen so wesentlichen Bestandteil des Preises, wie den Lohn, ausüben.

Die Folge war die Eröffnung von Konkursen in ungewöhnlicher Zahl und eine allgemeine Arbeitslosigkeit, von deren Umfang die beiden folgenden Zahlen die beste Vorstellung geben: von 19 000 im Oktober 1921 stieg die Zahl der unterstützten Arbeitslosen auf 295 000 im Januar 1923.

Man ging so weit, den Minister Rašin zu beschuldigen, absichtlich eine Politik der Vernichtung der in deutschen Händen befindlichen Unternehmungen betrieben oder auch (dahin geht

eine andere Auffassung) von einer erzwungenen Rückkehr auf das Land geträumt zu haben, indem er das nach seiner Ansicht überindustrialisierte Land auf ein Wirtschaftssystem zurückschrauben wollte, in welchem die Landwirtschaft eine wichtigere Stelle einnehmen soll. Das ist aber wenig wahrscheinlich. Man vernichtet nicht leichten Herzens einen langsam aufgebauten Wohlstand. Die Wahrheit scheint zu sein, daß die Bemühungen der Regierung, das Steigen des Kronenkurses zu kontrollieren, ebenso fruchtlos waren wie ihre früheren Bemühungen, die Baisse einzudämmen (durch Devisenkontrolle usw.).

Jedenfalls darf man, und darauf kommt es für unsere Untersuchung an, die Krise von 1922 nicht auf die Deflationspolitik von 1919 zurückführen. Im Gegenteil, man konnte in der Tschechoslowakei dieselbe Tatsache feststellen, die wir schon für England, Frankreich und die Vereinigten Staaten hervorgehoben haben: die wirtschaftliche Krise hat als Folge die Verminderung des Notenumlaufs herbeigeführt. Die Bargeldmenge ist von 11 Milliarden im Juni 1921 auf 9 Milliarden im März 1923 gefallen; das ist eine Verminderung um 18%. Wieder einmal war die Reduktion der Notenmenge die Folge und nicht die Ursache. Die deflationistische Wirkung der Valutaverbesserung steht fest, die kursverbessernde Wirkung der Deflation ist zweifelhaft.

### Deflation und Kronenstabilisierung.

Man wird sich vielleicht wundern darüber, daß die tschechoslowakische Regierung die Gelegenheit nicht benutzt hat, um den Wechselkurs durch Einführung einer neuen Währung zu stabilisieren. Sie würde sowohl die Nachteile des steigenden Wechselkurses vermindert als auch das Land in die Gemeinschaft der Goldwährungsländer eingeführt haben.

Konnte sie das tun?

Wir glauben es nicht.

Der tschechoslowakische Staat hat seit seiner Begründung bemerkenswerte Anstrengungen gemacht, sich einen ausreichenden Metallvorrat zu verschaffen, um das Papiergeld eines Tages in bar einzulösen: innere Anleihe mit Einzahlung in Gold oder Devisen, freiwillige Ablieferung von Schmuck-, sonstigen Gold- und Silbersachen und fremden Münzen, Ausbeutung der Goldmine von Roudné usw. Das Ergebnis war zwar recht bedeutend (fast 60 Millionen

Goldfranken), blieb aber doch ungenügend. Und als Rašin gezwungen war, die große äußere Anleihe von 100 Millionen Dollar, die er 1919 als eine Grundlage seiner Währungsreform geplant hatte, aufzugeben, mußte die endgültige Stabilisierung und die Rückkehr zur Goldwährung auf unbestimmte Zeit vertagt werden.

Seitdem hat sich die Lage sehr gebessert. Die oben wiedergegebenen Bilanzen des Bankamtes zeigen eine schnelle Zunahme des Bestandes an Gold und Silber sowie an ausländischen Guthaben. Diese bestehen zu einem ohne Zweifel erheblichen Teil aus Tratten auf Goldwährungsländer. Auch das Verhältnis der Summe dieser beiden Posten zu den umlaufenden Noten ist dauernd gewachsen. Das Bankamt scheint heute nicht mehr eine Verminderung des Notenumlaufs (was eine Deflation im eigentlichen Sinne des Wortes bedeuten würde) im Auge zu haben, vielmehr die allmähliche Ansammlung einer Deckung für den heutigen Notenumlauf in Gold und in Werten, die schnell in Gold umgewandelt werden können. Das ist eine viel wirksamere Methode, die auch durch die Geschichte aller Währungsreformen gerechtfertigt wird.

Die folgende Tabelle gestattet, diese während des Jahres 1923 besonders auffallende Entwicklung zu verfolgen. Die Zahlen bedeuten Millionen tschechoslowakischer Kronen:

Datum der Bilanz	Notenumlauf I	Depositen II	Kassenbestand an Gold und Silber III	Guthaben im Ausland und in fremder Währung IV	Summa von III u. IV V	Verhältnis von V zu I %	Verhältnis von V zu I + II %
30. Dez. 1920	11 289	1144	402	456	858	7,60	6,90
31. Dez. 1921	12 130	652	153	553	1086	8,95	8,50
31. Dez. 1922	10 064	599	817	657	1474	14,6	13,8
31. März 1923	9 157	993	826	556	1382	15,1	13,6
30. Apr. 1923	9 567	1 113	843	1 172	2 015	21,1	18,8
31. Mai 1923	9 327	1 418	950 <sup>1)</sup>	1 543	2 493	26,7	23,2
31. Aug. 1923	9 218	2 507	1 060 <sup>2)</sup>	2 448	3 508	38,1	29,9

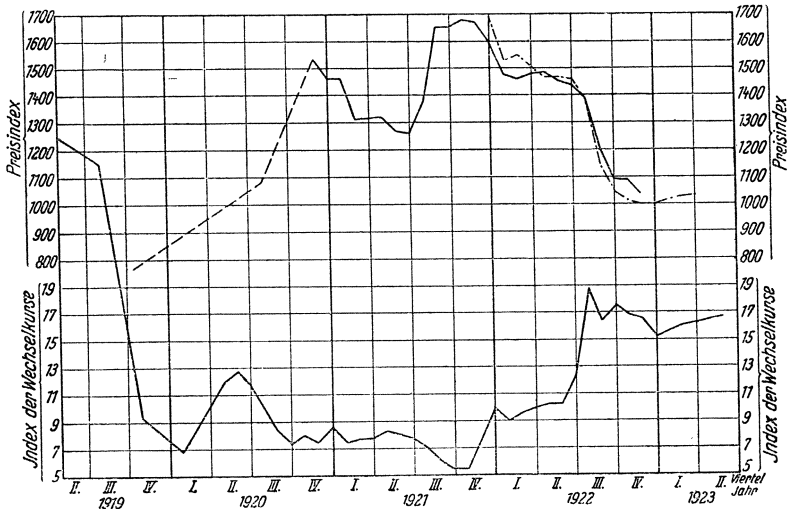
Ende August 1923 macht die Summe des Metallbestandes und der Auslandsguthaben mehr als ein Viertel der Summe der umlaufenden Banknoten und Depositen, und 38,5% der umlaufenden Banknoten aus.

Diese Deckung war noch nicht hoch genug, um bei Rückkehr zur

<sup>1)</sup> Davon 158 Millionen im Ausland (bei der Bank von England).

<sup>2)</sup> Davon 258 Millionen im Ausland (bei der Bank von England).

Goldwährung bereits alle Sicherheit zu bieten. Die Nachteile des zu schnellen Steigens der Krone drängen jedoch zu baldmöglichster Stabilisierung. So stellt sich also das eigentliche Währungsproblem folgendermaßen: zunächst Herstellung eines metallischen Fundaments für das nicht zu beseitigende Residuum der Inflation auf direktem oder indirektem Wege (d. h. mit Hilfe von Devisen oder von Golddepots im Ausland). Nach Herstellung dieses Fundaments ist die Bestimmung des Zeitpunktes, in dem die „Rückkehr zum Golde“ durchgeführt werden kann, eine Zweckmäßigkeitsfrage. Länder, die günstiger gestellt sind als die Tschechoslowakei, wie die skandinavischen Staaten, haben sich zu diesem schweren Schritt noch nicht entschließen können<sup>1)</sup>.



Preise und Wechselkurse in der Tschechoslowakei  
von Mai 1919 bis Juni 1923.

Die Preiskurve beruht bis Ende Dezember 1920 auf jährlichen Durchschnitten. Von da ab zeigt der Index die Preise am 15. jeden Monats. Seit Januar 1922 haben wir die amtliche Indexzahl der des Prof. Mildschuh, die vom Dezember 1920 ab läuft, gegenübergestellt.

Als Wechselkurse sind von Mai 1920 an die Kurse am Monatsende in Zürich zugrunde gelegt. Bis dahin sind die Vierteljahresdurchschnitte dieser selben Kurse angegeben. (Die Zahlen sind im Anhang angeführt.)

<sup>1)</sup> (Inzwischen ist Schweden im Frühjahr 1924 zur Goldwährung mit freier Prägung des Goldes und Goldeinlösung zum Parikurs für die Noten zurückgekehrt. Ähnliche Entwicklung dürfte in Holland bevorstehen. — Anmerkung zur deutschen Ausgabe.)

## Sechstes Kapitel.

### **Schlußbetrachtungen: Wirtschaftliche Beziehungen zwischen dem Gleichgewicht des Budgets und der Besserung des Wechselkurses.**

Wir wollen versuchen, die Schlußfolgerungen, zu denen die Tatsachenerkenntnis der vorangehenden Kapitel führt, zusammenzufassen.

Die naive Deflationstheorie meint, daß durch Verminderung der Zahlungsmittel das Preisniveau gesenkt und durch diese Preissenkung der Wechselkurs zum Steigen gebracht werden kann.

Die Erfahrung zeigt, daß die Dinge nicht so vor sich gehen. Die Deflation allein wirkt nicht oder nur äußerst langsam auf das allgemeine Preisniveau. Man gibt sich also einer Illusion hin, wenn man auf diese Methode baut, um den Wechselkurs zu heben.

Vielmehr ist es der Wechselkurs, der heute den unmittelbarsten Einfluß auf das innere Preisniveau ausübt. Und er steht selbst in enger Beziehung zu der Finanzlage: dem Gleichgewicht des Budgets und der Einstellung weiterer Inflation. Die Reform muß also von dieser Seite her in Angriff genommen werden. Wenn erst einmal durch das Gleichgewicht des Budgets das Steigen der Wechselkurse herbeigeführt ist, so folgt das Sinken der Preise von selbst und mit ihm die spontane Verminderung der Geldmenge. Das ist die erste Etappe. Die zweite Etappe besteht in der Wahl des Wechselkurses, zu welchem die Regierung ihre Währung stabilisieren will. Soll sie das Steigen ihres Wechselkurses mit all seinen Nachteilen (und auch Vorteilen) hinnehmen, bis dieser auf dem alten Paristand angelangt ist? Soll sie diese Bewegung noch durch eine direkte Deflation beschleunigen, anstatt die Produktionssteigerung sich langsam auswirken zu lassen? Oder soll sie sie vielmehr unterbrechen, indem sie die Einlösung



des Papiergeldes in einer im Verhältnis zur alten „devalvierten“ Währung dekretiert? Die Antwort auf diese Fragen wird je nach den Umständen verschieden sein. In manchen Ländern ist die Inflation noch gar nicht endgültig zum Stillstand gekommen. Diese Fragen interessieren uns hier, wo wir es hauptsächlich mit der Analyse der Tatsachen zu tun haben, nur indirekt.

Unsere obigen Thesen, die übrigens von einer großen Zahl der bedeutendsten Volkswirte der Gegenwart geteilt werden, stehen nirgends im Widerspruch zu den wirtschaftlichen Grundgesetzen, wie sie die Erfahrung lehrt. Wir beschränken uns darauf, den hervorragenden amerikanischen Volkswirt Seligman zu zitieren, der in seinem kürzlich erschienenen Werke *Currency Inflation and Public Debts* abschließend folgendes sagt: „Letzten Endes hängt das Verschwinden der Inflation nicht so sehr von einer tatsächlichen Deflation als von der relativen Deflation ab, die mit dem Fortschritt der allgemeinen Prosperität eng verknüpft ist und sich in der Handelsbilanz und dem Stande des Wechselkurses widerspiegelt“<sup>1)</sup>.

Diejenigen, die in der Deflation das symmetrische Gegenstück der Inflation sehen und einen genau entgegengesetzten Einfluß derselben auf das Preisniveau annehmen, übersehen einen wichtigen, durch die Erfahrung klargestellten Umstand: den Widerstand, den das Preisniveau der Verminderung der Kaufkraft des Publikums entgegensetzt<sup>2)</sup>.

Was wird in der Inflation in erster Linie erfaßt von der Preissteigerung? Löhne, Rohstoffe und die wichtigsten Konsumartikel. Sie trifft zuerst die Waren und Leistungen, die in den Produktionsprozeß aller anderen eintreten und wird so nach und

<sup>1)</sup> Und die erste Bedingung, um dieses Ziel zu erreichen, ist, „das Budget in Ordnung zu bringen durch eine energische Besteuerung zur Wiederherstellung des Budget-Gleichgewichts“ (S. 65). Seligman ist aber, wie auch wir, Anhänger der vielverschiedenen Quantitätstheorie.

<sup>2)</sup> Allerdings sind unter den heftigsten Deflationisten Männer, die, wie Y. Guyot, Gegner der Quantitätstheorie sind und leugnen, daß die Verminderung der Papiergeldmenge das Preisniveau senken oder eine wirtschaftliche Depression herbeiführen könnte. Man weiß dann aber nicht mehr, auf welchen ökonomischen Prinzipien sich ihre Lehre aufbaut. Sie wird zur Glaubenssache. Die beiden neuen Bände des unermüdlichen Publizisten über die Deflation halten ein wahres Ketzergericht ab über die Meinungen, die er für häretisch hält und die er vorher einer wissenschaftlichen Tortur unterwirft.

nach auf alle anderen übertragen. Daher die rasche Ausbreitung der Preissteigerung. In der Deflation läuft die Sache anders.

Die Zurückziehung von, sagen wir, 2 Milliarden Papiergeld wird die Nachfrage nach Produkten um den gleichen Betrag vermindern. Einverstanden. Aber auf welche Waren wird sich die Einschränkung der Nachfrage in erster Linie beziehen? Auf die notwendigsten? Keineswegs. Wohl aber auf Produkte, die dem Luxus oder dem Vergnügen dienen, auf die, deren Nachfrage, wie die Volkswirte sagen, die elastischste ist, und die die wenigsten Arbeiter beschäftigen, und zwar Arbeiter, die am besten entlohnt und im Besitz der meisten Ersparnisse sind. Ohne Zweifel wird diese Produktionsverminderung schließlich auf alle anderen übergreifen, aber nur äußerst langsam. Die Herabsetzung der Löhne wird bei den Arbeitern energischem Widerstand begegnen. Die Unternehmer wiederum werden versuchen, den verringerten inneren Absatz durch Auslandsverkäufe zu ersetzen. Sie werden nach Kredit verlangen zur Aufrichtung der schwindenden Nachfrage; die auf der einen Seite beseitigten Zahlungsmittel werden auf der anderen wieder erscheinen und so wenigstens vorübergehend eine Kaufkraft herstellen, die derjenigen gleich ist, die man beseitigen wollte.

So schnell und leicht die Preissteigerung um sich griff, so langsam und zögernd wird das Sinken der Preise vor sich gehen.

Das ist keine neue Wahrheit. Alle Beobachter haben sie festgestellt. Subercaseaux, dem sich in Südamerika der klassische Boden für das Papiergeld darbot, und dessen Buch in dieser Beziehung die vollständigste Tatsachensammlung ist, die wir kennen, schreibt ohne Bedenken:

„Wer es glaubt, die Preise würden sich der Baisse ebenso anpassen wie der Hausse, der hat keine Anschauung vom Wirtschaftsleben. Die Preisbaisse, die aus der Steigerung des Geldwertes resultiert, tritt nur langsam und nach langen Jahren des Dahinsiechens und der Lähmung ein, deren Ursache in einer Krise liegt, die nicht nur den Unternehmer betraf, sondern auch Tausende von beschäftigungslosen Arbeitern dem Hunger preisgegeben hat<sup>1)</sup>.“

Dieses „Hinsiechen und Gelähmtsein“ wollen wir nicht unterstreichen, denn es wäre nicht billig, der Deflation allein eine Un-

<sup>1)</sup> Subercaseaux: *Le papier-monnaie* S. 256. Paris: Giard 1920.

zuträglichkeit in die Schuhe zu schieben, die in verschiedenem Grade mit jeder Währungsreform, die auf eine Papiergeldwirtschaft folgt, verbunden ist. Man kann nicht auf eine Rückkehr weder zu derselben Währung wie vor der Inflation noch auch nur zu irgendeiner stabilen Währung hoffen, ohne eine kürzere oder längere Periode des „Hinsiechens und Gelähmtseins“ durchzumachen. Die Stabilisierung allein ohne jeden Versuch der Rückkehr zur Friedensparität ruft schon eine Wiederanpassung der inneren Preise an die Weltmarktpreise hervor, die eine vorübergehende Krise verursacht. Die neue österreichische Republik hat dies kürzlich in peinlicher Weise erfahren. Diese Krise tritt unter allen Umständen ein, welchen Weg man auch einschlägt, um zu gesunden Währungsverhältnissen zu kommen: direkte Deflation oder Hebung des Wechselkurses. Jeder Versuch, ihr bei der Durchführung der finanziellen Gesundung zu entgehen, ist ebenso widerspruchsvoll, wie Reparationen zu verlangen und dabei deutsche Waren abzulehnen. Man kann ebenso gut sagen, daß man es vorzieht, die Inflation weiterbestehen zu lassen. Aber die Krise kann abgekürzt werden.

Was wir der direkten Deflation vorwerfen, sind also nicht ihre zum mindesten vorübergehenden Nachteile — diese sind bei keiner Währungsreform zu vermeiden —, vielmehr, daß sie nicht imstande ist, das Preisniveau hinreichend zu beeinflussen, um davon eine ernsthafte Rückwirkung auf den Wechselkurs erwarten zu können.

Die oben untersuchten tatsächlichen Vorgänge zeigen, daß die Erhöhung des Diskontsatzes oder des Wechselkurses viel wirksamere Faktoren sind, um das Sinken der Preise herbeizuführen, als die unmittelbare Verminderung der Geldmenge durch Zurückziehung von Papiergeld.

England, die Vereinigten Staaten und die Tschechoslowakei liefern den Beweis dafür. In diesen drei Ländern ist zwar die Geldmenge vermindert worden; aber das geschah erst nach dem Preisrückgang. Die Verminderung der Geldmenge ging diesem keineswegs voran, sondern war nur die Konsequenz desselben.

Die Erhöhung des Diskontsatzes, die den Kredit drosselt — oder die Hebung des eigenen Wechselkurses, die die Ausfuhr beschränkt —, ziehen beide einen forcierten Verkauf

nach sich, eine Liquidierung der Warenvorräte, deren Wirkung auf die Preise weit darüber hinausgeht, was die unmittelbare Verminderung der Zahlungsmittelmenge herbeizuführen imstande ist.

Das Symmetriebedürfnis, das dem menschlichen Geiste innewohnt, stellt unbewußt eine Art Parallelismus her zwischen dem Mechanismus der Preissteigerung durch die Inflation und dem der Preissenkung durch die Deflation. Da die Vermehrung des Geldes, sagt man sich, die Steigerung herbeigeführt hat, muß man, um die Senkung zu erreichen, diese Geldmenge reduzieren.

Gewiß, es gibt eine gewisse Symmetrie der beiden Prozesse. Aber sie muß nach unserer Meinung anders charakterisiert werden.

Das Steigen der Preise wird durch eine schnelle Vermehrung der Geldeinkommen bei gleichbleibendem Angebot an Gütern bewerkstelligt. Dies ist das Wesen der Inflation.

Umgekehrt muß man, um das Sinken der Preise zu erreichen, eine erhebliche Vermehrung des Angebots von Produkten ohne entsprechende Vermehrung der Geldeinkommen herbeiführen.

Wenn im ersten Falle das Angebot an Produkten und im zweiten Falle die Nachfrage nach denselben nicht nur gleichbleibt, sondern sich noch verringert, so wird offenbar die Wirkung des anderen Faktors (den wir als für die Preisbildung bestimmend ansehen) noch verstärkt.

Aber das ist nebensächlich gegenüber der wichtigen Tatsache, die durch die zahlreichen Erfahrungen nahegelegt wird: daß nämlich die beiden Elemente, auf die man, um das allgemeine Preisniveau zu erhöhen oder zu erniedrigen, gleichzeitig einwirken kann (Warenangebot einerseits, Summe der Geldeinkommen andererseits), nicht die gleiche Bedeutung haben. Man wird die Preissteigerung durch Vermehrung der Einkommen schneller erreichen als durch Verminderung der Waren. Man wird das Sinken der Preise schneller durch Vermehrung des Warenangebots als durch Verminderung der Einkommen erzielen. Deswegen hat die Erhöhung des Diskontsatzes oder die Hebung des Wechselkurses einen so wirksamen Einfluß auf das Preisniveau.

Die Erhöhung des Diskontsatzes ist eine außerordentliche Maßnahme, die sich nur für Krisenzeiten rechtfertigen läßt. Wir wollen

sie nicht als normales Mittel der Wirtschaftspolitik empfehlen. Wenn wir hier auf ihre Wirksamkeit hinweisen, so geschieht es nur, um daraus den Schluß zu ziehen, daß die Steigerung der Produktion das beste Mittel ist, um die Kaufkraft des Papiergeldes zu heben. Selbst ohne Deflation, durch die bloße Vermehrung des Angebots an Sachgütern und Dienstleistungen (und natürlich bei strenger Bremsung der Inflation) muß das Preisniveau allmählich sinken.

\*       \*       \*

Diese Wirkung wird noch fühlbarer sein, wenn sich gleichzeitig der Wechselkurs bessert. Dazu ist aber nicht erforderlich, daß das Preisniveau vorher gesenkt wird.

Auch in diesem Punkt knüpft der strikte Deflationist an einen reinen Wortparallelismus an, der durch die Erfahrung widerlegt wird.

Da das Sinken des heimischen Wechselkurses, als Folge der Inflation, zunächst gewöhnlich nach einer inneren Preissteigerung eintritt, zieht man daraus den naheliegenden Schluß, man müsse umgekehrt, um den Wechselkurs zu heben, mit einem Abbau des inneren Preisniveaus beginnen. Mit anderen Worten, das Preisniveau führe durch Steigen und Fallen bald Verschlechterung, bald Besserung des Wechselkurses herbei.

Die tschechoslowakische Erfahrung beweist dagegen, daß das Steigen des Wechselkurses dem inneren Preissturz vorgegangen ist und daß die Besserung der Finanzlage, natürlich in Verbindung mit der endgültigen Bremsung der Inflation, der Kurssteigerung zeitlich voranging und ihren zureichenden Grund bildete.

Soll man angesichts dieser Feststellung den Bankrott der Volkswirtschaftslehre proklamieren, wie es gewisse Leute jedesmal tun zu müssen glauben, wenn sie in die Verlegenheit geraten, Erscheinungen erklären zu wollen, die ihren vorgefaßten Meinungen widersprechen? Das wäre übereilt gehandelt, denn die Tatsachen lassen sich hier in einer Weise erklären, die durchaus in Einklang steht mit allen ökonomischen Gesetzen und zugleich dieser scheinbaren Anomalie gerecht wird.

Gewiß, zu Beginn ist es fast immer, und so auch während des Krieges, die innere Preissteigerung, die (durch Belebungs-

der Einfuhr und Drosselung der Ausfuhr) das Sinken des Wechselkurses einleitet.

Aber etwas später, wenn die Währungsentwertung, wie es in fast allen europäischen Staaten geschah, eine chronische Krankheit geworden und der Devisenmarkt in Unordnung geraten ist, unterliegt dieser direkten Einflüssen, die die Wechselkurse zum Steigen und Fallen bringen — und die auf diesem Umweg auf das innere Preisniveau und auf das Verhältnis von Einfuhr und Ausfuhr wirken.

Unter diesen Einflüssen ist einer der wirksamsten, wenn nicht der wirksamste, die Lage des Staatsfinanzen.

Denn ein im Gleichgewicht befindliches Budget ist das einzig wirksame Schutzmittel gegen jede neue Inflationsgefahr. Wenn erst einmal die Sicherheit besteht, daß die Währung eines Landes nicht mehr durch neue Papiergeldemissionen künstlich verschlechtert wird, so kann die Kapitalwanderung von einem Land zum anderen in den mannigfachen Formen, die ihr eigentümlich sind, einsetzen: als kurzfristige Depositen bei Banken, Ankauf von Wertpapieren, als private oder Staatskredite auf längere oder kürzere Frist usw. Diese Kapitalwanderungen sind aber (die Vorgänge in der Tschechoslowakei sind ein schlagendes Beispiel dafür) das entscheidende Element, das in modernen Ländern die Bewegungen des Wechselkurses regelt, entweder im Sinne der Befestigung in Ländern mit gesunden Finanzen, oder um ihn noch weiter herabzudrücken in den Ländern, in denen die Unbeständigkeit der Finanzen den Kreditgeber mit zu großen Risiken bedroht. Diese Kapitalwanderungen beeinflussen (zum mindesten in demselben Maße wie die der Waren und der Arbeit, die viel mehr an stabile Verhältnisse gebunden und daher weniger anpassungsfähig sind) jeden Augenblick die Zahlungsbilanz, die sie hier stören, dort wieder in Gleichgewicht bringen. Darum ist, nebenbei bemerkt, die Freiheit der internationalen Kapitalbewegungen, gegen die man sich in Frankreich hartnäckig sträubt, so unentbehrlich. Das Steigen des französischen Wechselkurses, das sie erleichtern würde, wäre die sicherste Schranke gegen die befürchtete Auswanderung des Kapitals. Nichts wirkt nun so sicher anziehend oder abstoßend auf das Kapital, als die budgetäre Lage eines Landes. Es versteht sich von selbst, daß jede Besserung der Zahlungsbilanz — Ausfuhrüberschuß, regere Be-

schäftigung der Handelsmarine, Zustrom von Ausländern usw. — dieselbe Wirkung haben wird. Das meinen diejenigen, die es mit Recht betonen, daß vielmehr eine günstige Zahlungsbilanz als die effektive Deflation das zu erstrebende Ziel ist. Wir stimmen ihnen bei. Aber ihre These bedarf der Vertiefung. Bei der gegenwärtigen Lage der europäischen Länder ist gerade die Wiederherstellung des budgetären Gleichgewichts das beste Mittel, um die Zahlungsbilanz zu sanieren. Der Ausfuhrüberschuß ist ein weiteres Mittel, ebenso der Fremdenzustrom. Aber diese lassen sich nicht einfach durch Anstrengungen der Regierung herbeiführen, während die Balanzierung des Budgets von ihr beschlossen, erstrebt und systematisch durchgeführt werden kann. Und während die Zweckmäßigkeit der Deflation eine kontroverse Frage ist, wird die Dringlichkeit der Budgetbalanzierung wohl niemand bestreiten.

In dem Stadium der Papiergeldwirtschaft, in dem sich die europäischen Länder (während der Inflation) befinden, ist der Devisenmarkt viel empfindlicher als das innere Preisniveau.

Aber das Sinken des heimischen Wechselkurses wie sein Steigen beeinflussen das Preisniveau in verschiedener Weise, je nachdem sich das Budget im Gleichgewicht befindet oder nicht.

Nehmen wir ein vorübergehendes Sinken an.

Weist das Budget einen Fehlbetrag auf, und setzt sich die Inflation fort, so wird die innere Preishausse, ein Ergebnis des ungünstigen Wechselkurses, durch die Inflation selbst konsolidiert. Das Publikum wird die Krise dank der ihm künstlich und für dauernd zugewachsenen Kaufkraft ohne Konsumbeschränkung überstehen. Dadurch wird umgekehrt auch die Wechselkursverschlechterung, die sonst vielleicht nur eine vorübergehende gewesen wäre, konsolidiert. Dasselbe tritt ein, wenn das Publikum nur die Schatzanweisungen, mit denen es gesättigt ist, in Geld zu verwandeln braucht, um der Krise zu begegnen. Der Wechselkurs wird sich rettungslos verschlechtern.

Wenn sich dagegen das Budget im Gleichgewicht befindet und die Inflation zum Stillstand gekommen ist, so bleibt die Kaufkraft des Publikums die gleiche, während die Preise infolge der Wechselkursverschlechterung gestiegen sind. Eine Einschränkung des Verbrauches wird notwendig, während die Ausfuhr steigt. Mit einem Wort, die Baisse des Wechselkurses stößt auf spontane

Gegenkräfte, die sie eindämmen oder zurückschrauben. Springen die Banken ein, um die Situation zu erleichtern, so doch nur vorübergehend und in beschränktem Maße, so daß die Zeit für eine endgültige Umwälzung der für den Preis maßgebenden Kostenelemente nicht ausreicht. Man hat oft genug erlebt, daß der Wechselkurs um einen stabilen Durchschnitt schwankt, ohne daß ein Sinken, dem bald wieder Erholung des Kurses folgte, das allgemeine Preisniveau wesentlich hätte beeinflussen können. (Beispiel: der französische Wechselkurs in den Jahren 1920 und 1921.)

Das Steigen des heimischen Wechselkurses wird die umgekehrten Folgen haben. In Ländern mit ausgeglichenem Budget (die einzigen, die hier interessieren, denn in den anderen wird eine neue Inflation die Wirkungen einer etwaigen Hausse mit Notwendigkeit bald zunichte machen) führt es schnell zu einem Sinken der Inlandspreise. Da die Wechselkursverbesserung die Ausfuhr erschwert und die Einfuhr fördert, so wird im Inland das Angebot aller Waren plötzlich vermehrt und führt eine Abschwächung der Preise herbei, der bald Arbeitslosigkeit und Lohnabbau folgen. Diese Vorgänge wiederum rufen eine Verminderung des Geldbedarfs hervor und einen Rückfluß der Zahlungsmittel in das Emissionsinstitut; den Rückfluß kann man, wie es England getan hat, zur Vernichtung eines Teiles benutzen, wenn man es nicht vorzieht, zu der endgültigen Stabilisierung zu schreiten.

Hier ist der Punkt, an dem sich, wie wir schon gesehen haben, der währungspolitische Wille, wenn irgend möglich, geltend machen und eine Wahl treffen sollte; denn es kann kommen, daß er gegenüber der Hausse des Wechselkurses ebenso machtlos ist wie gegenüber der Baisse.

England, das entschlossen ist, zum Paristand des Pfundes zurückzukehren, muß für seine mutige Politik, die durch monetäre Prestige-Gesichtspunkte vielleicht mehr als nötig beeinflußt ist, mit einer langdauernden Arbeitslosigkeit zahlen. Die Tschechoslowakei scheint aus den von uns dargelegten Gründen mit der Stabilisierung der Krone auf dem heute erreichten Stand noch zu zögern. Sie scheint die Valutabesserung mehr zu dulden, als herbeizuführen. Auch Frankreich wird sich über kurz oder lang entscheiden müssen. Für den Augenblick befindet



es sich noch in der ersten Etappe. Sein Budget ist nicht im Gleichgewicht. Der Kurs seiner Währung hat in den zwei Jahren 1922—23 fast zwanzig Punkte verloren. Das Problem der (endgültigen) Stabilisierung ist dort folglich nicht akut. Man wird darüber sprechen müssen, wenn die französischen Politiker weniger erhabene Gleichgültigkeit gegenüber den wirtschaftlichen Rückschlägen ihrer hohen Ideen zeigen und sich überzeugen werden, daß man durch systematische Unterordnung des „Wirtschaftlichen“ unter das „Politische“, wie das Schlagwort des Tages lautet, die Politik schließlich der wirksamsten Aktionsmittel beraubt.

Man wird vielleicht erstaunt sein, daß wir in dem Vorstehenden nichts von den früheren Deflationsexperimenten erzählt haben, die von Deflationisten als entscheidende Argumente zugunsten ihrer Politik angeführt werden.

In Wirklichkeit sind aber solche Experimente sehr selten gewesen. Man führt fünf Länder<sup>1)</sup> an, die im Laufe der letzten 100 Jahre ihre Währung nach einer Periode der Entwertung durch Zwangskurs und Inflation wieder auf den alten Paristand zurückgebracht haben: England nach den napoleonischen Kriegen, die Vereinigten Staaten nach dem Sezessionskriege, Frankreich nach dem Kriege 1870/71, Italien in den Jahren 1883 und später 1900 und endlich Griechenland am Anfang des 20. Jahrhunderts.

Nun ist aber in keinem dieser Fälle, vielleicht mit Ausnahme des ersten, die Rückkehr zum Paristande auf die Gelddeflation zurückzuführen, d. h. auf die systematische Verminderung des umlaufenden Papiergeldes.

Für Frankreich haben wir es bereits gezeigt. Die Papiergeldmenge hat sich nach dem Kriege von 1870/71 kaum vermindert; in gleichem Maße, wie der Staat an die Bank Rückzahlungen leistete, ließ der Zustrom fremden Goldes dank dem günstigen Wechselkurs neue Noten entstehen, die an die Stelle der vom Fiskus eingelösten traten.

---

<sup>1)</sup> Das Deflationsexperiment in Japan in den Jahren 1882 bis 1886 ist in seinen Einzelheiten zu wenig bekannt, um dabei verweilen zu können. Daß sie von einer ernsten Krise begleitet war, ist sicher. Vgl. Seligmann: *Currency Inflation and Public Debts*, S. 54.

Das Beispiel Italiens ist nicht weniger schlagend. Wir geben im Anhang die Summe des umlaufenden Papiergeldes — sowohl des staatlichen Papiergeldes als der Banknoten — von 1880 bis 1903. Die Verringerung von 1881 bis 1883 ist unbedeutend (von 1675 auf 1511 Millionen). Die Einlösung des staatlichen Papiergeldes im Jahre 1883 ist mit Hilfe einer auswärtigen Goldanleihe erfolgt, d. h. ohne Verminderung der gesamten Geldmenge. Da sich ferner die Banknoten nach Maßgabe der Zurückziehung des staatlichen Papiergeldes vermehren, verringert sich die Gesamtsumme nur sehr wenig. Sie erreicht ihren tiefsten Stand mit 1421 Millionen im Jahre 1888. Gerade in diesem Jahre fällt nun der Wechselkurs um 10% unter Pari, und der Abstand vergrößert sich in den folgenden Jahren. Und als nach dem Versagen der ersten Reform der Wechselkurs im Jahre 1903 zum zweitenmal auf Pari anlangt, geschah dies in einer Zeit, in der die Geldmenge eine leichte Tendenz zur Vermehrung zeigt, was übrigens gleichzeitig auch mit dem internationalen Metall der Fall war.

Der Fall der Vereinigten Staaten ist noch einleuchtender. Gewiß hat der Staat zunächst die Einlösung des staatlichen Papiergeldes mit Zwangskurs, der berühmten greenbacks, beschlossen. Aber nach einer ersten Reduktion von 447 auf 356 Millionen Dollar, d. h. um 20%, zwischen 1864 und 1868 „suspendierte“ der Kongreß die Einziehung, und die Summe der greenbacks hat sich seitdem auf der 1868 erreichten Höhe gehalten. Während man übrigens auf der einen Seite die greenbacks einzog, vermehrten sich auf der anderen Seite die Noten der Nationalbanken, so daß die gesamte Geldmenge eher zunahm. Diese Vermehrung war allerdings gering, wie es aus den Zahlen, die wir im Anhang geben, hervorgeht, und dieses Beispiel zeigt von neuem, daß die Besserung des Wechselkurses und der Abbau der Preise sich auch ohne Gelddeflation von selbst durchsetzen, vorausgesetzt, daß die Geldmenge wenigstens einigermaßen konstant bleibt.

Dagegen gingen in den drei eben genannten Beispielen die Finanzreform und die Rückkehr zum Parikurs Hand in Hand. In Frankreich war die Einlösung der Noten bei der Bank nach 1871 das sichtbare Zeichen des wiedergewonnenen Budgetgleichgewichts. Hierdurch viel mehr als durch ihre Bedeutung für die

Geldmenge haben die Rückzahlungen gewirkt. In Italien fiel die zweimalige Rückkehr zum Paristand in den Jahren 1883 und 1903 mit der Herstellung des finanziellen Gleichgewichts zusammen, während die neue Valutaentwertung und die Rückkehr zum Zwängskurs 1892 den aus der Politik des Ministeriums Crispi entspringenden Budgetschwierigkeiten entsprachen. In den Vereinigten Staaten endlich ist man nach Beendigung des Sezessionskrieges energisch an die Reformierung der Finanzen gegangen (Verminderung der Staatschuld um 612 Millionen Dollar zwischen 1868 und 1873)<sup>1)</sup>. Man hat dort die finanzielle Deflation durch Rückzahlung der Schuld durchgeführt, ohne die Gelddeflation fortzusetzen, und sich dabei recht wohl befunden.

In Griechenland kann man analoge Erscheinungen feststellen. Gewiß hatte das Gesetz über die internationale Kontrolle von 1898 die Einlösung von jährlich 2 Millionen Drachmen bei einem Notenumlauf von 154 Millionen<sup>2)</sup> vorgesehen; hierdurch wurde dieser im Jahre 1909 auf 132 Millionen herabgedrückt, während der Wechselkurs auf Pari zurückkehrte. Man wird indes schwerlich glauben, daß das Verschwinden dieser 22 Millionen (das sind 14% der ursprünglichen Geldmenge) genügt hätte, um den griechischen Wechselkurs wiederherzustellen. Auch in diesem Falle hat die an sich sehr geringe Verminderung der Geldmenge vor allem symbolische Bedeutung. Sie ist das Symbol der in wenigen Jahren sanierten Finanzlage und der Wiedererlangung des budgetären Gleichgewichts.

Es erübrigt sich noch das Beispiel Englands im Jahre 1821. Hierauf beruft man sich allgemein, dieses Beispiel liegt der ganzen Lehre von der mechanischen Deflation zugrunde. Es fällt wirklich schwer zu glauben, daß die Wiederaufnahme der Barzahlungen einfach auf die Rückzahlung von 10 Millionen Pfund Sterling von der Regierung an die Notenbank und auf die gleichzeitige Verminderung der Geldmenge von 25 Millionen (1819) auf 20 Millionen zurückzuführen sei. Eine vollständige Erörterung des Themas würde uns zu weit führen; wir müssen uns auf einige Bemerkungen beschränken.

Zunächst stieg von 1819 bis 1821 der Barbestand der Bank von 4 auf 11,9 Millionen Pfund, und diese Zunahme, die das Ver-

<sup>1)</sup> Seligmann: a. a. O. S. 27.

<sup>2)</sup> Vgl. C. J. Damiris: Le Système monétaire grec et le Change Bd. 1, S. 106.

hältnis des Barbestandes zum Notenumlauf auf 50% brachte, hat die Einlösung erleichtert.

Ferner hat die Einlösung, wie es R. G. Hawtrey<sup>1)</sup> überzeugend nachwies, wieder aufgenommen werden können dank der günstigen Lage der Wechselkurse, die mit der größeren oder geringeren Menge des Papiergeldes nur entfernte Beziehungen hatte, dafür aber mit jeder Einschränkung und Erweiterung des Kredites auf dem Kontinent und in England eng zusammenhing. Dank dieser Lage strömte das Gold 1821 nach London, während sein Abströmen aus umgekehrten Gründen 1819 zur Unterbrechung der Rückzahlungen nötigte, die 1817, als der Umlauf 29 Millionen und der Barbestand 11,7 Millionen betrug, begonnen wurden.

Vor allem waren aber die Rückzahlungen des Staats an die Bank ein Zeichen der guten Finanzlage, die nicht wenig dazu beigetragen hat, die Zahlungsbilanz günstig zu gestalten. Das englische Budget, das seit 1793 Fehlbeträge aufwies, wies seit 1818 Überschüsse auf. Es genügte also, daß die Regierung einige Millionen Pfund zurückerstattete, um die endgültige Preisgabe der Inflationspraktiken der Kriegszeit zu dokumentieren<sup>2)</sup>. Niemand dachte daran, auf die ursprüngliche Notenmenge, die sich von 1797 (Datum der Einstellung der Barzahlungen) bis 1821 (Datum der Wiederaufnahme der Barzahlungen) genau verdoppelt<sup>3)</sup> hat, wieder zurückzukommen.

<sup>1)</sup> In seinem bedeutenden Buch *Currency and Credit* (1920), das ebenso originelle wie tiefgründige Kapitel über die Geschichte der verschiedenen Währungsreformen enthält. — Bereits Tooke hat es in der *History of prices* (deutsche Ausgabe von Ascher: „Die Geschichte und Bestimmung der Preise“, Bd. I, S. 258—61) mit guten Gründen bestritten, daß die Rückkehr des Pfundkurses zur Parität durch die Verminderung der Notenmenge zu erklären sei.

<sup>2)</sup> Man findet in dem Buch von Cannan: *The Paper-pound* (S. 43) — neue Ausgabe des *Bullion Report* von 1811 mit einer wertvollen Einleitung — die Tabelle der Ausgaben-, später der Einnahmenüberschüsse Englands. Cannan, ein überzeugter Deflationist, interpretiert die von ihm so gut beschriebenen Vorgänge anders als wir.

<sup>3)</sup> Wenn man zugibt, daß die Wiederherstellung des englischen Wechselkurses nicht die unmittelbare Folge der Deflation gewesen ist, so heißt das keineswegs, daß man die wesentlichen Schlußfolgerungen des berühmten *Bullion-Reports* — die uns unwiderleglich erscheinen, und die die Entwertung der Währung auf die übermäßige Papiergeldemission zurückführen — für falsch erklärt. Es heißt nur, daß man anerkennt, daß die Prozesse der Inflation und der Deflation nicht gleichartig sind.

Von der gesamten englischen Staatsschuld (845 Millionen Pfund Sterling im Jahre 1816) stellte die eingelöste Summe nur 1,2% dar.

Die Erfahrungen der früheren wie der neuesten Vergangenheit dürften also zu folgenden Schlußfolgerungen führen:

1. Die unmittelbare Verringerung der Geldmenge hat auf die Preise und den Wechselkurs des Landes nur einen sehr begrenzten Einfluß; ihre Wirkung wird durch zahlreiche entgegengesetzte Einflüsse aufgehoben. Sie kann indessen in dem Maße notwendig sein, wie es sich darum handelt, der Notenemission für kommerzielle Zwecke genügenden Spielraum zu sichern, um für den Fall eines Aufschwungs einer neuen Inflation zu entgehen und der Vermehrung des nicht durch Metall oder Devisen gedeckten Papiergeldes eine unübersteigbare Grenze zu setzen. Die Festsetzung einer solchen Grenze ist eine Schutzmaßnahme gegen die Wiederkehr neuer Inflationsstöße. Man kann ihr jedoch eine gewisse Geschmeidigkeit belassen, wenn nur die Bank imstande ist, jeden etwaigen Auswuchs der Spekulation einzudämmen.

2. Aber die wirksamsten Mittel, um die Preise zu senken und den Wechselkurs zu heben, sind die Steigerung der Produktion und die Wiederherstellung des Budgetgleichgewichts.

3. Besonders diese letztere übt auf den heimischen Wechselkurs einen mächtigen Einfluß aus, indem sie die Spekulation veranlaßt, sich nur noch auf die Hausse einzustellen, und indem sie folglich einen starken Zufluß fremder Kapitalien herbeiführt, die das empfindlichste Element der Zahlungsbilanz und die beste Garantie für einen günstigen Wechselkurs darstellen.

4. Das Steigen des heimischen Wechselkurses beschleunigt seinerseits im Innern des Landes den Rückgang der Preise durch Vermehrung des Warenangebots in viel zuverlässigerer Weise, als es eine unmittelbare Beschränkung der Geldmenge vermöchte. Diese wird vielmehr bald von selbst eintreten als normale Folge des Preisrückganges. Der Preisrückgang endlich bereitet durch die Verminderung der Herstellungskosten und den niedrigen Zinsfuß einen neuen wirtschaftlichen Aufschwung vor, der wiederum sehr geeignet ist, den Wechselkurs zu halten und zu heben.

5. Bis zu welchem Punkte darf sich das Steigen des Wechselkurses fortsetzen, ohne das Wirtschaftsleben des Landes zu schädigen? Das hängt von den Umständen ab. Es wird wohl genügen, wenn das Land in der Lage ist, die Barzahlungen wieder aufzunehmen, selbst zu einem Kurs, der unter dem ursprünglichen Pari liegt. Das Land hat dann freie Hand, den Nachteilen des Wechselkurssteigens jederzeit nach Belieben ein Ziel zu setzen.

Mit einer Variation des Evangeliumwortes (man hat in Finanzsachen nicht oft Gelegenheit, das Evangelium zu zitieren) möchten wir den Staaten, die ihr schwankender Wechselkurs un-aufhörlich beunruhigt, am liebsten zurufen: Trachtet zunächst danach, euer Budget in Ordnung zu bringen, so wird euch alles andere von selbst zufallen.

## **Anhang.**

Es dürfte sich empfehlen, der vorstehenden Untersuchung einige Auszüge aus amtlichen Dokumenten und einige statistische Tabellen beizufügen. Die ersteren, weil sie grundlegende Dokumente für die neuere Geschichte der Inflation und der Deflation darstellen; die zweiten, weil sie dem Leser gestatten, die in den vorstehenden Kapiteln dargestellten Tatsachen und die ihnen gegebene Auslegung selbst zu kontrollieren.

---

### **Anhang zum zweiten Kapitel.**

#### **Dokumente betreffend England.**

I. Der Mechanismus der Inflation, nach dem Cunliffe-Bericht . . .	105
II. Der Mechanismus der Deflation, nach Sir Basil Blackett . . .	108
III. Die offenen Buchkredite (Ways and means advances) und die schwebende Schuld Englands . . . . .	110
IV. Die englische Zahlungsbilanz . . . . .	111
V. Mittlerer Kurs des Pfundes gegen Dollar von 1919 bis 1923 . . .	113

#### **I.**

#### **Der Mechanismus der englischen Inflation.**

(Nach dem Ersten vorläufigen Bericht (First interim Report) des Committee on Currency and Foreign Exchanges (Cunliffe Committee) vom 15. August 1918 (§ 10 u. folgende).

(Wir geben hier wörtlich den Teil des Cunliffe-Berichts, in dem der Mechanismus der englischen Inflation während des Krieges dargestellt ist. Nirgends ist dieser Mechanismus mit solcher Schärfe und so sachkundig beschrieben, und es empfiehlt sich daher, ihn kennen zu lernen.)

„Die Zwangslage der Regierung, zur Finanzierung des Krieges Mittel zu finden, die über die Steuern und die

an das Publikum abgegebenen Anleihen hinausgehen, haben die Schaffung von Krediten zu ihren Gunsten bei der Bank von England notwendig gemacht. So hat sich der Gesamtbetrag der Kreditoren bei der Bank von etwa £ 56 000 000 im Juli 1914 auf £ 273 000 000 am 28. Juli 1915 gehoben, und er beträgt, obgleich seitdem eine erhebliche Abdeckung stattgefunden hat, heute (15. August 1918) noch £ 171 870 000. Die durch diese Operationen geschaffenen Kredite sind durch die Zahlungen des Staates an seine Lieferanten und an andere Personen auf die Aktienbanken übertragen worden und sind somit der Ausgangspunkt für die Vermehrung der Depositen bei diesen Banken geworden — von Depositen, die gleichzeitig durch die von ihnen selbst bei Gelegenheit der Zeichnung der verschiedenen Krieganleihen bewilligten Kredite vergrößert wurden.

Dieses Vorgehen hat so bedeutsame Ergebnisse gezeitigt, daß es nützlich erscheint, im einzelnen die Art und Weise darzulegen, wie es durchgeführt wurde. Nehmen wir z. B. an, daß die Regierung in einer gegebenen Woche einen die Einnahmen aus Steuern und Anleihen um 10 000 000 Pfund übersteigenden Geldbedarf hat. Sie verlangt einen Vorschuß von der Bank von England, die die geforderte Summe durch eine einfache Buchung dem Guthaben der Regierung (Public Deposits) gutschreibt, ebenso wie jeder andere Bankier das Konto seines Kunden erkennt, wenn er ihm einen zeitweiligen Vorschuß gewährt. Der Betrag wird dann den Lieferanten und anderen Gläubigern des Staates ausgezahlt und geht, nachdem ihre Schecks im Clearing-House verrechnet sind, auf das Guthaben ihrer Bankiers bei der Bank von England über; mit anderen Worten, der Betrag wird vom Kontokorrent der Regierung auf die „Privatkontokorrente“ („other deposits“) übertragen. Das Endergebnis ist daher Steigerung der Kaufkraft des Publikums um 10 000 000 Pfund, repräsentiert durch ihre Kontokorrentguthaben bei den Banken, und Steigerung des als Bar gerechneten Guthabens (cash) der Banken bei der Bank von England. Die Verpflichtungen der Banken gegenüber ihren Depositenkunden haben sich also um 10 000 000 Pfund vermehrt, aber ihre Kassenreserve bei der Bank von England hat in gleichem Maße zugenommen, so daß sich das Verhältnis des Kassenbestandes gegen-



über den Verbindlichkeiten (das vor dem Kriege normalerweise etwas unter 20% stand) verbessert hat und ihnen gestattet, entweder ihren Kunden Vorschüsse zu gewähren, die vier- bis fünfmal so groß sind als der Zuwachs ihres Kassenbestandes, oder, wenn Vorschüsse nicht verlangt werden, ihren Bestand an Wertpapieren (investments) um die ganze Differenz zwischen der Vermehrung ihres Kassenbestandes und der Summe, die sie davon zur Sicherstellung der Einlösbarkeit ihrer neuen Verbindlichkeiten zurückhalten müssen, zu vergrößern.

Seit Kriegsbeginn ist im allgemeinen das zweite Vorgehen gewählt worden, indem die Vermehrung des Kassenbestandes gewöhnlich zum Ankauf von Schatzanweisungen und anderen Staatsanleihen verwendet wurde. Das so eingehende Geld wurde von der Regierung ausgegeben, um dann den Banken in der oben geschilderten Weise wieder zuzufließen, dergestalt, daß bei der fortgesetzten Wiederholung des Prozesses jede Summe von 10 000 000 Pfund, die der Regierung ursprünglich von der Bank von England vorgeschossen war, schließlich neue Depositen entstehen ließ, die eine Vermehrung der Kaufkraft um das Mehrfache dieser Summe darstellten. Vor dem Kriege zwangen diese Vorgänge, wenn sie sich längere Zeit fortsetzten, die Bank von England, ihren Diskontsatz heraufzusetzen; aber die unbeschränkte Ausgabe von Papiergeld schaltet, wie unten näher dargelegt wird, diese Bremse einer fortgesetzten Krediterweiterung aus.

Dank diesen Umständen ist die Gesamtsumme der Depositen der Banken des Vereinigten Königreichs (abgesehen von der Bank von England) von 1 070 681 000 Pfund am 31. Dezember 1913 auf 1 742 902 000 Pfund am 31. Dezember 1917 gestiegen.

Die starke Vermehrung der Bankdepositen, die eine entsprechende Vermehrung der Kaufkraft bedeutete und demgemäß, zusammen mit anderen Gründen, zu einer starken Erhöhung der Preise führte, hat einen entsprechenden Bedarf an gesetzlichen Zahlungsmitteln hervorgerufen, der nach den strengen Vorschriften der Bankakte von 1844 nicht hätte befriedigt werden können. Die Unternehmer müssen ihren Bankguthaben das Geld für die durch die Preissteigerung erhöhten Löhne ihrer Arbeiter entnehmen. Um dieses Geld zur Verfügung

zu stellen, fanden die steigenden Emissionen von Currencynoten statt. Die Banken verschafften sich die Currencynoten, anstatt sie sich in dem durch die Currency and Bank Notes Act vorgesehenem Verfahren vorschießen zu lassen, unmittelbar durch einfache Übertragung eines Teils ihres Guthabens bei der Bank von England auf das Konto der Currencynoten, deren Menge fortgesetzt zunahm. Dann leiht sich die Regierung diesen Betrag, indem sie das Guthaben des Departments der Currencynoten bei der Bank von England durch ihre eigenen Anleihen ersetzt. Das Ergebnis ist, daß die Banken ihre Guthaben bei der Bank von England (die, wie gesagt, stark angeschwollen sind) beliebig in gesetzliche Zahlungsmittel umwandeln können, ohne auf die Notenreserve der Bank zurückzugreifen, wie das vor dem Kriege hätte geschehen müssen, und folglich ohne die Bank zu nötigen, die normalen Vorkehrungen gegen eine Kreditüberspannung zu treffen. Man gab so fortgesetzt gesetzliche Zahlungsmittel heraus, nicht wie früher gegen Gold, sondern gegen Staatsanleihen. Um die Wahrheit zu sagen: da die Notwendigkeit vorlag, Bankkredite zugunsten der Regierung zu schaffen, um den Krieg zu finanzieren, so konnten diese Emissionen nicht vermieden werden. Ohne sie wären die Banken nicht in der Lage gewesen, die nötigen gesetzlichen Zahlungsmittel zu beschaffen, um die von ihren Kunden auf ihre Guthaben gezogenen Schecks einzulösen. Die unbeschränkte Ausgabe von Papiergeld auf Grund der Kredite bei der Bank von England ist gleichzeitig eine Folge und eine wesentliche Voraussetzung der Methoden, deren Anwendung die Regierung zur Deckung der Kriegskosten als notwendig befunden hat.“

## II.

### Die Grundsätze der Deflation.

(Auszug aus einer der Regierung vorgelegten Denkschrift des Kontrolleurs im Finanzministerium, Sir Basil Blackett; veröffentlicht in der „Times“ vom 14. August 1920<sup>1)</sup>).

„Nachdem der Krieg nunmehr beendet ist, muß die Regierung, um die Deflation durchzuführen, das Mittel finden, das Publikum

---

<sup>1)</sup> Wir geben sie nach Bankers Magazine vom Mai 1920 wieder.

zu veranlassen, einen Teil seiner jetzt (als nominelle Geldsumme) erheblich gesteigerten Kaufkraft abzutreten, damit die Regierung sie zur Abtragung der schwebenden Schuld (und besonders der offenen Buchkredite bei der Bank von England) verwendet, deren größter Teil aus Krediten besteht, die während des Krieges von der Regierung aufgenommen und noch nicht zurückgezahlt sind. Indem die Regierung sich einen Teil der Kaufkraft des Publikums sichert und sich dieser Summen zur Rückzahlung der früher aufgenommenen Kredite bedient, erreicht sie folgendes: 1. beschneidet sie die Kaufkraft des Publikums und trägt so dazu bei, den Verbrauch einzudämmen und die Preise zu senken; 2. setzt sie den Betrag der Kredite herab, die die Banken ihren Kunden gewähren können, und gleichzeitig auch den Betrag der Kredite, deren die Kunden bedürfen; 3. infolge der Verminderung der Ausgaben des Publikums und der Reduzierung der Bankvorschüsse wird weniger Bargeld benötigt, und die Regierung kann die Menge des umlaufenden Geldes verringern.

Es gibt für die Regierung nur zwei Wege, um sich einen Teil der Kaufkraft des Publikums anzueignen: Steuern und Anleihen. Gegenwärtig herrscht jedoch, gerade weil die Preise hochstehen und während eines langen Zeitraums fortgesetzt gestiegen sind, große Nachfrage nach Geld zur Erledigung der Geschäfte, und der Zinsfuß, der gezahlt werden kann, ohne daß die Geschäfte, zu deren Durchführung das Geld gebraucht wird, aufhören, gewinnbringend zu sein, ist hoch. Mithin kann die Regierung eine Konsolidationsanleihe nur ausgeben, wenn sie einen hohen Zinsfuß gewährt. Infolgedessen kommen als die einzige Anleihe, die sie durchführen kann, Schatzanweisungen in Betracht. Wenn sie neue Schatzanweisungen nicht in der Menge unterbringen kann, die erforderlich ist, um die fällig werdenden regelmäßig zu ersetzen, so ist sie genötigt, sofern sie nicht im Haushalt einen Überschuß der Einnahmen über die Ausgaben besitzt, von neuem auf offene Buchkredite bei der Bank von England zurückzugreifen, was keine Deflation, sondern eine neue Inflation herbeiführen würde. Bei dieser Sachlage ist es von äußerster Wichtigkeit, daß die Regierung mit Hilfe der Steuern einen Überschuß der Einnahmen über die Ausgaben erzielt.

Es ist sehr zweifelhaft, ob die Konsolidierung der schwebenden Schuld möglich ist, bevor sie mit Hilfe von Haushaltsüberschüssen wesentlich herabgesetzt ist.“

(Die hier dargelegte ist die als klassisch geltende Methode der Deflation: durch Steuern die Geldeinnahmen des Publikums zu beschneiden und die Bankvorschüsse zurückzuzahlen, so eine Verminderung der Umsätze herbeizuführen, die einen Teil des umlaufenden Papiergeldes überflüssig macht, und dieses Geld nach Maßgabe seines Rückflusses an den Fiskus einzuziehen. In Wirklichkeit ist die Sache, wie wir gezeigt haben, anders verlaufen: Die Wirtschaftskrisis von 1920 hat die Einkommen beschränkt und die Currencynoten in die Banken zurückgeführt. Trotzdem, und obgleich dieselbe Krisis die Preise in den Vereinigten Staaten zum Sinken gebracht hat, ist der englische Wechselkurs dank der befolgten Budgetpolitik des Landes andauernd gestiegen.)

### III.

#### **Die offenen Buchkredite (Ways and means advances) bei der Bank von England und die schwebende Schuld.**

Wir haben im Laufe dieser Untersuchung die Rückzahlungen auf die Vorschüsse der Bank von England auf ungefähr 200 Millionen Pfund Sterling geschätzt. Die folgende Übersicht zeigt in der Tat, daß die Gesamtsumme der offenen Buchkredite am 31. März 1919 den Betrag von 455 Millionen erreichte. Da die Zusammensetzung der Summe nicht bekanntgegeben ist, ist man zu der Annahme berechtigt, daß auf die „departementalen“ Vorschüsse ein Betrag entfällt, der dem Durchschnitt der späteren Zahlen entspricht, d. h. etwa 200 Millionen. Es würden daher etwa 250 Millionen für die eigentlichen Vorschüsse der Bank von England übrigbleiben. (Die vor dem März 1919 liegenden Zahlen sind nicht veröffentlicht worden; vgl. jedoch oben S. 106.)

Die im Laufe der folgenden Monate (Juni—Juli 1919) erreichten hohen Zahlen sind allein auf die Einstellung der Ausgabe von Schatzanweisungen während der Zeit der Ausgabe der beiden

großen Anleihen von 1919 zurückzuführen; sie dürfen nicht zu den normalerweise von der Bank von England verlangten Vorschüssen gerechnet werden.

Die Zahlen dieser Tabelle sind zum Teil dem ausgezeichneten Werk von George Edgar Bonnet, *La politique anglaise d'assainissement monétaire*, zum Teil dem „Economist“ entnommen, der sie alle acht Tage veröffentlicht.

(In Millionen Pfund.)

	Offene Buchkredite (Ways and means advances)		Schatz- anweisun- gen	Summa
	gewährt von der Bank von England	davon an ein- zelne Staatsbe- hörden (departements)		
31. März 1914 . . . .	0	0	14	14
31. März 1919 . . . .	455		957	1412
30. Juni 1919 . . . .	539	245	796	1570
12. Juli 1919 . . . .	703	226	628	1558
30. August 1919 . . .	199	188	817	1205
30. September 1919 .	203	190	851	1244
31. Dezember 1919 . .	56	187	1106	1349
31. März 1920 . . . .	0	204	1107	1312
30. Juni 1920 . . . .	69	173	1050	1293
30. September 1920 .	0	143	1138	1281
31. Dezember 1920 . .	87	218	1102	1408
31. März 1921 . . . .	0	154	1120	1275
30. Juni 1921 . . . .	39	113	1221	1373
15. Oktober 1921 . .	46	159	1150	1355
31. Dezember 1921 . .	20	180	1059	1259
31. März 1922 . . . .	0	147	882	1029
30. Juni 1922 . . . .	40	164	760	965
14. Oktober 1922 . .	9	180	733	922
31. Dezember 1922 . .	16	206	719	941
30. Juni 1923 . . . .	4	210	604	818
11. August 1923 . . .	0	204	596	800

## IV.

## Die britische Zahlungsbilanz.

Wir haben im Text nicht von der britischen Zahlungsbilanz gesprochen. Es ist wichtig, die Schätzungen derselben, die das

größte Ansehen besitzen, kennenzulernen. Zunächst folgt diejenige des „Economist“ vom 17. Februar 1923. Man sieht, daß die Bilanz seit 1922 als ausgeglichen gilt.

(In Millionen Pfund Sterling.)

	1913	1921	1922
Ausfuhr (einschl. Gold und Silber) . . . . .	697	882	882
Unsichtbare Ausfuhr			
Reinerträge aus Kapitalanlagen . . . . .	200	100	100
Schiffsfrachten . . . . .	94	80	94
Gewinne aus Finanzgeschäften und Versicherungs-			
prämien . . . . .	30	50	40
Verschiedenes . . . . .	20	20	20
Gesamtsumme der Ausfuhr (sichtbare und unsichtbare)	<u>1041</u>	<u>1132</u>	<u>1136</u>
Einfuhr (einschl. Gold und Silber) . . . . .	843	1145	1049
Unsichtbare Einfuhr . . . . .	5	50	25
Gesamtsumme der Einfuhr (sichtbare und unsichtbare)	<u>848</u>	<u>1195</u>	<u>1074</u>
Endbilanz . . . . .	+ 193	- 63	+ 62

Derjenigen des „Economist“ stellen wir eine andere Schätzung derselben Zahlungsbilanz gegenüber, damit der Leser daran erinnert wird, wie willkürlich und hypothetisch alle solche Berechnungen sind. Es ist dies diejenige, die der Board of Trade am 29. März 1923 veröffentlicht hat<sup>1)</sup>. Sie ist noch optimistischer als die vorhergehende und billigt Großbritannien seit 1920 eine günstige Zahlungsbilanz zu, die reichlich genügen würde, um die Schuld an die Vereinigten Staaten unverkürzt abzutragen.

(In Millionen Pfund Sterling.)

	1913	1920	1922
Überschuß der Einfuhr von Waren, Edelmetall in			
Barren und Münzen und von Diamanten . . . . .	158	343	170
Reinertrag aus Anlagen im Ausland . . . . .	210	200	170
Reinertrag aus Schiffsfrachten . . . . .	94	340	110
Kommissionen . . . . .	25	40	30
Anderes . . . . .	10	15	10
Summe der Reinerträge der unsichtbaren Ausfuhr . .	<u>339</u>	<u>595</u>	<u>320</u>
Reiner, zur Anlage im Ausland verfügbarer Überschuß	181	252	150

<sup>1)</sup> „The Board of Trade Journal“ vom 29. März 1923, S. 386.

## V.

Kurs des Pfundes gegen Dollar von 1919 bis 1923<sup>1)</sup>.

Parität = 4,86	Monats- durchschnitt	v. H. der Parität, nach dem Monats- durchschnitt berechnet <sup>3)</sup>
1919 September . . . . .	4,16	85,5
Dezember . . . . .	3,86	79,3
1920 März . . . . .	3,69	76,0
Juni . . . . .	3,94	81,0
September . . . . .	3,50	72,0
Dezember . . . . .	3,47 <sup>2)</sup>	71,2
1921 März . . . . .	3,89 <sup>2)</sup>	80,1
Juni . . . . .	3,81 <sup>2)</sup>	78,6
September . . . . .	3,72	76,5
Dezember . . . . .	4,15	85,6
1922 März . . . . .	4,37	89,9
Juni . . . . .	4,45	91,4
September . . . . .	4,43	91,0
Dezember . . . . .	4,60	94,7
1923 März . . . . .	4,69	96,4
Juni . . . . .	4,61	94,8
Juli . . . . .	4,58	94,1
August . . . . .	4,56	93,7

<sup>1)</sup> Nach den Angaben des Federal Reserve Bulletin 1919—1923.

<sup>2)</sup> Durchschnitt des höchsten und niedrigsten Kurses.

<sup>3)</sup> Mit Ausnahme von Dezember 1920, März und Juni 1921.

## Anhang zum dritten Kapitel.

### Dokumente betreffend die Vereinigten Staaten.

I. Der Mechanismus der Inflation in den Vereinigten Staaten . . . . .	114
II. Übersicht über die Rückzahlung und die Konsolidierung der Schuld, nach dem Bericht des Schatzsekretärs Mellon . . . . .	120
III. Zu- und Abnahme der Depositen in den dem Bundesreservesystem angegliederten Banken, sowie der Noten der Bundesreservebanken . . . . .	121
IV. Zu- und Abnahme der umlaufenden Zahlungsmittel und des gesamten Geldvorrats . . . . .	121

#### I.

#### Der Mechanismus der Inflation in den Vereinigten Staaten nach den Berichten des Bundesreserveamtes.

Wie wir es für England getan haben, so erscheint es uns auch für die Vereinigten Staaten angebracht, den Mechanismus der Inflation mit den Worten der wichtigsten offiziellen Dokumente darzustellen.

Nach der ursprünglichen Fassung des Gesetzes von 1913 über die Bundesreservebanken sollten diese sich ausschließlich mit der Diskontierung und Rediskontierung von kurzfristigen Wertpapieren, die aus Warenhandelsgeschäften (einschließlich der landwirtschaftlichen Geschäfte) stammen, beschränken.

Durch die Novelle vom 7. September 1916 wurde ein weiteres Geschäft zugelassen: 15tägige Vorschüsse an die angegliederten Banken auf eigene Wechsel derselben, falls sie mit Dokumenten („collaterals“) versehen sind, die in zugelassenen („eligibles“), d. h. den gesetzlichen Bestimmungen entsprechenden Warenwechselln oder Bankakzepten oder in Anleihen der Bundesregierung bestehen.

Es handelte sich nicht darum, die Spekulation in Börsenpapieren zu erleichtern (diese wurden vielmehr ausdrücklich als



Sicherheiten ausgeschlossen), sondern einfach darum, die kurzfristige Kreditinanspruchnahme von Seiten der angegliederten Banken zu fördern, und zwar in einem Zeitpunkt, wo diese selten auf die Bundesreservebanken zurückgriffen und wo andererseits die Fälligkeitstermine der Wechsel, die sie im Portefeuille hatten, oft die Zeit überschritten, währenddessen sie Geldbedarf hatten, was deren Rediskontierung verteuert hätte. Diese Novelle sollte während des Krieges größte Bedeutung gewinnen.

Während der ersten Zeit ihres Bestehens haben die Bundesreservebanken in der Tat in keiner Weise den Charakter von Zentralbanken gehabt, der ihnen nach der Absicht des Gesetzgebers zugedacht war.

Am 30. Dezember 1916 erreichte ihr Portefeuille die unbedeutende Summe von 157 478 000 Dollar, wovon die für angegliederte Banken rediskontierten Wechsel kaum 28 Millionen ausmachten.

Von 1917 ab hat sich die Lage vollständig geändert. Die Vereinigten Staaten traten in den Krieg ein. Sofort beginnt das Portefeuille ihrer Emissionsbank dieselbe Umwandlung durchzumachen wie das aller großen europäischen Banken: es füllt sich mit Staatsanleihen. Diese Anleihen rühren indessen nicht, wie bei der Bank von Frankreich und bei der Reichsbank, von großen Vorschüssen der Bundesreservebanken an das Schatzamt her. Sie stammen aus den Vorschüssen, die den angegliederten Banken auf selbstgezeichnete Staatsanleihen gegeben sind und die auf Grund der erwähnten Novelle vom 7. September 1916 gewährt werden konnten. So sind die Bundesreservebanken gleichzeitig Kriegsbanken und Rediskontierungsbanken geworden. Und diese Sachlage gibt ein treffendes Spiegelbild der besonderen Methoden, die den Vereinigten Staaten die Finanzierung des Krieges ermöglicht haben.

Ebensowenig wie in den anderen Ländern sind in den Vereinigten Staaten die kurz- und langfristigen Kriegsanleihen ganz vom Publikum aufgenommen worden. Einen wesentlichen Teil mußten die Banken zeichnen. Es war ein starker Druck nötig, um sie dazu zu bewegen. Dieser Druck würde aber erfolglos geblieben sein, wenn die Banken nicht die Gewißheit gehabt hätten, daß sie jederzeit die nötigen Mittel finden würden, um sich wieder liquid zu machen. Ihnen diese

Sicherheit zu geben, war Sache der Bundesreservebanken. Sie haben dieselbe Aufgabe erfüllt und dieselbe Politik befolgt wie die Zentralbanken von England, Frankreich und Deutschland: sie gewährten allen, die ihnen als Sicherheit der verlangten Vorschüsse Staatsanleihen oder Schatzanweisungen (certificates of indebtedness) lieferten, besondere Bedingungen.

Daraus ergab sich eine weitere Übereinstimmung im Verhalten der Bundesreservebanken mit den europäischen Emissionsinstituten. Der Diskont wurde nicht nach der wahren Marktlage, sondern in Übereinstimmung mit dem Zinsfuß der Staatsanleihen festgesetzt. Seine Aufgabe war nicht mehr, wie in normalen Zeiten, das Gleichgewicht zwischen Nachfrage nach Kredit und dem notwendigerweise beschränkten Angebot an demselben herzustellen, sondern allein, die Ausgabe der Anleihen zu erleichtern, indem man den Inhabern der Anleihen bei Kreditinanspruchnahme nur einen Zinssatz berechnete, der dem Zinsfuß der Staatsanleihen gleich war oder etwas darunter blieb, während der rein marktmäßige Diskontsatz darüber lag. So wurde während des Krieges in den Vereinigten Staaten wie in Europa der Zinsfuß praktisch auf einer Höhe festgesetzt, wie sie notwendig war, um der Regierung die zur Kriegführung nötigen Summen zu sichern.

Der Bericht für 1917 faßt die vier grundlegenden Maßnahmen, die das Bundesreserveamt zu diesem Zweck getroffen hat, folgendermaßen zusammen:

„1. Festsetzung eines Zinsfußes von 3% für die Diskontierung von Wechseln auf Order der angegliederten Banken durch die Bundesreservebanken, sofern diese Wechsel nicht über 15 Tage Umlaufszeit hatten und durch Schatzanweisungen gedeckt waren, deren Zinsfuß zwischen 3 und  $3\frac{1}{4}$ % lag.

2. Festsetzung eines Zinsfußes von  $3\frac{1}{2}$ % bei den Bundesreservebanken für die Diskontierung von Wechseln auf Order des Publikums mit einer Umlaufszeit von 90 Tagen, welche durch Staatsanleihen gedeckt waren und das Indossament einer affilierten Bank trugen, falls die Wechsel zur Beschaffung der zum Ankauf von Staatsanleihen nötigen Gelder bestimmt waren.

3. Ermächtigung der Bundesreservebanken, den angegliederten Banken für Rechnung der nicht angegliederten Wechsel auf Order dieser Banken und ihrer Kunden zu diskontieren, wenn

die Wechsel durch Staatsanleihen gesichert und zum Ankauf von Staatsanleihen bestimmt waren.

4. Festsetzung eines Zinsfußes von 2 bis 4% für tägliches Geld in New York, um dem Markt die Gelder wieder zuzuführen, die ihm durch Anleiheoperationen der Regierung zeitweilig entzogen wurden“.

Diese Bestimmungen sind während des ganzen Krieges aufrecht erhalten worden. Der Diskontsatz wurde 1918 etwas erhöht, als der Zinsfuß der 3. und 4. Liberty-Anleihe auf  $4\frac{1}{2}\%$  und auch der der Schatzanweisungen auf  $4\frac{1}{2}\%$  anstatt 3 und 4% (im Jahre 1917) festgesetzt wurde.

Die Grundsätze dieser Politik sind im Eingang des Berichts des Bundesreserveamtes für 1919 in lichtvoller Klarheit dargelegt worden. Dieser Abschnitt faßt die Grundzüge der Finanzpolitik aller großen kriegführenden Staaten in so schlagender Weise zusammen, daß wir ihn im Wortlaut wiedergeben:

„Man muß sich vergegenwärtigen,“ schreibt der Bericht, „daß zur Finanzierung des Krieges eine Erweiterung des Kredites unbedingt erforderlich ist, falls nicht der private Verbrauch entsprechend den Mehraufwendungen der Regierung eingeschränkt wird. Eine solche Einschränkung kann sich nur allmählich vollziehen. Sie war in den Vereinigten Staaten durch eine sehr ausgedehnte Kontrolle durchgeführt, als der Waffenstillstand unterzeichnet wurde. Der „War Industries Board“ hatte durch seine bevorrechtigten Bestellungen und durch Festsetzung der Preise, die „Food and Fuel Administration“ durch Rationierung, freiwillige Mitwirkung und Preisfestsetzungen den Verbrauch und demgemäß die Ausgaben beschränkt; diese Einschränkungen hätten, wenn der Krieg länger gedauert hätte, überraschende Ergebnisse bezüglich unserer Fähigkeit, weitere Kriegsanleihen unterzubringen, gezeitigt. Aber in dem Maße, wie die Ersparnisse hinter den Bedürfnissen des Krieges zurückblieben, verblieb ein Teil der Anleihen unplaziert, der nicht sofort untergebracht werden konnte und dessen sich die Banken annehmen mußten, indem sie ihn entweder selbst übernahmen oder den Zeichnern die nötigen Vorschüsse machten. Wenn man die Lage verstehen will, muß man sich diese Bankvorschüsse vor Augen halten. Anderenfalls könnte man glauben, die „Freiheitsanleihen“

hätten vollständig untergebracht werden können, wenn man den Zeichnern einen höheren Zinsfuß angeboten hätte. Dies hätte aber niemals durch einen noch so hohen Zinsfuß erreicht werden können. Die zur Aufnahme dieser enormen Anleihen nötigen Ersparnisse waren eben einfach nicht vorhanden, und auch eine Erhöhung des Zinsfußes hätte sie nicht in dem erforderlichen Maße gesteigert.

Damit die angegliederten Banken die Last dieser nicht verdauten Anleihen tragen konnten, mußte ihnen die Möglichkeit gegeben werden, bei den Bundesreservebanken zu rediskontieren. Und damit diese Rediskontierung für die angegliederten Banken nicht schwere Verluste im Gefolge hatte, war es, solange sie selbst den Zeichnern zum Zinsfuß der Anleihen Geld vorschossen, unbedingt notwendig, daß der Rediskontsatz dem entsprach. So wurde also der Zinsfuß für Rediskontierungen der Bundesreservebanken, anstatt über dem marktgängigen Zins zu liegen, wie es nach der Theorie und in der normalen Praxis hätte sein müssen, unter diesem gehalten. Dieser Umstand genügt, um einen normalen Geschäftsgang der Bundesreservebanken zu behindern, da ihr Zinssatz normalerweise so angesetzt werden müßte, daß er für die auf sie zurückgreifenden Institute einen Verlust herbeiführt und infolgedessen die Krediterweiterung hemmt.

Dieser Situation kann nur dadurch abgeholfen werden, daß die Kapitalisten die bisher nicht verdauten Anleihen aufnehmen. Wegen der ungeheuren Masse war es unmöglich, diesen Prozeß wie in gewöhnlichen Zeiten dadurch zu beschleunigen, daß man den Kurs sinken ließ. Die Aufnahme kann sich nur im Laufe der Zeit und mit Hilfe neuer Ersparnisse vollziehen, und oft wird hier ein steigender Kurs wirksamer sein als ein fallender. Die Untersuchung dieser Tatsachen zeigt deutlich, daß der Krieg im Banksystem Anomalien geschaffen hat, und daß die Rückkehr zu normalen Zuständen nur von dem allmählichen Verschwinden der Kriegsanleihen aus den Portefeuilles der Banken erwartet werden kann.“

Die folgenden Angaben aus der Bilanz des Bundesreserveamtes bringen diese „Anomalien“ zum Ausdruck.

Zunächst fällt das plötzliche Anwachsen des Wechselportefeuilles auf, dessen Gesamtbetrag von einem Jahresschluß zum anderen von 157 Millionen Dollar auf 956 hinaufschleunigte und

2006 Millionen im Jahre 1918 und 2780 Millionen im Jahre 1919 erreicht.

In diesen Riesensummen nehmen die den angegliederten Banken bewilligten Diskontierungen den ersten Platz ein mit 680 Millionen im Jahre 1917, 1700 Millionen 1918 und 2194 1919.

Unter diesen Diskontierungen überwiegen bei weitem die „durch Staatsanleihen der Amerikanischen Regierung gedeckten Wechsel“ — eine neue Rubrik, die erst in der Bilanz von 1918 auftritt — mit 1400 Millionen 1918 und 1510 Millionen 1919.

Die folgende Übersicht zeigt die Entwicklung des Portefeuilles unter diesem Gesichtspunkt seit Anfang des Krieges bis Ende 1919. Sie weist in jeder Bilanz den Bestand an durch Kriegsanleihestücke gedeckten Wechseln im Verhältnis zum Gesamtportefeuille nach. Es wird genügen, wenn wir die Bilanzen jeweils vom Quartalsende geben. Die Zahlen bedeuten tausend Dollar.

Datum	Gesamtportefeuille <sup>1)</sup>	Durch Kriegsanleihen gedecktes Portefeuille	Verhältnis der zweiten Zahl zur ersten %
22. Juni 1917 . . . .	435 287	83 185	19,1
30. November 1917 .	961 851	405 608	42,2
28. Dezember 1917 .	956 052	283 421	29,6
29. März 1918. . . .	887 293	301 451	34,0
28. Juni 1918 . . . .	1 086 023	434 509	40,0
27. September 1918 .	2 001 821	1 221 533	61,0
27. Dezember 1918 .	2 006 611	1 400 371	69,8
28. März 1919. . . .	2 134 347	1 691 010	79,2
27. Juni 1919 . . . .	2 122 598	1 573 483	74,4
26. September 1919 .	2 224 773	1 572 503	70,7
26. Dezember 1919 .	2 780 090	1 510 334	54,3

Das Anwachsen des Kriegsanleihe-Portefeuilles seit dem Jahre 1917, seine relative Verringerung seit Ende 1919 treten deutlich hervor.

<sup>1)</sup> Es handelt sich hier nicht nur um rediskontierte Wechsel, sondern auch um solche, die am Markt gekauft sind. Daraus erklärt sich der Unterschied zwischen den Zahlen dieser Übersicht und den auf S. 34 wiedergegebenen.

## II.

**Die gesamte Schuld und die schwebende Schuld der Vereinigten Staaten zwischen dem 31. August 1919 und dem 30. Juni 1923.**

(Nach dem Federal Reserve Bulletin vom Juni 1923, S. 661.)

Die folgende Tabelle zeigt die allmähliche Verminderung der Schuld der Vereinigten Staaten und die allmähliche Konsolidierung der schwebenden Schuld.

(In Millionen Dollar.)

Datum	Gesamtbetrag der Schuld (lang- und kurzfristig)	Gesamtbetrag der kurzfristigen Schuld (bis zu 5 Jahren Verfallzeit)	Hauptbestandteile der kurzfristigen Schuld			
			Victory notes	Treasury notes	Loan and tax certificates	Treasury (War) savings securities.
31. Aug. 1919 .	26 594	246	4114	—	3938	932
30. Juni 1920 .	24 298	7842	4246	—	2486	827
30. April 1921 .	23 994	7602	4069	—	2548	713
30. Juni 1921 .	23 976	7418	3914	311	2322	687
31. Dez. 1921 .	23 438	7097	3548	702	2083	651
30. Juni 1922 .	22 964	6745	1991	2247	1754	679
31. Dez. 1922 .	21 995	5835	852	4159	1075	732
30. April 1923 .	22 646	5691	769	3522	1073	326
30. Juni 1923 .	22 400	5500	—	4000	1100	350

Über die Grundsätze und Methoden dieser Finanzpolitik gibt das Schreiben des Schatzsekretärs Mellon an die amerikanischen Banken vom 7. Mai 1923 näheren Aufschluß. Es ist im Federal Reserve Bulletin vom Juni 1923, S. 662ff., im Wortlaut veröffentlicht.

## III.

**Zu- und Abnahme der täglich fälligen Depositen der Mitgliedbanken bei den Bundesreservebanken und der Noten der Bundesreservebanken.**

(Nach dem Federal Reserve Bulletin vom Juli 1923.)

(In Millionen Dollar.)

Datum	Noten im Umlauf	Täglich fällige Depositen der Mitglied- Banken an den entsprechenden Tagen	Gesamtsumme der umlaufenden Noten und der Depositen der angegliederten Banken
27. Dez. 1918 . .	2685	13 309 (31. Dez.)	15 994
28. Juni 1919 . .	2499	13 195 (30. Juni)	15 694
26. Dez. 1919 . .	3057	<b>15 156</b> (31. Dez.)	<b>18 213</b> (Maximum)
25. Juni 1920 . .	3116	15 067 (30. Juni)	18 183
30. Dez. 1920 . .	<b>3334</b>	14 019 (29. Dez.)	17 353
30. Juni 1921 . .	2648	13 292	15 940
31. Dez. 1921 . .	2409	<b>13 176</b>	<b>15 585</b> (Minimum)
30. Juni 1922 . .	<b>2152</b>	14 251	16 403
30. Dez. 1922 . .	2395	14 815 (29. Dez.)	17 210
30. Juni 1923 . .	2253	14 525 (3. April)	16 778

(Die höchsten und niedrigsten Zahlen sind fett gedruckt.)

## IV.

**Gesamter Geldvorrat und Menge des umlaufenden Geldes  
in den Vereinigten Staaten an verschiedenen Tagen  
in Millionen Dollar.**

Die Menge des umlaufenden Geldes wird berechnet, indem man vom gesamten Geldvorrat der Vereinigten Staaten die Zahlungsmittel abzieht, die vom Schatzamt und von dem „Bundesreservesystem“ (d. h. den 12 Bundesreservebanken und den Mitgliedbanken) als Reserve gehalten werden. Der Unterschied stellt die Menge des umlaufenden Geldes dar. Diese Zahl wird vom Schatzamt wöchentlich berechnet und im Federal Reserve Bulletin veröffentlicht; auf Grund dieser Zahlen ist die folgende Tabelle aufgestellt.

Die verschiedenen Geldarten, deren Gesamtsumme das „umlaufende Geld“ darstellt, werden wie folgt gruppiert:

Goldmünzen und Goldbarren; Goldzertifikate; Silberdollar; Silberzertifikate; Schatzanweisungen von 1890; silberne Scheidemünzen; Noten der Vereinigten Staaten (Greenbacks); Noten der Bundesreservebanken; „banknotes“ der Bundesreservebanken; Noten der Nationalbanken.

T a g e	Dollar im Umlauf		Vorrat in Millionen Dollar
	Millionen	pro Kopf	
1. Januar 1879 . . . .	816	16,92	1007
1. Juli 1914 . . . . .	3402	34,35	3738
1. Juli 1917 . . . . .	3945	37,88	5480
1. Januar 1918 . . . .	4255	40,53	6256
1. Juli 1918 . . . . .	4367	41,32	6742
1. Januar 1919 . . . .	5105	47,83	7780
1. Juli 1919 . . . . .	4842	45,00	7588
1. Januar 1920 . . . .	5312	49,81	7961
1. Juli 1920 . . . . .	5380	50,19	7887
1. November 1920 . .	<b>5617</b>	<b>52,26</b>	8254
1. Januar 1921 . . . .	5500	51,29	8372
1. Juli 1921 . . . . .	4866	45,02	8024
1. Januar 1922 . . . .	4707	43,22	8282
1. Juli 1922 . . . . .	4375	39,87	8178
1. August 1922 . . . .	<b>4337</b>	<b>39,47</b>	8227
1. Januar 1923 . . . .	4732	42,81	8614
1. Juli 1923 . . . . .	4729	42,51	8603

Die Schwankungen der Menge des umlaufenden Geldes rühren zum größten Teil von Schwankungen des Notenumlaufs der Bundesreservebanken her, der am 1. Juni 1923 2228 Millionen, d. h. nahezu die Hälfte des Gesamtumlafs, betrug.

Das Anwachsen des Gesamtgeldvorrats seit 1914 ist zurückzuführen auf das Anwachsen des Goldes, das von 2 Milliarden Dollar am 1. Juli 1914 auf 4078 Millionen Dollar am 1. August 1923 stieg, sowie der Noten der Bundesreservebanken, die von weniger als 25 Millionen Dollar am 1. Juli 1914 auf 2671 am 31. August 1923 stiegen.



## Anhang zum fünften Kapitel.

### Dokumente betreffend die Tschechoslowakei.

I. Der Kurs für 100 tschechoslowakische Kronen in Zürich von 1919 bis Juni 1923 . . . . .	123
II. Die Großhandelspreise von 1920 bis August 1923 . . . . .	124
III. Die Arbeitslosigkeit von 1919 bis Juni 1923 . . . . .	124

#### I.

#### Der Kurs für 100 tschechoslowakische Kronen in Zürich von 1919 bis Juni 1923.

Für das Jahr 1919 und das erste Vierteljahr 1920 nach dem Bulletin mensuel der Société de Banque Suisse vom Juli/August 1922.

Vom Mai 1920 ab nach den in den Wiener „Berichten aus den neuen Staaten“ regelmäßig veröffentlichten Übersichten. Unter den veröffentlichten Kursen sind diejenigen ausgewählt, welche dem Monatsende am nächsten liegen:

		höchster	niedrigster		
1919	1. Vierteljahr (nicht notiert)			1921 29. November .	5,50
	2. Vierteljahr	33	26	30. Dezember .	7,45
	3. Vierteljahr	28	28	1922 31. Januar . .	9,90
	4. Vierteljahr	11,50	8	28. Februar . .	9,10
1920	1. Vierteljahr	9,40	5,30	31. März . . .	9,60
	28. Mai . . .	12,00		28. April . . .	9,95
	2. Juli . . .	12,80		30. Mai . . .	10,12
	30. Juli . . .	11,75		30. Juni . . .	10,10
	27. August .	10,20		28. Juli . . .	12,15
	1. Oktober .	8,20		29. August . .	18,75
	29. Oktober .	7,30		29. September.	16,50
	26. November	7,90		31. Oktober .	17,45
	31. Dezember	7,40		28. November .	16,90
	1921	28. Januar .	8,65		1923 2. Januar . .
25. Februar .		7,40		26. Januar . .	15,12
1. April . . .		7,60		28. Februar . .	15,80
29. April . . .		7,75		29. März . . .	16,10
31. Mai . . .		8,35		30. April . . .	16,37
28. Juni . . .		8,00		31. Mai . . . .	16,55
26. Juli . . .		7,75		30. Juni . . . .	16,69
26. August .		7,05		30. Juli . . . .	16,60
30. September		6,05		30. August . .	16,33
28. Oktober .		5,50		29. September.	16,80

## II.

## Der Großhandelsindex in der Tschechoslowakei.

Wir geben hier den allgemeinen Großhandelsindex in der tschechoslowakischen Republik vom Dezember 1920 bis Juni 1923<sup>1)</sup>.

a) nach dem Statistischen Amt der tschechoslowakischen Republik;

b) nach Professor Mildschuh.

	1920		1921		1922		1923	
	a	b	a	b	a	b	a	b
Januar . . .	—	—	—	1458	1675	1595	1003	—
Februar . . .	—	—	—	1460	1520	1470	1019	—
März . . . .	—	—	—	1317	1552	1458	1028	—
April . . . .	—	—	—	1323	1491	1479	1031	—
Mai . . . . .	—	—	—	1326	1471	1477	1029	—
Juni . . . . .	—	—	—	1270	1471	1455	1000	—
Juli . . . . .	—	—	—	1259	1464	1440	967	—
August . . . .	—	—	—	1361	1386	1388	958	—
September . .	—	—	—	1653	1155	1198	—	—
Oktober . . .	—	—	—	1654	1059	1090	—	—
November . .	—	—	—	1681	1017	1088	—	—
Dezember . .	—	1542	—	1674	999	1039	—	—

## III.

Die Arbeitslosigkeit in der Tschechoslowakei  
von 1919 bis 1923.

Die Bewegung der Arbeitslosenzahl ist der beste Maßstab für das Wirtschaftsleben in der Tschechoslowakei in der Zeit der Währungsexperimente.

Für die Jahre 1919 und 1920 sind uns die Zahlen von dem Vizepräsidenten des Statistischen Amtes der Tschechoslowakischen Republik, Dr. Auerhan, freundlichst zur Verfügung gestellt worden. Die Zahlen für die Jahre 1921 und 1922 sind in den Berichten des Statistischen Amtes der Tschechoslowakischen Republik veröffentlicht.

<sup>1)</sup> Juli 1914 = 100.

		Zahl der Arbeitslosen, die unterstützt wurden		
		a) durch den Staat	b) durch die Unternehmungen	Summa
1919	Januar . . . . .	227 158	—	—
	Februar . . . . .	266 776	—	—
	März . . . . .	253 275	—	—
	April . . . . .	217 705	—	—
	Mai . . . . .	180 253	—	—
	Juni . . . . .	163 070	—	—
	Juli . . . . .	173 357	—	—
	August . . . . .	145 168	—	—
	September . . . . .	115 015	—	—
	Oktober . . . . .	95 418	—	—
	November . . . . .	98 641	—	—
	Dezember . . . . .	98 895	—	—
1920	Januar . . . . .	104 723	46 833	151 556
	Februar . . . . .	96 477	38 542	135 619
	März . . . . .	84 833	31 044	111 927
	April . . . . .	53 561	17 755	72 316
	Mai . . . . .	43 025	14 964	57 989
	Juni . . . . .	30 796	17 237	48 033
	Juli . . . . .	33 084	23 475	56 559
	August . . . . .	33 001	20 795	53 796
	September . . . . .	32 787	21 217	54 004
	Oktober . . . . .	31 466	17 796	49 262
	November . . . . .	33 700	16 707	50 407
	Dezember . . . . .	35 929	17 470	53 399
1921	Januar . . . . .	44 633	12 384	59 017
	Februar . . . . .	44 557	14 468	59 025
	März . . . . .	38 002	15 084	53 086
	April . . . . .	30 991	17 632	48 623
	Mai . . . . .	31 225	15 978	47 203
	Juni . . . . .	32 845	13 283	46 128
	Juli . . . . .	30 243	10 032	40 275
	August . . . . .	27 485	8 804	36 289
	September . . . . .	16 725	9 360	26 085
	Oktober . . . . .	11 672	8 076	19 748
	November . . . . .	14 057	9 570	23 607
	Dezember . . . . .	22 115	10 687	32 802
1922	Januar . . . . .	27 300	27 122	54 422
	Februar . . . . .	42 095	36 431	78 526
	März . . . . .	35 479	34 240	69 719
	April . . . . .	29 593	38 902	68 495
	Mai . . . . .	27 826	35 974	63 800
	Juni . . . . .	24 899	31 700	56 599

	Zahl der Arbeitslosen, die unterstützt wurden		
	a) durch den Staat	b) durch die Unternehmungen	Summa
1922 Juli . . . . .	24 216	30 615	54 831
August . . . . .	27 813	48 562	76 275
September . . . . .	48 924	79 940	128 864
Oktober . . . . .	95 343	91 632	187 077
November . . . . .	123 696	101 701	225 397
Dezember . . . . .	175 699	102 645	278 344
Die folgenden Zahlen sind der Zeitschrift „Berichte aus den neuen Staaten“ entnommen:			
1923 Januar . . . . .	190 000	105 120	295 120
Februar . . . . .	205 500	63 200	270 700
März . . . . .	180 000	52 400	232 400
April . . . . .	143 300	50 200	193 500
Mai . . . . .	117 100	40 000	166 100

## Anhang zum sechsten Kapitel.

I. Gesamtbetrag der umlaufenden Zahlungsmittel der Banken und des Staates in Italien in den Jahren 1880 bis 1903 . . . . .	128
II. Gesamtbetrag der Zahlungsmittel in den Vereinigten Staaten von 1863 bis 1877 . . . . .	128

Um den Leser über die Beziehungen zwischen dem Wechselkurs, dem Geldumlauf und dem Budgetgleichgewicht zu unterrichten, wird es genügen, ihn auf die in den folgenden Werken enthaltenen Tabellen zu verweisen, deren Gesamtheit einen fast vollständigen statistischen Atlas für das Studium der in diesem Kapitel besprochenen Währungsreformen bildet:

- Cannan, Edwin: *The paper pound of 1797—1821*. London: (King and Son) 1919.
- Seligman, Edwin R.: *Currency Inflation and Public Debts*. New York 1921.
- Subercaseaux: *Le papier-monnaie*. Paris: (Giard) 1921.
- Hawtrey, R. G.: *Currency and Credit*. (Longmans, Green and Co.) 1919.
- Jannacone: *Relazioni fra commercio internazionale, cambi esterie e circolazione monetaria in Italia nel quarantennio 1871—1913*. *Riforma Sociale* November/Dezember 1918.
- Damiris, C. J.: *Le système monétaire grec et le Change*. Paris: (Giard) 1920.

Wir halten es jedoch für zweckmäßig, die Zahlen des italienischen Geldumlaufs und über die Geldmenge der Vereinigten Staaten, und zwar während der wichtigsten Periode der Rückkehr des Wechselkurses zum Paristand wiederzugeben, weil diese Zahlen in den Werken über Deflation nicht immer richtig wiedergegeben sind. Wir entnehmen die Zahlen für Italien dem Werke von Jannacone, für die Vereinigten Staaten dem von Subercaseaux.

**Gesamtbetrag der Zahlungsmittel der Banken und des Staates  
in Italien von 1880<sup>1)</sup> bis 1903.**

(In Millionen Lire.)

Jahr	Geldmenge	Mittlerer Wechselkurs auf Paris	Jahr	Geldmenge	Mittlerer Wechselkurs auf Paris
1880	1689,0	108,34	1892	1479,8	103,55
1881	1675,6	100,28	1893	1573,4	107,97
1882	1672,4	101,26	1894	1620,7	111,08
1883	1511,9	99,15	1895	1595,7	105,57
1884	1509,9	100,00	1896	1579,2	107,63
1885	1441,7	100,38	1897	1662,2	105,14
1886	1478,6	100,19	1898	1685,6	106,97
1887	1470,9	100,82	1899	1673,7	107,32
1888	1421,2	100,98	1900	1602,7	106,44
1889	1460,2	100,67	1901	1605,5	104,30
1890	1469,1	101,15	1902	1623,6	101,21
1891	1463,5	101,55	1903	1681,9	99,95

**Gesamtbetrag der Zahlungsmittel in den Vereinigten Staaten  
von 1863 bis 1878<sup>2)</sup>.**

(In Millionen Dollar.)

Jahr	Staatspapiergeld		Banknoten	Gesamtsumme	Goldprämie %
	Greenbacks	Kleine Scheine			
1863	—	20	239	—	46 <sup>1</sup> / <sub>8</sub>
1864	447	23	210	680	103 <sup>5</sup> / <sub>8</sub>
1865	431	25	288	744	44 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>
1866	401	27	300	718	44 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>
1867	372	28	299	699	33
1868	356	33	300	689	33 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>
1869	356	32	300	688	35
1870	356	40	300	696	20
1871	356	41	318	715	10
1872	357	41	338	736	9 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>
1873	356	45	347	748	12
1874	382	46	352	780	10 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>
1875	376	42	354	772	12 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>
1876	370	34	333	637	12 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>
1877	360	20	317	697	7
1878	347	17	325	689	2,87

<sup>1)</sup> Die Geldmenge war in den vorhergehenden Jahren niedriger als die Zahlen von 1880.

<sup>2)</sup> Nach Subercaseaux, Le Papier-monnaie, S. 138.

Verlag von Julius Springer in Berlin W 9

---

# Weltwirtschaft und Wirtschaftspolitik in Einzeldarstellungen

Die neue Sammlung wirtschafts- und sozialwissenschaftlicher Schriften stellt sich zur Aufgabe, in zwangloser Folge Veröffentlichungen aus der Feder deutscher und ausländischer Autoritäten zu bringen, in denen internationale Probleme zu zusammenfassender Darstellung gelangen. Der Reihe nach sollen die wichtigsten Fragen der Weltwirtschaft, insbesondere soweit sie der wirtschaftspolitischen Beeinflussung zugänglich sind und für Mitteleuropa besondere Bedeutung haben, breitem Leserkreis zugänglich gemacht werden.

**Band I: Die Deflation** und ihre Praxis in England, den Vereinigten Staaten, Frankreich und der Tschechoslowakei. Von **Charles Rist**, Professor der Volkswirtschaftslehre an der Rechtsfakultät in Paris. Mit 3 Kurven.

Neben der Frage der Währungs-Sanierung, der sich das Buch von Rist widmet, sind für die nächste Zeit Schriften über die folgenden Erscheinungen der weltwirtschaftlichen Entwicklung der Nachkriegszeit in Aussicht genommen: Internationale Bevölkerungsfragen; Internationale Kapitalwanderungen; Entwicklungstendenzen der Handelspolitik; Die neue Kolonialpolitik; Internationale Verkehrsprobleme; Die Organisationstendenzen der Industrie (Kartelle und Trusts) usw.

---

## Auslandsrecht

Blätter für Industrie und Handel

Organ des Instituts für ausländisches Recht beim Reichsverband  
der Deutschen Industrie

Herausgeber

**Dr. Josef Partsch, Dr. Heinrich Titze, Dr. Martin Wolff**

Professoren der Rechte an der Universität Berlin

Bezugspreis jeder Nummer 1.20 Goldmark; zuzüglich Porto

Erscheint monatlich

Die Zeitschrift wird alle wichtigen ausländischen Rechtsquellen regelmäßig im Wortlaut bringen. Daran werden sich selbständige wissenschaftliche Untersuchungen über auslandsrechtliche Fragen schließen, die für Industrie und Handel von Bedeutung sind. Besondere Aufmerksamkeit wird hierbei dem Recht des Versaller Friedensvertrages, der seiner Ausführung dienenden Quellen und Urkunden zugewandt. Durch die Nutzbarmachung des Auslandsrechts für die Erkenntnis und Fortbildung deutschen Rechts dient die Zeitschrift gleichzeitig der Rechtsvergleichung.

**Betriebswirtschaftliche Zeitfragen.** Herausgegeben von der Gesellschaft für wirtschaftliche Ausbildung E. V., Frankfurt a. M.

1. Serie: **Der Geldwertausgleich in der Bilanz.**

Erstes Heft: **Goldmarkbilanz.** Von Dr. **E. Schmalenbach**, Professor der Betriebswirtschaftslehre an der Universität Köln. Dritte Auflage. In Vorbereitung

Zweites Heft: **Wirtschaftsunruhe und Bilanz.** Von Dr. **Erwin Geldmacher**, Privatdozent der Betriebswirtschaftslehre an der Universität Köln. I. Teil: **Grundlagen und Technik der bilanzmäßigen Erfolgsrechnung.** Mit 15 Abbildungen. (70 S.) 1923.

2.50 Goldmark

Drittes Heft: **Wirtschaftsunruhe und Bilanz.** Von Dr. **Erwin Geldmacher**, Privatdozent der Betriebswirtschaftslehre an der Universität Köln. II. Teil: **Die bilanzmäßige Erfolgsrechnung in Zeiten gestörter Wirtschaftsentwicklung.** In Vorbereitung

Viertes Heft: **Goldkreditverkehr und Goldmark-Buchführung.** Von Dr. **W. Mahlberg**, Professor der Betriebswirtschaftslehre an der Handelshochschule Mannheim. Mit 12 Abbildungen. (50 S.) 1923.

1.80 Goldmark

---

**Goldmark-Eröffnungsbilanz und Technik der Goldmarkbuchführung.** Auf Grund der amtlichen Verordnungen (einschließlich sämtlicher Durchführungbestimmungen vom 28. März 1924) mit Beispielen für die Praxis dargestellt von Dr. **Gustav Müller**, Handelshochschuldiplomhaber. Seit 1907 von der Handelskammer zu Magdeburg und für den Landgerichtsbezirk Magdeburg eidlich verpflichteter Bücher-sachverständiger und Gutachter. (58 S.) 1924.

2 Goldmark

---

**Die Umstellung auf Gold in der Selbstkosten- und Preisberechnung und in der Bilanzierung.** (Goldrechnung und Goldbilanz.) Von **Otto Schulz-Mehrin**, Ingenieur. Mit 3 Abbildungen im Text. (103 S.) 1924.

2.40 Goldmark

---

**Finanzen, Defizit und Notenpresse 1914—1922.** Reich, Preußen, Bayern, Sachsen, Württemberg. Von Dr. **A. Jessen**. Mit einem Vorwort vom Preuß. Staats- und Finanzminister a. D. Saemisch. (72 S.) 1923.

4 Goldmark

---

**Die deutsche Finanzwirrnis.** Tatsachen und Auswege. Von Dr. **Arnd Jessen**. Mit 7 Tabellen. (78 S.) 1924.

2.40 Goldmark

---

**Die Deckung der Valutarisiken im Warenhandel und die Buchführung über Valutatransaktionen.** Mit einem Beispiel aus dem Überseehandel. Von **P. Ostertag**, Kaufmann in Zürich. Mit 7 Abbildungen im Text. (147 S.) 1924.

6.90 Goldmark