

vorhandenen Produktivkräfte selbst nicht alles mit einem Male durchführen können. Aber sie werden doch sehr bald von neuem sich bemerkbar machen.

Die Verhinderung der Kapitalflucht vollends erreichte gar nicht solchen Umfang, daß dadurch in großem Maße Kapitalien für andere Volkswirtschaften übrig blieben. Zudem sind sie auch jetzt nicht müßig. Vielmehr „arbeitet“ dieses geflüchtete Kapital natürlich schon mit, sobald es im Auslande sich befindet. Seine Zurückführung bedeutet durchaus keine Vermehrung des Weltkapitals überhaupt, sondern nur eine kleine internationale Verschiebung. Die Bedingungen für eine große internationale Anleihe, wenn sie wirklich in nennenswertem Umfang zustande käme, müßten so außerordentlich ungünstig sein, daß sie für die Staaten kaum eine Erleichterung darstellen würde.

Es kann gar nicht anders sein, als daß die Kapitalverknappung, die die ganze Welt betrifft, nur langsam überwunden werden wird. Erst muß die Akkumulation längere Zeit vonstatten gehen und die Produktivität wieder zunehmen, bis die kolossalen Kapitalansprüche erfüllt werden können. Den Irrtum aber wird man vermeiden müssen, als wenn die Amerikaner in erster Linie an Europa interessiert wären. Vielmehr liegen ihm die Interessen des eigenen Kontinentes am nächsten. Das schließt in keiner Weise aus, daß kleinere Beträge gegen besondere Sicherheit einzelnen Ländern zur Verfügung gestellt werden. Aber eine Überwindung der gesamten Weltwirtschaftskrise werden diese Mengen noch nicht herbeizuführen vermögen.

Franz Eulenburg

12 Prozent Reichsbankdiskont

Am 18. Januar hat die Reichsbank ihren Diskontsatz von 10 auf 12 % erhöht. Sie setzte damit die Ende Juli vorigen Jahres eingeleitete Zinspolitik fort. Damals wurde zuerst der seit Dezember 1914 durchgehaltene Diskontsatz von 5 % auf 6 % gesteigert und dann in weiteren vier Etappen die Verdoppelung dieses Satzes erreicht. Während dieser Periode der Diskonterhöhungen in Deutschland hielt sich der Londoner offizielle Zinssatz auf 3 %. Die völlige Isolierung des deutschen Geldmarktes wird damit genügend gekennzeichnet.

Überblickt man die Entwicklung des deutschen Geldmarktes seit der Zerschlagung der internationalen Zusammenhänge im Leihkapitalverkehr, so lassen sich zwei große Phasen unterscheiden. Die erste reicht etwa von September 1914 über die Kriegs- und Revolutionszeit hinweg bis in das Jahr 1922 hinein. Das Kennzeichen dieser ersten Phase ist die Geldflüssigkeit. Sie stellte sich bald nach dem Kriegsausbruch ein, nachdem die finanzielle Mobilmachung erfolgreich durchgeführt war und die ersten Siege das erschütterte Vertrauen hergestellt hatten. Die großen zu steigenden Preisen durchgeführten Käufe der Heeresverwaltung und die zunächst erfolgende Produktionseinschränkung ermöglichten Kreditrückzahlungen in solchem Maße, daß der Privatwechselbestand der Reichsbank merklich zurückging. Unter dem Einfluß dieser Tatsache schritt man Ende des Jahres 1914 zur Herabsetzung des zum Kriegsbeginn erhöhten Zinsfußes auf 5 %, an welchem Satz dann Jahre hindurch festgehalten wurde. Diese außerordentliche Stabilität des deutschen Geldmarktes findet ihre Erklärung in der Inflationswirtschaft. Die Zentralnotenbank ist hier in die Lage versetzt, den Zinsfuß willkürlich zu bestimmen, weil sie es in der Hand hat, durch Schöpfung zuschüssigen Geldes das Leihkapitalangebot zu steigern und damit der Nachfrage stets anzupassen. Damit entfällt die Notwendigkeit, auf die Erweiterung der Kreditansprüche mit Zinserhöhung zu reagieren, während eine an bestimmte Deckungsvorschriften gebundene Zentralbank mit ihren begrenzten Mitteln rechnen und bei steigender Inanspruchnahme Abwehrmaßnahmen ergreifen muß.

Mit Rücksicht auf die Anleihekurse und auch aus sonstigen Gründen vermied man während der Kriegsjahre eine straffere Zinspolitik. Die Reichsbank mußte dabei für die nach und nach steigenden Spitzenbeträge, die sich zwischen Kriegsanleiheerlösen und Kriegskosten ergaben, einspringen. Die Höhe ihrer dem Reiche gewährten Kredite war aber zum Teil gerade durch jene Zinspolitik bedingt, bei welcher die Finanzverwaltung die Initiative in der Hand hatte. Bei Festsetzung eines höheren Zinsfußes für Kriegsanleihen und Schatzwechsel hätten die Mittel des offenen Geldmarktes vollständiger ausgeschöpft und der Rückgriff auf die Reichsbank entsprechend vermindert werden können. Für diese konnte eine diskontpolitische Maßnahme erst nach erfolgter Verknappung der Geldmarktmittel in Frage kommen, da eine Diskonterhöhung bei einer Marktkonstellation, in der die Geschäftswelt kaum auf die Kredite der Zentralbank angewiesen ist, keinerlei Wirkung ausüben kann.

In der Defizitwirtschaft der Nachkriegszeit wurde der im Kriege begonnene kreditpolitische Kurs fortgesetzt. Die mit der Finanzreform in 1920 einsetzenden Anstrengungen zur Herstellung des Budgetgleichgewichtes scheiterten namentlich an den Ausgaben für Reparationen. Die Unberechenbarkeit dieser Goldmarklasten und die im Anschluß an die Beschaffung der erforderlichen Devisen durch das Reich einsetzende Hausse am Valutamarkte (Zahlen von rund 1,5 Goldmilliarden 1921) warfen jeden Voranschlag um. Bis auf einzelne Unterbrechungen von geringer Dauer gingen während des ganzen betrachteten Zeitraumes reichliche Geldversorgung und Preissteigerungen einher, die die bekannte Vermögensumschichtung zugunsten der Warenbesitzer hervorrufen und sie von ihren Kreditgebern verhältnismäßig unabhängig macht. Bevor die der einen Inflationswelle zufolge sich aufstauenden disponiblen Mittel durch die Preishausse absorbiert werden konnten, kam schon die zweite Welle nach, neuen Kapitalreichtum erzeugend, oder richtiger vortäuschend. Wir denken aber nicht daran, die Geldvermehrung einfach als die Ursache der geschilderten Entwicklung hinzustellen. Die

Preise wurden durch die Valuta mitgezogen und das Steigen der Devisenkurse wirkte durch das Medium der Reparationszahlungen unmittelbar auch auf das Reichsdefizit und damit auf die deutsche Geldschöpfung zurück. Statistisch sind die Verhältnisse nur schwer faßbar. Die Zahlen zeigen bis Ende 1919 ein Vorangehen der Geldvermehrung vor der Preissteigerung, in den anderthalb folgenden Jahren, eine fast gleichmäßige Steigerung beider Faktoren, von Mitte 1921 an ein Vorangehen der Preissteigerung, im Gefolge der Valutakrisis mit dem Beginn der Reparationszahlungen.

Wie bereits oben angedeutet, war die Reichsbank als regulierendes Organ des deutschen Wirtschaftslebens durch diese Entwicklung ausgeschaltet. Eine Möglichkeit zur Beeinflussung des Geldmarktes bestand für sie nicht. Der Verkehr war auf ihre Mittel nicht angewiesen. Ihr Handelswechsel-Portefeuille betrug im Januar 1922 im ganzen 1592 Mill. Papiermark. Die Flüssigkeit des Geldmarktes dokumentierte sich auch in der Notierung für tägliches Geld, die sich um 4 % und darunter bewegte. Die Wechselkredite hatten seit langem ihre frühere Bedeutung im Geschäftsverkehr eingebüßt. Die Rücksicht auf die Liquidität zwang die Banken nicht mehr, in Form des Wechsels an Handel und Industrie Kredite zu gewähren, weil ihre Schatzwechselbestände als die Reserve betrachtet wurden, mittels welcher auf die Zentralbank stets zurückgegriffen werden konnte.

Vom Beginn des Jahres 1922 trat ein allmählicher Wandel ein. Auf Grund der Vereinbarungen in Cannes wurde eine Angleichung an die Weltmarktpreise angestrebt. Es folgten scharfe Preissteigerungen in Verbindung mit der Verteuerung von Kohle, vom Brot und der Heraufsetzung der Eisenbahntarife. Das Defizit des Reiches wuchs aber in dieser Periode nicht besonders stürmisch, die Wirkungen der zweiten Finanzreform und auch der Verbesserung des Verwaltungsapparates machten sich hier geltend. Die Geldschöpfung schritt nicht mehr den Preisen voran, sondern der infolge der Preiserhöhungen gestiegene Geldbedarf preßte nach und nach gegen den Geldrahmen. Dies führte zu einer Steigerung der Kreditansprüche. Die Banken folgten der Nachfrage nur zögernd, die Bestimmung der Beleihungsgrenze stellte sie inmitten der schwankenden Verhältnisse vor schwierige bankpolitische Aufgaben. Es tauchten so immer häufiger Klagen über Kreditnot und Kapitalmangel auf. Diese im ganzen noch im Keime befindliche Entwicklung erhielt dann einen jähen Stoß durch den Valutasturz, der mit Ende Juli nach der Pariser Bankierkonferenz einsetzte, deren Erfolglosigkeit die katastrophale Entwicklung der Reparationsfrage bereits vorahnen ließ. Die von der sprunghaften Steigerung der Devisenkurse ausgehende Preiswelle hatte die Geschäftswelt in Deutsch-

land, namentlich das Kreditsystem, förmlich überrumpelt. Es begann eine Jagd nach neuen Geldmitteln, die Schatzwechsel strömten zur Reichsbank zurück und gleichzeitig wurde sie mit privaten Kreditansprüchen in einem Grade bestürmt, daß sie den Anforderungen nicht einmal rein technisch nachkommen konnte. Die Notenpresse war zunächst nicht leistungsfähig genug, es entstand — wie erinnerlich — ein allgemeiner Bargeldmangel, bis die Produktion dem Bedarf angepaßt werden konnte.

Aus dieser Zeit datiert auch das aktive diskontpolitische Auftreten der Reichsbank, die Wirkung desselben blieb jedoch aus. Die Diskontpolitik bildet heute kein taugliches Mittel zur Beeinflussung des Geldmarktes oder gar der ganzen Wirtschaftsbewegung. Von außen zieht sie keine Mittel heran und im Innern spielt eine Zinserhöhung um einige Prozent kaum eine Rolle. Nimmt eine Unternehmung einen Zweimonatskredit von z. B. 1 000 000 Mark in Anspruch, so wird es unter Zugrundelegung der 12 % Rate mit einem Zins von 20 000 Mark belastet. Die Preise ihrer Produkte mögen aber während desselben Zeitraumes auf das Doppelte oder Dreifache gestiegen sein (der Großhandelsindex stieg sowohl von September bis Oktober wie von Oktober bis November 1922 um je 100 %). Der Zins fällt daher als Kostenfaktor nicht ins Gewicht. Gemessen am Preisniveau zahlt der Schuldner viel weniger zurück als er empfangen hat. Für den Gläubiger entsteht nach dieser Rechnung ein Verlust, also ein negativer Zins (Keynes), wenn er nach Verlauf von zwei Monaten 1 020 000 Mark zurückerhält. Daher die völlige Regellosigkeit der Zinsbildung in den Ländern mit unbegrenzten Preisschwankungen und die Bereitwilligkeit der Darlehnsnehmer, auf kürzere Fristen gegebenenfalls 30 % Zins oder bei Devisenkrediten ein Vielfaches davon zu gewähren, da sie dabei immer noch auf ihre Rechnung kommen können.

Eine Eindämmung der Kreditnachfrage wird demnach der 12 %-ige Diskont ebensowenig bewirken, wie der 10 %-ige Satz dazu führen konnte. Die Maßnahme hat überhaupt nur dann ihren Sinn, wenn gleichzeitig die Zentralbank zur schärferen Sichtung des Wechselmaterials übergeht. In dieser Hinsicht ist es besonders erwünscht, daß die bei ihr erhaltenen Kredite nicht irgendwie die Zurückhaltung von Devisenbeständen ermöglichen. An eine allgemeine zurückhaltende Kreditpolitik ist unter den obwaltenden Umständen nicht zu denken. Die Durchführung derselben ist, wie die geschichtliche Erfahrung lehrt, keiner Zentralbankverwaltung möglich gewesen, wenn sie in ihren Maßnahmen nicht an feste, objektive Schranken gebunden war.

G. K.