

H A N S G E S T R I C H

# Kredit und Sparen

Mit einem. Vorwort von Walter Eucken



J E N A  
V E R L A G G U S T A V F I S C H E R  
1 9 4 4

## Vorwort.

# Hans Gestrich.

Der Verfasser dieses Buches, HANS GESTRICH, ist nach Vollendung des Manuskriptes, 48jährig, am 21. November 1943 einem langen Leiden erlegen. — Von dem, was er leistete und was er anstrebte, zu berichten, ist nunmehr die Pflicht des Herausgebers.

GESTRICH wurde am 17. September 1895 in Berlin geboren. Sein Vater, ein hervorragender Bauunternehmer, war eine ungewöhnliche Persönlichkeit, die ihn tief beeinflusste. Mit seinen starken wissenschaftlichen Interessen brachte er dem Sohn als erster nationalökonomische, historische und philosophische Probleme nahe. Nach kurzem Studium in Straßburg machte GESTRICH im Westen und Osten 4 Jahre lang den Krieg 1914—1918 mit und begann zu Anfang 1919 sein Studium in Berlin aufs neue. HERMANN SCHUMACHER zog ihn besonders an. Daneben vor allem HANS DELBRÜCK, dessen Geschichtsbetrachtung ihn nachhaltig beeindruckte. Bei SCHUMACHER, der ihn auch in seinen ersten Berufsjahren vielfach förderte, promovierte er Ende 1920. — Der Lebensweg führte GESTRICH dann durch verschieden geartete Stellungen hindurch und aufwärts. Zunächst nämlich — im Jahre 1921 — arbeitete er als Hilfsreferent in der damaligen Abteilung X des Auswärtigen Amtes (Wirtschaftliche Nachrichten aus dem Auslande), bis diese Abteilung aufgelöst wurde. Hier lernte er viel für seinen späteren journalistischen Beruf. Es folgte ein Jahr — 1922 — in der Bank für Landwirtschaft, die damals gerade aufgebaut wurde und wo er einen Bankbetrieb nach der sachlichen und persönlichen Seite hin kennenlernte. Auf die nun folgende Tätigkeit im Ministerium für Ernährung und Landwirtschaft hat GESTRICH später stets mit besonderer Freude und Dankbarkeit zurückgeblickt. Dort war er den Referenten für Getreidefragen und für Kreditfragen als Hilfsarbeiter zugeteilt, wurde von ihnen oft zu größeren Arbeiten herangezogen, entwarf zahlreiche Denkschriften und erlebte die Entstehung der Rentenmark, deren Schaffung von diesem Ministerium

schnell, daß es sich bei Interessenvertretung nicht um wirkliche Erkenntnis wirtschaftlicher Zusammenhänge und deren Darlegung handelt, sondern um eine Darstellung der wirtschaftlichen Zusammenhänge, die der Interessentengruppe möglichst viel Vorteil bringt, und sei die Darstellung auch noch so verzerrt und unwahr.“ Und an anderer Stelle: „Es schadet natürlich nichts, wenn man Interessenten vertritt; man muß es nur ehrlich tun, ehrlich gegen sich selbst und gegen die anderen. Man muß immer sorgfältig zwischen Gruppeninteresse und Allgemeininteresse unterscheiden, das Gruppeninteresse nicht als Allgemeininteresse ausgeben, auch wenn man von Amts wegen das Gruppeninteresse zu vertreten hat. Vor allem soll man vor sich selbst Klarheit walten lassen. Auf diese geistige Sauberkeit halten die meisten Interessenvertreter nicht. Allmählich sehen sie die ganze Welt vom Standpunkt des Kammgarns oder des Bandeisens ...“ Die praktische Tätigkeit wirkte also auf GESTRICH anders als auf die meisten anderen. Er wurde nicht in ein Gruppeninteresse und seine Ideologie hineingezogen. Vielmehr distanzierte er sich innerlich davon. Und hierdurch bestärkte sich in ihm seine Überzeugung von der Unentbehrlichkeit wissenschaftlich korrekter, theoretischer Analyse wirtschaftlicher Sachverhalte. Der Subjektivität der Interessentenideologien ist die Objektivität wissenschaftlicher Erkenntnis entgegenzustellen. Danach handelte er. Zu dieser wichtigen Frage hat er sich auch grundsätzlich geäußert, und zwar in einem Aufsatz über „Wirtschaftswissenschaft und Laienmeinung“, den er in der „Tatwelt“ veröffentlichte.

Leben und theoretisches Nachdenken waren für GESTRICH nie getrennt. Das Leben aber führte ihn unmittelbar in praktische Geld- und Bankprobleme hinein: durch seine Tätigkeit in der Bank für Landwirtschaft, im Kreditreferat des Reichsernährungsministeriums, in der Reichsbank und in der Preußischen Staatsbank. Ihm gelang es wie wenigen anderen, die alltäglichen Geschäfte der Banken in den volkswirtschaftlichen Gesamtzusammenhang einzuordnen und so zu erklären. Er beherrschte die Technik des Bankgeschäftes bis in alle Einzelheiten hinein, mochte es sich dabei um das Kreditgeschäft oder um den Devisenmarkt oder um den Wertpapiermarkt oder um andere Fragen handeln. Aber er blieb nicht in den geschäftlichen Einzelheiten stecken; sondern er sah das alles stets in der Interdependenz alles ökonomischen Geschehens, in dem es allein verstanden werden kann. Seine wissenschaftlichen Arbeiten haben sich ebenfalls oft mit geldtheoretischen und währungspolitischen Problemen befaßt: so sein Buch über „Geldpolitik und Welt-

wirtschaft" (1934), über „Neue Kreditpolitik“ (1936) und andere Untersuchungen, die später (S. 118) noch besonders genannt sind. Die Inflationszeit bis 1923 und später die Deflationszeit zwischen 1929 und 1932 und seine umfangreichen historischen Studien belehrten ihn darüber, daß die „monetäre Komponente“ im Geschichtsablauf viel wichtiger war und ist, als man in der Regel meint. Wie stark die Deflationskatastrophe der Jahre 1931/32 das gesamtgeschichtliche und damit auch das politische Geschehen beeinflußte, sah er deutlich. Wiederum schloß man damals die Augen vor der Realität „ganz wie zur Inflationszeit 1923, wo die Leute sich auch bis zum Weißbluten gegen die Erkenntnis gewehrt haben, den entscheidenden Einfluß der monetären Komponente zu erkennen“.

Aber GESTRICH war keineswegs nur Geldtheoretiker und Währungspolitiker. Von einem entscheidend wichtigen Stück seiner Lebensleistung war noch nicht die Rede. — Aus seiner praktischen Tätigkeit, angesichts des Kampfes der Interessentengruppen und unter dem Einfluß großer nationalökonomischer Theoretiker formte sich ihm seine wirtschaftspolitische Grundauffassung. Hiermit berühren wir einen weiteren Problemkomplex, auf dem er Besonderes geleistet hat. Zusammen mit anderen aber dennoch selbständig, bahnte er eine Wendung im wirtschaftspolitischen Denken an, die sich heute immer mehr durchsetzt. Die wirtschaftspolitischen Grundgedanken, die er um 1930 herum in vielen Aufsätzen der „Industrie- und Handelszeitung“ und schon vorher in der „Deutschen Allgemeinen Zeitung“ vertrat, zeigten ihre Fruchtbarkeit erst später. Hier zog er mit Sicherheit einen Schnitt zwischen dem politischen Liberalismus des späten 19. Jahrhunderts und der Idee des Wettbewerbs. Ist der eine überholt und nicht wieder zu beleben, so ist der Wettbewerb unentbehrlich. „Daß dieser Eigennutz“ — schreibt er in einem Aufsatz über den Eigennutz — „sich nicht zu einer Schädigung anderer auswachsen kann, wird durch die Konkurrenz sichergestellt. Die Konkurrenz ist also das notwendige Gegengewicht gegen den Eigennutz.“ Oder, anders ausgedrückt: Der Wettbewerb ist ein notwendiges Ordnungsinstrument. — Gegenüber dem industriellen Konzentrationsprozeß und der Bildung großer wirtschaftlicher Machtkörper verlangt er die Entmachtung und die Wahrung des Konsumenteninteresses durch wirtschaftspolitische Förderung des Wettbewerbs. Er erkannte richtig, daß sonst die Ordnungsaufgaben, die die moderne Wirtschaft stellt, nicht zu bewältigen sind. Mochte er sich mit handelspolitischen oder kartellpolitischen oder konjunktur-

politischen oder lohnpolitischen oder währungspolitischen Problemen beschäftigen, stets ging er dabei von der Fragestellung aus, wie die Wettbewerbsordnung funktionsfähig gemacht werden könne. — Und wie er den Leistungswettbewerb von der üblichen ideologisch-politischen Umhüllung befreite, so trennte er ihn auch vom *laissez faire*. Das war ein weiteres Verdienst. *Laissez faire* und Wettbewerb sind nicht identisch. *Laissez faire* kann, wie die Erfahrung lehrt, zur Konzentration und Ausschaltung des Wettbewerbs führen. — Aus solchen Erkenntnissen heraus formte sich ihm ein neuartiges Bild von den wirtschaftspolitischen Aufgaben des Staates. Sie bestehen nicht darin, den alltäglichen Wirtschaftsprozeß unmittelbar zu lenken. Das geht — jedenfalls auf die Dauer — über sein Vermögen weit hinaus und zieht ihn in den Kampf der Interessentengruppen hinein. Aber der Staat hat für die Bildung und Geltung brauchbarer Spielregeln — gerade des vollständigen Wettbewerbs — zu sorgen. Das waren Gedanken, die in die Zukunft wiesen. — Je dringender die Schaffung einer funktionsfähigen und menschenwürdigen Ordnung für die industrialisierte Welt wird, um so fruchtbarer werden sie sich erweisen. Und wir müssen über das Schicksal klagen, daß unter denjenigen, die dieses Problem sachkundig und unberührt von Schlagworten und Zeitströmungen durchdenken, nun HANS GESTRICH mit seinem instinktsicheren Urteil fehlt. Bis in seine letzten Tage hinein haben ihn diese Fragen beschäftigt.

Freilich: Die Erkenntnis des außerordentlich großen ökonomischen Wirkungsgrades einer Wirtschaftsordnung vollständigen Wettbewerbs war es nicht allein, die GESTRICH zu seiner wirtschaftspolitischen Haltung bestimmte. Die „Heranbildung starker und freier Persönlichkeiten“ beschäftigte ihn in einer noch tieferen Schicht seines Wesens. Stark beeinflusst durch die klassische deutsche Philosophie sah er mit Grauen das Heraufkommen des Massenmenschen, der Unfreiheit und des Nihilismus. Dieser Welle stellte er sich entgegen. Der Mensch soll — auch ökonomisch — frei sein, um selbstverantwortlich zu handeln und um so zur Persönlichkeit zu werden. Wie GESTRICH mit Ruhe und Bestimmtheit für sich Freiheit verlangte, so achtete er die Freiheitsphäre eines jeden Menschen sorgfältig. Er war ein Mann der Humanität. Als solcher — nicht nur als Fachmann — beurteilte er auch jede wirtschaftspolitische Frage.

„Wie wenig vermögen gute Gründe, wie viel die Bedrohung durch Macht“ schrieb er einmal. Er erlebte es und er wußte es aus seinem umfassenden historischen Studien, wie Argumente unbe-

achtet verhalten und wie der historische Moment durch massivere Kräfte gestaltet wird. Aber die Richtung seines Geistes wurde hierdurch nicht beeinflußt. Dieser körperlich zarte und lange leidende Mann besaß die absolute Festigkeit der geistigen Persönlichkeit. Und er wußte, daß auf die Dauer die Wissenschaft doch eine geschichtlich gestaltende Macht sein kann und daß es schon deshalb sinnvoll ist, sich echter und humaner Wissenschaft zu weihen.

Was GESTRICH seinen Freunden bedeutete, hat OTTO VEIT an seinem Grabe zum Ausdruck gebracht: „Seine Überzeugung war, daß es bei allem großen Geschehen, das ihn zutiefst berührte, doch schließlich auf den Einzelnen ankommt, auf den Kämpfenden in seiner Not, auf den Menschen, der Gottes Angesicht trägt. Obgleich eine solche Überzeugung nicht immer leicht durchzuhalten war, machte unser Freund aus ihr kein Hehl. Er wich nie von seiner Überzeugung. Er forderte niemand heraus; aber er beugte sich auch vor niemand. Im besten Sinne war er ein Ritter ohne Furcht und Tadel.

Er konnte das sein, weil seine Überzeugungen fest fundiert waren durch theoretisches und historisches Wissen. Im Leben wie in seiner wissenschaftlichen Arbeit hielt er sich an einige große Grundlinien. Er sagte und schrieb lieber zu wenig als zu viel. Er überließ es anderen, in Einzelfällen zu brillieren, und er überließ auch Detailarbeit anderen, obgleich er ihren Wert nicht gering achtete. So verdankt ihm die Wissenschaft einige grundsätzliche Einsichten, auf die noch oft zurückzukommen sein wird. Aber das ist nicht alles, was uns von HANS GESTRICH bleibt. Wer jahrelang eng mit ihm zusammen arbeiten durfte, hat ihn nicht nur als Wissenschaftler kennengelernt, sondern auch als Freund. So bleibt er für uns, die wir jetzt mit seiner Frau und mit seinen Brüdern um ihn trauern, in doppeltem Sinne — unvergeßlich.“

April 1944.

WALTER EUCKEN.

# Inhaltsverzeichnis.

	Seite
Vorwort des Herausgebers: HANS GESTRICH . . . . .	V
<b>1. Kapitel: Die veränderte Wertung des Sparens . . . . .</b>	<b>1</b>
1. Die traditionelle Auffassung . . . . .	1
2. Die Kritik seitens der modernen Kredittheorie . . . . .	4
3. Konsequenzen und Fragestellung . . . . .	8
<b>2. Kapitel: Der Charakter der Gleichgewichtsstörung . . . . .</b>	<b>10</b>
1. Das Sparen . . . . .	13
2. Der Kapitalbedarf . . . . .	15
3. Die Problematik des Gleichgewichts zwischen Sparen und Kapitalbedarf . . . . .	16
<b>3. Kapitel: Einkommens- und Vermögensbildung bei Gleichgewichtsstörungen zwischen Sparen und Kredit . . . . .</b>	<b>17</b>
1. Gleichgewicht von Sparen und Kredit . . . . .	18
2. Kreditausdehnung ohne Sparen . . . . .	21
3. Sparen ohne Kreditausdehnung . . . . .	26
4. Kreditausdehnung bei Wirtschaftswachstum . . . . .	30
5. Kreditaufnahme des Staates . . . . .	35
6. Ergebnis . . . . .	38
<b>4. Kapitel: Der Mechanismus der Kreditgewährung . . . . .</b>	<b>39</b>
1. Der Zahlungsverkehr der Banken . . . . .	40
2. Die Kreditgewährung . . . . .	45
3. Die Kreditausweitung . . . . .	54
4. Die Rolle des Bargeldes . . . . .	56
5. Bestimmungsgründe und Spielraum des Kredita . . . . .	60
<b>5. Kapitel: Wirkungen des Sparens auf die Kreditgewährung . . . . .</b>	<b>62</b>
1. Rechnungsmäßige und immanente Liquidität . . . . .	62
2. Sparen durch Bargeldhortung . . . . .	67
3. Sparen im Bankguthaben . . . . .	70
4. Sparen in Wertpapieren und anderen langfristigen Anlagen . . . . .	77
5. Sparen bei Sparkassen . . . . .	81
6. Ergebnis . . . . .	83
<b>6. Kapitel: Die Lenkung der Kapitalbildung . . . . .</b>	<b>84</b>
1. Notwendigkeit der Lenkung . . . . .	84
2. Art und Mittel der Lenkung . . . . .	88
3. Staatsfinanzierung und Lenkung . . . . .	99
<b>7. Kapitel: Ergänzende Überlegungen . . . . .</b>	<b>103</b>
1. Theoretischer Charakter der Untersuchungen . . . . .	103
2. Stationen der Erkenntnis . . . . .	105
3. Wirtschaftspolitische Möglichkeiten . . . . .	110
4. Das Problem der Geldverfassung . . . . .	113
5. Der Bankier und die Geldschöpfung . . . . .	114
6. Das Sparen . . . . .	115
Verzeichnis der Veröffentlichungen von HANS GESTRICH . . . . .	118
Register . . . . .	119

## 1. Kapitel:

# Die veränderte Wertung des Sparens.

### 1. Die traditionelle Auffassung.

In den mannigfachen Entwicklungen und Wandlungen, die die nationalökonomische Theorie seit ihrem Aufkommen durchgemacht hat, hat das Sparen insofern immer eine Sonderstellung eingenommen, als seine Wertung bei den verschiedensten Richtungen lange Zeit hindurch unerschüttert hoch geblieben ist. Sparen ist die Quelle der Kapitalbildung! Ohne Kapital könnten die Erfindungen des menschlichen Geistes wirtschaftlich nicht ausgenutzt werden, gäbe es keinen Fortschritt und keine Hebung des materiellen Wohles der Menschheit. So ist Sparen auf jeden Fall eine wirtschaftspolitisch zu begründende Handlungsweise, die die Bemühungen aller derjenigen unterstützt, die das materielle Los der Menschen zu heben trachten, insbesondere auch den Lebensstandard der breiten Masse. Dieser hohen Schätzung unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten gesellt sich auch noch unterstützend die moralische Wertung. Die Enthaltung vom sofortigen Verzehr des erworbenen Einkommens kommt der puritanischen Moralauffassung entgegen. Während das Streben nach möglichst hohem Gewinn erst durch die List der Idee in etwas gesamt-wirtschaftlich Nützliches verwandelt wird, erscheint das Sparen von vornherein als etwas Lobenswertes, das nicht erst gegenüber sozialistischen und anderen Kritikern der auf Privateigentum und Einzelinitiative beruhenden Wirtschaftsordnung verteidigt werden muß. Zwar hat auch beim Sparen das einzelne Wirtschaftsobjekt sein Eigeninteresse, nämlich die Vorsorge für seine Zukunft, für seine Familie im Auge; aber es scheint hier besonders am Tage zu liegen, daß die lobenswerte Handlungsweise, die vom Sparer für den Nutzen eines kleinen, ihm nahestehenden Kreises gedacht ist, auch der Gesamtwirtschaft zugute kommt. Denn das vom Sparer nicht konsumierte Einkommen wird ja als Kapital investiert und steigert die Produktivität der gesamten Volkswirt-

schaft. Soweit die Ersparnis nicht vom Sparer im eigenen Betrieb als Kapital verwendet wird, wird sie im Wege des Kredites anderen Wirtschaftenden als Leihkapital zugeführt, sei es direkt (privater Kredit, Hypothek, Effekten usw.), sei es durch die Vermittlung von Banken.

Nach der traditionellen Auffassung<sup>1)</sup> besteht also auf diesem Gebiet eine vollkommene Harmonie. Es wurde daher als ein Stoß gegen die Grundfesten der Nationalökonomie empfunden, als sie eines Tages angezweifelt wurde. Die Kritik kam aus der modernen Kredittheorie heraus. Diese bestreitet die unmittelbare Abhängigkeit der Kreditmöglichkeiten von der Spartätigkeit und kommt im Laufe ihrer Entwicklung dazu, im Sparen unter Umständen geradezu ein Hemmnis der Kreditgewährung und Kapitalbildung zu sehen. Waren es zunächst nur vereinzelte Kritiker, die sich mit dieser Auffassung — man kann ruhig sagen: hervorwagten, so wuchs unter den Eindrücken der Weltwirtschaftskrisis von 1932 ihre Zahl zu einem förmlichen Chor an. Zur wissenschaftlichen Kritik gesellte sich die populäre Publizistik und Propaganda, wodurch die Kritik nicht gerade veredelt und vertieft wurde. Zeitweise konnte man denken, das Sparen sei nur eine Erfindung alter puritanischer Nachtmützen aus dem vorigen Jahrhundert und würde seine Rolle bald ausgespielt haben. Es ist trotzdem nach Kräften weiter gespart worden, und die Anhänger der traditionellen Auffassung sind selbstverständlich nicht still geblieben und haben ihren Standpunkt nur mit um so größerem Nachdruck vertreten. Trotzdem kann kein Zweifel darüber bestehen, daß das Sparen nunmehr zum Problem geworden ist. Man kann zwar ohne weiteres feststellen, daß die wissenschaftliche Kritik am Sparen vielfach vergrößert und entstellt wurde; bestehen bleibt, daß der Nutzen des Sparens nicht mehr als selbstverständlich gelten kann, daß insbesondere das Verhältnis zwischen Sparen und Kredit viel komplizierter ist, als die traditionelle Auffassung es glaubt. Um klar herauszuarbeiten, wodurch eigentlich die Unsicherheit darüber entstanden ist, wie das Sparen zu beurteilen und zu bewerten ist, müssen wir uns zunächst die traditionelle Auffassung über das Verhältnis von Kredit und Sparen klarmachen, auf der die frühere Sicherheit in der positiven Bewertung des Sparens beruht.

---

1) Auch die heute als traditionell anzusehende Auffassung hat natürlich bis zu ihrer vollen Ausbildung Widerspruch und Kritik erfahren (z. B. bei manchen Merkantilisten, in der klassischen Zeit bei MALTHUS). Wir geben sie hier so wieder, wie sie sich bis zum Aufkommen der modernen Kredittheorie ausgebildet hatte.

1. Die Menge des Kredits ist nach der traditionellen Auffassung durch die Menge der ersparten Geldbeträge eindeutig bestimmt. Zieht man von den ersparten Geldbeträgen das ab, was der Sparer im eigenen Betrieb als zusätzliches Kapital verwendet, so ist eben der verbleibende Betrag der Kredit, der über das bisherige Volumen hinaus gegeben werden kann. Das Kreditvolumen ist demnach durch das Ersparnisvolumen starr begrenzt. Die Menge der Ersparnisse bestimmt die Höhe der Investition, d. h. den Umfang der Erzeugung von nicht direkt und sofort konsumierbaren Gütern.

2. In gleicher Weise wird auch die Höhe des Zinses durch die Menge der Ersparnisse bestimmt. Je mehr gespart wird, desto niedriger ist der Zins. Dieser sinkt so lange, bis die Investition (Kapitalnachfrage) so groß ist, daß die gesamte Ersparnis zur Verwendung kommt. Dadurch wird bewirkt, daß es keine unverwandten Ersparnisse gibt. Andererseits wird der Zins, wenn die Nachfrage nach Kapital für Investitionszwecke über das Ersparnisangebot hinaus zu steigen tendiert, so lange steigen, bis so viel Kapitalnachfrage ausgeschaltet ist, daß das in der Ersparnis gegebene Kapitalangebot ausreicht. Auf diese Weise ist sichergestellt, daß die Investition immer gleich der Ersparnis ist. Die Gleichung, der wir auch bei einer bestimmten Fassung der modernen Kredittheorie begegnen werden, gilt also auch für die traditionelle Auffassung über das Verhältnis von Sparen und Kredit. Sie hat aber bei den Traditionellen einen ganz anderen Sinn als den, den wir bei gewissen Modernen finden werden. Nach der traditionellen Auffassung hat die Gleichung die Bedeutung: die Investition kann nie größer werden als die Ersparnis; der Zins hat die Funktion, die Investition immer so weit zu komprimieren.

3. Die traditionelle Auffassung weist dem Gelde eine nur dienende, die Zustände der Güterwelt widerspiegelnde Rolle zu. Das geschieht meist stillschweigend. Soweit es nicht der Fall ist, wird höchstens „normale“ oder „gesunde“ Geldpolitik zur Bedingung gemacht. Ist diese Bedingung erfüllt, so können nach der traditionellen Auffassung von der Geldseite her keine Störungen auftreten. Starke Spartätigkeit und große Ersparnismengen werden sich hiernach in Überfluß an Geld ausdrücken, woraus sich eine entsprechende Senkung der Zinssätze mit den dargelegten Anpassungsvorgängen in der Investition ergibt. Eine Tendenz zu übermäßiger Investition und die Ersparnis überschreitende Kapitalnachfrage wird sich als Geldknappheit und Zinssteigerung geltend machen, die die Geldnachfrage in der eben dargelegten Weise komprimiert.

Das Charakteristikum der traditionellen Auffassung ist der direkte und enge Zusammenhang, der zwischen der Spartätigkeit und der Kapitalbeanspruchung durch Investition angenommen wird. Differenzen können hier nicht auftreten. Entweder findet eine direkte Verwendung der Ersparnisse durch den Sparer als Kapital statt, oder aber — soweit dies nicht geschieht — machen sich die Ersparnisse so lange als dringendes Kreditangebot bemerkbar, bis sie als Leihkapital Verwendung gefunden haben. Der gesamte Wirtschaftsprozeß wäre hiermit so eindeutig bestimmt, daß dann Konjunkturschwankungen eigentlich unmöglich wären<sup>1)</sup>.

## 2. Die Kritik seitens der modernen Kredittheorie<sup>2)</sup>.

Die moderne Kredittheorie hat sich lange Zeit neben der traditionellen Auffassung entwickelt, ohne daß man sich bewußt wurde, daß sie miteinander unvereinbar sind. Man glaubte vielleicht zunächst — und dieser Glaube ist heute noch weit verbreitet —, daß es genügen würde, der traditionellen Auffassung einige Ergänzungen hinzuzufügen, und daß man dann ein genaueres und vollständigeres ökonomisches Weltbild vor sich hätte. Aber je weiter sich die moderne Kredittheorie entwickelte, und zwar nicht etwa durch einfache gedankliche Deduktionen aus ihrer ursprünglichen Konzeption, sondern durch immer stärkere Erfassung der Wirklichkeit, desto mehr stellte sich heraus, daß die oben beschriebene traditionelle Auffassung nicht nur korrekturbedürftig, sondern falsch ist. Falsch ist die Darstellung des Zusammenhanges zwischen Sparen und Kreditgewährung und der Abhängigkeit beider vom Zins. Die grundlegende Erkenntnis der modernen Kredittheorie besteht darin, daß in der modernen Geld- und Kreditwirtschaft Bankkredite nicht mit von dritter Seite zur Verfügung gestelltem Geld, sondern durch Schaffung von Bankguthaben, die zu Zahlungen benutzt werden können (Giralgeld), entstehen. Auch die Sparguthaben gehen indirekt auf diese Geldschöpfung zurück, selbst wenn sie vorübergehend einmal durch Bargeldzahlung von einem Kreditinstitut (z. B. Kreditbank) zum anderen (z. B. Sparkasse) hinübergewandert sind. Oft

1) Auf diese Konsequenz der traditionellen Auffassung hat F. A. Hayek bereits 1928 in seinem Gutachten zur Tagung des Vereins für Sozialpolitik in Zürich (Schriften des Vereins für Sozialpolitik, Bd. 173, 1928, S. 247–294), hingewiesen. Aber er sieht da nur die eine Seite, nämlich die Möglichkeit der über die Ersparnis hinausgehender Kreditexpansion.

2) Zur Einführung in die moderne Kredittheorie: ALBERT HAHN, Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits. Tübingen, 3. Aufl., 1930. HARTLEY WITHERS, The Meaning of Money, 1909. Deutsche Übers. Jena 1911.

genug entstehen sie aber einfach dadurch, daß ein Einkommens- oder anderes Depositum den Charakter des Sparguthabens annimmt. Jedenfalls ist es nicht so, daß erst einmal Guthaben angesammelt werden und daß dann die Kreditgewährung erfolgt, sondern Guthaben und Kredit entstehen zu gleicher Zeit, wobei die so entstehenden Guthaben niemals sofort den Charakter von Sparguthaben annehmen, sondern erst nach so und so viel Zahlungsvorgängen sich in ein solches oder auch mehrere verwandeln.

Stellen wir die drei oben bei der Darstellung der traditionellen Auffassung auseinandergesetzten Punkte den entsprechenden der modernen Kredittheorie gegenüber, so ergibt sich folgendes:

1. Das Kreditvolumen ist in keiner Weise abhängig von der Menge der Geldersparnisse. Es hängt von der Fähigkeit und Bereitwilligkeit der Banken ab, Kredit zu gewähren, der andererseits auch eine Bereitwilligkeit zur Kreditverschuldung gegenüberstehen muß. Bankguthaben und Anlagen der Banken (Kreditschuld in irgendeiner Form) entstehen gleichzeitig bei der Kreditgewährung. Sofern Investition nicht durch Verwendung eigener Ersparnis im eigenen Betrieb, sondern mit Hilfe von Bankkredit stattfindet, ist sie in keiner Weise von der Ersparnismenge bestimmt. Die Banken stellen bei der Kreditgewährung nicht irgendwelche „freien“ Mittel zur Verfügung, die ihnen anvertraut wurden. Ein Studium der Bankbilanzen zeigt alsbald, daß solche freien Mittel für Kreditgewährung gar nicht zur Verfügung stehen. Die bei den Kreditbanken vorhandenen Bargeldbestände und ihre Guthaben bei der Zentralnotenbank befriedigen den notwendigen Kassenbedarf zuzüglich einer unentbehrlichen Kassenreserve. Die Mittel, die die Banken den Kreditnehmern zur Verfügung stellen, schaffen sie selbst, indem sie ihnen versprechen, bis zur vereinbarten Höhe von ihnen auf sie gezogene Schecks einzulösen oder von ihnen gegebene Überweisungsaufträge auszuführen. So entstehen neue Bankguthaben. Die Kreditbanken leihen also ihre eigenen Zahlungsversprechungen aus, indem sie zugunsten der Kreditnehmer Guthaben in ihren Büchern entstehen lassen. Sie können dies, weil nach den Gewohnheiten des modernen Zahlungsverkehrs nur ein verhältnismäßig geringer Bruchteil der Guthaben Barauszahlung bedingt. Die Entstehung des „Giralgeldes“ ist ein vollkommenes Analogon zur Entstehung der Banknote<sup>1)</sup>. Wie die früheren „freien“ Notenbanken nicht etwa unbegrenzt Banknoten emittieren konnten, sondern auf ihre Liquidität,

1) Vgl. F. A. Lutz, Das Grundproblem der Geldverfassung. Stuttgart u. Berlin 1937, S. 2ff.

d. h. die Fähigkeit zur Einlösung präsentierter Noten in Währungsgeld achten mußten, ebenso sind der Fähigkeit der modernen Kreditbanken durch ihr Liquiditätserfordernis, d. h. die Fähigkeit, eine erfahrungsmäßig bestimmte Quote ihrer Guthaben bar auszahlen zu müssen, Grenzen gezogen. (Bargeld ist immer das Geld, das die Banken nicht selbst schaffen können!). Die Banken befriedigen also den Kreditbedarf nicht aus Ersparnissen, sondern durch Geldschöpfung. Die Grenzen, die dieser gezogen sind, werden nicht durch das Sparen bestimmt. Zwar übt das Sparen, wie wir im 5. Kapitel ausführlich darlegen werden, bestimmte Einflüsse auf die Kreditgewährung aus. Aber sie sind ganz anderer Natur, als die traditionelle Auffassung annimmt, und keineswegs derart, daß vermehrtes Sparen stets vermehrten Kredit hervorbringt. Es besteht eben kein direkter Zusammenhang zwischen dem Sparen und der Kreditgewährung<sup>1)</sup>.

2. Der Geldzins ist demzufolge ebenfalls nicht durch die Sparfähigkeit und die Ersparnisse bestimmt, vielmehr hängt er ab einerseits von der Bereitwilligkeit der Banken, Kredit zu gewähren, andererseits von der Neigung des Kreditnehmers, zu dem bestimmten Zins den Kredit in Anspruch zu nehmen. Welche Kreditart man auch nimmt, ob kurz- oder mittelfristigen Bankkredit oder langfristigen Kredit in der Form des Effektenkaufes, in jedem Fall ist nicht das Sparen für die Kreditmenge bestimmend. Die Neigung der Banken, ihren Kredit auszudehnen, hängt von ihrem Liquiditätsstatus ab, der nicht durch die Menge der bei ihnen vorhandenen Guthaben, also von der Gestalt der Passivseite, sondern von dem Vorhandensein von Bargeld und gegebenenfalls in Bargeld zu verwandelnden Aktiven, also von der Gestalt der Aktivseite bestimmt wird. Die Neigung der potentiellen Kreditnehmer, zu einem bestimmten Zinssatz Kredit zu nehmen, hängt ab von den Ertragsaussichten der geplanten Investition, also von der Frage, ob dieser Ertrag etwas höher oder mindestens ebenso hoch wie der geforderte Zinssatz liegt. Besondere Bedeutung sowohl für die Bank wie für den Kreditnehmer hat, soweit es sich um langfristige Investition handelt, der Zins für langfristigen Kredit, wie er sich in dem Kursstand langfristiger Wertpapiere ausdrückt. Denn langfristige Investitionen können durch Bankkredit nur vorläufig finanziert werden. Kreditgeber wie Kreditnehmer sind beide dringend daran interessiert, daß ein derartiger Bankkredit alsbald durch eine Wertpapieremission abgelöst wird.

<sup>1)</sup> Der Gang der Darstellung machte es notwendig, daß an dieser Stelle einige Ergebnisse des 4. und 5. Kapitels vorweggenommen wurden.

Denn durch eine solche Konsolidierung verkürzt sich die Bilanz der Kreditbank, und sie wird dementsprechend liquider. Für den Kreditnehmer erlangt auf diese Weise der Kredit erst die Form und die Laufzeit, die der Investition entspricht. Der Kursstand langfristiger Effekten hängt nun von der Neigung der Sparer ab, mehr oder weniger kurzfristige Guthaben zum Effektenkauf zu verwenden. Ist diese Neigung stark, so hebt sich der Kursstand der langfristigen Wertpapiere und sinkt dementsprechend der Zins für langfristige Anlagen. Ist die Neigung gering, oder besteht womöglich die Tendenz, langfristige Wertpapiere abzustoßen und dafür Bankguthaben zu erwerben, so sinkt der Kursstand der langfristigen Wertpapier, und der langfristige Zins steigt dementsprechend. Der Vorgang der Zinsbildung ist unten noch ausführlicher zu behandeln. Hier mögen skizzenhafte Betrachtungen genügen, um klarzustellen, daß die Zinssätze nicht durch die Menge der Ersparnis bestimmt werden. Zwar ist, wie wir sahen, die Haltung der Sparer für die langfristige Zinsbildung maßgebend, jedoch handelt es sich hierbei nicht darum, daß Ersparnisse gemacht, sondern darum, in welcher Form, ob als Bankguthaben oder Effektenbesitz, sie gehalten werden. Die Entstehung dieser Sparguthaben liegt schon zurück und ist meist Ergebnis der Entstehung von Bankguthaben durch Kreditgewährung<sup>1)</sup>. Die Bankguthaben selbst aber sind vom Sparvorgang als solchem unabhängig. Der Zins reguliert die Kreditmenge und insofern indirekt auch die Ersparnis, er wird aber nicht von der Ersparnis bestimmt. Keynes zieht daraus die Konsequenz, daß der Zins eine rein monetäre Erscheinung sei. Ob dies richtig ist, wird uns späterhin noch beschäftigen.

In einer Wirtschaftsordnung, in der Elemente der zentralgeleiteten Wirtschaft dominieren, kann der Zins aus seiner regulativen Funktion mehr oder weniger ausgeschaltet werden. Umfang und Art der Investitionen und die dementsprechende Kreditgewährung kann man hier administrativ bestimmen und eine Höhe des Zinses mehr oder weniger willkürlich festlegen. Nur hinsichtlich der Bildung des langfristigen Zinses spielt die Anlageneigung der Sparer noch die oben beschriebene Rolle. Auch in diesem Falle, der gegenwärtig in der Kriegswirtschaft aktuell geworden ist, wird der Zins nicht von der Ersparnismenge bestimmt.

---

1) Es sei ausdrücklich betont, daß Ersparnisbildung eine mögliche, aber keine notwendige Folge der Kreditausdehnung ist. Aber soweit sie erfolgt, ist sie tatsächlich in der Regel deren Folge. Durch die ausführliche Darstellung im 5. Kapitel werden diese Zusammenhänge klarer werden.

Niedriger Zins fördert die Ausdehnung des Kredits und demzufolge auch die Ersparnisbildung. Höherer Zins hemmt die Kreditbeanspruchung und dadurch auch die Ersparnisbildung. Hier tritt der Gegensatz gegen die traditionelle Auffassung besonders scharf hervor, nach der ein höherer Zins die Bildung von Ersparnissen fördern, ein niedriger Zins sie hingegen mindern würde. Allerdings wird dieser Einfluß des Zinses auf das Angebot von Ersparnissen auch von vielen Anhängern der traditionellen Auffassung nicht angenommen, vielmehr die Nachfrage für die Zinshöhe als maßgebend angesehen; aber auch dann ist der Gegensatz zur modernen Kredittheorie deutlich. Der Zins ist nach der älteren Ansicht hoch, weil die Ersparnisse gering sind und das Kreditangebot dementsprechend eingeschränkt werden muß, nicht etwa hat ein höherer Zins zunächst die Kreditausdehnung und in der Folge die Ersparnisbildung eingeschränkt. In dem einen Fall steht die Ersparnis am Anfang der Ursachenkette, im anderen Falle der Zins.

3. Während nach der traditionellen Auffassung in der Geldsphäre nur die Vorgänge und Verhältnisse in der Gütersphäre widergespiegelt werden, stellt die moderne Kredittheorie fest, daß die Vorgänge in der Gütersphäre durch die Vorgänge in der Geldsphäre mit bestimmt und gesteuert werden. Gleichviel, ob man die Formulierung, daß die Ersparnisse gleich der Investition sind, mitmachen will oder ob man die Darstellung so anordnet, daß eine Differenz zwischen beiden möglich ist, — bestehen bleibt auf jeden Fall, daß die Ausdehnung oder Kontraktion des Kreditvolumens vom Sparvorgang unabhängig ist. Durch Auflockerung der hemmenden Bestimmungen der Geldverfassung kann man den Kreditspielraum sehr stark erweitern. Welchen Gebrauch man davon machen soll, ist eine andere Frage.

### 3. Konsequenzen und Fragestellung.

Die Erkenntnisse der modernen Kredittheorie über das Zustandekommen von Kreditausdehnungen, über die Bildung der Zinssätze der Banken und vor allem darüber, daß sich etwaige, durch die Geldverfassung gesetzte Grenzen hinausschieben lassen, daß jedenfalls in der Wesensart von Geld und Kredit hierfür keine Hindernisse bestehen, sind unausweichlich. Daß sich hieraus weittragende Konsequenzen für die übrige Theorie ergeben müssen, drängt sich ohne weiteres auf. Aber wie weit in der Revision überkommener Anschauungen gegangen werden muß, darüber herrscht offenbar noch keine Klarheit. Die von uns oben skizzierte traditionelle Anschau-

ung über den Zusammenhang von Sparen, Zins und Kredit ist unhaltbar geworden. Fällt damit nun die gesamte, von Generationen entwickelte Theorie vom Kapital und Kapitalzins in sich zusammen? Ist Sparen und Kapitalbildung noch notwendig für den wirtschaftlichen Fortschritt? — Wenn man die Äußerungen mancher moderner Autoren liest, könnte man annehmen, daß jedenfalls bewußtes Sparen eher ein Übel ist, das den Unternehmern Verluste und den Arbeitern Arbeitslosigkeit bringt, daß das notwendige Sparen sich schon von selbst ergibt, wenn nur gehörig investiert wird. Zu dieser Auffassung scheint man gedrängt zu werden, wenn es als eine besonders törichte Frage hingestellt wird, falls jemand danach fragt, ob die Spartätigkeit ausreicht, um die Mittel für die Investitionen zu beschaffen. Zwar beruhen, wie wir gleich betonen möchten, derartige Schlußfolgerungen fast immer auf irrtümlicher Interpretation. Nur gewisse Formulierungen, die meist unter dem Eindruck der großen Wirtschaftskrise der dreißiger Jahre entstanden sind, verführen zu diesem Irrtum. Wenn also die vollkommene Bagatellisierung des Sparens zweifellos falsch ist, andererseits die Unabhängigkeit des Kredits vom Sparen unbestreitbar feststeht, so wird das Gleichgewicht zwischen Sparen und Kredit zum Problem, das sich nicht automatisch löst, dessen Lösung vielmehr gesucht werden muß.

Man sucht sich in der Literatur und Publizistik oft damit zu helfen, daß man zwischen echten und unechten Ersparnissen unterscheidet. Man sagt z. B., wenn eine starke Ausdehnung des Kreditvolumens aus den Bankbilanzen abzulesen ist, ein Teil davon beruhe auf „echten“ Ersparnissen und ein Teil auf Kreditausweitung. Man glaubt, auf diese Weise für einen großen Teil der Kreditvorgänge die traditionelle Vorstellung aufrecht erhalten zu können, während auf den übrigen Teil die moderne Theorie der Kredit- und Guthabentstehung anzuwenden ist. Diese Kompromißlösung ist jedoch unhaltbar. Betrachtet man die wirklichen Vorgänge im Kreditssystem, so sieht man, daß alle Kredite in der gleichen Weise entstehen, daß Kredite nie aus Einzahlungen oder Guthaben gewährt werden, daß man es keinem Guthaben ansehen kann, ob es durch Übertragung aus älteren, längst vorhandenen Guthaben entstanden ist, daß man Guthabenbildung und Entstehung von Ersparnissen überhaupt nicht ohne weiteres gleichsetzen darf<sup>1)</sup>. Wie man es auch dreht und wendet, innerhalb des Kreditsystems sind beide Seiten immer gleich, und man wird dort vergebens nach einer Gleich-

---

1) Hierüber ausführlich das 4. Kapitel.

gewichtsstörung suchen. Andererseits ist die Vorstellung der Kapitaltheorie, daß Produktionsumwege nur eingeschlagen werden können, wenn dafür vom Konsum bestimmte Mittel abgezweigt werden, daß zwischen dem Bedürfnis zu konsumieren und dem Wunsch, Produktionsumwege einzuschlagen, Spannungen entstehen können, so evident richtig, daß sie auch durch die Erkenntnisse der modernen Kredittheorie nicht erschüttert werden kann. So ergibt sich die Frage: Wo ist, wenn doch das Kreditsystem immer in sich ausgeglichen ist, die Gleichgewichtsstörung zu suchen, in welchen Symptomen äußert sie sich, und wie wird sie überwunden?

## 2. Kapitel:

### Der Charakter der Gleichgewichtsstörung.

Im Zusammenhang mit den Feststellungen der modernen Kredittheorie ergab sich unmittelbar die Erkenntnis, daß das Gleichgewicht zwischen Sparen und Kapitalverwendung, wie es nach der traditionellen Auffassung bestehen müßte, durch die Bewegungen des Kreditvolumens mehr oder weniger gestört wird. Als schwieriger erwies es sich, den Charakter der Gleichgewichtsstörung im einzelnen festzustellen. Zunächst ergab sich eine einfache quantitätstheoretische Feststellung: durch Ausdehnung des Kreditvolumens konnte mehr Geld in Umlauf gesetzt werden, als dem aus der Produktion fließenden Güterstrom entsprach. Daraus mußte sich eine Steigerung des Preisniveaus ergeben. Hierdurch sind die Bezieher von Einkommen, die nominal gleichbleiben, gezwungen, ihren Verbrauch einzuschränken, und es ergibt sich das „erzwungene Sparen“. Diese an sich richtige, wenn auch etwas schematische und einseitige Erkenntnis bewirkte, daß sich auf der modernen Kredittheorie zunächst vorwiegend konjunkturtheoretische Folgerungen aufbauten. Dabei stand die Kreditausdehnung als Haussefaktor lange Zeit im Vordergrund. Während auf der einen Seite die Geldschöpfung durch Kredit als ungesunde und gefährliche Geschäftsgebarung der Kreditbanken scharf kritisiert und verworfen wurde, entstand auf der anderen Seite die Hoffnung, daß man durch kreditpolitische Maßnahmen eine ewige Hochkonjunktur erzeugen könne. Auch ohne daß man bis zu dieser letzten Konsequenz vorstieß, gewann die sog. monetäre oder kreditäre Konjunkturtheorie innerhalb der Nationalökonomie stark an Boden. Daß ihre kredittheoretischen Grundlagen richtiger und wirklichkeitstreuere waren als die

traditionelle Vorstellung von der Arbeitsweise des Kreditsystems, mußte die Betrachtung der Wirklichkeit immer aufs neue erweisen. Diese Erkenntnis blieb auch erhalten, nachdem man gegenüber der Erklärung der Konjunkturen aus kreditären Faktoren allein skeptisch geworden war. Allmählich lernte man, das Problem der „richtigen“ Kreditgebarung, das sich aus der Unabhängigkeit des Kredits vom Sparen notwendig ergab, allgemeiner und umfassender zu sehen. Hierzu trug besonders bei, daß auch die Wirkung des Sparens stärker in die Untersuchung einbezogen wurde. Indem nun der „inflationistischen“ Wirkung des Kredits die „deflationistische“ des Sparens gegenübergestellt wurde, ergab sich die Erkenntnis, daß es sich um ein Gleichgewichtsproblem handelt, das in jeder Wirtschaftslage gestellt ist. Abweichungen von dem anzustrebenden Gleichgewicht haben nicht nur vorübergehende Oberflächenwirkungen, sondern greifen in den Ablauf der Wirtschaft tief ein und beeinflussen den Aufbau und die Ausnutzung des Produktionsapparates nachhaltig. Infolgedessen sprach man nunmehr weniger vom Kredit, sondern stellte dem Sparen das Investieren gegenüber, dessen Förderung oder Hemmung durch mehr oder weniger Kredit als selbstverständliche Möglichkeit vorauszusetzen ist. Durch Beherrschung der Investitionsmenge zu einer Herrschaft über Preise, Löhne, Beschäftigung zu kommen, wurde nunmehr das große wirtschaftspolitische Ziel, dem die wirtschaftswissenschaftliche Forschung einen großen Teil ihrer Bemühungen widmete. Diese Bestrebungen, die ihren Ausgang in England nahmen — das schon seit 1925 unter einer chronischen wirtschaftlichen Depression mit langdauernder Arbeitslosigkeit litt —, erhielten einen mächtigen Antrieb durch die schwere wirtschaftliche Depression, in die alle Länder der Weltwirtschaft von 1929 bis 1933 hineinglitten. Zweifellos hat die Abstellung der Forschung auf die Investition und ihre Wirkungen auf Preise, Löhne und Beschäftigung zu vertieften Erkenntnissen geführt. Gleichwohl ist man durch die Gegenüberstellung von Sparen und Investieren in eine merkwürdige Sackgasse geraten. In dem Bemühen um eine exakte Darstellung suchte man die Einflußfaktoren in einer Einkommensgleichung zu erfassen. Dabei wird notwendigerweise aus Sparen die „Ersparnis“, aus dem Investieren die „Investition“, beide das Ergebnis einer Einkommensperiode. Die Störung des Gleichgewichts sollte durch die Differenz zwischen Ersparnis und Investition zum Ausdruck kommen, wobei Übergewicht der Ersparnis „deflationistisch“, preisdrückend und Beschäftigung vermindern wirkt, Übergewicht der Investition im umgekehrten Sinn. Jedoch mußte man bald erkennen, daß man die

Differenz in dieser Form nicht zum Ausdruck bringen kann. Denn im Ergebnis müssen Ersparnis und Investition gleich sein; die schließlich zustande gekommene Investition ist letzten Endes mit der volkswirtschaftlichen Gesamtersparnis identisch. Jedoch nicht dieses Ergebnis ist das eigentlich Interessierende. Die wesentlichen Probleme enthält der Prozeß, der zu dem Ergebnis führt. Je nach seinen ursprünglichen Ausgangsbedingungen verursacht er mehr oder weniger erhebliche Veränderungen der Einkommens- und Vermögensverhältnisse. Die Einkommensgleichung ist aber ihrer Natur nach die Zusammenfassung des Ergebnisses einer bestimmten Zeitperiode. Daher ist sie zur Darstellung der in Frage kommenden Probleme ungeeignet. Es kann nur Verwirrung erzeugt werden, wenn ein mal betont wird, daß die Entschlüsse zum Sparen und Investieren unabhängig voneinander gefaßt werden und stark differieren können, als bald aber festgestellt wird, daß Ersparnis und Investition immer gleich sein müssen. Die wesentliche Rolle, die das Dazwischentreten des Geldes für die Entstehung von Divergenzen von Sparen und Investieren spielt, fällt dabei ganz unter den Tisch<sup>1)</sup>.

Um das eigentliche Problem zu erfassen, muß man auf den ursprünglichen Begriff des Sparens zurückgehen. Dieser Begriff ist naturalwirtschaftlichen Charakters. Sparen ist Enthaltung von Konsum und Freisetzung dementsprechender Produktivkräfte. Ihm steht das Investieren gegenüber, d. h. im früheren Sprachgebrauch: Kapitalverwendung. Eine Differenz zwischen beiden ist möglich dadurch, daß der Kredit infolge seiner Unabhängigkeit vom Sparen der Investition mehr oder weniger Produktivkräfte zur Verfügung stellt, als durch Sparen freigesetzt werden, wohlgemerkt: durch freiwilliges Sparen. Die Differenz kann man nur sichtbar machen, wenn man die Dinge zunächst naturalwirtschaftlich betrachtet und dann darstellt, wie durch das Dazwischentreten des Kredits die Differenz entweder zu Lasten des Sparerers oder zu Lasten des Investors ausgeglichen wird. Betrachtet man die Dinge in dieser Weise, so zeigt sich, daß am Anfang des Prozesses das Sparen eine feste und bestimmte Größe ist. Demgegenüber steht die Neigung zur Investition. Hier ist der Ausdruck „Neigung“ wirklich angebracht. Wieviel jemand sparen will, hängt von seinem eigenen Entschluß ab; wieviel jemand investiert, hängt davon ab, wieviel Kapital ihm zur

---

1) Vgl. F. A. LUTZ, The Outcome of the Saving-Investment Discussion (Quarterly Journal of Economics, August 1938).

Verfügung gestellt wird. Daher ist es für die Gesamtinvestition entscheidend, wieviel Kredit gegeben und genommen wird. Das Gegensatzpaar ist bei dieser Betrachtungsweise nicht so sehr Sparen und Investition als Sparen und Kredit. Es ist in besonderer Form der alte Gegensatz zwischen Gütersphäre und Geldsphäre, wobei der Geldsphäre nicht nur die Rolle eines „Spiegels“ oder „Schleiers“ zugewiesen ist, vielmehr die eines durchaus maßgeblichen Einflußfaktors. Betrachten wir von diesem Standpunkt aus die Dinge, so steht dem Sparen der Kapitalbedarf für bestimmte Investitionen gegenüber. Soweit Kapitalbedarf von Investoren durch eigenes Sparen befriedigt wird, ergibt sich der Ausgleich direkt; er bedarf keiner Vermittlung. Übrig bleibt der nicht durch eigenes Sparen befriedigte, auf Kredit angewiesene Kapitalbedarf. Wieviel Kapitalbedarf insgesamt befriedigt wird, hängt vom Umfang des zur Verfügung gestellten Kredits ab. Da dessen Umfang, wie wir sahen, nicht vom Sparen bedingt wird, ist es ein Problem, ob und inwieweit er dem Umfang des Sparens entspricht. Mit diesem Problem, in dem sich Kapitaltheorie und Geldtheorie in höchst eigenartiger Weise treffen, haben wir uns zu befassen. Die einzelnen Faktoren seien nachstehend noch etwas genauer untersucht, um späteren Mißverständnissen vorzubeugen. Daß dabei Wiederholungen nicht vermieden werden können, möge der Leser entschuldigen.

### 1. Das Sparen.

Sparen heißt: weniger Güter für den Verbrauch beanspruchen, als das laufende Einkommen ausmacht. Die Gesamtsumme des Sparens in einer Volkswirtschaft setzt sich zusammen aus einer Menge einzelner Sparakte der Wirtschaftssubjekte. Der einzelne Sparer will durch sein Sparen Vermögen bilden, d. h. er will seinen Anspruch auf Güterkonsum nicht endgültig aufgeben, sondern behält sich vor, ihn späterhin teilweise oder ganz geltend zu machen. Dieser Vorbehalt kann mehr oder weniger feste Form annehmen, was den Termin und den Umfang der Rückzahlungsansprüche betrifft. Die mehr oder weniger ausgedrückte Bestimmtheit des Konsumaufschubs drückt sich im Kreditsystem in bestimmten Formen aus, die für dessen Arbeitsweise, was wir noch eingehend (s. 5. Kapitel) betrachten werden, große Bedeutung hat. Jedenfalls heißt Sparen nicht endgültiger Konsumverzicht, sondern nur Konsumaufschub. Der Sparer erwartet, daß er späterhin zu einem mehr oder weniger bestimmten Zeitpunkt die Güter oder Güter von gleichem Wert (im natural-, nicht im geldwirtschaftlichen Sinn) erhalten kann. Dem Sparen,

durch das tendenziell der Konsum geringer wird als das laufende Einkommen, steht also der Verbrauch der Ersparnisse gegenüber, durch den tendenziell der Konsum größer wird als das laufende Einkommen.

In welcher Weise muß sich nun der wirtschaftliche Ablauf vollziehen, wenn diese Absicht des Sparerers Erfüllung finden soll? In der modernen Volkswirtschaft spielt im Gegensatz zu primitiven Wirtschaftsformen die Ansammlung von großen Vorräten im Verhältnis zur Gesamtproduktion keine erhebliche Rolle. Vorräte werden nur gebildet, um Produktion und Verteilung elastisch zu gestalten. Bilden sich darüber hinaus auf einzelnen Gebieten größere Vorräte, so wird darin mit Recht eine Fehlentwicklung erblickt, die nicht dem Willen des Produzenten entspricht. Güter, nach denen keine Nachfrage herrscht, werden nach Möglichkeit nicht produziert. (Deswegen sammeln sich in Depressionszeiten keine größeren Vorräte an industriellen Fertig- und Halbfertigwaren, weil die industrielle Produktion bei mangelnder Nachfrage eingeschränkt wird. Da die Landwirtschaft ihre Produktion langfristig planen muß und nicht in kurzen Zeiträumen einschränken und wieder ausdehnen kann, leidet sie in Depressionszeiten besonders unter Preisdruck und starker Vorratsbildung). Die erste unmittelbare Folge des Sparens ist also die Freisetzung von Produktionsmitteln, die der Herstellung von Konsumgütern dienen würden, also eine Minderproduktion von Ver- und Gebrauchsgütern. Das Ziel des Sparens kann aber damit allein nicht erreicht werden, denn auf diese Weise würde dem Vermögensanspruch der Sparer, der ja später einmal als Nachfrage nach Gütern geltend gemacht wird, real nichts gegenüber stehen.

Zu den eigentlichen Sparern treten die Unternehmer hinzu, die über Geldmittel, die ihnen, sei es im Eigenbesitz, sei es durch Kredit, zur Verfügung stehen, nicht investitorisch verfügen, weil sie die Entwicklung abwarten wollen, bevor sie ihre Produktionspläne endgültig fassen und zur Durchführung schreiten. Hierbei handelt es sich nicht um eigentliches Sparen im Sinne des Sprachgebrauchs. Auch kann es sich dabei der Natur der Sache nach immer nur um eine vorübergehende Haltung handeln. Jedoch kann dieser vorübergehende Zustand im Einzelfall ziemlich lange dauern. Die Wirkung ist ebenso wie beim Sparen eine Freisetzung von Produktionskräften. In den konjunkturellen Depressionen bekommt dieses uneigentliche Sparen der Unternehmer starkes Gewicht. Geldtheoretisch gesehen handelt es sich um Stilllegung von Geldbeträgen und Verringerung der wirksamen Geldmenge.

## 2. Der Kapitalbedarf.

Realisiert wird in der modernen Wirtschaft die vom Sparer erstrebte Vermögensbildung dadurch, daß die durch das Sparen freigesetzten Produktionsmittel in der Investition Verwendung finden, d. h. in der Erstellung von Gütern, die nicht unmittelbar dem Verbrauch dienen, sondern sich erst im Laufe einer längeren Zeit in Verbrauchsgüter und Nutzungen verwandeln. Dem Sparer steht also der Investor gegenüber. Er entfaltet Nachfrage nach Verbrauchsgütern und solchen Gütern, die alsbald dazu verarbeitet werden können, ohne selbst solche herzustellen. Dazu braucht der Investor Kapital: er muß über Produktionskapazität für Verbrauchsgüter verfügen können, ohne zur sofortigen Gegenleistung in Verbrauchsgütern verpflichtet zu sein. Teilweise wird diese Produktionskapazität zur Erstellung von Verbrauchsgütern für die in der Investition beschäftigten Arbeiter beansprucht, teilweise zur Herstellung von Gütern, die in anderen mehr oder weniger konsumfernen Kombinationen einbezogen werden (Rückversetzungen oder Einschlagen zeitraubender Produktionsumwege). Z. B. werden beim Bau einer Textilmaschinenfabrik gebraucht: die Konsumgüter für die dabei beschäftigten Arbeiter, Ziegel, Zement und anderes Baumaterial, das sonst dem Wohnhausbau hätte dienen können, Stahl und Eisen, das zu Werkzeugmaschinen statt zu Messern, Gabeln und anderen Hausgeräten verarbeitet wird, usw. Der Produktionsumweg kann mehr oder weniger lang sein. Je länger er ist, desto mehr Kapital (Verzicht auf Konsumgüterproduktion) ist erforderlich. Die Konsumgüter, auf die verzichtet werden muß, bilden den gemeinsamen Nenner, auf den man die einzelnen, verschieden langen „Rückversetzungen“ umrechnen kann. Auch die so erstellten Güter verwandeln sich im Laufe der Zeit in Konsumgüter. Die Textilmaschinenfabrik erzeugt Textilmaschinen für Garne und Gewebe, aus denen dann die gebrauchsfertigen Güter hergestellt werden. Auf diese Weise steht dem Verbrauch des Ersparten zu einem späteren Zeitpunkt auch ein entsprechendes Angebot an Konsumgütern gegenüber. Der Investor erwartet, daß die Rückversetzung oder der Produktionsumweg im Endeffekt mehr Konsumgüter hervorbringt, als dies bei direkter Verwendung der Produktionskapazität zur Herstellung von Konsumgütern der Fall gewesen wäre. Dadurch ist er befähigt, dem Sparer Zinsen zu zahlen und darüber hinaus für sich selbst einen Gewinn zu erzielen<sup>1</sup>).

1) Zur kapitaltheoretischen Grundlegung: W. EUCKEN, Kapitaltheoretische Untersuchungen. Gustav Fischer, Jena 1934 (Heft 1 dieser Reihe);

### 3. Die Problematik des Gleichgewichts zwischen Sparen und Kapitalbedarf.

Von einem wirklichen Gleichgewicht zwischen Sparen und Kapitalbedarf kann demnach nur gesprochen werden, wenn durch den Kapitalbedarf gerade so viel Produktivkräfte in Anspruch genommen werden, wie durch Sparen freigesetzt werden, nicht mehr und nicht weniger. Dieses Gleichgewicht ist natürlich am leichtesten dadurch hergestellt, wenn Sparer und Investor dasselbe Wirtschaftssubjekt sind; etwa der Handwerker, der einen Teil seines Einkommens nicht verzehrt, aber auch nicht auf die hohe Kante legt, sondern sich eine Maschine für seinen Betrieb anschafft; oder die industrielle Aktiengesellschaft, die einen Teil ihres Reingewinnes nicht als Dividende ausschüttet, sondern damit ihre Produktionsanlage ausbaut. In einer total zentral geleiteten Wirtschaft, in der auch der Konsum im einzelnen geregelt ist, ist leicht zu übersehen, wieviel Produktivkraft für Investitionen übrig ist und verwendet werden muß. Schon in einer zentral geleiteten Wirtschaft mit freier Konsumwahl würde das Gleichgewichtsproblem zwischen Sparen und Kapitalbedarf besonders aufmerksamer Beobachtung bedürfen. In einer Verkehrswirtschaft mit Naturaltausch würde das Gleichgewicht sich immer leicht wieder herstellen, weil entweder der Investor die Güter, über die er verfügen muß, einfach nicht erhalten kann oder aber der Sparer keinen Investor findet, der die von ihm erwarteten Güter und Dienste verwenden will. In voller Schärfe tritt das Problem des Gleichgewichts nur in der Verkehrswirtschaft<sup>1)</sup> mit Gebrauch von Geld und Kredit hervor, insbesondere, wenn Geld durch Kreditgewährung entsteht. Hier muß der Ausfall von Nachfrage in Form von Geldangebot durch andere neue Nachfrage in Form von Geldangebot ausgeglichen werden. Dieser Ausgleich muß, wie schon mehrmals gesagt, durch den Kredit erfolgen. Da aber, wie die moderne Kredittheorie erwiesen hat, zwischen der Gewährung von Kredit und dem Verzicht des Sparers auf einen Teil seines Einkommens zur unmittelbaren Güternachfrage kein direkter Zusammenhang besteht, können sich hier Gleichgewichtsstörungen

---

Ders., Der Wirtschaftsprozeß als zeitlicher Hergang. In Jahrb. f. Nationalökonomie und Statistik, Bd. 152.

1) Unter „Verkehrswirtschaft“ verstehen wir eine Wirtschaftsordnung, in der Elemente der Verkehrswirtschaft als Idealtypus (im Sinne von W. EUCKEN) dominieren. Über die Beziehung zwischen idealtypischem „Wirtschaftssystem“ und konkreter „Wirtschaftsordnung“ s. WALTER EUCKEN, Grundlagen der Nationalökonomie. Jena, 3. Aufl. 1943, S. 95 ff.

ergeben. Es kann durch Kredit dem Investor mehr Inanspruchnahme von Produktionskapazität ermöglicht werden, als durch die Sparer freigesetzt wird. Es kann aber auch umgekehrt sein, daß nicht genug Kredit gegeben und genommen wird, um den Nachfrageausfall der Sparer auszugleichen. Ein Ausgleich tritt dann auch, wie wir alsbald sehen werden, ein. Aber es wäre falsch, diese Art von Ausgleich als Gleichgewicht zu bezeichnen, weil der eigentliche Sinn des Sparens dabei verfälscht wird.

### 3. Kapitel:

## Einkommens- und Vermögensbildung bei Gleichgewichtsstörungen zwischen Sparen und Kredit.

Da die moderne Kredittheorie zu einem wesentlichen Teil im Zusammenhang mit Versuchen, allgemeingültige Konjunkturtheorien aufzubauen, weiter entwickelt worden ist, hat lange Zeit die konjunkturelle Einwirkung von Bewegungen des Kreditvolumens im Vordergrund der Untersuchungen gestanden. In der großen Weltwirtschaftskrise der 30er Jahre hat man auch das Sparen in die Betrachtung einbezogen und ist dabei unter dem Eindruck der Krisenwirkungen begrifflicherweise zu einer negativen Wertung gekommen. Diese hat sich teilweise über die konjunkturelle Lage ihrer Entstehungszeit hinaus gehalten und die theoretischen Anschauungen manchmal einseitig beeinflußt. Über derartige „Zeitbedingtheiten“ muß jedoch die Theorie hinwegzukommen suchen. Inzwischen ist der Glaube an die Regelmäßigkeit und Notwendigkeit des Konjunkturzyklus stark erschüttert, und vielfach ist an seine Stelle ein fast ebenso blinder Glaube an die Vermeidung von Konjunkturschwankungen durch staatliche Wirtschaftslenkung getreten. Die Betrachtung der Einflüsse, die Gleichgewichtsstörungen zwischen Sparen und Kredit auf Einkommens- und Vermögensbildung ausüben, sollte sich von beiden Vorurteilen freimachen. Es sollen die Wirkungen untersucht werden, die von Divergenzen zwischen Sparen und Kredit ausgehen, gleichviel, ob diese Divergenzen durch Konjunkturschwankungen, staatliche Lenkungsversuche, staatliche Finanzierungsbedürfnisse oder sonst welche Faktoren ausgelöst sind. Wir betrachten absichtlich isolierte Einzelfälle, um Antwort auf die Frage zu bekommen, inwieweit der Sinn und Zweck des Sparens

durch solche Divergenzen beeinträchtigt wird. Der Sinn und Zweck ist — das wird oft gänzlich vergessen — zunächst einmal Vermögensbildung zwecks Vorsorge für die Zukunft. Dieser Standpunkt des Sparer, der doch nun einmal zum Sparen dazu gehört, verdient Beachtung, ohne daß deswegen die Wirkungen auf das Ganze der Volkswirtschaft vernachlässigt zu werden brauchen. Die Ergebnisse solcher Einzeluntersuchungen lassen sich unschwer auf Untersuchungen über Konjunkturen, staatliche Wirtschaftslenkung usw. anwenden, ohne daß diese Anwendung zu unserer eigentlichen Aufgabe gehört. Ehe wir auf die Wirkungen der Divergenz zwischen Sparen und Kredit eingehen, müssen wir den Zustand etwas näher betrachten, in dem Gleichgewicht zwischen Sparen und Kredit herrscht.

### 1. Gleichgewicht von Sparen und Kredit.

In einer im Gleichgewicht befindlichen Volkswirtschaft laufen alle Zahlungen so, daß die für Einkommen ausgezahlten Summen wertmäßig genau den Kostenpreis des Sozialprodukts decken: das Einkommen kauft das Sozialprodukt. Die zur laufenden Erneuerung des Produktionsapparates notwendigen Zahlungen sind vorher durch richtiges Einsetzen von Amortisationsbeträgen in die Kostenrechnung abgezweigt, sie laufen zusammen mit den Zahlungen, die zur Bewegung der Güter im Produktionsprozeß dauernd erfolgen, bis das Gut den Konsumenten erreicht. Es wird also, wenn nicht gepart wird, gerade so viel Einkommen ausgezahlt, wie der Wert der verbrauchsfertigen Güter, die aus dem Produktionsprozeß herauskommen, beträgt, und dieses Einkommen wird auch zum Ankauf dieser Güter, also zum Konsum, verwendet.

Wenn die Konsumenten nun einen Teil ihres Einkommens in irgendeiner Form sparen und nicht für Konsum ausgeben, so würde dadurch ein gewisses Quantum Konsumgüter unabsetzbar werden, wenn sonst nichts geschähe. Es wird aber nun zu gleicher Zeit von den Banken ein gewisses Quantum Kredit für irgendwelche Investitionen gegeben. Die Zahlungen, die aus diesen Krediten geleistet werden, treten an die Stelle der Zahlungen, die wegen des Sparens nicht mehr erfolgen. (Es ist aber nicht etwa dasselbe Geld, das der Sparer einspart und der Kreditnehmer ausgibt.) Der kreditnehmende Investor entwickelt Nachfrage teils nach denselben Gütern, die zuvor der Sparer einkaufte, teilweise aber auch nach anderen

1) Vgl. hierzu und zu den folgenden Abschnitten: R. v. STRIGL, Kapital und Produktion. Wien 1934.

Gütern. Es muß also eine Umlenkung in der Gütererzeugung erfolgen, und dazu ist mindestens eine vorübergehende Preisverschiebung erforderlich. Das Gleichgewicht ist erreicht, wenn die für Konsumgütererzeugung nunmehr entbehrlichen Produktivkräfte gerade durch die zusätzliche Produktion für Investitionen, für „Produktionsumwege“, in Anspruch genommen werden. Arbeiter, die bisher in der Konsumgüterproduktion tätig waren, sind nunmehr bei der Produktion von Investitionsgütern beschäftigt. Ihre Nachfrage nach Konsumgütern bleibt also gleich. Dagegen wird der Gesamtkonsum um den Nachfrageausfall der Sparer nach Konsumgütern geringer, der Produktionsapparat aber wird um den gleichen Wertbetrag (Kostenwert) größer. Bis zum Heranreifen der neuen Anlage zur Produktion müssen auch die Zinsen aus dem Kredit bezahlt werden, was bedeutet, daß die sog. Bauzinsen zu den Anlagekosten gehören. Nach Heranreifen der neuen Anlage zur Produktion von Konsumgütern muß das gesamte Volkseinkommen so gestiegen sein, daß das zusätzliche Güterangebot aufgenommen wird. Nach Fertigstellung der Anlage entfällt die Nachfrage des Investors; wenn es sich nur um diese eine Anlage handelte, dürfte also von diesem Augenblick an nicht weiter gespart werden. Es müßte im Gegenteil mehr konsumiert werden, denn es muß vernünftigerweise unterstellt werden, daß mit dieser neuen Produktionsanlage der Konsumgüteranfall größer ist als vorher. Um diesen Betrag müßte dann auch das gesamte Geldeinkommen größer als vor ihrer Erstellung sein, falls es nicht zu einem Preisdruck kommen, vielmehr das Gleichgewicht erhalten bleiben soll. Veranlassung dazu geben schon die laufend fälligen Zinsen, deren Finanzierung eine zusätzliche Nachfrage schaffen würde. In Wirklichkeit schieben sich natürlich dauernd eine Unzahl von Investitionsfällen ineinander. Die eine Anlage wird fertig, eine andere wird allmählich verbraucht und, finanziell gesehen, das darin investierte Kapital amortisiert, wieder eine andere wird begonnen. Dem entspricht, daß die einen Sparer ihre Ersparnis konservieren, andere ihre Ersparnis verbrauchen, während wieder andere zu sparen anfangen. Gleichgewicht herrscht, wenn die Netto-Ersparnis mit der Netto-Investition übereinstimmt.

In diesem gedachten Idealfall beruht das Wachstum der Produktionskapazität nicht auf höherer Ergiebigkeit infolge technischen Fortschritts — dieser Fall wird uns gesondert beschäftigen —, sondern auf stärkerem Kapitaleinsatz auf Grund der gegebenen technischen Kenntnisse. Die größere Ergiebigkeit wird erzielt dadurch, daß das Sparen, also eine zeitweise Enthaltung von Konsum,

die „Rückversetzung“ von Gütern im Produktionsprozeß möglich macht und dadurch einen zeitlichen Aufbau des Produktionsapparates herbeiführt, der einen größeren Ertrag ermöglicht. Angenommen ist ferner, daß der Kredit zur Investition in produktiven Anlagen erfolgt. Naturalwirtschaftlich gesehen, entspricht also unser Fall der klassischen Vorstellung. Der grundlegende Unterschied gegenüber der klassischen Vorstellung besteht darin, daß nicht eine automatische Einstellung auf ein derartiges Gleichgewicht angenommen wird. Dieses Gleichgewicht muß bewußt angesteuert werden, dadurch, daß nicht zu viel, aber doch genug Kredit für die Investition gegeben wird, so daß gerade der durch das Sparen verursachte Nachfrageausfall ausgeglichen wird. Wenn dies geschieht, treten keine nachhaltigen Preisänderungen ein, sondern nur diejenigen, die zur Umlenkung der Produktion erforderlich sind. Die Nachfrage des Investors richtet sich teils auf die ersparten Konsumgüter (Entlohnung der Arbeitskräfte), teils auf solche Güter, die statt dessen mit denselben Kosten hergestellt werden können. Man sieht, wie schwierig es sein muß, ein derartiges Gleichgewicht bewußt anzusteuern; vollkommen wird es fast nie erreicht werden. Trotzdem muß dieser Idealfall als Richtpunkt der Kreditpolitik angesehen werden.

Worin besteht nun das Charakteristische des beschriebenen Gleichgewichts unter dem Gesichtspunkt des Sparens? Keineswegs darin, daß die Ersparnis gleich der Investition ist. Dieses Ergebnis wird, wie wir sehen werden, in einer Reihe von anderen Fällen ebenfalls erzielt. Das Wesentliche beim Gleichgewichtszustand ist, daß tatsächlich das Vermögen der Sparer einen dem Sparen gleichwertigen Zuwachs erfährt, ohne daß an einer anderen Stelle eine Vermögensminderung stattfindet. Geldmäßig gesehen, besteht dieser Zuwachs in Guthaben oder Wertpapieren. Gütermäßig entspricht dem Zuwachs an Sparer Vermögen der Zuwachs des Produktionsapparates. Zwar gehört dieser Zuwachs zum Eigentum der Unternehmer, die den Kredit aufgenommen haben, aber die Unternehmer haben im gleichen Wert Schulden an die Sparer, sei es direkt (Effektenbesitz) oder durch Vermittlung eines Kreditinstituts (Guthaben)<sup>1)</sup>. Zur Kontrolle des Gleichgewichts mag folgende Vorstellung dienen: die ersparten Beträge würden zum Ankauf des zugewachsenen Produktions-

1) Der Zuwachs an volkswirtschaftlichem Vermögen wird also durch die geldlichen Beziehungen denen zugeteilt, die ihn durch ihren Konsumverzicht ermöglicht haben.

apparates ausreichen. Die Sparer sind also gewissermaßen auf Umwegen die Eigentümer des neu erstellten Produktionsapparates.

## 2. Kreditausdehnung ohne Sparen.

Wir gehen nunmehr einen Schritt weiter und stellen uns vor, daß in einer Volkswirtschaft, die in der im vorigen Abschnitt dargelegten Art im Gleichgewicht ist, der Kredit ohne entsprechendes Sparen in seinem Gesamtumfang ausgedehnt wird. Es ist nicht nötig und wäre sogar unzweckmäßig, in den Voraussetzungen so weit zu gehen, daß etwa das Sparen ganz aufhört. Vielmehr wird angenommen, daß die bisherige Kreditgewährung der laufenden Spartätigkeit in der im vorigen Abschnitt dargestellten Weise entsprechen hat, daß nunmehr aber noch darüber hinaus das Kreditvolumen ausgedehnt wird. Wir betrachten nunmehr die Wirkung dieses im Verhältnis zum Sparen übermäßigen Kreditwachstums auf die Einkommens- und Vermögensverhältnisse. Dabei soll in Betracht gezogen werden, daß aus der Vergangenheit eine bestimmte Masse von Sparvermögen vorhanden ist, das — soweit es nicht vom Sparer selbst investiert wurde und in Gestalt dauerhafter Güter in seinem Besitz ist — in Sparguthaben, Effekten und anderen Geldforderungen dargestellt ist, die auf feste Geldbeträge lauten. Dem steht eine bestimmte Masse von Gütern gegenüber, dauerhafte Produktions- und Verbrauchsgüter, z. B. Fabriken und Miethäuser, Läger und im Fabrikationsprozeß durchlaufende Güter usw. Die Eigentümer dieser Güter sind direkt oder indirekt Schuldner der Sparer, denen bestimmte Teile des Ertrages als Zinsen zufließen.

In diesen Zustand hinein werden nun Kredite für weitere Investitionen gegeben, ohne daß durch zusätzliches Sparen hierfür Produktivkräfte freigesetzt sind. Auf welchen Anreiz hin diese Investitionen vorgenommen werden, lassen wir vorerst dahingestellt<sup>1)</sup>. Der Produktionsapparat und die in ihm beschäftigten Arbeitskräfte sind durch den laufenden Verbrauch und die bislang schon in Gang gesetzte Investition voll ausgenutzt. Wir unterstellen, daß eine Produktionsausdehnung (z. B. durch Verlängerung der Arbeitszeit) nicht möglich ist. Neben die bisherigen Zahlungen für Konsum und Investition treten nun die Zahlungen aus den zusätzlichen Krediten. Es wird also eine zusätzliche Nachfrage nach Arbeitskräften, Rohstoffen, Zwischenprodukten usw. entfaltet. Somit

1) Mit den Antriebs- und Hemmungskräften der im Text nunmehr zu schildernden Prozesse befassen wir uns im 6. Kapitel im Zusammenhang mit den Lenkungsproblemen.

treten auf Teilen des Arbeitsmarktes Lohnsteigerungen und auf gewissen Gütermärkten Preissteigerungen ein. Durch Überbietung und entsprechende Erhöhung der Kosten wird ein Teil der bisherigen Konsumgüterproduktion zum Erliegen gebracht, und die hierfür beschäftigten Arbeiter und Produktionsgüter werden auf die Produktion für Investitionszwecke abgelenkt. Von der Preissteigerung werden daher infolge verringerten Angebots auch Konsumgüter erfaßt, wobei die Preissteigerung keineswegs durch die besagte Kostensteigerung begrenzt ist. Im weiteren Verlauf wälzt sich dann die Preissteigerung von hier aus auch auf die zunächst noch nicht betroffenen Zwischenprodukte und Rohstoffe zurück. Auf diese Weise wird die Preissteigerung allgemein, was aber keineswegs bedeutet, daß sie gleichmäßig verteilt ist. Die allgemeine Preissteigerung und die dabei anfallenden Sondergewinne bilden einen neuen Anreiz zur Ausdehnung der Investition und entsprechen der Kreditbeanspruchung. Wird dem nachgegeben, so folgt eine neue Welle der Preissteigerung. So liegt in dem Prozeß eine Tendenz, sich immer weiter fortzusetzen.

Dieser Prozeß der inflatorischen Preissteigerung ist oft genug geschildert worden; er soll hier hauptsächlich unter dem Gesichtspunkt seiner Wirkung auf Einkommens- und Vermögensbildung betrachtet werden. Durch die zusätzlichen Kredite wird das gesamte Geldeinkommen größer. Jedoch nur ein Teil der einzelnen Geldeinkommen nimmt an dieser Steigerung teil, ein anderer Teil bleibt auf seiner bisherigen nominalen Höhe. Da der Anfall von Konsumgütern infolge Abziehens von Produktionskräften aus der Konsumgüterproduktion kleiner geworden ist, muß der Gesamtkonsum geringer werden. Diese Konsumeinschränkung wird durch die Preissteigerung erzwungen und muß von denjenigen getragen werden, deren Einkommen teils überhaupt nicht, teils nicht entsprechend gestiegen ist. Für den gleichen Geldbetrag kann nur noch eine geringere Menge Konsumgüter gekauft werden. Einem Teil der Einkommensbezieher wird also der — infolge Umgruppierung der Produktionskräfte notwendige — Konsumverzicht durch Preissteigerung auferlegt. Hierfür hat sich der Ausdruck „erzwungenes Sparen“ eingebürgert. Es ist insofern nicht ganz zutreffend, als diesem Konsumverzicht keine Vermögensbildung, kein Konsumanspruch in der Zukunft entspricht, worin ein schwerwiegender Unterschied gegenüber dem eigentlichen Sparen gegeben ist. Eine Vermögensbildung findet gleichwohl statt, nur fällt der Vermögenszuwachs nicht denjenigen zu, die ihren Konsum einschränken mußten. Nutz-

nießer des Prozesses sind vielmehr diejenigen, die in seinem Verlauf mehr Sachgüter in die Hand bekommen, als sie Schulden machen müssen. Das sind insbesondere diejenigen, die am Anfang des Prozesses Kredit genommen hatten, als sich die Preissteigerung noch nicht voll durchgesetzt hatte.

Irgendwann kommt natürlich auch dieser Prozeß einmal zum Stillstand — durch welche Kräfte, mag ebenfalls zunächst dahingestellt bleiben. Ein neues Gleichgewicht spielt sich ein. Hierbei sind Möglichkeiten zwischen zwei Extremen gegeben: In dem einen Extremfall spielt sich ein Gleichgewicht auf dem inzwischen erreichten hohen Preisniveau ein. Dies geschieht, wenn zwar das Kreditvolumen nicht mehr weiter wächst, aber auf der zur Haltung des erreichten Preisniveaus nötigen Höhe verharrt; oder aber — dies das andere Extrem — das Kreditvolumen schrumpft wieder zusammen, das Investitionsvolumen verringert sich entsprechend, und das Gleichgewicht spielt sich wieder auf dem alten Preisniveau ein, das am Ausgangspunkt der Bewegung gegeben war. Natürlich sind zwischen beiden Extremen eine Reihe von Gleichgewichten möglich, d. h. Einspielen in einer Lage zwischen dem Ausgangspreisniveau und dem höchsten durch die Kreditausdehnung herbeigeführten Niveau. Es genügt die Betrachtung der beiden Extremfälle, deren Ergebnis auf die übrigen mutatis mutandis leicht anwendbar ist.

In beiden Fällen ist durch die Investition neues Vermögen entstanden. Aber im Gegensatz zum Gleichgewicht zwischen Sparen und Kredit wächst dieses Vermögen nicht denjenigen zu, die das Konsumopfer zugunsten der Investition getragen haben.

Betrachten wir zunächst den ersten Extremfall, in dem sich ein neues Gleichgewicht auf dem erreichten Höchstniveau einspielt. Wir nennen ihn der Kürzer halber und nur für den Zweck dieser Betrachtung „Inflationsstoß“. Es hat sich hier eine totale Verschiebung der Einkommens- und Vermögensverhältnisse ergeben. Ein Teil der Einkommen ist im Zusammenhang mit dem Inflationsstoß von vornherein gestiegen, hat ihn sozusagen inauguriert. Ein anderer Teil der Einkommen ist der Preissteigerung nachgerückt, sie ganz oder teilweise ausgleichend. Das Nachrücken hemmt in gewissem Umfang den Prozeß, indem die weitere Verteuerung der Kosten die Investition erschwert, andererseits das zusätzliche Einkommen auch bei dem erhöhten Preisniveau Absatz und Produktionsmöglichkeiten für Konsumgüter schafft. Es ist also auch eine Tendenz zur Rückbildung der Verschiebung zwischen Konsumgüter- und Investitionsproduktion vorhanden. Jedoch reichen diese Tendenzen allein nicht

aus, den Prozeß zum Stillstand zu bringen. Andere Kräfte müssen hinzutreten, sei es, daß der Kredit eingeschränkt und verteuert wird, sei es, daß spontan die Investitionslust nachläßt oder aus dem gesteigerten Einkommen stärker gespart wird. Jedoch soll hierauf an dieser Stelle noch nicht näher eingegangen werden. Das Gleichgewicht ist jedenfalls erst erreicht, wenn auf dem erhöhten Preisniveau der Kredit dem freiwilligen Sparen entspricht.

Eine dritte Gruppe von Einkommen hat eine Erhöhung entsprechend der Preissteigerung nicht durchsetzen können. Ihre Konsum- und Spartätigkeit<sup>1)</sup> bleibt eingeschränkt, während die der beiden anderen Gruppen entsprechend erhöht ist.

Ebenso hat sich durch den Inflationsstoß eine grundlegende Veränderung der Vermögensverhältnisse vollzogen. Wir wiesen bereits darauf hin, daß das neugebildete Vermögen nicht in das Eigentum derjenigen gelangt, die das Konsumopfer getragen haben. Wem wächst es also zu? Die Investoren erlangen Eigentum an den von ihnen erstellten Gütern. Dem steht die Schuld aus dem Investitionskredit gegenüber. Es kommt nun darauf an, bei welcher Preislage diese Schuld eingegangen wurde. Wenn vor Beginn der Preissteigerung, wenn der Investor noch zu günstigen Kosten eingekauft und produziert hat, so fällt ihm aus der Preissteigerung, der ja auch sein Investitionsprodukt unterliegt, ein Gewinn zu. Je später Kreditaufnahme und Investition stattfinden, je weiter die Preissteigerung fortgeschritten ist, desto geringer ist dieser Gewinn aus Preissteigerung alias Geldentwertung. Am Ende des Prozesses aufgenommene Kredite tragen keine Geldentwertungsgewinne mehr. (Der echte Investitionsgewinn aus gesteigerter Ergiebigkeit des Produktionsumwegs bleibt davon unberührt.) Diesen Gewinnen stehen die Geldentwertungsverluste derjenigen gegenüber, die während des Inflationsstoßes sparen. Das mögen zum Teil auch die Bezieher der durch die Kreditausweitung gesteigerten Geldeinkommen sein. Hinsichtlich des Einkommens gehören sie zu den Nutznießern des Vorganges. Jedoch wird dieser Nutzen im weiteren Verlauf durch den Fortgang der Preissteigerung gemindert. Bei dem Versuch, den Zuwachs an Einkommen ganz oder zum Teil für die Zukunft aufzusparen, erleiden die neuen Sparer das gleiche Schicksal wie die noch

1) Daß während eines solchen Prozesses auch mehr gespart wird, ist möglich und in gewissem Umfange wahrscheinlich, aber keineswegs notwendig. Deswegen ist Sparen nicht als „abhängige Variable“ zu betrachten in dem Sinne, daß die Kreditausweitung notwendig eine Vergrößerung des Sparens nach sich zieht. Vgl. hierzu den Aufsatz von R. v. STRIGL: „Der Wicksellsche Prozeß“ im Weltwirtsch. Archiv, Bd. 55, H. 3, Mai 1942.

zu betrachtenden alten Sparer: sie verlieren durch die Preissteigerung einen Teil des Gewinnes an die jeweiligen Eigentümer von Sachgütern.

(Die Gleichung Ersparnis = Investition gilt auch hier. Aber sie beinhaltet vom Standpunkt der Sparer und Investoren etwas ganz anderes. Die Träger des Konsumverzichts gehen bei der Verteilung des neugebildeten Vermögens leer aus. Und auch die am Einkommen Gewinnenden verlieren einen Teil des Gewinnes, sobald sie in den Kreis der Sparenden eintreten.)

Darüber hinaus ruft aber der Inflationsstoß auch eine Veränderung in der Verteilung des vor seinem Eintreten bestehenden Vermögens hervor. Auch die bestehenden dauerhaften Güter und Vorräte nehmen an der Preissteigerung teil. Dadurch erhöht sich ihr Nominalwert bei den Eigentümern. Der Nominalwert der darauf ruhenden Schulden und der — den Schulden entsprechenden — Sparguthaben bleibt aber gleich. Demnach wird der Anteil der Sparer am bestehenden Sozialvermögen geringer, verglichen mit dem Anteil, dem sie vor Beginn des Prozesses besaßen. Die Sparer könnten das mit ihren Ersparnissen produzierte Investitionsprodukt nicht mehr kaufen. Ohne ihr Zutun oder Unterlassen ist ihr reales Vermögen zugunsten ihrer Schuldner verringert. Handelt es sich um eine längere Inflationsperiode, so kann dies bis zur völligen Vermögensvernichtung gehen.

Im Gegensatz zum „Inflationsstoß“ wird bei einer vorübergehenden Konjunkturwelle in den bis dahin bestehenden Vermögensverhältnissen keine dauernde Veränderung hervorgerufen, da nach unserer Annahme an ihrem Ende das alte Preisniveau, der alte Geldwert wieder hergestellt wird. Zunächst ist der Verlauf der gleiche wie beim Inflationsstoß: ein Teil der Geldeinkommen steigt, ein Teil bleibt zurück; das Preisniveau steigt, es tritt eine erzwungene Konsumeinschränkung ein, während die der Konsumgüterproduktion entzogenen Produktivkräfte für Investition freigemacht werden. Alles dies aber geht vorüber, selbst wenn es sich über Jahre hinzieht. Werden Kreditausdehnung und Investition an einem bestimmten Punkt gestoppt und auf das frühere Maß reduziert, so stellen sich nach einer meist schmerzlichen und verlustreichen Anpassungsperiode die alten Einkommens- und Vermögensverhältnisse einigermaßen wieder ein.

Wem ist nach Ablauf der „Konjunkturwelle“ das durch die Investition gebildete Neuvermögen zugewachsen? Auch hier sind

es nicht diejenigen, denen durch die konjunkturelle Preissteigerung das Konsumopfer auferlegt ist. Zunächst bilden sich auch Geldentwertungsgewinne bei den Investoren. Jedoch treten diese nur vorübergehend auf und gehen mit dem Auslaufen der Konjunkturwelle wieder verloren. Es ergeben sich sogar schließlich Geldaufwertungsverluste bei denjenigen Investoren, die zu den höheren Konjunkturpreisen und -Kosten eingekauft und produziert haben. Der eigentliche Investitionsnutzen aus erhöhter Produktivität der Anlage wird durch den Geldaufwertungsverlust verringert, kann sogar verzehrt oder gar in einen Preisverlust verwandelt werden. Die eigentlichen Gewinner der Konjunktur sind diejenigen, die aus dem konjunkturell gesteigerten Einkommen Geldersparnisse machen. Sie gleichen den Leuten, die bei einer Börsenhausse mitgehen, aber rechtzeitig vor dem Ende „aussteigen“. Den Geldaufwertungsverlusten der Investoren stehen hier entsprechende Gewinne derjenigen gegenüber, die bei erhöhten Preisen Geldersparnisse bildeten.

Im ganzen genommen bleiben bei der „Konjunkturwelle“ die Vermögensverschiebungen innerhalb der direkt an dem Vorgang Beteiligten. Die schließlichen Folgen sind nicht so tiefgreifend, falls die Erhöhung und die darauf folgende Rückbildung des Preisniveaus nicht zu stark sind. Immerhin bringt die Rückbildung, die die Lage wieder zugunsten der Sparer korrigiert, auch Verluste mit sich, von denen Gerechte und Ungerechte blind getroffen werden.

Von einer wertenden Beurteilung soll in diesem Stadium der Betrachtung bewußt noch abgesehen werden. Auch der Ausdruck „Inflationsstoß“ soll keineswegs dazu einladen. Wir betrachten hier lediglich an sich bekannte, durch Kreditpolitik hervorgerufene Vorgänge unter dem besonderen Gesichtspunkt der Einwirkung auf Sparen und Vermögensbildung.

### **3. Sparen ohne Kreditausdehnung.**

Ausgangspunkt für die folgende Betrachtung sei wiederum die im Gleichgewicht von Sparen und Kredit befindliche Volkswirtschaft. Wir stellen uns nun vor, daß die laufende Kreditgewährung für Investitionen hinter der laufenden Ersparnis zurückbleibt, sei es dadurch, daß mehr gespart oder dadurch, daß weniger investiert wird. Daraus ergibt sich der Zustand, daß die Nachfrage der Investoren nicht den Nachfrageausfall, der durch Konsumenthaltung der Sparer entsteht, ausgleicht. Es werden Produktivkräfte freigesetzt, ohne daß sie anderweitig beschäftigt werden. Entsteht

diese Diskrepanz durch Mehrsparen, so sind es zunächst in der Konsumgüterproduktion beschäftigte Produktivkräfte, die von dem Nachfrageausfall betroffen werden; entsteht die Diskrepanz dadurch, daß weniger investiert wird — der typische Fall eines Konjunktumschwunges, bei dem die Unternehmer durch Zurückhaltung von der Investitionsseite auf die Sparerseite übergehen —, so werden primär solche Produktivkräfte freigesetzt, die bis dahin in der Investition beschäftigt waren. In beiden Fällen setzt ein Prozeß des Preisrückganges, des Einkommensausfalles, der Arbeitslosigkeit und der Vermögensverluste ein, der sich über die ganze Volkswirtschaft ausbreitet. Fangen den ersten Stoß die erstbetroffenen Unternehmer auf, indem sie weiter produzieren, den unverkauften Vorrat ihrer Produkte anwachsen lassen und ihre liquiden Geldreserven verbrauchen oder ihre Kreditmöglichkeiten anspannen, um ihren Verpflichtungen gegenüber Arbeitern, Kapitalgebern und Lieferanten nachzukommen, so kann dies doch nur ein Übergangszustand sein, in dem man noch an eine nur vorübergehende Störung glaubt. Im weiteren Verlauf wird jeder Unternehmer versuchen müssen, sich der neuen Lage anzupassen. Er wird durch Preisherabsetzung versuchen, den angewachsenen Vorrat und die weiter laufende Produktion seiner Erzeugnisse an den Mann zu bringen, seine Produktion der verringerten Nachfrage anzupassen, dementsprechend seine Aufträge an die Lieferanten-Unternehmer einzuschränken, nötigenfalls die Kapitalbeteiligten zum Verzicht auf Geschäftserträge zu nötigen, die Kreditgeber um Stundung und Nachlaß zu ersuchen, nachdem der Verzicht auf Unternehmergewinn und die Hinnahme eigener Vermögensverluste nicht mehr ausreichen. Hilft dies alles nichts, so bleibt nur noch die Stilllegung und Schließung des Betriebes übrig. Gerade diese Anpassungsversuche breiten den Prozeß von Preisverfall, Einkommensausfall, Vermögensverlust und Arbeitslosigkeit über die ganze Volkswirtschaft aus. Über das Lieferantenverhältnis zwingt ein Unternehmer den anderen zu dem gleichen Verhalten. Der Druck auf die Löhne, der dem einzelnen Unternehmer als Erleichterung und Anpassung erscheint, wirkt im ganzen nur verschärfend, da die Nachfrage auf den Konsumgütermärkten dadurch weiter nachläßt und die Konsumgüterpreise weiter herabdrückt. Eine besondere Vertiefung erfährt die depressive Wirkung, wenn nicht nur die Neuinvestition nachläßt — und ist sie einmal hinter der laufenden Ersparnis zurückgeblieben, so zeigen sich alsbald die geschilderten depressiven Wirkungen, die von jeglicher Neuinvestition abschrecken —, sondern auch die Ersatzinvestitionen

im Hinblick auf die allgemeine Unsicherheit zurückgestellt werden. (Die Unternehmungen haben z. B. zwar die Geldbeträge für den Ersatz verbrauchter Maschinen richtig zurückgestellt, verwenden sie aber nicht zur Bestellung neuer Maschinen.) Dieser — zur laufenden Ersparnis hinzutretende — Nachfrageausfall wird gerade in einer Volkswirtschaft mit umfangreichem älterem Produktionsapparat, in der die laufende Ersatzbeschaffung einen erheblichen Teil der Produktion in Anspruch nimmt, von großem Gewicht sein.

Es dürfte sich erübrigen, die Schilderung des depressiven Prozesses zu verbreitern und zu vertiefen. Seine Erscheinungen sind teils aus eigenem Erleben, teils aus den Schilderungen der großen krisenhaften Depression 1929—1932 nur allzu vertraut. Hier kommt es darauf an, die Wirkung auf die Einkommen- und Vermögensbildung zu betrachten. Es vollzieht sich nämlich im Verlauf des Prozesses eine vollkommene Vermögensverschiebung. Denn zweifellos wächst das Vermögen des einzelnen Sparers; aber das gesamte Vermögen wächst nicht. Es wird, wenn die Ersatzinvestitionen unterlassen werden, sogar geringer. Dementsprechend müssen dem Vermögenszuwachs der Sparer Vermögensverluste gegenüberstehen, die durch den Prozeß der Einkommens- und Preisbildung vollzogen werden. Diese treffen zunächst die Unternehmer der Konsumgüterindustrie und die direkten Lieferanten der Investoren. Ihr Erlös deckt nicht mehr die Kosten; solange sie versuchen, im alten Umfange weiter zu produzieren, ist der Erlös geringer als die Aufwendungen an Löhnen usw. Die Differenz wird durch Unterlassung notwendiger Ersatzinvestitionen und Aufopferung liquider oder liquide zu machender Vermögensteile gezahlt, bis die Rückwälzung in der Form von Lohnherabsetzung und Preisdruck auf die Lieferanten einsetzt. Der Rückwälzungsprozeß gibt den Druck an andere Unternehmer weiter, die ähnlich reagieren. Der Druck auf die Löhne mindert das Einkommen der Lohnempfänger. Insoweit dies zu weiteren Konsumeinschränkungen führt, wird der Prozeß, wie wir schon sahen, verschärft. Wenn dadurch das Sparen vermindert und das Verzehren vorhandener Ersparnisse erzwungen wird, wird er verlangsamt. Es ist denkbar, daß er im — nur äußerst seltenen — Grenzfall dadurch zum Stillstand kommt. Allerdings ist das schwer vollziehbar, da bei einem derartig starken Rückgang der Konsumeinkommen die Verfallkräfte sehr stark sein müssen.

Irgendwann und irgendwie wird auch dieser Prozeß, der an sich die Tendenz zu immerwährender Fortsetzung und Selbst-

verstärkung hat, zum Ende gebracht und zwar dann, wenn es gelungen ist, die Kreditgewährung wieder auszudehnen. Der Kredit hat zwar, abgeschreckt durch die auftretenden Verluste, die Tendenz zur Zusammenziehung und Zurückhaltung, d. h. zu immer wieder erneuter Herstellung des Ungleichgewichts zwischen Sparen und Kredit. — In einer Sozialordnung aber, die den Arbeitslosen in Form von Unterstützungen gewisse Minimaleinkommen schafft, wodurch schließlich die öffentliche Hand zur Kreditentnahme oder zum Verzehren ersparter Reserven gezwungen wird, spielt sich zunächst ein mindestens vorläufiges Gleichgewicht ein. Überhaupt wirkt ein Defizit im Staatshaushalt, das durch Kredit gedeckt wird, wie ein Fallschirm. Wenn die Preise nun nicht mehr weiter sinken, so kann sich auf dem erreichten niedrigeren Preisniveau hinreichende Neigung zur Investition und Kreditentnahme entwickeln, nötigenfalls unter staatlicher Führung.

Wie haben sich nun während dieses Prozesses Einkommen und Vermögen entwickelt? Hinsichtlich der Einkommen sind die Einbußen, die Unternehmer- und Lohneinkommen erleiden, ohne weiteres ersichtlich; ebenso ist der Vorteil der festen Nominaleinkommen leicht erkennbar. Die Bezieher solcher Einkommen gewinnen durch den Rückgang der Preise erweiterte Möglichkeiten zum Verbrauch, vor allem aber auch zum Sparen. Diejenigen, die während der Deflationsperiode sparten, haben nun zwar ihr Vermögen vermehrt. Jedoch ist, da dem Sparen keine adäquate Investition entsprechen hat, das Gesamtvermögen der Volkswirtschaft nicht gewachsen. Es stehen dem Vermögenszuwachs der Sparer die Vermögensverluste der mangelhaft beschäftigten oder unbeschäftigten Unternehmer gegenüber. Sie mußten zum Teil durch Auflösen von Ersparnissen, zum Teil vorläufig durch Schulden, endgültig durch Veräußerung von Vermögensteilen die Verluste decken. Die Unterlassung von Ersatzinvestitionen hat sogar zu einer Verminderung des realen Volksvermögens geführt. Auch dieser Verlust fällt in Form weiterer Vermögenseinbußen auf Unternehmer, in erster Linie auf die Produzenten von Investitionsgütern. So wird das Sparen ohne entsprechende Kreditgewährung durch Ersparnisverzehr und Vermögensverluste an anderer Stelle kompensiert und führt im weiteren Verlauf sogar zur Verminderung des Gesamtvermögens.

Ebenso wie beim Inflationsprozeß, aber im umgekehrten Sinn, bewirkt die Veränderung des Gesamtpreisniveaus auch Verschiebungen der Besitzanteile am bereits vorhandenen Vermögen. Die vor Einsetzen des Deflationsprozesses bestehenden Ersparnisse

sind durch das Sinken aller Preise im Realwert gestiegen. Diesem Gewinn steht gegenüber, daß die entsprechenden Schulden der Eigentümer dauerhafter Güter durch ihren höheren Realwert eine schwerere Belastung darstellen; teilweise ist Überschuldung eingetreten. Ohne ihr Zutun haben die Sparer eine höhere Beteiligungsquote am Volkvermögen erlangt.

Auch hier kann die Rückkehr zum alten (in diesem Falle höheren) Preisniveau die unbegründeten Vermögensverschiebungen zwischen den Sparern und Schuldnern aus früherer Zeit revidieren. Die im Deflationsprozeß selbst entstandenen Verluste sind aber nicht korrigierbar, weder im Einzelfall noch im ganzen. Die Zeit, die nicht zum Produzieren ausgenutzt worden ist, ist unwiederbringlich verloren. Ohne daß damit ein allgemeingültiges Urteil über deflatorische Kreditpolitik gefällt werden soll — ein solches kann es nicht geben, da die Zweckmäßigkeit einer Wirtschaftspolitik immer nur aus der besonderen historischen Situation heraus beurteilt werden kann —, so ist ein deflatorischer Prozeß doch durch die Tatsache belastet, daß gesamtwirtschaftliche Verluste einfach durch Untätigkeit entstehen. Die scharfe Verurteilung eines solchen Prozesses als dem eigentlichen Sinn wirtschaftlicher Tätigkeit widersprechend, hat also von vornherein starke Gründe für sich. Zunächst scheint es so, als ob der Sparer begünstigt wird. Aber in Wirklichkeit wird durch die Einkommensminderung und die Verluste von Unternehmern das laufende Sparen gehemmt; schließlich ist auch der Unternehmer ein potentieller Sparer ersten Ranges. Eigentlichen Gewinn haben beim Deflationsprozeß nur diejenigen Besitzer früherer Ersparnisse, die nicht gezwungen sind, sie wegen geminderten oder ausfallenden Einkommens zu verzehren, sowie die Bezieher fester Nominaleinkommen, die inmitten des Verfalles Ersparnisse bilden können.

#### **4. Kreditausdehnung bei Wirtschaftswachstum.**

Die bisherigen Betrachtungen stehen alle unter der Voraussetzung, daß sich die Produktionsbedingungen nicht durch Fortschritt der technischen Kenntnisse und deren Anwendung ändern. Damit ist ein Einfluß ausgeschaltet, der seit fast zwei Jahrhunderten einer der beherrschenden Faktoren der Wirtschaftsentwicklung war. Nach der bisherigen Voraussetzung konnte ein Ausbau des Produktionsapparates nur bei freiwilligem (Fall 1) oder erzwungenem (Fall 2) Konsumverzicht stattfinden. Das Bild ändert sich wesentlich, sobald man annimmt, daß es durch Anwendung neuerer technischer Kennt-

nisse möglich wird, die gleiche Versorgung des laufenden Konsums mit weniger Produktivkräften durchzuführen. In diesem Falle stehen Produktivkräfte für die Investition zur Verfügung, ohne daß der Konsum deshalb eingeschränkt, d. h., ohne daß gespart werden muß. Der gleiche Konsumbedarf kann durch einen geringeren Einsatz von Produktivkraft befriedigt werden. Es können also mehr Produktivkräfte in der Investition eingesetzt werden. Oder aber, es könnte mehr konsumiert werden, ohne daß die Investition eingeschränkt werden muß. Im ersten Fall würde bei gleichem Sparen mehr Kredit gegeben werden. Im zweiten Fall würde ebensoviel Kredit gegeben werden können wie vorher, obwohl ein größerer Anteil des laufenden Einkommens zu sofortigem Konsum verwendet wird.

[Ein derartiges Wachstum der Produktion ist wohl zu unterscheiden von einer Ausdehnung der Produktion durch Verlängerung der Arbeitszeit und sonstige stärkere Ausnutzung aller Produktionsfaktoren über eine optimale Grenze hinaus. Von dieser Möglichkeit haben wir in den vorigen Abschnitten abgesehen, um die Darstellung nicht weiter zu komplizieren. Sie kommt natürlich gerade im Fall 2 (Kredit ohne Sparen) in Frage. Die Ausdehnung über die optimale Grenze hinaus geschieht bei — naturalwirtschaftlich gesehen — steigenden Kosten; schlechtere Böden, weniger ergiebige Bergwerke, veraltete Maschinen usw. müssen herangezogen werden, kurz, der Grenzertrag sinkt. Bei inflatorisch aufgeblähten Preisen wird dies tragbar. Die Wirkung der inflatorischen Kreditausdehnung auf den Sparer bleibt die gleiche, die Einkommensverteilung wird noch etwas anders, da mehr Differentialrenten entstehen.]

Einige Beispiele mögen veranschaulichen, was unter Produktionswachstum infolge technischen Fortschritts vorzustellen ist. Durch eine neue Methode der Bodenbearbeitung wächst auf der gleichen Fläche weniger Unkraut und wachsen mehr Nutzpflanzen. Bei dem Ersatz abgenutzter Maschinen in einer Weberei werden neue Maschinen eingesetzt, die nicht mehr kosten als die alten, aber mehr leisten, also in der gleichen Zeit ein größeres Quantum Gewebe hervorbringen. In einer Automobilfabrik wird durch eine Umorganisation soviel an Transportwegen gespart, daß die Zeit für die Fertigstellung eines Automobils um 10% verkürzt wird. Was ist das Charakteristische an diesen Beispielen? Nicht, daß die Arbeitsleistung pro Zeiteinheit überhaupt ergiebiger wird, sondern daß sie ergiebiger wird ohne stärkeren Kapitaleinsatz; es werden nicht mehr, sondern bessere Maschinen verwendet; oder die Maschine spielt

überhaupt keine Rolle für die Verbesserung, die Produktion wird durch andere Maßnahmen ergiebiger. Der Mehrertrag wird also auch nicht teilweise durch Mehrleistung in einer vorgelagerten Produktionsstufe erzielt, wie dies bei Mehrertrag durch stärkeren Kapitaleinsatz der Fall ist. Es handelt sich also sozusagen um den Reinertrag menschlichen Forschungsgeistes, der hier in Erscheinung tritt.

Die Veränderung in der Produktion setzt selbstverständlich jeweils bei einem einzelnen oder bei einigen wenigen Unternehmern eines Produktionszweiges ein. Für diese sind bei der neuen Produktionsweise die Kosten geringer. Sie werden einerseits bemüht sein, durch Preissenkung einen größeren Teil der Nachfrage auf sich zu ziehen, zu Lasten ihrer noch technisch rückständigen Konkurrenten, andererseits aber auch versuchen, einen Teil der Verbilligung sich als Gewinn zu erhalten, also nicht an die Konsumenten in Form geringerer Preise abzugeben. Je nach der Elastizität der Nachfrage wird durch den niedrigeren Preis der Verbrauch des Produkts des betreffenden Gewerbezweiges steigen, oder es werden Einkommensanteile frei für gesteigerte Nachfrage nach anderen Produkten. Steigt der Verbrauch in dem betreffenden Produkt, so daß die Konsumenten ebensoviel wie vorher dafür ausgeben (Elastizität der Nachfrage = 1), so ist die Anpassung ziemlich einfach: die durch die technische Verbesserung freiwerdenden Produktivkräfte finden im gleichen Gewerbezweig erneut Beschäftigung, sei es, daß sich die Produktion auf die technisch besseren, modernen Betriebe konzentriert, sei es, daß die technische Verbesserung sich rasch verallgemeinert. Steigt der Verbrauch des Produkts aber nur wenig oder gar nicht (Elastizität kleiner als 1) und lagert sich die Nachfrage nach anderen Gewerbezweigen um, so ist die Anpassung schwieriger. Durch die Umlagerung der Nachfrage auf andere Güter müssen deren Preise zunächst steigen, bis die Produktion unter Heranziehung der in dem technisch verbesserten Gewerbezweig freigewordenen Produktivkräfte so gesteigert ist, daß sich Angebot und Nachfrage wieder ausgleichen.

Daß eine solche Umlagerung ihre Schwierigkeiten hat und durch die — das moderne Wirtschaftsleben kennzeichnende — Starrheit der Löhne besonders erschwert wird, ist unbestreitbar. Jede Veränderung der Nachfrage, nicht nur die durch technische Neuerungen bedingte, läßt derartige Schwierigkeiten entstehen. Deswegen darf man sich aber die Umlagerung nicht als unmöglich vorstellen und sie womöglich noch durch Preisbindungen und Produktionskontingentierungen weiter erschweren. Es leuchtet ein, daß Kredit solche

Umlagerung erleichtern kann. Gleichwohl könnte die technische Verbesserung in einem einzelnen Gewerbezweig nicht Anlaß zu einer nennenswerten Ausdehnung des gesamten Kreditvolumens sein. In diesem Fall müßte es bei einer vereinzelter Preissenkung sein Bewenden haben; so kommt der vereinzelter technische Fortschritt der Allgemeinheit zugute.

Anders liegen die Dinge, wenn der technische Fortschritt eine allgemeine Zeittendenz ist und mehr oder weniger alle Produktionszweige erfaßt. Stellen wir uns vor, daß in allen Produktionszweigen oder wenigstens in einem großen, überwiegenden Teil in der beschriebenen Weise die Ergiebigkeit der Produktion stiege. Es ist dann Raum für eine Kreditausdehnung ohne Sparen vorhanden, ohne daß die beschriebenen Wirkungen auf Preise, Einkommen- und Vermögensverteilung eintreten. Denn die Produktivkräfte, die auf diese Weise durch den Kredit für die Investition freigemacht werden, sind nicht durch eine erzwungene Konsumeinschränkung, sondern durch die größere Ergiebigkeit der Produktion verfügbar geworden. — Damit ist allerdings noch keineswegs begründet, daß unter solchen Voraussetzungen eine Kreditausdehnung stattfinden soll oder gar muß. Darüber soll im Zusammenhang mit dem Lenkungsproblem im 6. Kapitel gesprochen werden. Zunächst seien auch für diesen Fall die Wirkungen auf Einkommens- und Vermögensbildung betrachtet.

Bei einer Kreditausdehnung unter der Voraussetzung wirtschaftlichen Wachstums tritt ebenfalls eine Steigerung des gesamten Geldeinkommens ein, und zwar zunächst in Form der Differentialrente der technisch im Vorsprung befindlichen Unternehmer. Dann allmählich erhöhen sich die übrigen Einkommen. Hierbei handelt es sich um eine reale Einkommenssteigerung. Es werden natürlich auch Vermögen aus dem zusätzlichen Einkommen gebildet, also nicht aus eigentlichem Sparen im Sinne eigener Konsumeinschränkung; aber diese Vermögensbildung findet nicht zu Lasten einer erzwungenen Konsumeinschränkung anderer Wirtschaftssubjekte statt. Ebenso wenig erfolgt eine Verschiebung der Eigentumsanteile an dem bereits bestehenden Sachvermögen. Denn es handelt sich eben um einen echten Vermögenszuwachs.

Mit der Betrachtung der Kreditausdehnung bei wirtschaftlichem Wachstum haben wir uns der heute aktuellen Wirklichkeit der Wirtschaft erheblich genähert. Denn wenn auch ein Ausbau des Produktionsapparates allein zu Lasten des laufenden Konsums bei gleichbleibenden technischen Kenntnissen durchaus

vorstellbar ist und in gewissen Perioden der Wirtschaftsgeschichte sicherlich stattgefunden hat, so ist das gewaltige Wachstum der Wirtschaft seit der Mitte des 18. Jahrhunderts zweifellos zum größten Teil der ständigen Ausweitung der technischen Kenntnisse und der dadurch ermöglichten besseren Ausnutzung der Produktivkräfte zuzuschreiben. Es kann auch kein Zweifel darüber herrschen, daß die Entwicklung eines immer leistungsfähigeren Kreditapparates diesen Wachstumsprozeß gewaltig gefördert, ihn wahrscheinlich überhaupt erst möglich gemacht hat. Zwar kann man nicht etwa sagen, daß die Kapital- und Vermögensbildung in dieser Epoche der Wirtschaftsgeschichte nur dem technischen Fortschritt zu verdanken war. Natürlich fließt die Vermögensbildung aus verschiedenen Quellen zusammen. Es ist beim einzelnen nicht zu unterscheiden, ob die Vermögensbildung auf „echtem Sparen“ beruht oder nur einen Anteil an dem Vermögenszuwachs der Volkswirtschaft darstellt. Vom Standpunkt des einzelnen stellt es sich natürlich immer als echtes Sparen dar; denn er hat ja nicht sein gesamtes Einkommen verzehrt. Inwieweit aber dieses Einkommen selbst von dem Wachstumsprozeß der Volkswirtschaft abhängt, kann im einzelnen Fall meist nicht ausgemacht werden. Bei großen Unternehmergewinnen und entsprechender Vermögensbildung liegt es allerdings ziemlich klar zutage, daß es sich um Wachstumsgewinne handelt. Bei Vermögen, die aus Lohn- und Gehaltseinkommen gebildet werden, wird man eher dazu geneigt sein, von echtem Sparen zu reden; aber auch da ist zu bedenken, in welchem Maße Löhne und Gehälter von dem gewaltigen Prozeß der Kreditausweitung und des Wirtschaftswachstums gesteigert worden sind. Mit dem Gesamtprozeß ist auch eine langwellige Preissteigerung verbunden gewesen. Kann man daraus schließen, daß die Kapitalbildung zum Teil auch aus erzwungener Konsumeinschränkung erfolgt ist? Das trifft für gewisse Zeitperioden sicherlich zu; besonders für die Anfänge der Entwicklung wird man das annehmen müssen, bis die ersten Resultate der höheren Ergiebigkeit sich auch auf dem Konsumgütermarkt bemerkbar machten. Auch ist zu bedenken, daß einzelne Güter von der höheren Ergiebigkeit durch verbesserte Technik gar nicht, andere wenig betroffen wurden, und daß deren Preise infolgedessen mehr oder weniger relativ stiegen. Dem waren durch die Ausweichmöglichkeit auf andere, durch die Technik mehr oder weniger stark verbilligte Güter Grenzen gezogen. Überhaupt trat allmählich eine durchgreifende Veränderung der Konsumgewohnheiten ein. Dadurch wird ein Vergleich der Lebenshaltung

zu verschiedenen Zeitpunkten äußerst erschwert und somit auch die Frage, inwieweit dem Prozeß wirtschaftlichen Wachstums eine erzwungene Konsumbeschränkung beigemischt war. Trotz der starken Veränderung der Lebensweise wird man wohl behaupten dürfen, daß sich in den letzten zwei Jahrhunderten in den hochentwickelten Wirtschaftsländern der Konsum der meisten Menschen qualitativ und quantitativ erheblich verbessert hat, so daß die Vermögensbildung zu einem großen Teil weder auf freiwilligem noch erzwungenem Konsumverzicht beruht.

Es ist eine ganz andere Frage, ob die Menschen dabei glücklicher geworden sind. Man sollte sich bei deren Beantwortung vor einem glatten Nein ebenso sehr hüten wie vor dem noch vor einem Vierteljahrhundert oft leichtherzig gesprochenen Ja der Fortschrittsapostel. Keinesfalls gehört diese Frage in unsere Untersuchung hinein. Uns interessiert nur, daß Kritiker dieser Epoche die Schuld an ihren üblen Begleiterscheinungen der Tatsache geben, daß sie so weitgehend auf einer Ausdehnung des Kredits beruhte, wobei von den intermittierenden Perioden hemmungsloser Inflation ganz zu schweigen ist. Diese Kritiker befürworten eine Kreditpolitik ohne Expansion und Kontraktion. Technischer Fortschritt und wirtschaftliches Wachstum sollen sich dann bei sinkenden Preisen durchsetzen. Hier sei diese Auffassung nicht näher erörtert, da wir ja die Wirkungen der Kreditausdehnung untersuchen wollen und sie dazu als gegeben annehmen mußten. Auf die Frage aber, ob und inwieweit ein Wirtschaftswachstum ohne Kreditausdehnung möglich und erstrebenswert ist, kommen wir im 6. Kapitel bei Erörterung kreditpolitischer Fragen im Zusammenhang mit dem Sparen zurück.

### 5. Kreditaufnahme des Staates.

Eine besondere Betrachtung der staatlichen Kreditaufnahme ist durch zwei Eigenarten gerechtfertigt, die nur beim Staatskredit auftreten können: Der Staat kann in größerem, ja unter besonderen Umständen (Krieg, Erdbeben usw.) in gewaltigem Umfang konsumtiven Kredit aufnehmen. Und zweitens: der Staat kann sowohl Kreditinstitute wie auch einzelne natürliche wie auch juristische Personen, die nicht Bankiers oder Banken sind, direkt oder indirekt zwingen, ihm Kredit zu geben; d. h. er kann sowohl Kreditausweitung wie Sparen erzwingen. Hieraus ergeben sich im Verhältnis zwischen Kredit und Sparen besondere Beziehungen, die durch die bisherigen Betrachtungen nicht erfaßt sind.

Untersuchen wir zunächst die Frage der konsumtiven Kreditaufnahme, so sehen wir, daß es sich hierbei um Kredit ohne Investition handelt. Daher kann es sich hier nicht wie in den bisher betrachteten Fällen darum handeln, in wessen Vermögen die durch die Investition erstellten Güter übergehen. Beim Konsumtivkredit wird nicht Vermögen gebildet, sondern der Konsum anders verteilt. Zwischen einzelnen Privatpersonen stellt sich die Sache sehr einfach dar: Wenn A der Kreditgeber, B der Kreditnehmer ist, so konsumiert B während der Laufzeit des Kredits um den betreffenden Kreditbetrag mehr, A weniger; während der Rückzahlung des Kredits kann A um den betreffenden Betrag mehr konsumieren, während ihn B von seinem Verbrauch absparen muß. Derartige Kredite unter Privaten können — dies bedarf wohl keiner näheren Auseinandersetzung — keinen großen Umfang annehmen. Sie bedeuten eine einfache Konsumverschiebung, wie sie im Leben der Volkswirtschaft alltäglich ist. Viel tiefer sind die Wirkungen, die vom staatlichen Konsumtivkredit ausgehen, der sehr große Dimensionen erreichen kann. Er nimmt in mehr oder weniger erheblichem Umfang die Ergebnisse der Spartätigkeit — d. h. freigesetzte Produktivkräfte — in Anspruch, die andernfalls der Investition gewidmet worden wären. Dies bedeutet eine tiefgreifende Veränderung der Produktionsweise und des Produktionsergebnisses. Es werden weniger oder keine neuen Produktionsanlagen hergestellt. Der Bildung von Geldvermögen, die sich natürlich auch beim Konsumtivkredit des Staates ergibt, steht kein entsprechendes Wachstum von Realvermögen gegenüber. Den Gegenwert bildet lediglich die steuerliche Leistungskraft, aus der Verzinsung und Tilgung der Staatsschuld erfolgen muß. Infolgedessen ist die Aufnahme des Staatskredits in diesem Fall die vorläufige Übernahme der notwendigen Konsumeinschränkung zugunsten des Staatskonsums durch die Kreditgeber. Die Besteuerung zum Zwecke der Verzinsung und Tilgung ist die endgültige Verteilung der Konsumeinschränkung, wobei es bei geeigneter Steuerpolitik darauf hinauslaufen kann, daß die Kreditgeber zum großen Teil mit den für die Verzinsung und Tilgung Besteuererten identisch sind. Als Ganzes genommen handelt es sich um einen starken Zugriff des Staates auf das Einkommen seiner Bürger, der in zwei Phasen — Kreditaufnahme als vorläufige Übernahme, Besteuerung als endgültige Verteilung der Last — erfolgt.

Der Staat kann nun außerdem Kredite und Anleihen sich durch Zwang beschaffen, wenn im Wege der Freiwilligkeit das Kredit-

aufkommen für die gesetzten Zwecke nicht ausreicht. Hierbei sind, wenn die inflationistische Mittelbeschaffung mit ihren rohen Methoden und Ergebnissen als sattsam bekannt beiseite gelassen wird, zwei Wege möglich: die Auferlegung von Zwangsanleihen und die Rationierung der Güterbeschaffung. Die Auferlegung von Zwangsanleihen steht der Besteuerung schon sehr nahe. Sie ist früher öfter vorgekommen, aber in der neueren Finanzpolitik selten. — Dagegen ist der indirekte Weg von größter Bedeutung für die Finanzierung moderner Kriege geworden. Indem man die Anschaffung von Konsum- und Investitionsgütern rationiert und ihre Preise fixiert, macht man einen Teil des Geldeinkommens unverwendbar. Der Einkommensbezieher ist gezwungen, diesen Teil des Einkommens zu sparen. Hierfür würde der Ausdruck „erzwungenes Sparen“ besser passen, da sich ja wenigstens Geldvermögen bei den zur Konsumeinschränkung Gezwungenen bilden. Der zum Sparen Gezwungene mag die ersparten Geldbeträge dem Staat direkt übertragen, indem er Staatsschuldtitel erwirbt. Oder er mag die Beträge bei einem Kreditinstitut als Guthaben stehen lassen und es dem Staat überlassen, sich entsprechende Mittel bei Kreditinstituten durch Geldschöpfung (Ausdehnung des Kreditvolumens) zu beschaffen. Auf jeden Fall kann der Staat so — ohne direkte, zwangsweise Beschaffung von Geldmitteln — seine Nachfrage an die Stelle derjenigen der Einkommensbezieher setzen. Der Zwang wird indirekt durch die Einschränkung des Güterbezuges ausgeübt. Dem Einkommensbezieher bleibt die Illusion, daß er sein Geld noch hat und es nur vorübergehend nicht zum Kaufen verwenden kann. Wie ein solcher Schuldenberg, hinter dem keine reale Vermögensmasse, sondern die Verpflichtungen des gleichen Personenkreises stehen, dem auch die Gläubiger angehören, abgebaut werden kann, ist ein Problem für sich, das nicht zu unserem Thema gehört. Wichtig ist für uns das Ergebnis, daß der konsumtive Staatskredit — in Kriegs- und Notzeiten unvermeidlich — aus den in Anspruch genommenen Einkommensteilen seiner Bürger ein nur in Geldforderungen bestehendes Scheinvermögen aufbaut. Genau genommen, müßten ihm immer die kapitalisierten Steuerverpflichtungen, die für Verzinsung und Tilgung der Staatsschuld erforderlich sind, gegenübergestellt werden. Dann würde sichtbar werden, daß hier keine echte Ersparnis vorliegt, daß die dem Staat zur Verfügung gestellten Mittel — die Erzeugnisse der vom Sparer nicht in Anspruch genommenen Kredite — tatsächlich verbraucht sind. Die Besteuerung muß diesen Verbrauch zweckmäßig und gerecht umlegen. Nimmt der Staat auf den dar-

gelegten Wegen auch die Geldbeträge in Anspruch, die zur Reinvestition — Ersatz der verbrauchten Maschinen usw., Wiederauffüllung der Läger — bestimmt sind, so verbirgt sich hinter dem Anwachsen des Geldvermögens ein Verbrauch des Realvermögens<sup>1)</sup>. Der Gegensatz, der manchmal zwischen Geldsphäre und Gütersphäre bestehen kann, wird hier besonders deutlich. Verfehlt wäre es, wenn man wegen der Erkenntnis, daß es sich hier eigentlich nicht um Ersparnis- und Vermögensbildung handelt, sondern um eine zeitlich eigenartig verteilte Besteuerung, die Aufnahme von Staatskredit als sinnlos und zwecklos hinstellen wollte. Die zeitliche Verteilung erspart der Volkswirtschaft große Reibungsverluste.

## 6. Ergebnis.

Die Betrachtungen dieses Kapitels zeigen, daß die Unabhängigkeit des Kredits vom Sparen nicht gleichbedeutend ist mit einer sachlichen Bedeutungslosigkeit des Sparens für den Kredit. Wird die Bewegungsfreiheit des Kredits zu einer Kreditgewährung ohne Rücksicht darauf, wieviel Produktivkräfte das Sparen zur Verfügung gestellt hat, ausgenützt, so treten durch tiefgreifende Veränderungen des Preisniveaus und der Preisrelationen nicht nur entsprechende Veränderungen im Aufbau der Produktion, sondern auch schwere Verzerrungen in der Einkommens- und Vermögensbildung auf. Sofern nicht das Kapital (im güterwirtschaftlichen Sinne) durch Steigerung der Produktivität dem Zugriff des Kredits zur Verfügung gestellt wird, was wohl immer nur für einen Teil des normalen Kapitalbedarfs zutreffen dürfte, muß es durch Sparen bereitgestellt sein, wenn nicht die besagten Verzerrungen in der Vermögensbildung eintreten sollen. Diese Verzerrungen dürfen und können nicht leicht genommen werden, da sie durch die Entwertung der Ersparnisse die Äquivalenz von Leistung und Gegenleistung aufheben, ohne die auf die Dauer keine Verkehrswirtschaft funktionieren kann. Daher gelten die Gesetze der Kapital- und Zinstheorie für die Wirtschaftssysteme, für die sie entwickelt worden sind, trotz Modifikation ihrer Wirkungsweise, sachlich auch weiter, nachdem die Unabhängigkeit des Kredits vom Sparen erkannt ist. Weil der sachlich notwendige Zusammenhang zwischen Kredit und Sparen nicht als

---

1) Über die Probleme der Staatsverschuldung, insbesondere infolge von Kriegsfinanzierung, unterrichten ausführlich zwei Aufsätze im Weltwirtsch. Archiv, Bd. 56, II, 2 (September 1942): B. BENNING, Aufbringung der Kriegskosten, Kapitalfreisetzung und Geldüberfluß; O. DONNER, Die Grenzen der Staatsverschuldung.

automatische Reaktion gegeben ist — die beiden folgenden Kapitel werden darüber Aufschluß geben —, muß er bewußt hergestellt und aufrecht erhalten werden. Dies gilt selbstverständlich auch für den umgekehrten Fall des Zurückbleibens des Kredits hinter dem Sparen. Denn auch die Begünstigung des Sparerers durch den realen Wertzuwachs seines Vermögens — der im übrigen in diesem Fall durch Verlust im Wege des Bankrotts bedroht ist — und die Belastung der Unternehmer mit unverdienten Verlusten ist mit dem Prinzip der Äquivalenz von Leistung und Gegenleistung nicht vereinbar. Daß auch diese Art der Verzerrung zur Auflösung einer konkreten Wirtschaftsordnung führen kann, haben die Krisenjahre 1931 und 1932 mit erschreckender Deutlichkeit gezeigt. Prinzipiell ist damit erwiesen, daß hier im Automatismus der Verkehrswirtschaft eine Lücke besteht, die durch zielbewußtes Handeln der Wirtschaftspolitik ausgefüllt werden muß. Die Ansatzpunkte dafür liegen im Kreditsystem, das nunmehr unter dem Gesichtspunkt des Verhältnisses von Kredit und Sparen näher betrachtet werden muß.

#### 4. Kapitel:

### Der Mechanismus der Kreditgewährung.

Daß die Kredite der Banken nicht aus Geldersparnissen gewährt werden, wurde bei der bisherigen Darstellung vorausgesetzt. Hierauf beruht die Unabhängigkeit der Investition vom Sparen. Damit ist jedoch nicht gesagt, daß das Sparen keinerlei Einfluß auf die Kreditgewährung hat. Denn Sparen bedeutet in einer unter Benutzung von Geld und Kredit betriebenen Verkehrswirtschaft die Disposition über Geld, und sei es auch nur den Entschluß, nicht darüber zu disponieren. Da die Vorgänge im Geld- und Kreditsystem miteinander im Zusammenhang stehen, müssen notwendigerweise auch von den Gelddispositionen des Sparerers irgendwelche Einflüsse auf die Kreditgewährung ausgeübt werden, wenn sie auch noch so indirekt wirksam sind. Welcher Art sind diese Einflüsse? Fördern oder hemmen sie die Ausdehnung des Kredits? Bestehen in dieser Hinsicht Unterschiede, je nachdem in welcher Form gespart wird?

Um die Fragen zu beantworten, muß dargestellt werden, wie der Mechanismus der Kreditgewährung arbeitet. Es genügt nicht, durch eine Darstellung des Kreditsystems im ganzen die Giralgeldschöpfung der Kreditbanken zu schildern, da es einer solchen Be-

trachtungsweise — die in der Literatur vorherrscht — schwierig sein dürfte, den Einfluß der Gelddispositionen der Sparer zu ermitteln und anschaulich zu machen. In der folgenden Darstellung wird vom geschäftlichen Alltag der einzelnen Bank ausgegangen und gefragt, welche Möglichkeiten, welche Antriebe und Hemmungen für ihre Kreditgewährung bestehen. Da die Geldschöpfungsmacht der Kreditbanken darauf beruht, daß sie allmählich Organe des Zahlungsverkehrs geworden sind und im Laufe der Entwicklung immer größere Teile des Zahlungsverkehrs bewältigen, muß mit einer Darstellung des Zahlungsverkehrs begonnen werden. Es wird dann ersichtlich, welche Möglichkeiten der Kreditgewährung sich aus den Bedingungen und Erfordernissen des Zahlungsverkehrs für die einzelne Bank ergeben und in welcher Weise sich durch die gegenseitigen Einwirkungen der Kreditbanken eine Ausdehnung des gesamten Kreditvolumens entwickelt. Ist in dieser Weise das Funktionieren des Kreditsystems anschaulich geworden, so läßt sich die Einwirkung der einzelnen Formen des Sparens im nächsten Kapitel ohne weiteres deutlich machen. Es werden uns also die beiden folgenden Kapitel über die kredittechnischen Möglichkeiten von Störung und Wiederherstellung des Gleichgewichts zwischen Sparen und Kredit Aufschluß geben<sup>1)</sup>.

### 1. Der Zahlungsverkehr der Banken.

Die Banken müssen Zahlungen grundsätzlich mit Reichsbankgeld<sup>2)</sup> leisten, sowohl im Bar- als auch im Überweisungsverkehr.

1) Die nachfolgenden Abschnitte (S. 40—61) sind die veränderte Wiedergabe meines Aufsatzes „Kredittheorie und Wirklichkeit“ aus dem „Weltwirtschaftlichen Archiv“, Bd. 52, H. 2, September 1940. Der Aufsatz war veranlaßt durch die Aufsätze von R. REISCH, Die neue Geld- und Kreditpolitik. „Zeitschrift für Nationalökonomie“, Wien, Bd. 8 (1937), S. 409ff. und HANS MÖLLER, „Ordnung der Wirtschaft“, Bemerkungen zu der Schriftenreihe „Ordnung der Wirtschaft“; Archiv für mathematische Wirtschafts- und Sozialforschung“, Stuttgart u. Berlin, Bd. 5 (1939), S. 130ff. Beide Aufsätze vertreten die traditionelle Geld- und Kredittheorie in Form einer Kritik an den in der oben erwähnten Reihe „Ordnung der Wirtschaft“ erschienenen Schriften: F. LUTZ, Das Grundproblem der Geldverfassung (Ordnung der Wirtschaft, H. 2), Stuttgart u. Berlin 1936, und H. GESTRICH, Neue Kreditpolitik, ebenda 1936.

*Hierbei sei auf den Beitrag von Gestrich über „Aufbau und Dynamik des deutschen Geldmarktes“ in dem Sammelwerk „Deutsche Geldpolitik“ (1941) verwiesen, in dem er eine Darstellung der Entwicklung des Geldmarktes zwischen 1932 und 1941 gibt.*

2) Es werden die Verhältnisse der deutschen Bankorganisation zugrunde gelegt. Bei der Anwendung auf andere Länder müssen gewisse Unterschiede im Aufbau der Bankorganisation beachtet werden. D. H.

Im Barverkehr wird im wesentlichen mit Banknoten gezahlt. Silbergeld und sonstige Scheidemünzen sind zwar ihrer Entstehung nach kein von der Reichsbank geschaffenes Geld, müssen aber von den Kreditbanken zu denselben Bedingungen bei der Reichsbank beschafft werden wie Noten. Im Überweisungsverkehr zahlen die Banken durch Überweisungen von einem Reichsbank-Girokonto auf das andere. (Die Zahlung aus dem Nostro-Guthaben bei einer anderen Bank bedeutet nur eine Verschiebung. Wenn beispielsweise die Deutsche Bank die Preußische Staatsbank ersucht, zu Lasten ihres Guthabens bei der Preußischen Staatsbank eine Zahlung an die Dresdner Bank zu leisten, so muß in diesem Fall die Preußische Staatsbank die Überweisung im Reichsbank-Giroverkehr vornehmen. Wir erwähnen diesen Umweg nur der Vollständigkeit halber und lassen ihn in der folgenden Darstellung beiseite, da er für das hier zu erörternde Problem keine besondere Bedeutung hat.) Reichsbankgeld sind also Banknoten und Giroguthaben bei der Reichsbank. Diese Giroguthaben bei der Reichsbank sind nicht das Giralgeld der Banken, das den Streitpunkt der Kontroverse bildet, sondern sie sind potentielle Reichsbanknoten und sind mit diesen unter dem gemeinsamen Begriff Reichsbankgeld zusammenzufassen. Die Schaffung von Reichsbankgeld liegt nicht in der Macht der Kreditbanken, vielmehr findet gerade hier ihre Geldschöpfungsmacht ihre Begrenzung. Deswegen ist die begriffliche Unterscheidung von Reichsbank-Girogeld und dem sonstigen Giralgeld, das in Scheck- und Überweisungsguthaben bei den Kreditbanken besteht, für die Klarheit der Darstellung sehr wichtig. In der Literatur ist dieser Unterschied nicht immer hinreichend beachtet worden.

Woher nimmt nun eine Kreditbank das Reichsbankgeld, um die Zahlungen zu leisten, mit denen sie von ihren Kunden beauftragt wird und die sie im eigenen Geschäft zu leisten hat? — Zunächst einmal hat jede Kreditbank einen gewissen Vorrat an Reichsbankgeld. Dieser Vorrat wird aber so klein wie möglich gehalten, denn seine Unterhaltung bringt Zinsverlust, da weder Banknoten noch Giroguthaben bei der Reichsbank Zinsen bringen. Die Kunst des Gelddisponenten einer Kreditbank besteht zu einem wesentlichen Teil darin, daß er nach Leistung der Zahlungen des Tages schließlich nicht mehr Vorrat an Reichsbankgeld hat, als dies zur Aufrechterhaltung der Zahlungsbereitschaft unbedingt erforderlich ist. Der Vorrat reicht daher nie ganz aus, um alle ausgehenden Zahlungen zu decken; vielmehr wird der Großteil dadurch gedeckt, daß das aus eingehenden Zahlungen aufkommende Reichsbankgeld sofort wieder

zur Auszahlung verwandt wird. Mit anderen Worten: Der Vorrat an Reichsbankgeld bei den Kreditbanken kann klein sein, weil ein großer Teil der Ein- und Auszahlungen sich untereinander ausgleicht. Dieser Ausgleich erfährt eine weitere Förderung durch die Abrechnungsstellen, in denen örtlich zusammengefaßte Gruppen von Kreditinstituten ihre gegenseitigen Zahlungsverpflichtungen gegeneinander aufrechnen, so daß schließlich nur eine Spitze in Reichsbankgeld gezahlt werden muß. Auch im Barverkehr findet ein solcher Ausgleich statt. Den Auszahlungen für Löhne und Gehälter und den Abhebungen sonstiger Kunden für Konsumausgaben stehen die Einzahlungen der Einzelhändler und Großhändler gegenüber, die die Konsumgüter verkaufen, die aber ihre Zahlungen zur Auffüllung ihrer Lager über ihr Bankkonto durch Scheck und Überweisung leisten. Im Gegensatz zum Überweisungsverkehr bleibt jedoch durch die Zahlungen im Barverkehr das Reichsbankgeld eine Zeitlang außerhalb des Banksystems.

Trotz dieses weitgehenden Ausgleiches zwischen Einzahlung und Auszahlung wird es bei der einzelnen Bank höchst selten vorkommen, daß sich beide Seiten des Zahlungsverkehrs vollkommen ausgleichen. Die Bank wird in der Regel entweder ein Plus haben, d. h. sie wird nach Durchführung aller Zahlungen mehr Reichsbankgeld übrig haben, als dies für die Aufrechterhaltung des anfangs erwähnten Vorrats erforderlich ist, oder aber sie wird ein Minus haben, d. h. die Einzahlungen haben nicht ausgereicht, um alle Auszahlungen zu decken und den Vorrat wieder aufzufüllen.

Die Entstehung von Plus oder Minus bei der einzelnen Bank ist unvermeidlich, da keine Bank in vollem Umfang vorher wissen kann, wie ihre Kunden disponieren, und sich daher auch nicht entsprechend vorbereiten kann. Was tut nun die einzelne Kreditbank, um schließlich doch nur mit ihrem oben besagten kleinen Vorrat, der nicht mehr und nicht weniger als nötig enthält, dazustehen? Die Praxis gibt auf diese Frage, die vielen Kredittheoretikern anscheinend größte Sorge macht, eine ebenso einfache wie eindeutige Antwort. Wenn die Bank ein Minus hat, so wird sie den fehlenden Betrag entweder im Geldmarkt, d. h. bei anderen Banken borgen (Tagesgeld) oder sie wird den fehlenden Betrag durch den Verkauf geldmarktfähiger Titel beschaffen. Wenn die Bank ein Plus hat, wird sie es geldmarktmäßig ausgleichen oder sie wird geldmarktfähige Titel erwerben.

Was sind nun geldmarktfähige Titel? Es sind solche Kreditpapiere, gegen die man nötigenfalls auch bei der Reichsbank Reichs-

bankgeld beschaffen kann. Darin — und darin allein — besteht ihr liquider Charakter, und wegen dieses Charakters sind sie auch am Geldmarkt unterzubringen, solange noch bei irgendeiner Bank ein Überschuß an Reichsbankgeld vorhanden ist. Denn der Geldmarkt ist in der Tat nichts weiter als das gegenseitige Austauschen von Reichsbankgeld-Überschüssen und Fehlbeträgen der Banken untereinander, sei es auf dem Kreditwege, sei es durch An- und Verkauf geldmarktfähiger Titel.

Es ergibt sich die Frage: Warum sind im wesentlichen nur solche Papiere geldmarktfähig, gegen die man sich gegebenenfalls bei der Reichsbank Geld beschaffen kann? Können die Banken nicht unter sich stillschweigend oder ausdrücklich vereinbaren, welche Titel sie als geldmarktfähig, d. h. als austauschbar gegen Reichsbankgeld-Überschüsse anerkennen? Dies wäre möglich, wenn der Geldmarkt immer in sich ausgeglichen wäre, wenn also der gesamte Bedarf des Kreditbanksystems immer der gleiche bliebe und immer nur der Überschuß einiger Banken gegen den Fehlbetrag anderer Banken ausgeglichen werden müßte. Dann würde dem Defizitbetrage an Reichsbankgeld bei den einen Banken immer ein genau gleicher Überschußbetrag bei den andern Banken gegenüberstehen. Bekanntlich ist dies nicht der Fall. Zuzeiten haben alle Banken ein Defizit an Reichsbankgeld, so daß nicht die einen bei den anderen sich Reichsbankgeld borgen oder durch Verkauf von geldmarktfähigen Titeln beschaffen können. Das ist dann der Fall, wenn Reichsbankgeld über das durchschnittliche Maß hinaus außerhalb des Banksystems zur Leistung von Zahlungen benötigt wird z. B. an Lohnzahlungstagen; denn Löhne und ein großer Teil der Gehälter werden in Bargeld ausgezahlt. Ebenso ist es an großen Steuerterminen; denn Steuern müssen bei der Reichsbank auf das Konto des Reichs, also mit Reichsbankgeld, eingezahlt werden. An diesen sog. Anspannungsterminen müssen die Kreditbanken das zusätzlich benötigte Reichsbankgeld, da es am Geldmarkt nicht zu haben ist, bei der Reichsbank selbst beschaffen, sei es, daß sie Wechsel diskontieren oder mittelfristige Schatzanweisungen und lombardfähige Wertpapiere bei der Reichsbank lombardieren<sup>1)</sup>. Als liquide

1) In den Jahren vor 1940 ist die Entwicklung dahin gegangen, daß die Kreditbanken sich zu den regelmäßigen Anspannungsterminen fällige Schatzanweisungen bereitlegten und auf diese Weise bei den Anspannungsterminen Reichsbankgeld erhielten, da die Reichsbank diese Titel für Rechnung des Reiches einzulösen hat. Vgl. W. WALK, Wandlungen in der Ultimofinanzierung. „Bank-Archiv“. Berlin, Jg. 1940, S. 161.

und dementsprechend geldmarktfähig wird von den Banken ein Kreditpapier also nur dann angesehen, wenn es bei der Reichsbank verwertbar ist, weil die Kreditbanken ja auch in der Lage sein müssen, Reichsbankgeld zu beschaffen, wenn der Geldmarkt nicht in sich ausgeglichen ist und dies dann nur bei der Reichsbank möglich ist. Abgesehen von den Anspannungsterminen wächst der durchschnittliche Bargeldbedarf ganz allgemein bei ansteigender Konjunktur und zunehmender Beschäftigung. Deswegen spielt, wie wir im nächsten Abschnitt sehen werden, für die Finanzierung eines Konjunkturanstieges mit zunehmender Beschäftigung das reichliche Vorhandensein reichsbankfähiger und damit auch geldmarktfähiger Titel bei den Banken eine große Rolle.

Die Liquidität und Geldmarktfähigkeit ist also eine Eigenschaft, die einem Kreditpapier von Natur aus nicht innewohnt; sie wird ihm erst verliehen dadurch, daß die Reichsbank sich bereit erklärt, das betreffende Papier zu diskontieren oder zu lombardieren. Das gilt auch von den viel berufenen guten Handelswechseln mit dreimonatiger Laufzeit; sie sind nicht von Natur aus liquide. Ein Handelswechsel, der erst nach 2 Monaten fällig wäre, würde einer Kreditbank im Anspannungstermin dennoch nichts nützen, wenn die Reichsbank nicht bereit wäre, ihn zu diskontieren. Mag der Handelswechsel dann so gut sein wie er will, ein liquides Papier wäre er nicht. Schatzanweisungen und Finanzwechsel galten früher nicht als liquide, weil die Reichsbank sie gar nicht oder nur höchst ungern und nur in beschränktem Umfange hereinnahm. Von dem Augenblick an, in dem die Reichsbank bestimmte Finanzwechsel (Arbeitsbeschaffungswechsel, Sonderwechsel) zu diskontieren sich bereit erklärte, waren sie liquide. Es hat keinen Sinn, dies eine künstliche Liquidität zu nennen, da es eine natürliche Liquidität nicht gibt<sup>1)</sup>.

Fassen wir die Ergebnisse der Betrachtung des Zahlungsverkehrs kurz zusammen. Der Zahlungsverkehr der Banken wickelt sich in der Form der Übertragung von Reichsbankgeld ab. Soweit der Zahlungsverkehr der Banken untereinander in Betracht kommt, ist jedoch die Übertragung von Reichsbankgeld nur die erste Phase. Das Bedürfnis der Kreditbanken, nicht mehr als eine bestimmte Reichsbankgeldreserve zu haben, führt in der zweiten Phase dahin,

1) „Die Erfahrung erwies nun, was vorher nur den modernen Geldtheoretikern klar war, daß Liquidität eine Eigenschaft ist, die verliehen werden kann“ sagt Gestrinch bei Besprechung der Geldmarkt-Entwicklung nach 1932. (*Aufbau und Dynamik des deutschen Geldmarktes*, S. 331.)

daß geldmarktfähige Titel übertragen werden; man kann also sagen, daß für die Zahlungen der Banken untereinander diese geldmarktfähigen Titel das eigentliche Zahlungsmittel sind. Ein Überschuß von Einzahlungen bei einer Bank wird resorbiert durch den Überschuß an Auszahlungen bei einer anderen Bank, bewirkt daher an sich keine Steigerung der von allen Banken gegebenen Kredite. Zwar ist es durchaus richtig, wenn die Diskontierung eines Wechsels oder einer Schatzanweisung als Kreditgewährung angesehen wird; wenn der Wechsel oder die Schatzanweisung aber von einer anderen Bank herkommt, so bedeutet die Diskontierung weiter nichts als eine Kreditübernahme, d. h. es ist nun eine andere Bank als diejenige, die ursprünglich diskontiert hat, Kreditgeber geworden. Der Gesamtumfang der Kredite hat dadurch nicht zugenommen. Freie Mittel für eine Ausdehnung des Kreditvolumens können sich daher aus dem Zahlungsverkehr nicht bilden. Der Überschuß, der im Zahlungsverkehr bei der neuen Bank entsteht, wird sofort durch das Defizit bei einer anderen Bank absorbiert, die genötigt ist, sich den Überschuß geldmarktmäßig zum Ausgleich ihres Defizits zu beschaffen. Wie aber kommt es, daß, wie die Beobachtung der Tatsachen zeigt, trotzdem Kreditausdehnungen stattfinden?

## 2. Kreditgewährung.

Wenn eine Kreditbank einem ihrer Kunden einen Kredit einräumt, so übergibt sie ihm nicht etwa den Betrag in Reichsbanknoten und sonstigem Bargeld oder in Form eines roten oder weißen Reichsbankschecks; sie hat ja, wie wir im vorigen Abschnitt sahen, dafür gar kein Reichsbankgeld übrig. Auch ist es doch in aller Regel so, daß der Kunde den gesamten Betrag nicht sofort braucht, und daß auch die Teilbeträge nicht am gleichen Tage, nicht in der gleichen Form und nicht für denselben Zweck benötigt werden, sondern etwa folgendermaßen: Ein Drittel mag für Lohnauszahlungen bestimmt sein, die sich auf eine Anzahl Termine des nächsten halben Jahres verteilen und an diesen in Bargeld geleistet werden müssen; ein Drittel mag für Anzahlungen an Materiallieferanten verwandt werden, die alsbald, jedoch in Form von Überweisungen an andere Banken, bei denen die Lieferanten ihr Konto führen, zu leisten sind (zum Teil in der Form, daß die vom Kreditnehmer ausgestellten Schecks eingelöst werden); das letzte Drittel mag für die Restzahlungen vorgesehen sein, die den Materiallieferanten nach Lieferung zu leisten sind, was aber erst zu späteren Terminen in Frage kommt. Wenn die Bank für alle diese Zwecke dem Kunden einen Kredit

gewährt, so heißt das, daß sie sich dem Kunden gegenüber verpflichtet, diese Zahlungen zu leisten<sup>1)</sup>).

Kreditgewährung bedeutet für die Bank also Vermehrung ihrer Zahlungsverpflichtungen. Diese Zahlungsverpflichtungen gehen in ihre täglichen Gelddispositionen für den Zahlungsverkehr ein. Wenn eine Bank einen neuen Kredit einräumt, muß sie damit rechnen, daß sie im Zahlungsverkehr größere Auszahlungen zu leisten hat. Dazu braucht sie nicht etwa eine größere Reichsbankgeldreserve anzusammeln. Sie muß nur prüfen, ob sie mit genügend geldmarktfähigen Titeln versehen ist, um gegebenenfalls ein größeres Minus im Zahlungsverkehr ertragen zu können. Der Betrag an solchen Titeln muß immer in einem gewissen Verhältnis zu den Zahlungsverpflichtungen stehen. Aber auch durch diese brauchen sie keinesfalls voll gedeckt zu sein; denn die Erfahrung im Zahlungsverkehr zeigt, daß ein großer Teil der Auszahlungen, die von der einzelnen Bank zu leisten sind, durch eingehende Zahlungen ausgeglichen wird. Es genügt, daß für die Schwankungen Vorsorge getroffen ist. In welchem Mindestverhältnis die „liquiden“ — d. h. die geldmarktfähigen — Anlagen zu den Verpflichtungen stehen müssen, bestimmt die Erfahrung, Tradition und in manchen Ländern auch das Gesetz<sup>2)</sup>).

Nehmen wir an, ein Satz von 30 v. H. wäre gesetzlich in Kraft gesetzt, die tatsächliche Liquidität der Kreditbanken aber bewege sich zwischen 40 und 50 v. H. Eine der Kreditbanken hat, sagen wir, eine Liquidität von 45 v. H. Wie wird sie sich gegenüber neuen Kreditanträgen verhalten? Wir unterstellen, daß die Boni-

---

1) Vgl. MÖLLER, a. a. O., S. 139. Hier wird die Meinung vertreten, daß man zwischen Umsatz- und Investitionskrediten unterscheiden müßte; nur die Investitionskredite beeinflussen die Preisbildung, die Umsatzkredite nicht. Das ist der alte Irrtum der Bankingtheorie. — Wenn behauptet wird, „geschöpftes Notengeld könne viele Umsätze leisten, Kredite der privaten Banken ermöglichten aber in der Regel nur einen Umsatzakt, so entschwindet hier vollkommen die Wirklichkeit. — Wieviel Umsätze das Giralgeld nach seiner Entstehung leistet, unterliegt in keiner Weise der Kontrolle der Banken. Wenn die Bank die Zahlung ausgeführt hat, verfügt der nächste Empfänger weiter usw. Ob das empfangene Geld aus der Gewährung eines Umsatz- oder Investitionskredites entstanden ist, weiß weder der Empfänger noch eine Bank. Wie soll die Bank da eine Kontrolle ausüben?

2) Das deutsche KWG bestimmt (§ 16, Abs. 2) als höchsten Satz, den die Aufsichtsbehörde als Mindestdeckung vorschreiben kann, 30 v. H. der gesamten Verpflichtungen. Bisher (1942) ist von dieser Ermächtigung noch nicht Gebrauch gemacht worden. (KWG = Gesetz über das Kreditwesen vom 25. September 1939. „Reichsgesetzblatt“. Berlin, Jg. 1939, S. 1959.)

tätsfrage bei den einzelnen Krediten einwandfrei geklärt ist, untersuchen also nur die Frage des Kreditvolumens. In welchem Umfange kann die Bank ihre Kredite ausdehnen?

Nach dem Gesetz könnte die Bank soviel Kredit gewähren, daß ihre Liquidität auf 30 v. H. sinkt. Hätte sie eine Verpflichtungssumme von 1 Milld. RM und 450 Mill. RM geldmarktfähige Aktiva, so könnte sie ihre Kredite um 150 Mill. RM ausdehnen. Denn selbst wenn die Bank die neugewährten 150 Mill. RM voll auszahlen müßte, würden die verbleibenden 300 Mill. RM geldmarktfähige Titel die unverändert gebliebene Verpflichtungssumme von 1 Milld. RM mit den gesetzlichen 30 v.H. decken. Natürlich wird keine Bank bis an diese Grenze gehen, da sie dann durch die geringste Verschiebung in den Dispositionen unter diese Grenze geraten würde. Sie wird, um den normalen Schwankungen begegnen zu können, mindestens 5 v.H. über der gesetzten Grenze, also bei mindestens 35 v.H. bleiben. Dann könnte sie die Gesamtsumme ihrer Kredite nur um 100 Mill. RM ausdehnen. Aber darüber hinaus bestehen noch weitere Hemmungen. Keine Bank bildet gern eine Ausnahme. Wenn der übliche Liquiditätssatz der Kreditbanken zwischen 40 und 50 v.H. liegt, so wird unsere Bank, die von 45 v.H. ausgeht, zunächst einmal ihre ausstehenden Kredite um 50 Mill. RM ausdehnen und damit ihren Liquiditätssatz im Falle voller Auszahlung auf 40 v.H. herabsetzen. Das kann sie ohne jede Beunruhigung tun, und sie wird es auch tun, wenn sie Gelegenheit zu guten Ausleihungen hat.

Diese Ausdehnungsfähigkeit mag gering erscheinen. Aber wir sprachen hier zunächst nur von der Elastizität in der Kreditgewährung der einzelnen Bank. Kritiker der modernen Kredittheorie haben unterscheiden wollen zwischen solchen Theoretikern, die eine Kreditausweitungsfähigkeit der einzelnen Bank behaupten, und solchen, die nur die Kreditausweitungsfähigkeit des gesamten Banksystems behaupten, und haben den ersten vollkommen Unrecht, den zweiten wenigstens teilweise Recht gegeben. Es mag dahingestellt bleiben, ob diese Kritiker die betreffenden Autoren richtig verstanden haben; jedenfalls lehrt die Betrachtung der Wirklichkeit, daß zunächst einmal eine Elastizität des Kreditvolumens der einzelnen Bank besteht. In welcher Weise das Vorgehen einer Bank das der übrigen Banken beeinflußt, wie die Kreditausdehnung einer einzelnen Bank sich allmählich in eine Ausdehnung des gesamten Kreditvolumens aller Banken verwandelt, wird später untersucht werden. Zunächst betrachten wir noch die Kreditgewährung der einzelnen Bank.

Es wurde hier angenommen, daß die neugewährten Kredite Liquiditätsmindernd wirken. Das ist aber nur dann der Fall, wenn die neuen Kredite der Bank keine geldmarktfähigen Aktiven zuführen, z. B. wenn es durchweg Kontokorrentkredite und ähnliche sind. Bestehen die neuen Kredite aber z. B. in der Diskontierung von bis zu 3 Moraten laufenden Handelswechseln, die bei der Notenbank rediskontiert werden können, so verbessert sich ihre Liquidität und ihre Kreditausdehnungsfähigkeit sogar. Wenn unsere Bank 50 Mill. RM rediskontfähige Wechsel neu diskontiert und in dieser Form den neuen Kredit gewährt hat, so ist ihre Liquidität zunächst sogar erhöht und nach dem Abfluß von 50 Mill. RM nicht vermindert. In dieser Form kann jede Kreditbank ihre Kredite beliebig ausdehnen, soweit derartige Titel zur Verfügung stehen, und solange nicht von den Lenkern der Kreditpolitik neue Schranken errichtet werden.

Betrachten wir noch einmal, worauf eine Bank sieht, wenn sie neue Kredite gewährt. Sie sieht nicht etwa darauf, ob sie Teilbeträge ihrer Depositen nicht „angelegt“ hat, wie die ältere Kredittheorie unterstellt. Dabei würde sie in den meisten Fällen zu dem Resultat kommen, daß ihr Geld angelegt ist<sup>1)</sup>. Für die Frage der Ausdehnung ihrer Kredite betrachtet die Kreditbank ihren Status. Kann sie eine Verminderung ihrer Liquidität vertragen, so dehnt sie, sofern sie geeignete Objekte hat, ihre Kredite aus. Gestattet der Status dies nicht, so muß die Bank selbst gute Kredite, die sie geben könnte, ablehnen.

Es kann kein Zweifel bestehen, daß die Kreditausdehnung der Bank neue Zahlungsmittel schafft, die zu den bisher vorhandenen hinzutreten. Dabei ist es ganz gleichgültig, wofür der Kredit gegeben wird, ob zur Errichtung einer Fabrik für synthetischen Brennstoff, zur Deckung des Baumwollbedarfs einer Spinnerei, zur Auffüllung der Lagerbestände eines Einzelhändlers mit Radioapparaten oder für einen sonstigen Zweck. Die verschiedenen Kreditzwecke haben Bedeutung für die vereinbarte Laufzeit des einzelnen Kredits. Aber geldschöpfend ist jeder Kredit; denn kein Kredit wird von

1) Es kommt zuweilen vor, daß die Kreditbanken mehr Reichsbankgeld haben als sie brauchen, z. B. unter dem Einfluß einer verflüssigenden Offenmarktpolitik. Von diesem Überschuß könnten sie sich durch Ausdehnung ihrer Kredite an die Wirtschaft nur allmählich befreien, da Kredite nur zu einem Bruchteil und erst nach geraumer Zeit den Bargeldbedarf erhöhen. Dieser Überschuß an Reichsbankgeld kann unmittelbar nur durch die Reichsbank selbst durch Hergabe geldmarktfähiger Titel beseitigt werden. Für die Beseitigung eines solchen Geldmarktüberschusses wurden seinerzeit die Solawechsel der Golddiskontbank geschaffen.

irgendwelchem Geld genommen, das sonst vielleicht unverwendet liegen bliebe<sup>1)</sup>. Deswegen war es Ausdruck einer völlig wirklichkeitsfremden Vorstellung, daß in einigen Publikationen, die sich mit der Finanzierung der Aufrüstung und der Arbeitsbeschaffung seit 1933 befaßten, zu lesen stand, ein Teil der Kredite sei auch aus „echten Depositen“, mithin aus „echten Ersparnissen“ gegeben worden.

Richtig ist, daß nicht jede einzelne Kreditausdehnung eine Ausdehnung der gesamten Geldmenge bedeuten muß, denn es finden ja gleichzeitig, unabhängig davon, dauernd Kreditrückzahlungen statt; und wie jede neue Kreditgewährung neues Geld schafft, so bringt jede Kreditrückzahlung bisher vorhandenes Geld zum Verschwinden. Nehmen wir an, der Kunde X schuldet der Bank A 20000 RM. Er erhält eines Tages diesen Betrag von seinem Abnehmer Y, der Kunde der Bank B ist. Diese überweist der Bank A 20000 RM zugunsten von X. Dadurch vermindern sich die Depositen der Bank B um 20000 RM, die der Bank A erhöhen sich um den gleichen Betrag. Der Gesamtdespositen-(Giralgeld-)Bestand vermindert sich zunächst nicht. Nun benutzt aber X den Betrag zur Abdeckung seiner Schuld. Dann verschwindet auf der Aktivseite der Bank A die Forderung an X, auf der Passivseite sein Guthaben. Der gesamte Depositen-(Giralgeld-)Betrag ist um 20000 RM vermindert. Derartige Rückzahlungsvorgänge spielen sich normalerweise zu gleicher Zeit ab wie die Gewährung neuer Kredite, und in dem Umfang, in dem sie stattfinden, wird die Geldschöpfung, die bei Gewährung neuer Kredite stattfindet, kompensiert. Wenn die Kritiker der modernen Kredittheorie nun etwa behaupten wollten, eben dies meinten sie, wenn sie sagten, die Bank liehe ihre Einlagen aus, in diesem Falle liehe sie eben zurückerhaltenes Geld aus, so würden sie die Wirklichkeit in einer unvollständigen und irreführenden Weise wiedergeben; denn das Giralgeld, das zur Kreditrückzahlung benutzt worden ist, existiert ja gar nicht mehr. Wie sollte es wieder ausgeliehen werden? Es kann nur der gleiche Betrag neu geschaffen werden. Jedoch, es ist weder sicher, daß überhaupt wegen Kreditrückzahlung neuer Kredit gewährt und dadurch von neuem Geld geschaffen wird, noch ist es gesagt, daß dies im gleichen Betrag geschieht. Eine Verbindung zwischen beiden Vorgängen besteht

---

1) Weder REISCH, noch MÖLLER, noch irgend ein anderer Kritiker haben darzulegen versucht, wie sich eine Kreditgewährung ohne Geldschöpfung im modernen Bankwesen technisch vollziehen könnte. Etwa durch Übergabe von Bargeld oder Reichsbankschecks? Das Scheitern des Versuchs, sich eine solche Kreditgewährung vorzustellen, ist sehr aufschlußreich.

nämlich nur über den Status. Wenn der Status durch die Kreditrückzahlung liquider wird, besteht ein Anreiz zu neuer Kreditgewährung überhaupt; außerdem aber muß auch eine geeignete Gelegenheit dazu bestehen. Wenn X seinen Wechsel eingelöst hat, wird der Status der Bank A nicht liquider, während der der Bank B, von der die Überweisung erfolgte, illiquider geworden ist<sup>1)</sup>. Hat X jedoch einen Buchkredit zurückgezahlt, so wird die Bank A liquider, während bei der Bank B die gleiche Liquiditätsminderung besteht. Ist die Bank A nicht liquider geworden, so ist nicht gesagt, daß sie, falls sie Gelegenheit findet, nicht trotzdem einen neuen Kredit oder neue Kredite gewährt, dann nämlich, wenn sie ihre bisherige Liquidität als mehr als ausreichend betrachtet. Wird sie liquider, so ist nicht gesagt, daß sie gerade Gelegenheit zu geeigneter Neuausleiherung hat. Es besteht also nur ein indirekter Zusammenhang zwischen Kreditrückzahlung und neuer Kreditgewährung und noch nicht einmal eindeutig in der Weise, daß Kreditrückzahlung immer zu neuer Kreditgewährung anreizt. Deswegen ist es eine unrichtige und irreführende Ausdrucksweise, wenn man sagt, zurückgeflossene Kredite seien neu ausgeliehen worden. Wenn wirklich einmal betragsmäßig eine solche Übereinstimmung besteht, muß es heißen: Kreditrückzahlungen sind durch neue Kreditgewährung im gleichen Betrage ausgeglichen worden.

Bei der Betrachtung der Bankbilanzen wird von vielen Autoren große Aufmerksamkeit auf die Fälligkeit der ausgewiesenen Depositen der Kreditbanken verwendet, meist allerdings, ohne daß daraus besondere Schlüsse gezogen werden. Einige sind der Meinung<sup>2)</sup>, die Kreditbanken könnten sich desto mehr und stärker in illiquide Kredite einlassen, je höher der Anteil der nicht täglich fälligen sondern länger befristeten Depositen an ihren Gesamtdepositen wäre. Dieser Irrtum, denn ein solcher ist es, wie wir sogleich sehen

---

1) Die Bank A erhält eine Zahlung von 20000 RM von der Bank B. Sie erhält erst Reichsbankgiro, das sie alsbald in einem oder mehreren Wechseln wieder anlegt. Der unter ihren Aktiven befindliche Wechsel von X verschwindet durch Einlösung. Nach Abschluß dieser Vorgänge hat sich bei der Bank A am Status nichts geändert. Die Bank B muß zunächst ihren Reichsbankgeldbestand vermindern und verkauft zur Auffüllung 20000 RM Wechsel aus ihrem Bestand. Ihre Wechsel und Depositen sind um 20000 RM vermindert. Ihr Status ist liquider. Hatte sie einen Depositenbestand von 200000 RM und durch einen Wechselbestand von 80000 RM eine Liquidität von 40 v. H., so hat sie jetzt einen Depositenbestand von 180000 RM bei 60000 RM Wechseln, mithin nur mehr 33,3 v. H. Liquidität.

2) Z. B. auch MÖLLER, a. a. O., S. 140ff.

werden, tritt oft sogar in der primitiven Form auf, daß gesagt wird, längerfristige Depositen dürften längerfristig oder als Investitionskredite ausgeliehen werden. Mit dem Denk- und Anschauungsfehler, als ob Depositen ausgeliehen würden, befassen wir uns nach den ausführlichen Darlegungen am Anfang dieses Abschnittes nicht mehr, sondern wir stellen die Frage gleich in der richtigen Form: Wenn das Vorhandensein eines gewissen Betrages an geldmarktfähigen Titeln unter den Aktiven einer Kreditbank erlaubt, zu einem gewissen Betrag neue Kredite zu gewähren, die liquiditätsmindernd wirken, kann dann dieser Betrag um so größer sein, je größer der Anteil der nicht täglich fälligen, sondern befristeten Depositen ist?

Es ist klar, daß eine Bank zehnjährige Kredite gewähren könnte, wenn ein Teil der Kreditoren bereit wäre, ihre Guthaben auf die gleiche Frist festzulegen<sup>1)</sup>. In Wirklichkeit tut dies natürlich kein Bankkunde; denn wenn er geneigt ist, sich so langfristig zu engagieren, kann er Effekten kaufen. Dann hat er in normalen Zeiten immer die Chance, durch Verkauf der Effekten sich sein Geld vorzeitig wieder zu verschaffen und die Last des Wartens auf den Käufer zu übertragen. Geschäfte dieser Art machen die Pfandbriefbanken, indem sie durch ihre Kredite von den Kreditbanken vorläufig gegebene Kredite, die aber ihrer Natur nach langfristig sind, ablösen und auf der anderen Seite gleich lang befristete Pfandbriefe ausgeben.

Bei den befristeten Depositen einer Kreditbank handelt es sich um solche, die größtenteils bis zu sechs Monaten, höchstens bis zu einem Jahr laufen. Die über ein Jahr befristeten Depositen fallen bei den Kreditbanken nicht ins Gewicht. Es handelt sich also keineswegs um Gelder, über die zu verfügen die Deponenten auf einen Zeitraum verzichtet haben, der für die Abtragung eines langfristigen Kredits erforderlich ist, sondern vielmehr um Depositen, die in verhältnismäßig kurzer Zeit wieder täglich fällig werden können. Es ist ein Irrtum, wenn diese befristeten Depositen ohne weiteres als Spargelder oder als spargeldähnlich angesehen werden. Ihr Charakter ist meist nicht ganz klar. Es mag sein, daß sie sich in den Dispositionen der Deponenten als dauernd entbehrlich erweisen; dann wer-

---

1) Um es noch einmal zu betonen: Nicht diese Depositen würden ausgeliehen werden, sondern auch der auf zehn Jahre gewährte Kredit schafft täglich fällige Depositen. Diese können und dürfen abfließen. Dann verbleiben der Bank die zehnjährigen Depositen auf der Passivseite und die zehnjährigen Kredite auf der Aktivseite.

den sie eines Tages tatsächlich Spargelder, d. h. meistens werden sie zum Effektenkauf verwendet, wofür sich die Bank ebenso zahlungsbereit halten muß wie für irgendeine andere Zahlung. Zum größten Teil handelt es sich aber um Gelder, über die täglich verfügen zu können der Deponent zunächst verzichten zu können glaubt. Oft genug erweist sich das aber schon während der Laufzeit als Irrtum; der Deponent braucht sein Geld vorzeitig und tritt an die Bank wegen vorzeitiger Verfügung über sein Guthaben heran. Nur selten und höchst ungern wird sich eine Bank einem solchen Ersuchen verschließen. Auf jeden Fall werden die befristeten Depositen nach Ablauf der Frist täglich fällige. Daher wird sich die Kreditbank auch gegenüber den befristeten Depositen zahlungsbereit halten müssen<sup>1)</sup>. Sie mag ihren Anlagen, wenn sie einen verhältnismäßig hohen Anteil befristeter Depositen hat, mehr solcher Titel beimischen, die erst in die Geldmarktfähigkeit hineinwachsen und die etwas höhere Zinsen bringen, z. B. länger als drei Monate laufende Wechsel oder später als nach einem Jahr fällige Schatzanweisungen. Grundsätzlich ändert jedoch die Befristung der Depositen nichts an den Erfordernissen der Zahlungsbereitschaft<sup>2)</sup>.

Wenn eine Kreditbank trotzdem Investitionskredite und sonstige relativ illiquide Kredite geben kann und geben soll, so liegt das daran, daß sie mit dem Verbleib eines gewissen Quantum von Depositen immer rechnen kann — aus diesem Grunde ist ihr ja auch von den strengsten Gesetzgebern und der engherzigsten Tradition keine hundertprozentige Liquidität vorgeschrieben —, und nicht etwa daran, daß ein Teil der Depositen befristet ist. Dieses Quantum muß die Bank natürlich je nach ihrer Stellung im Zahlungsverkehr bemessen. Geldmarktbanken, die Geldanlagestellen anderer Kreditinstitute sind, müssen eine höhere Zahlungsbereitschaft sicherstellen als Kreditbanken mit Konten aus Handel und Industrie. Den Investitionskredit vom Kreditbankgeschäft völlig auszuschließen und direkt auf die Wertpapieremission zu verweisen,

---

1) Es mag sein, daß einige Bankkunden ihre befristeten Bankguthaben tatsächlich als Sparguthaben ansehen. Aber nicht darauf kommt es an, sondern darauf, ob diese Sparabsicht in der Art der Anlage klar zum Ausdruck kommt, wie z. B. durch Verwandlung in ein ausdrücklich als solches bezeichnetes Sparguthaben. Nur dann kann Zahlungsbereitschaft und Kreditpolitik der Banken dadurch beeinflußt werden. Bei befristeten Depositen ist das nicht der Fall.

2) Das KWG macht in § 16 aus guten Gründen keine Unterschiede zwischen täglich fälligen und befristeten Verpflichtungen, sondern sieht für die Gesamtverpflichtungen Liquiditätssätze vor.

wie es einige bankpolitische Puritaner am liebsten sähen, ist in einer sich ausdehnenden Volkswirtschaft unmöglich, denn erst durch diesen Kredit werden die Depositen geschaffen, die sich allmählich in die Einkommens- und späteren Spardepositen umbilden und späterhin zum Wertpapierkauf zur Verfügung stehen.

Bleiben wir noch einen Augenblick bei dem Verhalten der einzelnen Bank, so ist abschließend die Frage zu erörtern, warum sich im allgemeinen der einzelne Bankier nicht bewußt ist, daß er mit seiner Kreditgewährung neue Depositen, d. h. Giralgeld schafft und auf Befragen meist erklären wird, daß er nur Gelder ausleihe, die bei ihm eingezahlt werden. Er wird sich dieses Vorgangs nicht bewußt, weil er, wenn er auf Grund von Kreditzusagen Zahlungen leisten muß, sich mit Hilfe seiner geldmarktfähigen Titel die zur Auszahlung erforderlichen Einzahlungen verschafft. In seiner Gelddisposition muß natürlich Ein- und Auszahlung immer im wesentlichen übereinstimmen, nötigenfalls zur Übereinstimmung gebracht werden. Daß eine Verminderung seiner Liquidität durch Zahlungen an andere Banken die Gesamtdespositen des Banksystems vermehrt, wird dem Einzelbankier meist nicht bewußt. Das ist besonders in Deutschland nicht der Fall, wo es nicht wie in den angelsächsischen Ländern üblich ist, sofort bei Zusage des Kredits den gesamten Kreditbetrag zu belasten und auf Kontokorrentkonto gutzuschreiben, sondern die Belastungen erfolgen erst entsprechend der Inanspruchnahme des Kredits, so daß die neuen Depositen erst allmählich entsprechend der Inanspruchnahme des Kredits für Zahlungen erscheinen, und zwar nicht beim Kreditnehmer, sondern bei denjenigen, die Zahlungen von ihm erhalten. Bei der angelsächsischen Verbuchungsmethode wird der Vorgang der Giralgeldschöpfung deutlicher. Deswegen wird sie bei der Darstellung der modernen Kredittheorie meist in den Beispielen angewandt, um dem Leser das Verständnis zu erleichtern<sup>1)</sup>. Natürlich handelt es sich nur um einen formalen Unterschied. Immerhin mag daraus zu erklären sein, daß in den angelsächsischen Ländern die moderne Kredittheorie von den Bankpraktikern schneller und leichter anerkannt wird.

---

1) Unberechtigt ist der Vorwurf, den REISCH (a. a. O., S. 413f.) erhebt, man benutze die angelsächsische Buchungsmethode als Beweis für die moderne Kredittheorie. Der Beweis liegt lediglich in richtiger Beobachtung der Wirklichkeit. In meiner Schrift: Neue Kreditpolitik, a. a. O., wie auch in dieser Abhandlung gehe ich einfach davon aus, wie Kreditgewährung und Zahlungsvorgänge tatsächlich in den Banken bearbeitet werden.

### 3. Die Kreditausweitung.

Hat man die Bedingungen, unter denen die einzelne Bank ihre Kreditgewährung ausdehnen kann, klar erfaßt und eine richtige Vorstellung von dem einzelwirtschaftlichen Vorgang gewonnen, so ist es nicht mehr schwierig, den gesamtwirtschaftlichen Vorgang zu verstehen, für den sich der Ausdruck Kreditausweitung eingebürgert hat. Mit diesem Wort wird viel Unklarheit verschleiert. Aber es hätte keinen Sinn, hierfür den Ausdruck verantwortlich zu machen, da man mit Ausdrücken allein unklare Vorstellungen nicht bereinigen kann.

Der Hauptfehler liegt offenbar darin, daß die einzelwirtschaftlichen Vorgänge und ihr gesamtwirtschaftlicher Effekt nicht klar auseinandergehalten werden. Man beobachtet, daß einmal das Gesamtvolumen der Kreditbanken in einer Zeitperiode angewachsen ist, ein andermal nicht. Dann wird für den ersten Fall gesagt, es hätte Kreditausweitung stattgefunden, im zweiten Fall nicht. Mit Kreditausweitung verbunden ist die Vorstellung einer Vermehrung der gesamten Geldmenge. Dagegen ist nichts zu sagen, solange man dabei nicht die Vorgänge bei den einzelnen Banken und bei der einzelnen Kreditgewährung im Auge hat, solange z. B. nicht gesagt wird, im ersten Fall hätten die Banken ihre Kredite durch „Giralgeldschöpfung“ gegeben, im zweiten Fall hätten sie sich damit „begnügt“, die zurückgeflossenen Gelder „wieder auszuleihen“. Es fehlt dann nur noch ein moralisierender Zusatz, daß sich die Banken im zweiten Fall „solider“ verhalten hätten als im ersten<sup>1)</sup>, so ist trotz Anwendung des — der modernen Kredittheorie Rechnung tragenden — Ausdrucks „Kreditausweitung“ die frühere falsche Vorstellung wieder hergestellt. Es wurde daher im vorigen Abschnitt mit Absicht so nachhaltig betont, daß bei jeder Kreditgewährung bei der einzelnen Bank der Kredit ausgeweitet, daß niemals „brachliegenden“ Geld ausgeliehen wird und daß jede Kreditgewährung

1) Vgl. REISCH, a. a. O., S. 435: „Es mutet wirklich sonderbar an, wenn die Theoretiker — von WITHERS angefangen über PHILIPPS, HAHN und HAYEK bis zu den im Macmillan-Committee vereinigten Gutachtern, KEYNES und den beiden hier zur Diskussion stehenden Autoren — immer wieder die Praktiker davon überzeugen wollen, daß sie eine zu solide Kreditpolitik betreiben, wenn sie sich verpflichtet fühlen, vor der Gewährung länger dauernder Kredite auch die Provenienz ihrer Gelder und die wahrscheinliche Dauer ihrer Verfügbarkeit in Betracht zu ziehen.“ REISCH beweist mit diesem Satz, daß er die modernen Kredittheoretiker nicht verstanden hat. Aus ihrer Auffassung über die Entstehung der Bankdepositen heraus können sie keineswegs dem Bankpraktiker anraten, er brauche nicht auf seine Zahlungsbereitschaft zu achten. Vgl. 7. Kapitel.

neues Geld schafft. Selbstverständlich hat die Kreditausweitung der einzelnen Bank und ihre Geldschöpfung auch immer die Tendenz zu einer Kreditausweitung und Geldvermehrung im gesamten Banksystem. Ob sich die Tendenz durchsetzt, hängt davon ab, wie stark die Gegenteilendenz der Kreditkontraktion und Verminderung der Gesamtgeldmenge durch Kreditrückzahlungen ist. Ist sie ebenso stark, so verändert sich das Gesamtvolumen nicht, ist sie schwächer, so ist der Gesamteffekt „Kreditausweitung“, ist sie stärker, so wird sogar eine Kontraktion des gesamten Kreditvolumens und der gesamten Geldmenge zu beobachten sein. Man muß sich stets bewußt bleiben, daß man mit den Ausdrücken „Kreditausweitung“ und „gleichbleibendes Kreditvolumen“ das Fazit aus einer großen Reihe von Einzelvorgängen zieht. Läßt man sich zu falschen Vorstellungen über die Vorgänge bei der einzelnen Bank verleiten, so ist man immer in Gefahr, zu einer falschen Kreditpolitik verführt zu werden<sup>1)</sup>.

Richtig ist, daß oft genug — nicht immer —, die Kreditausweitung einer Bank eine andere Bank oder mehrere andere Banken ebenfalls zur Kreditausweitung anregt; denn die erste Bank opfert, wie wir sahen, wenn von ihr die gesamten neu geschaffenen Gelder abfließen, einen Teil ihrer geldmarktfähigen Titel, die anderen Banken zufließen. Deren Bestand an geldmarktfähigen Titeln, ihre Liquidität, ihre Aktionsfähigkeit wird größer. Wenn sich gute Gelegenheiten zu vermehrter Kreditgewährung bieten, werden sie sie ausnutzen und auch ihr Kreditvolumen erweitern. Wird auf diese Weise durch die Kreditgewährung der einen Bank die Kreditgewährung der anderen angeregt, so setzen allmählich alle Banken ungefähr im gleichen Schritt ihre Liquidität entsprechend dem Wachstum der Depositen herab, und wenn es alle tun, hat die einzelne Bank keine Scheu mehr davor. Der übliche Liquiditätssatz wird niedriger. Der gesetzliche Mindestsatz stellt natürlich eine unüberschreitbare Grenze dar, und deswegen ist seine Festsetzung ein so wichtiges kreditpolitisches Hilfsmittel.

Die moderne Kredittheorie hat nie die unsinnige Behauptung aufgestellt, daß der Zahlungsverkehr aus sich heraus die Sichtdepositen, d. h. das Giralgeld, vermehrt<sup>2)</sup>. Der Zahlungsverkehr überträgt aber durch das Wandern geldmarktfähiger Titel von einer Bank zur anderen auch die Tendenz zur Kreditausweitung von einer Bank zur anderen. Was man einigen Darstellungen über die Kredit-

1) Eine ausführliche Darstellung dieser Vorgänge mit Hilfe von Bankbilanzen habe ich in „Neue Kreditpolitik“, S. 14ff. gegeben.

2) Vgl. REISCH, a. a. O., S. 431, wo ihr diese Behauptung unterschoben wird.

politik zur Last legen kann, ist die Sicherheit, mit der behauptet wird, daß die Erweiterung des Liquiditätsspielraums auch immer zu einer dementsprechenden Ausdehnung des Kreditvolumens führen müßte. Man kann durch reichliche Zuführung von liquiden Titeln eine Kreditausweitung im gesamten Banksystem mit einer Liquiditätssteigerung verbinden<sup>1)</sup>. Die Finanzierung der Arbeitsbeschaffung und Aufrüstung in Deutschland ist dafür ein Beispiel von gewaltigen Ausmaßen. In den Vereinigten Staaten hat der Goldzufluß eine starke Liquiditätssteigerung erzeugt. In beiden Fällen ist der theoretische Spielraum für eine Kreditausweitung, die nicht schon durch die liquiden Titel selbst erzeugt war, also eine Ausdehnung der liquiditätsmindernden Kredite, nicht ausgenutzt worden. In Deutschland stand dem die Investitionskontrolle im Rahmen des Vierjahresplanes entgegen, in den Vereinigten Staaten herrschte zwar völlige Investitionsfreiheit, aber nur eine schwache Neigung zu Investitionen, die weit hinter den Kreditmöglichkeiten zurückblieb.

#### 4. Die Rolle des Bargeldes.

Es wurde bisher die Rolle des Bargeldes nicht besonders behandelt, da wir unter geldmarktfähigen Titeln — der Praxis entsprechend — solche verstehen, mit denen man gegebenenfalls Reichsbankgeld bei der Reichsbank beschaffen kann. Die Kreditausweitung steigert zunächst und größtenteils die bargeldlosen Zahlungen, die sich, wie wir sahen, im Geldmarkt ausgleichen, erst später und in geringerem Umfang die baren Zahlungen. Vom Liquiditätsstandpunkt der einzelnen Bank ist es gleichgültig, ob sie sich das nötige Reichsbankgeld bei der Reichsbank oder im Geldmarkt, d. h. bei anderen Kreditinstituten verschafft. Im gesamten Banksystem aber wirkt eine Steigerung der Barauszahlungen, d. h. Zahlungen in Reichsbankgeld, die nicht im Banksystem bleiben (S. 42 ff.), liquiditätsmindernd im ganzen, nicht liquiditätsverschiebend. Denn die geldmarktfähigen Titel, die der Reichsbank zufließen, um z. B. höhere Lohnsummen zu finanzieren, sind allen Banken verloren, und das dafür beschaffte Bargeld bleibt auch nicht im Banksystem, so daß dadurch eine Minderung des Gesamtbestandes der liquiden Mittel aller Kreditbanken eintritt. Dadurch wirkt die Steigerung der Lohnsummen bremsend auf die Kreditausweitung. Insofern kann man also tatsächlich von einer automatischen Bremswirkung

<sup>1)</sup> Wie sich dieser Hergang vom Standpunkt der einzelnen Bank darstellt, ist oben (s. S. 47 f.) gezeigt worden.

sprechen: Wenn eine gewisse Steigerung des Beschäftigungsgrades infolge der Kreditausweitung erreicht ist, wird diese durch die erhöhten Bargeldbedürfnisse gehemmt. Damit ist aber keineswegs gesagt, daß dieser Automatismus, einmal eingerichtet, so wirkt, daß eine laufende kreditpolitische Steuerung überflüssig wird. Denn die Bremswirkung kann zu stark sein und die Kreditausweitung zum Stillstand bringen, obwohl noch keine allgemeine Preissteigerung eingetreten ist und obwohl noch immer Arbeitslose und ungenutzte Produktivkräfte und Investitionsmöglichkeiten vorhanden sind. Sie kann aber auch zu schwach sein oder durch andere Faktoren kompensiert werden<sup>1)</sup> und immer noch Möglichkeiten der Kreditausweitung offen lassen, wenn die genannten Symptome einen Stillstand oder mindestens eine stärkere Abbremsung angezeigt erscheinen lassen. Eine kreditpolitische Steuerung bleibt also trotz dieses Automatismus notwendig. Mit ihr werden wir uns im 6. Kapitel beschäftigen.

Wenn zusätzliche Barmittel nur gebraucht würden, weil auf Grund von § 16 KWG den Kreditbanken eine Erhöhung der Liquiditätsquote an Barmitteln vorgeschrieben wird, ohne daß die gesamte Liquiditätsquote (geldmarktfähige Titel + Bargeld) verändert wird, so bleibt der Spielraum für Kreditausweitung derselbe<sup>2)</sup>. Wenn also die Barquote (§ 16, Abs. 1) um 5 v.H. erhöht, zugleich die Quote für geldmarktfähige Titel (§ 16, Abs. 2) ermäßigt wird, müssen die Kreditbanken einen entsprechenden Teil ihrer Wechsel bei der Reichsbank rediskontieren. Sie müssen, könnte man sagen, potentielles in aktuelles Reichsbankgeld verwandeln. Vom Standpunkt der Rentabilität wäre das peinlich, aber das Liquiditätserfordernis wäre an sich nicht höher gestellt. Der Bestand an liquiden Mitteln setzte sich dann nur anders zusammen: Weniger reichsbankfähige Wechsel und lombardfähige Wertpapiere und entsprechend mehr Bargeld. Anders wäre es, wenn die Erhöhung der Barmittel ohne Ermäßigung der vorgeschriebenen Quote an geldmarktfähigen Titeln angeordnet würde. Dann müßte auf die über die Mindestquote hinaus vorhandenen geldmarktfähigen Titel zurückgegriffen werden. Das wäre aber auch dann der Fall, wenn eine Erhöhung der Quote

---

1) Aus irgendwelchen Gründen kann z. B. die Produktion von Handelswechseln besonders groß sein, so daß sich die Kreditgewährung der Banken stärker in der Form der Diskontierung von Wechseln vollzieht. Dann können den Banken gegebenenfalls mehr liquide Titel zufließen als sie durch den erhöhten Bargeldbedarf verlieren.

2) s. S. 46, Anm. 1.

an geldmarktfähigen Titeln vorgeschrieben würde. Es handelt sich also hier nicht um eine Funktion, die nur vom Bargeld ausgeübt werden kann, vielmehr liegt es in der freien Entscheidung der kreditpolitischen Stellen, ob diese Funktion dem Bargeld zugewiesen wird. Daraus ergibt sich, daß vom Standpunkt der Steuerung des Kreditvolumens nur die Gesamtquote von Bedeutung ist; steuern kann man nämlich immer nur mit einer Liquiditätsquote. In Deutschland ist es die Gesamtquote aus Bargeld + geldmarktfähigen Titeln. In England und in den Vereinigten Staaten ist es die Barquote, in England der Tradition nach, in den Vereinigten Staaten nach dem Gesetz. Den Kreditspielraum bilden dabei immer die liquiden Mittel, die außerhalb der durch Tradition oder Gesetz vorgeschriebenen Quote liegen.

In den Ländern, in denen die Barquote maßgebend ist, hat daher die Zuführung von Bargeld in das Kreditsystem durch Offenmarktpolitik eine noch größere Bedeutung als in Deutschland, wo allein dadurch, daß bestimmte Titel für reichsbankfähig erklärt werden, der Kreditspielraum erweitert werden kann. Jedoch darf man daraus nicht vorschnell schließen, daß die Offenmarktpolitik in Deutschland gleichgültig und überflüssig sei. Man würde vergessen, daß sie zinssatzdrückend wirkt. Man würde ferner außer acht lassen, daß die oben erwähnte Bremswirkung des zunehmenden Bargeldbedarfs dadurch zeitlich hinausgeschoben, gemildert oder auch aufgehoben werden kann.

Es ist also keineswegs so, daß dem Bargeld keine oder auch nur eine geringe Bedeutung zuerkannt wird, nachdem die Existenz und das Entstehen und Vergehen des Giralgeldes erkannt und die betreffenden Bedingungsbeziehungen dargelegt worden sind. Dem Bargeld kommt eine wichtige, für die Steuerung des Kredit- und Geldsystems grundlegende Bedeutung zu, wie eine aufmerksame und vor allen Dingen unbefangene Beobachtung der Wirklichkeit lehrt. Allerdings muß mit einer Anschauung aufgeräumt werden, die dem Bargeld eine Rolle zuweist, die es im modernen Geld- und Kreditwesen einfach nicht spielen kann. Wenn heute immer noch von Lehrbüchern älteren Stils die Behauptung wiederholt wird, die täglich fälligen Depositen (Sichtguthaben) der Banken entstünden größtenteils dadurch, daß Bargeld bei ihnen eingezahlt würde, weil Handeltreibende ihnen die Kassenführung übertrügen, und dies wäre die Quelle der Depositenbildung und des Depositenwachstums<sup>1)</sup>,

1) Vgl. hierzu REISCH (a. a. O., S. 431), der dieser Behauptung die noch erstaunlichere hinzufügt, Sichtdepositen könnten nicht ausgeliehen werden. Sieht

so wird damit demjenigen, der an Hand solcher Schriften die Zusammenhänge des Geld- und Kreditwesens studieren will, der Zugang zur Wirklichkeit versperrt.

Überlegen wir immerhin, welchen Anteil die Bargeldeinzahlung an der Depositenbildung haben kann, so ist festzustellen, daß dieser Anteil in hochentwickelten Volkswirtschaften nur sehr gering ist. Wenn sich die Zahlungsgewohnheiten so ändern, daß ein Teil bisheriger Barzahlungen durch Übertragungen von Bankkonto zu Bankkonto (Scheck oder Überweisung) erledigt wird, so beginnt allerdings diese Wandlung damit, daß durch Bargeldeinzahlungen neue Bankkonten und Guthaben gebildet werden, die nicht wieder verschwinden. Der bei den Banken sich bildende Bargeldüberschuß wird entweder zur Notenbank zurückfließen (geringere Rediskontierungen oder zusätzlicher Kauf von Schatzwechseln bei der Notenbank usw.), oder er wird für den vermehrten Barbedarf bei Kreditausweitungen Verwendung finden. Es ist klar, daß diese Art der Depositenbildung in einer Volkswirtschaft, die den bankmäßigen Zahlungsverkehr schon sehr weit ausgebildet hat, nur eine ganz geringfügige Rolle spielen kann. Hiermit das Depositenwachstum in den großen Volkswirtschaften erklären zu wollen, ist schon statistisch unmöglich.

Der Vollständigkeit halber sei erwähnt, daß auch Bargeldbeträge, die nicht aus dem Verkehr, sondern aus der Notenbank oder aus dem Ausland den Banken zufließen, die Bankdepositen vermehren, solange nicht ein Wachstum der volkswirtschaftlichen Umsätze sie für den baren Zahlungsverkehr (Lohnsummen) erforderlich macht. Das kann der Fall sein bei verflüssigender Offenmarktpolitik und bei Zufluß von Gold aus dem Ausland. Damit ist aber auch die Rolle des Bargelds bei der Depositenbildung erschöpft. Quantitativ fällt sie in der Regel nicht ins Gewicht. Der größte Teil des Depositenwachstums stammt aus der Giralgeldschöpfung durch Kredit<sup>1)</sup>.

---

man einmal von dem grundsätzlichen Irrtum ab, daß Depositen „ausgeliehen“ werden, so prüfe man einmal: Sind in einer Bankbilanz etwa die Sichtdepositen voll durch Kasse und Guthaben bei der Reichsbank gedeckt? Man überzeuge sich an praktischen Beispielen, wie es in Wirklichkeit ist.

1) Daß der Zufluß von Gold bei dem Depositenwachstum eine so erhebliche Rolle spielt wie in den Vereinigten Staaten in der zweiten Hälfte der dreißiger Jahre, ist eine Ausnahme, die an dieser allgemeinen Feststellung nichts ändern kann.

### 5. Bestimmungsgründe und Spielraum des Kredits.

Die Betrachtung zeigt, daß der kreditären Geldschöpfung oder der Ausdehnung des Kreditvolumens oder Kreditausweitung — alle drei Ausdrücke bedeuten dasselbe — eine Grenze nur durch die Möglichkeit der Bargeldbeschaffung gezogen ist. Wer die Bargeldschöpfung beherrscht, kann durch Gestaltung des Status der Kreditbanken durch Bestimmung ihrer Liquidität ihren Kreditspielraum bestimmen<sup>1)</sup>. Es ist klar, daß dies am leichtesten dort sein muß, wo der Verkehr sich fast vollkommen daran gewöhnt hat, Banknoten als Bargeld zu betrachten, wo der Gebrauch von vollwertigen, aus einem gesetzlich anerkannten Währungsmetall geprägten Münzen („Courantgeld“) keine Rolle mehr spielt, wo auch die gesetzliche Begrenzung der Banknotenausgabe durch eine bestimmte „Deckung“ durch das irgendwo aufbewahrte Währungsmetall gefallen ist. Das ist heute (Ende 1942) in allen hochentwickelten Volkswirtschaften der Fall. Aber es ist doch erst das Resultat einer verhältnismäßig jungen Entwicklung, und es ist nicht sicher, daß dies so bleiben wird.

Die „freie Währung“, die es gestattet, die Bargeldschöpfung und den Kreditspielraum beliebig auszudehnen, galt bis vor gar nicht langer Zeit als durchaus anormaler Zustand, hervorgerufen durch einen Notstand der Staatsfinanzen, und es galt als ziemlich selbstverständlich, daß man damit auf dem Weg in die Inflation und Geldentwertung war. Die historischen Beispiele bestätigten diese Auffassung in fast allen Fällen, weil man eine Währung eben nur von allen Bindungen freimachte, wenn man sich anders als durch Inflation nicht mehr zu helfen wußte. Demgegenüber wog die theoretische Feststellung in der geldwissenschaftlichen Literatur, daß auch ein ungedecktes Papiergeld durch Begrenzung seiner Menge stabil gehalten werden könnte, gering. Die quantitative Begrenzung des Geldumlaufs durch Bindung an ein Währungsmetall — seit dem Ende des 19. Jahrhunderts meist das Gold — galt als das Normale und Gesunde.

Infolgedessen ist auch die Vorstellung, daß der Kreditspielraum begrenzt ist, für die Vergangenheit durchaus wirklichkeitsgetreu. Der große und grundlegende Irrtum bestand in der Meinung, daß diese Begrenzung durch die Knappheit der Güter und die Knappheit der Ersparnismenge im Verhältnis zu den Investitionswünschen (zum

---

1) Vgl. „Neue Kreditpolitik“, S. 43ff.

Kapitalbedarf) gegeben sei: Man vermutete ohne ausreichenden Grund hinter einer entwicklungs- und traditionsbedingten Bindung eine rationale, sachlich bedingte. Denn lediglich die Tatsache, daß die Geldmetalle lange Zeit hindurch das einzige und noch längere Zeit das „eigentliche“ Geld waren, hat ihnen die Stellung verschafft, auch noch als Mengenregulator des Kreditgeldes zu fungieren. Daß diese Art der Mengenregulierung und Begrenzung des Kreditvolumens keinen Zusammenhang mit der Spartätigkeit hatte, war klar ersichtlich, solange das Kreditgeld noch in Banknoten bestand. Beim Entstehen des Giralgeldes, d. h. der als Zahlungsmittel benutzbaren Depositen, wurden diese mit solchen Depositen, die tatsächlich durch Einzahlung von erspartem Bargeld entstanden, fälschlich identifiziert. So entstand die Vorstellung, daß das Kreditvolumen durch das Sparvolumen begrenzt sei, die begreiflicher Weise so gern angenommen und hartnäckig festgehalten wurde, weil dann eine Gleichgewichtsstörung zwischen Sparen und Kredit, eine Störung der Harmonie von dieser Seite her nicht in Frage zu kommen schien.

Wie weit diese Vorstellung von der Wirklichkeit entfernt ist, zeigt eine unbefangene Betrachtung der tatsächlichen, alltäglichen Praxis im Bankgewerbe. Auch eine Wiederherstellung der Regulierung der Bargeldausgabe durch das Gold würde keinen Zusammenhang zwischen Sparen und Kredit, sondern eben nur zwischen Gold und Kredit herstellen. Man mag sagen, eine solche Begrenzung des Kreditvolumens sei besser als gar keine, sei ein Schutz gegen Ausschreitungen, selbst wenn einmal auf diese Weise die Grenzen zu weit, ein andermal zu eng gesteckt würden. Wenn man aber bedenkt, welcher Schaden hierdurch schon entstanden ist und noch entstehen kann, so erscheint eine solche Resignation unangebracht. Wenn die Tatsachen lehren, daß nicht ohne weiteres ein rationeller Zusammenhang zwischen Sparen und Kredit besteht, dann ergibt sich daraus die Schlußfolgerung, daß die Herstellung eines solchen eine Aufgabe ist.

Um zur Lösung dieser Aufgabe vorzudringen, müssen wir wissen, welche Wirkungen die Spartätigkeit in Wirklichkeit auf das Kreditsystem ausübt. Daß es nicht die von der Tradition behaupteten sind, lehrte die Betrachtung des Kreditsystems. Um die tatsächlichen Wirkungen zu ermitteln, müssen wir die einzelnen Arten betrachten, auf die innerhalb einer mit einem solchen Kreditsystem arbeitenden Wirtschaftsordnung gespart wird.

## 5. Kapitel: Wirkungen des Sparens auf die Kreditgewährung.

### 1. Rechnungsmäßige und immanente Liquidität.

Ausdehnung und Verringerung des Kreditvolumens bestehen also, wie die Betrachtung der Kreditgewährung gezeigt hat, keineswegs in „Wiederausleihung“ oder „Zurückziehung“ von ersparten Geldbeträgen durch die Kreditbanken. Die Fähigkeit und Bereitschaft der Banken zur Kreditgewährung hängt von ihrem Status ab, sie steigt und fällt mit ihrer Liquidität. Könnte vielleicht im Sinne der traditionellen Auffassung wenigstens behauptet werden, daß eben dieser Status der Kreditbanken durch die Spartätigkeit so beeinflußt wird, daß Steigerung des Sparens eine Ausdehnung des Kredits bewirkt und umgekehrt Verzehr von Ersparnissen eine Einschränkung der Kreditgewährung notwendig macht? Zwar würde damit die primitive Anschauung, als wenn die Banken die bei ihnen als Ersparnis eingezahlten Geldbeträge ausliehen, fallen gelassen werden; aber es wäre immerhin aufrecht erhalten, daß ein automatischer Zusammenhang zwischen eingezahlten Sparbeträgen und ausgeliehenen Kreditbeträgen der Höhe nach besteht, wobei die ersteren die letzteren maßgeblich bestimmen würden. Läßt sich in dieser Form heute noch die traditionelle Auffassung vertreten?

Wie schon im vorigen Kapitel festgestellt wurde, kann nicht bezweifelt werden, daß das Sparen den Status der Banken beeinflußt. Es wäre erstaunlich, wenn gerade diese Art, über Geld zu verfügen, keine solche Wirkung hätte. Wenn wir den Einfluß, den das Sparen durch Veränderung des Status der Banken auf die Kreditgewährung ausübt, unbefangen und vorurteilsfrei untersuchen wollen, so müssen wir zunächst die geldwirtschaftlich sehr wichtige Tatsache in Betracht ziehen, daß in sehr verschiedenen Formen gespart werden kann. Es kann jemand sparen, indem er bares Geld in den sattsam bekannten Strumpf oder ein sonst geeignetes Behältnis hineintut. Moderner gesinnte Sparer werden ihr Geld auf die Sparkasse tragen. Andere unterhalten sowieso zu Zahlungszwecken ein Bankkonto und sparen einfach in der Form, daß sie weniger Geld von diesem Bankkonto abdisponieren, also einfach das Bankguthaben anwachsen lassen. Wieder andere halten es für richtig, ihre Ersparnisse in Wertpapieren oder Hypotheken anzulegen, oder sich womöglich selbst direkt an einer Unternehmung zu beteiligen. Es

wäre sehr merkwürdig, wenn alle diese sehr verschiedenen Formen des Sparens in gleicher Weise den Status der Banken beeinflussen würden. Tatsächlich ist dies, wie wir sehen werden, keineswegs der Fall, so daß weder die Behauptung, daß Sparen kreditfördernd wirkt, noch die gegenteilige, daß es kredithemmend wirkt, allgemein zutrifft. Es müssen vielmehr die verschiedenen Formen des Sparens in ihrer Wirkung auf den Status der Banken einzeln untersucht werden, wenn man zu einer wirklichkeitsgetreuen Vorstellung von der kreditpolitischen Bedeutung des Sparens gelangen will.

Vorher ist es notwendig, noch eine ergänzende Überlegung über den Status der Kreditbanken anzustellen. Es wurde gezeigt, daß die Kreditbanken hinsichtlich ihrer Fähigkeit und Neigung ihre Kredite auszudehnen, im wesentlichen von ihrer Liquidität abhängig sind. Sie sind dabei nicht starr an eine bestimmte Liquiditätsquote (Verhältnis der liquiden Titel zu den bankmäßigen Gesamtverpflichtungen) gebunden, sondern können sich mit einer höheren oder geringeren Liquidität begnügen. Hierbei ist immer der Besitz an liquiden Titeln im Verhältnis zu den Gesamtverpflichtungen als Liquidität anzusehen. Diese aus der Bilanz ohne weiteres ablesbare, rechnungsmäßige Liquidität ist nun nicht der einzige Statusgesichtspunkt, der die Banken bei ihrer Kreditgewährung bestimmt — von sonstigen Hoffnungen oder Befürchtungen mannigfacher Art ganz abgesehen. Ein sehr wichtiges Symptom für die Bankleitungen ist vielmehr auch die Umschlagsgeschwindigkeit im Eingang und Ausgang von Beträgen auf den einzelnen Konten, und zwar handelt es sich hierbei notwendigerweise immer zugleich um die debitorischen, wie um die kreditorischen Konten. Denn Debitoren können sich im wesentlichen nur verringern, wenn ihnen Beträge von Kreditorenkonten zufließen. Andererseits entstehen, wie wir sahen, neue Kreditoren größtenteils zugleich mit neuen Debitoren. Hier vollzieht sich ein fortlaufender Prozeß, von dem die Bankbilanzen nur Momentaufnahmen sind, die über den Ablauf des Prozesses natürlich keinen Aufschluß geben.

Die Bilanz einer Kreditbank mag z. B. in zwei aufeinanderfolgenden Jahren an je zwei Stichtagen, die, sagen wir, drei Monate auseinanderliegen, jeweils die gleichen Kreditoren- und Debitorensummen und die gleiche Liquidität aufweisen. Hinter diesem rechnungsmäßigen Gleichbleiben des Status können sich aber höchst verschiedenartige Geschäftsvorgänge verbergen. Nehmen wir an, es handele sich in je zwei aufeinanderfolgenden Jahren um das Vierteljahr zwischen dem 31. März und dem 30. Juni. In dem ersten Jahr

haben sich große Veränderungen unter den Debitoren abgespielt. Viele der Debitoren vom 31. März sind durch Rückzahlung inzwischen verschwunden, andere sind an ihre Stelle getreten, manche haben vielleicht im April zurückgezahlt, sind aber im Juni aufs neue ins Debet gegangen. Ebenso hat bei den Kreditoren ein reger Wechsel stattgefunden. Schließlich und endlich sind aber doch die Summen fast auf den gleichen Betrag wie am 31. März gekommen, und da nach mannigfachen Zu- und Abgängen schließlich auch ebensoviel liquide Titel vorhanden sind, ist der Status der gleiche geblieben und hat sich die Bilanz für den Außenstehenden kaum verändert. Ganz anders ist es im darauffolgenden Jahr. Auch da sind im Endeffekt die Summen dieselben und hat sich das Verhältnis der liquiden Aktiven zu den Verpflichtungen kaum verändert. Aber diesmal ist die Entwicklung zwischen den beiden Stichtagen eine ganz andere gewesen. Nur wenige Debitoren haben ihre Schulden abgedeckt und sind durch neue ersetzt worden und auch bei den Kreditoren haben sich die Veränderungen in engen Grenzen gehalten. Es ist aber dennoch gelungen, den Bestand an liquiden Aktiven aufrecht zu erhalten. Gewisse Kreditoren haben nicht in gewohnter Weise über ihre Guthaben disponiert; sie haben weniger Geld als sonst ausgegeben, sei es, daß sie als Inhaber von Einkommensdepositen regulär gespart, sei es, daß sie als Inhaber von Geschäftsdepositen sich geschäftlich zurückgehalten haben. Das macht sich natürlich sofort auf den Konten ihrer Lieferanten bemerkbar und ist besonders lästig, wenn dies Debitorenkonten sind, die nun nicht in gewohnter Weise zurückgehen. In den beiden verglichenen Jahren ist also der Geschäftsverlauf zwischen den beiden Stichtagen grundverschieden gewesen, obwohl sich in beiden Jahren am Status äußerlich kaum etwas verändert hat. Die Verschiedenheit der Geschäftsentwicklung ist nun von großer Bedeutung für die Beurteilung der inneren Qualität des jeweiligen rechnungsmäßigen Status. Man könnte zweckmäßig von einer „immanenten Liquidität“ des Bilanzstatus sprechen, im Gegensatz zur „rechnungsmäßigen Liquidität“. Dann wäre im ersten Fall die immanente Liquidität gut, im zweiten Fall schlecht gewesen, beides bei gleicher rechnungsmäßiger Liquidität. Für die Leitung einer Bank ist dieser für den Außenstehenden nicht sichtbare Unterschied äußerst bedeutsam. Nachlassen der immanenten Liquidität ist ein Warnungszeichen, das eine vorsichtige Bankleitung stutzig machen wird. Wenn die Rückzahlung der Debitoren zögert und stockend wird, so ist dies ein Zeichen, daß die Zah-

lungseingänge bei den betreffenden Kunden schlecht sind, sei es, weil deren Abnehmer schlecht und stockend zahlen, sei es, daß die Kunden selbst weniger Aufträge und deswegen weniger Zahlungseingänge haben. Beides sind bedenkliche Anzeichen. Der vorsichtige Bankdirektor sieht voraus, daß demnächst bei der Bank zahlbar gestellte Akzepte der Kunden präsentiert werden, für die kein Guthaben vorhanden ist. Natürlich wird die Bank einen langjährigen guten Kunden auch in einem solchen Fall nicht sitzen lassen. Die Vorsichtigen unter ihnen haben auch für diesen Fall schon vorgesorgt, indem sie sich von der Bank einen Buchkredit zusagen ließen, der nun in Anspruch genommen wird. Vorläufig geht noch alles glatt, die Wechsel werden eingelöst, es entstehen nur einige an sich nicht vorgesehene Debitoren. Jedenfalls sieht der Bankdirektor, wenn er eine Verschlechterung der immanenten Liquidität beobachtet, eine Reihe von Kreditansprüchen auf sich zukommen, denen er sich nicht versagen kann. Das wird ihn natürlich gegenüber Kreditanträgen, deren Ablehnung noch möglich ist, zurückhaltend machen. Erfahrung und Überlegung sagen ihm, daß die Verschlechterung der immanenten Liquidität, wenn es sich nicht nur um eine ganz vorübergehende Stockung handelt, der Vorläufer einer Verschlechterung der rechnungsmäßigen Liquidität ist. Gehen wir von der Betrachtung einer Bank auf die Betrachtung aller Banken über, und nehmen wir an, daß sich bei allen gleiche Vorgänge dieser Art abspielen, so ergibt sich als Gesamtergebnis eine Ersetzung von Wechselkredit durch Buchkredit. Die Banken müssen einerseits in der beschriebenen Weise ihren Kunden bei Fälligkeit der alten Wechsel mit Buchkredit beispringen; auf der anderen Seite wird der Anfall neuer Wechsel mengenmäßig und betragsmäßig geringer; denn wenn die Zahlungseingänge schlechter werden, halten sich die Unternehmungen in der Ausstellung und Akzeptierung von Wechseln zurück, suchen sich lieber über den Buchkredit bei ihren Banken zu finanzieren, oder aber verringern, wenn die Banken hier Schwierigkeiten machen, ihre Neubestellungen. So zieht eine Verschlechterung der immanenten Liquidität eine Verschlechterung der rechnungsmäßigen alsbald nach sich.

Es ist nicht nötig, die Darstellung dieser Vorgänge weiter auszuspinnen, da das Gesagte genügen dürfte, um anschaulich zu machen, was unter „immanenter Liquidität“ verstanden werden soll. Sie steht, wie gezeigt wurde, nicht etwa im Gegensatz zur rechnungsmäßigen Liquidität, ist aber davon zu unterscheiden. In den meisten Fällen ist die Veränderung der immanenten Liquidität Vorläufer

einer Veränderung der rechnungsmäßigen Liquidität. Der Begriff kann bei der Darstellung der meisten Vorgänge im Kreditsystem entbehrt werden, da man sich meist an der leichter und klarer erfaßbaren rechnungsmäßigen Liquidität zu orientieren vermag. Bei der Betrachtung der Einwirkung des Sparens auf das Kreditsystem ist jedoch der Begriff der immanenten Liquidität nützlich, gerade um anschaulich zu machen, an welcher Stelle gewisse Sparakte im Kreditsystem anfassen und wie sie von dort aus weiter und tiefer wirken<sup>1)</sup>.

1) *In diesem Zusammenhang seien noch einige Sätze über das Liquiditätsproblem wiedergegeben, die Gestrich an anderer Stelle niedergeschrieben hat (Weltwirtschaftliches Archiv, 53. Bd., 1941, S. 109\* f.): „Die grundsätzliche Empfehlung . . ., daß alle Bankaktiva einen gewissen Grad von Liquidität aufweisen sollen, ist natürlich ein erstrebenswertes Ziel. Es erhebt sich hier die Frage, ob die einzelne Bank in der Lage ist, es durch ihre eigenen Kreditgrundsätze zu erreichen. Nur zu oft zeigt sich ja, daß viele Kredite, die man für beweglich und liquide gehalten hat, einfrieren. Das hängt vom Gang der Konjunktur ab, auf die der einzelne Bankier keinen Einfluß hat; und was die Gesamtheit der Bankiers betrifft, so lehrt die Erfahrung ebenso wie theoretische Überlegung, daß, je zurückhaltender die Banken in der Kreditgewährung sind, desto mehr Kredite einfrieren. Je lebhafter dagegen die Kreditnachfrage ist und je williger die Banken der Kreditnachfrage nachkommen, desto schneller wird der einzelne Kredit abgewickelt, desto liquider ist er also. . . Ein so schneller Abbau von Investitionskrediten kann nur erfolgen, wenn sich das Kreditvolumen stark und schnell ausdehnt; und wenn es sich so ausdehnen sollte, daß alle Investitionskredite auf diese Weise abgewickelt werden, müßte die Ausdehnung ein inflatorisches Tempo annehmen. . . Sobald man aber auf breiter Front mit dem Abbau derartiger Kredite Ernst machen wollte, würden sie sich als höchst illiquide erweisen. Überhaupt ist Kreditabbau ein höchst problematisches Mittel zur Erhöhung der Liquidität.“ . . .*

*„Worin besteht das Grundproblem der Liquidität? Ein großer Teil der Bankverpflichtungen hat eine rechtliche Form, nach der sie alsbald in Geld und weiterhin in Ansprüche auf Güter, insbesondere Konsumgüter, verwandelt werden können. Demgegenüber sind in der modernen Wirtschaft Güter und Produktivkräfte zu einem großen Teil in einer Weise gebunden, die eine entsprechend schnelle Verwandlung in Verbrauchsgüter nicht gestattet. Eine stoßweise auftretende außerordentliche Nachfrage würde das Preissystem und den Wirtschaftsablauf schwer irritieren. Inwieweit kann bei dieser Sachlage dem Wunsch der kreditorischen Bankkunden nach Liquidisierung der Bankeinlagen Rechnung getragen werden? Hierbei ist zu berücksichtigen, daß in vielen Fällen der Wunsch nach Liquidisierung nicht gleichbedeutend ist mit der Absicht, eine entsprechende Nachfrage nach Konsumgütern zu entfalten, z. B. beim Run. Es ist ferner zu bedenken, daß eine bestimmte Beweglichkeit für die normale Umsetzung der im Produktionsprozeß gebundenen Güter und Vorräte von Produktionsstufe zu Produktionsstufe erforderlich ist. Es ist andererseits zu bedenken, daß der Mehrbedarf an Bargeld für höhere Lohnsummen im Konjunkturaufschwung zu einem erheblichen Teil wirkliche Mehrnachfrage nach Konsumgütern hervorruft usw. Aus dieser Fragestellung entwickeln sich die Anforderungen an die Liquiditätspolitik. Wie weit diesen Anforderungen Genüge getan werden kann, ist je nach der Wirtschaftsordnung und der Geldverfassung verschieden zu beantworten. In der zentral geleiteten Wirtschaft, in der die*

## 2. Sparen durch Bargeldhortung.

Das Sparen kann in der Form durchgeführt werden, daß der Sparer einfach die nicht verausgabten Bargeldbeträge bei sich selbst ansammelt und aufbewahrt. Es handelt sich um die seit langem bekannte und oft erörterte Hortung. Sie ist von den Geldpolitikern und Nationalökonomen immer kritisiert und bekämpft worden, da die nachteiligen Folgen sehr leicht erkennbar sind. Die Kritik an der Hortung ist so zur Gewohnheit geworden, daß sie selbst in solchen Zeiten fortgesetzt wurde, in denen ihr gewisse günstige Wirkungen nicht abgesprochen werden konnten. Zum Beispiel während einer Inflation, in der durch die Bargeldhortung die Folgewirkungen der Inflation zweifellos gemildert werden. Natürlich spielt die Bargeldhortung als Form des Sparens vor allen Dingen in primitiveren Wirtschaftsformen mit gar nicht vorhandenem oder gering ausgebildetem Bank- und Sparkassenwesen eine Rolle. Aber man soll nicht denken, daß diese Gewohnheit heute etwa ganz ausgestorben ist, und daß sie nicht hier und da wieder aufleben kann. In Frankreich z. B. spielt die Banknotenhortung auch heute noch eine große Rolle. Allerdings wird ihre Schädlichkeit meist überschätzt und die Möglichkeit, ihre Folgen zu bekämpfen, unterschätzt.

Die Anlässe zur Bargeldhortung in heutiger Zeit können sehr verschiedener Art sein. Zeitweise kann mangelndes Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit der Sparkassen und Banken die Ursache sein. Nach Bank- und Kreditkrisen ist dies sogar nur natürlich und begreiflich. Neben solchem Mißtrauen vorübergehender Natur kann mangelnde Gewöhnung an den Verkehr mit Banken und Sparkassen eine dauerhafte Ursache der Bargeldhortung sein. Sie kommt vor allen Dingen in ländlichen Kreisen in Frage. So gibt es z. B. Gegenden, in denen die Bauern ihre Ersparnisse zwar in Pfandbriefen anlegen, aber keine Bankguthaben oder Sparkassenguthaben unterhalten. Sie sammeln zunächst Bargeld an, und wenn ein hinreichender Betrag zusammengespart ist, wird er gelegentlich mit in die Stadt genommen und dafür bei der Hypothekenbank ein Pfandbrief gekauft, der auch mit nach Hause genommen wird. Auch die fälligen Zinnscheine werden in bar eingelöst und der Erlös wird mit nach

---

*Nachfrage nach Konsumgütern und anderen Gütern direkt gelenkt wird, hat die Liquiditätspolitik, wie überhaupt die ganze Geld- und Kreditpolitik, nur sekundäre Bedeutung. In der Verkehrswirtschaft kommt es darauf an, welche Geldverfassung gegeben ist, ob eine Vielheit freier „Zettelbanken“ vorhanden ist, wie in einigen Ländern zu Beginn des neunzehnten Jahrhunderts, oder eine zentrale Notenbank, welchen Bindungen die zentrale Notenbank unterliegt usw.“*

D. H.

Hause genommen. Es ist klar, daß bei dieser Spargewohnheit eine Stockung im Pfandbriefankauf — andere Wertpapiere werden abgelehnt — alsbald zur Bargeldhortung wird. Einen noch stärkeren — und vom Standpunkt des einzelnen auch rationelleren — Antrieb, das Sparen in der Form der Ansammlung von Bargeld durchzuführen, bildet die Neigung zur Steuerhinterziehung. Für größere Einkommen mag wegen der Unhandlichkeit der Aufbewahrung und des Diebstahls- und Feuerrisikos dieses Moment kaum in Betracht kommen. Wohl aber für bäuerliche und handwerkliche Kreise. Bei der Neigung, die direkte Besteuerung immer weiter auszudehnen, kann dieser Komplex einigen Umfang und auch auf dem Gebiete der Geldpolitik praktische Bedeutung gewinnen.

Die Wirkung der Bargeldhortung auf das Geld- und Kredit-system wird auf jeden Fall kredithemmend, nicht kreditfördernd sein. Vermehrtes Sparen durch Bargeldhortung ruft also keineswegs vermehrte Kreditgewährung, wie sie zur Aufrechterhaltung des Gleichgewichts notwendig wäre, hervor. Dies wäre bereits bei einer Geldverfassung deutlich sichtbar, in der nur mit Bargeld gezahlt würde, wo also auch bei der Kreditgewährung der volle Betrag in barem Geld hingegeben werden müßte. Die zur Kredithergabe zwecks Ausgleichs der anfallenden Verbrauchernachfrage benötigten Beträge sind dann einfach verschwunden. In einer modernen Geldverfassung, in der die Kredite in der im vorigen Kapitel beschriebenen Form der Giralgeldschöpfung gegeben werden, ist die Wirkung nicht etwa geringer, sondern eher noch stärker. Denn das Verschwinden von Bargeld trifft ein solches Kreditsystem an der empfindlichsten Stelle, nämlich bei der Liquidität. Die Verringerung des normalen Rückflusses von Barzahlungsmitteln zu den Banken zwingt sie, für ihren normalen Kassenbedarf auf ihre Barreserve zurückzugreifen und sie so zu verringern. Nun soll man nicht, wie manche Autoren dies allzu bereitwillig tun, behaupten, daß in einem solchen Fall die Banken sofort die ausstehenden Kredite soweit kürzen, daß alsbald die alte Reserveproportion wieder hergestellt ist. Eine solche Schlußfolgerung ist wirklichkeitsfremd, weil eine so plötzliche Krediteinschränkung gar nicht ohne weiteres möglich ist. Zunächst einmal ist es ja keineswegs ausgeschlossen, daß die Banken sich nunmehr mit einer geringeren Barreserve begnügen. Dies ist möglich, wenn sie es alle ungefähr gleichmäßig tun, so daß keine hierdurch eine Einbuße in ihrem Ruf erleiden kann. Außerdem muß ihnen natürlich eine hinreichend große freie Barreserve verbleiben. Die gegebenenfalls gesetzlich vorgeschrie-

bene Barreserve darf ja von den Banken nicht angerührt werden. Kommt eine Verringerung der Barreserven nicht in Betracht, weil die genannten Voraussetzungen nicht gegeben sind, so können die Banken versuchen, sich zusätzliche Barmittel bei der Notenbank zu beschaffen. Daraus kann sich, wenn die Notenbank nicht verständnisvoll diesem Bedürfnis entgegenkommt und womöglich auf die erhöhte Beanspruchung mit Diskonterhöhung reagiert, eine Verteuerung der Geldmarktzinsen ergeben. (Bei der englischen Geldverfassung wäre dies auch ohne Diskonterhöhung der Notenbank unvermeidlich, weil dort normalerweise die Geldmarktsätze unter dem Bankdiskont liegen und der Rückgriff auf die Notenbank rentabilitätsmäßig erst möglich ist, wenn sie über den Bankdiskont hinausgetrieben sind. Auch in Deutschland haben sich in den letzten Jahren die Verhältnisse in gleicher Richtung entwickelt. Bei der früheren Geldmarktverfassung wäre in Frage gekommen, daß die Reichsbank wegen vermehrter Beanspruchung den Diskont heraufsetzt.) Schließlich käme noch als rein zufälliger Ausweg in Frage: Die Bargeldhortung wird durch Zufluß von Gold oder Devisen aus dem Ausland, die von der Notenbank alsbald in Inlandsgeld verwandelt werden, kompensiert. Erst wenn alle diese Aushilfen nicht funktionieren und die alte Reserveproportion auf jeden Fall wieder hergestellt werden muß, sind die Kreditbanken gezwungen, eine Krediteinschränkung vorzunehmen. Dann allerdings würde es z. B. bei einer normalen Reserveproportion von 10 v.H. notwendig sein, eine Bargeldhortung von 10 Millionen durch eine Krediteinschränkung von 100 Millionen auszugleichen. Die Folgen des Sparens durch Bargeldhortung im Kreditsystem sind also in keinem Fall sinnenentsprechend, denn in keinem Fall wird dadurch eine entsprechende Ausdehnung des Kredits angeregt. Bestenfalls findet keine Krediteinschränkung statt. Schlechterenfalls ergibt sich schon eine kredithemmende Zinsverteuerung, und schlimmstenfalls ergibt sich sogar eine scharfe Krediteinschränkung.

Es wäre demnach unangebracht, die Bedeutung der Bargeldhortung zu bagatellisieren. Weder kann gesagt werden, daß sie in moderner Zeit nicht mehr aktuell werden könnte, noch wäre es richtig, ihre Folgen als geringfügig anzusehen. Die Bekämpfung der Bargeldhortung durch geeignete Sparkassenpropaganda und vor allem durch vernünftige Steuerpolitik ist selbstverständlich dringend zu wünschen. Aber auf diesem Wege sind doch nur sehr allmählich Erfolge zu erzielen. — Die unmittelbar schädlichen Folgen müssen durch eine aktive Bankpolitik soweit bekämpft werden, daß nicht

nur die durch Hortung verschwundenen Barmittel ersetzt werden, sondern auch eine dem Sparen entsprechende Ausdehnung des Kredits stattfindet. Die Notenbank müßte sich also mindestens zur ausgedehnteren Diskontierung, gegebenenfalls unter Herabsetzung des Diskonts, zur Verfügung stellen. Unter Umständen ist dies aber nicht das geeignete Mittel, weil die Banken Hemmungen haben, ihre Indossamentverpflichtungen zu erhöhen. Sind gesetzliche Barreservesätze vorgeschrieben, so ist unter Umständen deren Herabsetzung empfehlenswert. Ein der Bargeldhortung entsprechender Betrag würde aus der gesetzlichen in die freie Barreserve überführt werden können, die dann unbedenklich zur Befriedigung des erhöhten Barmittelbedarfs herangezogen werden kann. Das am besten geeignete Mittel wäre wohl, im Wege der Offen-Markt-Politik durch Effektenankauf den Banken den fehlenden Barbetrag einfach zuzuführen, ohne daß ihre Verpflichtungen hierdurch steigen. Die Stimmung zur Kreditausdehnung kann hierdurch wirkungsvoll gefördert werden.

Bei der Bargeldhortung steht naturgemäß die Störung der „rechnungsmäßigen“, sichtbaren Liquidität im Vordergrund. Jedoch auch die am Anfang dieses Kapitels geschilderte „immanente“ Liquidität erfährt eine Störung. Der Einzelhändler, bei dem weniger Ware gekauft wird, kann seinen Lieferanten nicht so prompt bezahlen, dieser seinen Betriebskredit bei der Bank nicht zur normalen Zeit zurückzahlen usw. Diese Stockungserscheinung darf auch bei der Bargeldhortung über den anderen, deutlicher sichtbaren Folgeerscheinungen nicht vergessen werden. Sie ist stärker ausgeprägt bei der Form des Sparens, die im folgenden Abschnitt behandelt wird<sup>1)</sup>.

### 3. Sparen im Bankguthaben.

Das Sparen in der Form, daß man sein Bankguthaben um die zum Kauf nicht verwendeten Beträge anwachsen läßt, kommt in der höherentwickelten Volkswirtschaft mit ausgebildetem Banksystem in wesentlich größerem Umfange in Frage als die Bargeldhortung. Die Ansammlung von Bankguthaben muß von derjenigen von Sparkassenguthaben aus Gründen, die sich aus der Darstellung

1) Viele Autoren machen einen scharfen Unterschied zwischen Horten und Sparen. Es soll der Bargeldhortung die Qualität des Sparens wegen ihrer unerwünschten Folgen abgesprochen werden. Für die vorliegende Darstellung wäre es unzumutbar gewesen, die Bargeldhortung auf diese Weise von der Erörterung auszuschließen. Aber auch unter allgemeinen Gesichtspunkten scheint es mir zweifelhaft, ob eine solche Abweichung vom Sprachgebrauch tunlich ist. Die Merkmale der Konsumenthaltung und Vermögensbildung sind nun einmal auch beim Horten vorhanden.

in diesem Kapitel ergeben werden, scharf unterschieden werden. Für diese Form des Sparens kommen zunächst Privatleute in Frage, die nach ihrem Einkommen und Aufwand normalerweise ein Bankguthaben unterhalten. Sie lassen darauf die Zahlungen, die ihre Einkommen ausmachen, einzahlen und überweisen, sie leisten selbst von diesem Konto einen Teil ihrer Verbrauchsausgaben und heben davon ihren Bedarf an Bargeld ab. Sie sammeln aber auf diesem Konto auch diejenigen Beträge ihres Einkommens an, die sie nicht für den Verbrauch bestimmt haben, sondern sparen wollen. Gegebenenfalls werden, wenn genügende Beträge zusammen gekommen sind, Wertpapiere gekauft, unter Umständen private Hypotheken gegeben oder gar Beteiligungen an Erwerbsunternehmungen eingegangen.

Mit dem Wertpapierankauf und den anderen genannten Anlagen ist man bereits in eine andere Form des Sparens mit gänzlich anderen Wirkungen auf das Kreditsystem übergegangen. — Zunächst betrachten wir lediglich die Ansammlung von Bankguthaben, die der Anlage in Wertpapieren, Hypotheken usw. regelmäßig vorausgehen pflegt. Wir fassen besonders die Möglichkeit ins Auge, daß der Übergang in die Wertpapieranlage usw. gehemmt ist, und daß hierdurch das Sparen in Bankguthaben einen übernormalen Umfang annimmt. Die Gründe solcher Hemmungen können für unseren Zweck dahingestellt bleiben. Bei einzelnen mag in Frage kommen, daß der Sparentschluß noch nicht endgültig gefaßt ist; vielleicht ist eine größere Anschaffung geplant, die aus irgendwelchen Gründen sich immer wieder hinausschiebt. Größeres Gewicht bekommt diese Art des Sparens, wenn sie nicht vereinzelt, sondern von vielen geübt wird. Es mag sich eine allgemeine Scheu vor der Wertpapieranlage verbreitet haben, weil noch vor kurzem durch Kursrückgänge große Verluste entstanden sind. Es mag auch sein, daß eine allgemeine Unsicherheit herrscht, so daß viele mit Einkommensausfällen rechnen müssen und für diesen Fall auf Ersparnisse zurückgreifen wollen, die dann in liquider Form zur Verfügung stehen müssen. Abgesehen davon empfindet man die Ersparnisansammlung auf dem Bankkonto nicht als besonders außergewöhnlich, da auch bei normalem Verlauf eine gewisse Zeit der Ansammlung dem Effektenkauf voranzugehen pflegt. Während die Bargeldhortung heute von weiten Kreisen als Anomalie empfunden wird, ist die „Depositenhortung“ nur die Steigerung eines an sich normalen Verhaltens, so daß es natürlich schwer begriffen wird, daß hierdurch der Wirtschaftsprozeß ungünstig beeinflusst werden kann.

Die Haltung, im Bankguthaben zu verbleiben und nicht in die Effektenanlage überzugehen, wird dadurch erleichtert, daß von den Kreditbanken auf Bankguthaben Zinsen gezahlt werden. Je geringer der Abstand zwischen den Einlagezinsen der Banken und den effektiven Zinsen, die Wertpapiere abwerfen, ist, desto geringer ist der zinsmäßige Anreiz, in die Wertpapieranlage überzugehen. Sind die festverzinslichen Wertpapiere erheblich unter ihren normalen Stand gesunken, so ist allerdings der Zinsanreiz größer; jedoch wirkt dann die Erfahrung des Kursverlustes abschreckend. Diese Probleme sind im nächsten Abschnitt noch näher zu betrachten.

Zu den Einzelpersonen (Nichtunternehmern), die in Bankguthaben sparen, treten nun auch Unternehmungen. Zunächst kann natürlich auch hier, wie beim einzelnen Sparer, eine reine Sparabsicht vorliegen. Man hat gut verdient, sieht aber keinen Grund, mehr als gewöhnlich aus dem Unternehmen für den Verbrauch zu entnehmen (Einzelunternehmer) oder an die Beteiligten auszuschütten (Unternehmung in gesellschaftlicher Form). So sammelt man den Gewinnüberschuß als außerordentliche Reserve an und wartet das Weitere ab. Von der Effektenanlage hält man sich aus denselben Gründen wie das private Publikum zurück. Hinzu kommen Unternehmer, deren Geschäftskapital sich turnusmäßig gerade wieder verflüssigt hat, und die mit der Eingehung neuer Geschäfte „etwas warten“ wollen. Hier liegt schon keine eigentliche Sparabsicht mehr vor, sondern es handelt sich um die vorübergehende Auflösung einer Investition, die früherer Ersparnis gegenüberstand. Das gleiche ist der Fall bei Unternehmungen, die mit der Erneuerung ihrer Maschinenanlage zurückhalten, obwohl die Amortisationsbeträge dafür auf Bankkonto angesammelt sind. In diesen Fällen kommt eine Effektenanlage noch weniger als bei den anderen in Frage, weil man natürlich das Geschäftskapital Kursrisiken nicht aussetzen will, und wenn die Furcht vor Kursverlusten allgemein ist, so wird ihr bei solchen Unternehmungen am meisten Rechnung getragen. Das Merkwürdige ist, daß diese Unternehmer, deren Investition vorher durch Sparen freigesetzte Produktivkräfte beschäftigt hat, vorübergehend selbst Sparer werden, indem sie Produktivkräfte freisetzen. Das Sparen in der Form der Ansammlung von Bankguthaben tritt also in der modernen Volkswirtschaft nicht nur als Übergang zu anderen Formen der Anlage von Ersparnissen auf sondern kann sehr großen Umfang annehmen.

Daß auch diese Form des Sparens kredithemmend wirkt, ist lange Zeit bestritten worden. Gerade hier tritt der Gegensatz zwischen traditioneller Auffassung und moderner Kredittheorie am schärfsten hervor. Nach der traditionellen Auffassung müßte ja solche Ansammlung von Bankguthaben zinsenkend wirken und die Gewährung von Kredit anregen. Aber die Wirklichkeit sieht ganz anders aus. Der größte Teil der Beträge, die auf den Bankguthaben angesammelt werden, stammt von anderen Bankguthaben. Es ist sogar gleichgültig, ob die Übertragung von Konto zu Konto durch eine oder mehrere Bargeldzahlungen, durch Reichsbanküberweisung oder durch Übertrag innerhalb derselben Bank stattgefunden hat<sup>1)</sup>. Im wesentlichen handelt es sich beim Sparen durch Ansammlung von Bankguthaben um Verwandlung von zirkulierendem in nicht zirkulierendes Giralgeld. Allenfalls werden täglich fällige Bankguthaben in terminierte verwandelt, was für die Neigung der Banken zur Ausdehnung ihrer Kreditgewährung keinen großen Unterschied macht<sup>2)</sup>. Wie wirkt die Immobilisierung von Kreditoren, als die sich das Sparen in Bankguthaben darstellt, auf die Kreditbereitschaft der Banken? Hier greifen die Überlegungen Platz, die am Anfang dieses Kapitels über immanente Liquidität angestellt wurden. Sicher tritt keine unmittelbare Verringerung der rechnungsmäßigen Liquidität der Banken ein, denn ihre Verpflichtungen bleiben ja summenmäßig gleich. Sofern wirklich Bargeld aus dem Verkehr in die Banken zurückkehrt, um Bankguthaben zu bilden, z. B. weil die zurückhaltenden Unternehmer geringere Lohnsummen auszahlen, tritt sogar eine Aufbesserung der Barliquidität ein. Dem steht aber die tiefgreifende Veränderung der „immanenten Liquidität“ gegenüber, die die Immobilisierung von Kreditoren unmittelbar nach sich zieht. Denn sowohl die Verringerung der normalen Konsumausgaben als auch die Zurückhaltung von Unternehmern, z. B. durch Zurückstellung der Wiederanlage liquide gewordener Kapitalteile, läßt die normale Abdeckung der Debitoren ins Stocken kommen. Es stockt zunächst der normale Rückfluß der Betriebskredite. Durch die Zurückhaltung vom Effektenkauf wird aber auch die Konsolidierung von Investitionskrediten unterbunden, die von den Banken vorfinanziert waren. Das Einfrieren der bestehenden Kredite wirkt natürlich hemmend auf die Bereitschaft zur Gewäh-

---

1) Der Übertrag von Bargeld oder Reichsbankguthaben ist ja immer nur der Vorläufer eines Übertrags geeigneter Aktiven von Bank zu Bank. Siehe darüber die Darstellung des Zahlungsverkehrs auf S. 42 ff.

2) Siehe S. 50 ff.

rung neuer Kredite. Wie in der Einleitung zu diesem Kapitel geschildert, sehen sich die Banken zu einer gewissen Ausdehnung ihrer Kredite gezwungen, weil sie ihre Kundschaft nicht ohne weiteres sitzen lassen können; aber dabei handelt es sich um sog. Durchhalte Kredite, die die Stockung vorübergehend mildern und ihr Fortschreiten verlangsamen, jedoch nicht zu einer wirtschaftlichen Belebung und zu einer Umkehrung des Prozesses führen können. Naturgemäß ist auch die Bereitschaft zu dieser Art von Kreditgewährung begrenzt. Sowohl im ganzen wie auch dem einzelnen Kreditnehmer gegenüber. Man kann dem Einzelnen einmal oder zweimal durchhelfen; aber früher oder später ist seine Kreditwürdigkeit erschöpft und muß auch die bereitwilligste Bank von ihm erwarten, daß er versucht, wieder durch eigene Maßnahmen ins Gleichgewicht zu kommen.

Allgemein gesehen tritt nun, wie ebenfalls bereits geschildert (S. 64f.), auch das Stadium ein, in dem nicht nur die immanente Liquidität, sondern auch die sichtbare zurückgeht, weil der Anteil der als liquide geltenden rediskontierbaren Wechsel an den Bankaktiven zurückgeht, während der Anteil der nicht als liquide geltenden Buchkredite steigt. Wenn darüber hinaus die Banken die Geduld verlieren und nicht nur keine neuen Kredite gewähren, sondern auch versuchen, durch Kreditkündigungen ihr Engagement zu verringern und sich einbilden, auf diese Weise ihre Liquidität aufzubessern, so tritt eine allgemeine Verschlechterung der Lage ein, und man geht in den sattsam bekannten Deflationsprozeß über. Die Restriktion des Bankkredites zwingt die industriellen und kommerziellen Bankkunden zur Einschränkung ihrer Bestellungen und zu rigoroser Eintreibung ihrer Forderungen. Dadurch wird der Güterabsatz weiter erschwert, werden die Preise weiter gedrückt. Weitere Debitoren frieren ein und hierdurch ist der Anlaß zu weiterer Kreditrestriktion gegeben. Das Groteske ist Ereignis geworden: Das Sparen hat nicht nur nicht zur Ausdehnung des Kredits, sondern sogar zu seiner Einschränkung geführt, und damit ist der verhängnisvolle Zirkel des WICKSELLSchen Prozesses nach unten entstanden.

Dies ist der Vorgang, durch den die Behauptung aufgekommen ist und zeitweise weit verbreitet war, daß Sparen deflatorisch wirkt. Zwar ist dies eine unrichtige und für den Wissenschaftler besonders unzulässige Verallgemeinerung; aber andererseits wäre es auch eine unzulässige Bagatellisierung, wenn man den soeben beschriebenen Vorgang, bei dem Sparen tatsächlich deflatorisch

wirkt, als „vereinzelte Ausnahme“ hinstellen wollte, die weiter keine Beachtung verdient. Das Sparen in der Form der Ansammlung von Bankguthaben ist in der modernen Volkswirtschaft in gewissem Umfang eine normale Erscheinung, deren Wirkung auf die Preise längst eingetreten und in dem Preiskosmos der Gleichgewichtslage gewissermaßen einkalkuliert ist. Sobald aber diese Form des Sparens den bezeichneten Normalumfang überschreitet, sind die geschilderten deflatorischen Folgen unvermeidlich und müssen bewußt durch Gegenmaßnahmen kompensiert werden, damit das Sparen nicht eine seinem Sinn und Zweck zuwiderlaufende Wirkung hat.

Zunächst einmal wird man die Frage aufwerfen: Müssen sich die Kreditbanken in der geschilderten Weise verhalten? Kann man nicht fordern, daß sie gerade dann, wenn sie in ihrem Geschäft Stockungserscheinungen beobachten, noch bereitwilliger und reichlicher als sonst Kredit geben und auf diese Weise richtig gegenüber der Tatsache des Sparens reagieren? Diese Frage muß, soweit die privaten Kreditbanken in Betracht kommen, verneint werden. Die Kreditbanken können bei ihrer Geschäftspolitik unmöglich die Tatsache außer acht lassen, daß ihre Debitoren einfrieren. Sie können schwer beim einzelnen Schuldner feststellen, ob seine mangelhafte Rückzahlung auf allgemeine Stockungsursachen oder spezielle ungünstige Umstände bei der betreffenden Unternehmung zurückzuführen ist. Einfachste Geschäftsklugheit macht ihnen zur Pflicht, in der Annahme und Auswahl neuer Schuldner vorsichtig zu sein. Die Banken können ferner nicht ihre aus immer wieder erneuerter Erfahrung gewonnene Kenntnis ausschalten, daß der zuerst beobachteten Verschlechterung der immanenten Liquidität in einem gewissen Zeitabstand eine Verschlechterung der sichtbaren Liquidität folgt. Eine solche Aussicht hat die einzelne Kreditbank erst recht vorsichtig und zurückhaltend gestimmt, denn sie bedeutet bevorstehende Verengerung des tatsächlichen Kreditspielraums. Es ist ferner für die Banken einfach eine unumgängliche Bedingung, daß ältere Investitionskredite durch Wertpapieremissionen konsolidiert sein müssen, wenn neue Investitionskredite gegeben werden sollen. Gerade an diesem Punkt wirkt die Stockung besonders stark, wenn die Sparer keine Neigung zum Ankauf von Wertpapieren haben. Die Gelegenheit zu Investitionskrediten wird im übrigen auch von der Nachfrageseite her eingeschränkt. Denn niedriger Kursstand der Wertpapiere bedeutet hohe Zinsbelastung der langfristigen Investitionen. Hierdurch wird auch die Haltung derjenigen Unternehmer, die im Gegensatz zu den

zurückhaltenden noch zu Investitionen geneigt waren, auf Abwarten und Zurückhaltung umgestimmt.

Den verhängnisvollen Zirkel durchbrechen kann nur die Notenbank<sup>1)</sup>. Sie kann zunächst einmal durch Senkung ihres Diskonts auf das Zinsniveau einzuwirken suchen. Eine darauf folgende allgemeine Ermäßigung der Geldmarkt- und Bankzinsen wird früher oder später auch auf die von den Banken gezahlten Einlagezinsen wirken, und wenn diese sehr niedrig werden, besteht zinsmäßig ein stärkerer Anreiz, aus dem Sparen in Bankguthaben in die Wertpapieranlage überzugehen. Die Notenbank wird ferner gut tun, wenn sie die Ansprüche an das von den Banken einzureichende Wechselmaterial in solchen Zeiten herabsetzt und auf diese Weise möglich macht, einer Reihe von Krediten eine liquide Form zu geben, die ihnen vielleicht an sich nicht zukommt. Ist die Unterhaltung einer bestimmten Reserve von Barmitteln, womöglich auch von sonstigen liquiden Aktiven vorgeschrieben, so wird die Herabsetzung der Pflichtreservesätze die Beklemmungen der Kreditbanken mildern und ihren Kreditspielraum erweitern. Je rechtzeitiger und rückhaltloser diese einfachen kreditpolitischen Hilfen eingesetzt werden, desto eher besteht die Chance, daß durch die Ausdehnung der Kreditgewährung das Gleichgewicht zwischen Sparen und Kredit wieder hergestellt wird. Gegenüber einer tiefer-sitzenden Stockung müssen aber unter Umständen stärkere Mittel angewendet werden. Es kann sein, daß das Mißtrauen des Sparers gegenüber der Wertpapieranlage zu stark ist, als daß ihn niedrige Zinsen auf Bankeinlagen in die Effektenanlage treiben könnten. Der niedrige Kursstand, der an sich eine hohe Verzinsung mit sich bringen würde, wirkt unter Umständen nicht anziehend, sondern abschreckend durch den Gedanken, daß der Kurs noch weiter sinken könnte. In einer solchen Lage kann nur die Offen-Markt-Politik wirksam eingreifen. Wenn die Notenbank Wertpapiere kauft, so werden auf diese Weise nicht nur, was in dieser Situation sehr wünschenswert ist, den Kreditbanken flüssige Mittel zugeführt und wird ihre Liquidität gebessert, sondern es werden auch die Kurse der Wertpapiere beeinflußt. Es kann auf diese Art in den Wertpapiermarkt eine steigende Tendenz hineingebracht werden. Dem Sparer, der noch rechtzeitig kauft, winkt nicht nur eine verhältnismäßig hohe Verzinsung, sondern auch noch die Chance eines schönen Kurs-

1) In diesem Kapitel werden die technischen Einwirkungsmöglichkeiten der Kreditpolitik nur kurz erwähnt. Ihre Einordnung in eine systematische Lenkung des Kapitalbildungsprozesses ist Gegenstand des folgenden Kapitels.

gewinns. So wird die Notenbank beim Wertpapierkauf bald nicht mehr allein sein; es werden sich bald einige, dann viele Mitläufer einfinden. Ausgehend von denjenigen Wertpapieren, die in Durchführung der Offen-Markt-Politik gekauft werden, setzt sich eine allgemeine Kursbesserung am Effektenmarkt durch. Die wiedererwachte Kauflust für Effekten ermöglicht die Nachholung der Konsolidierung, und die Bankbilanzen werden entlastet. Wenn die Wertpapierkurse den von der Notenbank angestrebten Kurs erreichen, ist der langfristige Zinsfuß wieder normalisiert, die Rentabilitätschancen für neue Investitionen sind wieder hergestellt und die Hemmungen für Investitionen und Investitionskredite beseitigt.

#### **4. Sparen in Wertpapieren und anderen langfristigen Anlagen.**

Wenn ein Sparer Wertpapiere kauft, so wird zwischen ihm und den Investoren, die die Wertpapiere emittiert haben, eine direkte Beziehung hergestellt. Dem steht gleich, wenn der Sparer eine private Hypothek oder einem ihm vertrauenswürdig erscheinenden Unternehmer direkt einen Kredit gibt. Wenn diese direkte Beziehung zwischen Sparer und Investor immer sogleich hergestellt werden könnte, würde es Gleichgewichtsstörungen zwischen Sparen und Kredit nicht geben können. Falls der Sparer immer direkt das Ersparte dem Investor anbieten würde, falls er also z. B. sofort jeden ersparten Betrag zur Nachfrage nach Wertpapieren verwenden würde, müßten auch vermehrtem Angebot von Ersparnissen sinkende Zinsen und vermehrte Investitionsanreize entsprechen. Der Teil der Einkommensdepositen (Bankguthaben, die durch Einkommenszahlungen entstehen), der gespart werden soll, würde direkt auf den Emittenten eines Wertpapiers, den Grundstücksbesitzer, der eine Hypothek nimmt, den privaten Unternehmer, der sich von einem anderen Privatmann Geld borgt, übertragen werden. Wenn schließlich auch alle Unternehmer die ihnen zur Verfügung stehenden Mittel in der Investition „hielten“, für sie nicht mehr verwendbare aber alsbald direkt oder indirekt anderen Investoren zur Verfügung stellten, so würde niemals zirkulierendes Geld durch Sparen in nicht zirkulierendes verwandelt werden, sondern nur von einem zum anderen übertragen werden. Die im vorigen Abschnitt geschilderte Stockung könnte nie eintreten.

In Wirklichkeit vollziehen sich aber die Dinge so, daß immer eine Anzahl von Sparern vorhanden ist, die zunächst einmal einfach Sparbeträge auf Bankguthaben ansammelt; auch sind fast immer Unternehmer vorhanden, die vorübergehend mit der Reinvestition

oder auch Neuinvestition zurückhalten. Dem steht ausgleichend gegenüber, daß die Kreditbanken immer einen gewissen Betrag von Investitionskrediten ausleihen, soweit ihnen ihr Status das gestattet. Aber auch diese Kredite dürfen nicht „einfrieren“. Die Schuldner der Investitionskredite emittieren durch Vermittlung ihrer Bank Wertpapiere, und die Sparer, die Sparbeträge auf Bankguthaben angesammelt haben, benutzen diese, um die Wertpapiere anzukaufen. Zu ihrer Bezahlung werden die entsprechenden Bankguthaben der Sparer auf die Emittenten übertragen und mit deren Bankschuld kompensiert<sup>1)</sup>. Hat seinerzeit die Gewährung des Investitionskredits die Bankbilanz verlängert und dementsprechend die Liquidität der Bank gemindert, so wird nunmehr durch den Wertpapierankauf der Emissionskredit zurückgezahlt, die Bankbilanz verkürzt und die Liquidität der Bank erhöht.

Ganz ähnlich ist der Vorgang, wenn jemand mit Hilfe von Bankkrediten ein Haus gebaut hat und nunmehr eine Hypothek aufnimmt, mit deren Valuta er die Bankschuld zurückzahlt. Daher wirkt der Ankauf von Wertpapieren und entsprechenden Anlagen fördernd auf die Kreditbereitschaft der Banken. Die Abwicklung der alten Geschäfte veranlaßt zur Eingehung neuer Geschäfte. Bei dieser Form des Sparens wird also die Kreditgewährung sinngemäß beeinflußt. Das bedeutet allerdings nicht, daß sie ohne weiteres ein Gleichgewicht zwischen Sparen und Kredit sicherstellt. Zwischen dem Sparen auf Bankguthaben, der Gewährung von Investitionskrediten durch die Banken und ihrer Konsolidierung durch Wertpapieremissionen muß ein gewisses Gleichmaß herrschen, wenn keine Störungen auftreten sollen, wie sie im vorigen Abschnitt beschrieben wurden. Dieses Gleichmaß ist nicht ohne weiteres sichergestellt, wie sich im vorigen Abschnitt gezeigt hat und muß gegebenenfalls, wie oben dargelegt wurde, durch kreditpolitischen Eingriff hergestellt werden.

Es finden sich daher immer wieder Anhänger der Auffassung, die den Bankkredit überhaupt aus der Finanzierung von Investitionen ausgeschaltet wissen wollen und denen als Ideal vorschwebt, daß sich immer und von vornherein die oben beschriebene, direkte Beziehung zwischen Sparer und Investor herstellt, daß also der Sparer seine Ersparnis sofort in Wertpapieren anlegt, daß andererseits der Investor sich nur durch Wertpapieremission, niemals durch Bankkredit finanziert. Jedoch besteht kaum eine

---

1) Vgl. Neue Kreditpolitik, Stuttgart und Berlin, 1936, S. 20ff.

Möglichkeit, die Wirklichkeit nach diesem Ideal zu gestalten. Wie will man den Bankkunden verwehren, über bestimmte Teile seines Bankguthabens nicht zu verfügen? Wie kann man diese Teile als Ersparnis erkennen? Kann man den Sparer in bestimmte Wertpapieranlagen hineinzwingen, kann man auch das damit verbundene Risiko der jeweiligen Anlage zwangsweise auferlegen? Alle Schritte in einer solchen Richtung führen notwendig zu einer zentralen Verwaltung der Ersparnisse und zu einer zentralen Lenkung der Investitionen, also in ein anderes Wirtschaftssystem, in der es allerdings das Problem des Gleichgewichts zwischen Sparen und Kredit nicht geben würde.

Dies ist aber keineswegs das Ziel, das die Gegner des Investitionskredits der Banken anstreben. Sie glauben vielmehr, ein Verbot desselben würde Gleichgewichtsstörungen ausschalten. Da praktisch nur ein solches Verbot, nicht aber ein Zwang zur langfristigen Anlage in Wertpapieren, Hypotheken usw. in Frage kommt, würde das Sparen in Bankguthaben in jedem Umfange möglich bleiben, und nur der Ausgleich von Gleichgewichtsstörungen durch entsprechenden Investitionskredit der Banken würde unmöglich gemacht werden. Innerhalb der Verkehrswirtschaft mit ihrer freien Einkommensverwendung ist das Sparen durch Ansammlung von Bankguthaben nicht zu unterdrücken und nicht zu entbehren. Daß das moderne Banksystem die Möglichkeit bietet, derartige Sparvorgänge durch Investitionskredite zu kompensieren, erleichtert die Lenkung des verkehrswirtschaftlichen Lebensprozesses. Auf diese Weise braucht zwischen der Bereitschaft des Sparers zur Wertpapieranlage und der Investition keine zeitliche Übereinstimmung zu herrschen. Die Investition ist nicht starr an die Bereitschaft des Sparers zu einer bestimmten Form des Sparens gebunden, und es können Stockungen in dieser Bereitschaft, die wir im vorigen Abschnitt sahen, durch kreditpolitische Maßnahmen überwunden werden. Es ist selbstverständlich wünschenswert, daß solche Eingriffe möglichst selten nötig sind. Daher ist eine systematische Pflege des Effektenmarktes ein wesentlicher Teil einer vorausschauenden Kreditpolitik.

Die Zwischenschaltung des Investitionskredits der Banken ist aber auch aus einem weiteren Grunde unvermeidlich. Die Verminderung von Gleichgewichtsstörungen durch eine direkte Beziehung zwischen Sparer und Investor ist wenigstens vorstellbar, solange alle Investition auf Grund von Konsumverzicht, d. h. von Ersparnis aus laufendem Einkommen erfolgt. Stellen wir

uns aber eine Volkswirtschaft vor, die im Zeichen des Wachstums durch technischen Fortschritt steht, so muß ja der zuwachsende Teil an produktiven Kräften durch neugeschaffenes Geld entlohnt werden. Die Einkommen, aus deren Ersparnis diese Zuwachsinvestitionen konsolidiert werden können, müssen erst durch eine Ausdehnung des Geldvolumens geschaffen werden. Dies ist nur durch Zwischenschaltung des geldschöpfenden Bankkredits möglich.

Das Sparen durch Ankauf von Wertpapieren ist also tatsächlich eine Form, die eine Ausdehnung des Kredits fördert. Gefährlich und wirklichkeitsfremd aber wäre es, wenn man glauben wollte, durch Pflege und Förderung dieser Form allein, ohne sonstige kreditpolitische Maßnahmen, das Gleichgewicht zwischen Sparen und Kredit sicherstellen zu können. Die Verwandlung von Bankguthaben in Wertpapiere wirkt, wie wir sahen, kreditfördernd. Daraus darf aber nicht geschlossen werden, daß sie ein unbedingt treues Spiegelbild des laufenden Sparens im realen Sinne der Freisetzung von Produktivkräften ist. Nicht nur ist ein Zurückbleiben hinter dem realen Sparen, sondern auch eine Übertreibung nach der anderen Seite hin möglich. Mehr Bankguthaben können in Wertpapiere verwandelt werden, als diejenigen, die das Resultat von wirklichem Sparen sind. In Zeiten der Kurssteigerung und Spekulation zeigen sich solche Erscheinungen regelmäßig. Es werden dann auch solche Bankguthaben in Wertpapieren (dann meist Aktien) angelegt, die eigentlich in der Regel Zahlungszwecken dienen und nur ganz vorübergehend in Effekten angelegt werden können. In Zeiten, in denen diese Neigung allgemein ist, kann man darauf rechnen, Wertpapiere jederzeit wieder abstoßen zu können und dabei gegebenenfalls einen Kursgewinn einzuheimsen. Man begnügt sich mit geringeren Bankguthaben für Zahlungszwecke und disponiert etwas schärfer in Zahlungsein- und ausgang. Auf diese Weise kann eine verringerte Giralgeldmenge die gleiche oder womöglich eine noch höhere Zahlungsleistung vollziehen, als es vorher der Fall war, denn es werden nicht Güter, sondern Zahlungsmittel gespart. In solchen Zeiten sind Emissionen leicht absetzbar, und die Neigung der Banken zur Hergabe von Investitionskrediten wird durch die Leichtigkeit der Konsolidierung übermäßig verstärkt, so daß ein inflatorischer Zustand eintritt, in dem mehr Kredit gegeben wird, als dem laufenden Sparen entspricht. Wie unsicher und unzulässig die finanziellen Grundlagen einer solchen Haussebewegung sind, braucht wohl nicht auseinandergesetzt zu werden. Die Kreditpolitik muß auch hier rechtzeitig die Gefahr sehen und die Bremsen,

die ihr in Diskonterhöhung, versteiferender Offen-Markt-Politik und Heraufsetzung der Reservesätze gegeben sind, so rechtzeitig anziehen, daß es nicht zu einem katastrophalen Zusammenbruch kommt.

Soll man etwa deswegen die Abschaffung oder Beschränkung der Börsen befürworten, den Wiederverkauf von Wertpapieren erschweren, damit nur diejenigen solche anschaffen, die sie lange, womöglich bis zur Fälligkeit, behalten können? Die Frage ist nachdrücklich zu verneinen, da hiermit wesentliche Vorteile aufgegeben würden, die schwer zu ersetzen sind. Die leichte Verwertbarkeit von Wertpapieren ermöglicht die Effektenanlage auch solchen Sparern, die zwar nur auf begrenzte Zeit sparen wollen, aber doch nicht etwa als Spekulanten anzusehen sind. Da ist die wichtige Gruppe der Sparer, die auf einen bestimmten Zweck hin sparen, der aber immerhin erst nach einigen Jahren erreicht sein kann. Da sind ferner Unternehmer, die vorübergehend mit der Wiederanlage liquide gewordener Geschäftskapitalien warten wollen. Es ist unmöglich, für diese Sparergruppe, die immer vorhanden ist und einen großen Umfang hat, besondere Wertpapiere mit besonders abgestimmten Fälligkeiten zu schaffen, zumal da sie die Termine, an denen sie das Geld wieder brauchen, nicht von vornherein kennen. Derartig abgestimmte Fälligkeiten würden auch nur sehr schwer mit den Bedürfnissen der Investoren in Übereinstimmung zu bringen sein, die wiederum höchst verschieden sind. Höchstens wenn der Staat alleiniger Investor und Nachfrager nach langfristigem Kredit ist, wäre ein derartiges Eingehen auf die Terminwünsche vorübergehender Wertpapieranleger möglich, weil man mit Recht darauf rechnen kann, daß sich Zugang und Abgang durch die große Masse der in Frage kommenden Interessenten ausgleicht. Für die Vielzahl von privaten Investoren, die in der Verkehrswirtschaft die Regel ist, schafft diesen die Börse den Ausgleich zwischen Zugang und Abgang von Sparern; sie ermöglicht es, daß ein Sparer den anderen ablöst.

### 5. Sparen bei Sparkassen.

Daß die Ansammlung von Sparkassenguthaben von derjenigen von Bankguthaben scharf unterschieden werden muß, wurde bereits erwähnt. Während die Bank nicht wissen kann, in welcher Absicht und für welchen Zweck ihr Einleger sein Bankguthaben unterhält, ob er Ersparnisse ansammelt oder für Zahlungszwecke Geld bereithält, geht die Sparkasse von der durch jahrzehntelange Erfahrungen bestätigten Voraussetzung aus, daß ihr Einleger wirklich sparen und

nicht alsbald wieder das eingelegte Geld für Zahlungen verwenden will. Die Dauerhaftigkeit ihrer Einlagen ermöglicht den Sparkassen ein Aktivgeschäft gänzlich anderen Charakters, als das der Banken. Ihre Liquiditätsvorsorge kann wesentlich geringer sein, als diejenige der Kreditbanken, sowohl, was die Unterhaltung von Barmitteln, wie auch die von geldmarktfähigen Titeln angeht. (Letztere kommen überhaupt nur für größere Sparkassen in Betracht, da der Geschäftsbetrieb der kleinen Sparkassen auf das Geschäft in Wechseln, Schatzanweisungen usw. gar nicht zugeschnitten ist.) Dem Liquiditätsbedürfnis wird dadurch Rechnung getragen, daß gewisse Guthaben bei geeigneten sicheren Banken, meist staatlichen oder öffentlich-rechtlichen, unterhalten werden. Im übrigen aber legt die Sparkasse ihr Geld langfristig in Effekten, Hypotheken und ähnlichem an, weil sich dabei am ehesten Sicherheit mit guter Verzinsung verbinden läßt. Auf gute Verzinsung muß Wert gelegt werden, da der Spareinleger höhere Zinsen bekommt, als der Bankeinleger. Weil Langfristigkeit und geringer Umsatz sowohl auf der Passiv- wie auf der Aktivseite wesentlich geringere Kosten als das Bankgeschäft verursachen, kann sich die Sparkasse auch mit einer verhältnismäßig geringen Differenz zwischen Aktiv- und Passivzinsen begnügen. Diese Geschäftsgebarung der Sparkassen hat zur Folge, daß die Ansammlung von Sparkassenguthaben nicht etwa die kredithemmende Wirkung der Ansammlung von Bankguthaben zum Zwecke des Sparens hat, sondern die kreditfördernde Wirkung des Sparens durch Anlage in Wertpapieren, Hypotheken und sonstigen langfristigen Anlagen. Die Sparkasse ist gewissermaßen Effektenkäufer oder Hypothekengeber an Stelle der Sparkassenkunden. Dadurch wird auf die Bilanzen der Kreditbanken ein ebenso oder fast ebenso verkürzender und liquiditätserhöhender Effekt erzielt, wie wenn kreditorische Kunden der Kreditbanken selbst Effekten kaufen. Ein Beispiel mag dies klar machen: Es mögen zu Lasten von Bankguthaben von Unternehmern hundert Millionen Löhne bar zur Auszahlung gelangen. Wenn diese in vollem Umfang für Verbrauchsgüter ausgegeben werden, so kehrt das Geld nach einigen Wochen auf dem Wege über die Ladenkassen und Bankkonten der Einzelhändler und Großhändler zu den Banken zurück, also auf die Konten von Unternehmern, die es zum Wiedereinkauf usw. verwenden. Nehmen wir nun an, daß von den hundert Millionen Löhnen zwanzig Millionen gespart werden. Geschiehe dies in der Form, daß die Lohnempfänger sich ein Bankkonto bei einer Kreditbank anlegen und darauf sparen, so treten, obwohl auch jetzt das Bargeld

voll zurückfließt, für zwanzig Millionen die Folgen eines Sparens in Bankguthaben ein. Falls die Lohnempfänger aber die zwanzig Millionen zu Sparkassen bringen, ergibt sich eine andere Wirkung. Die Sparkassen bringen die zwanzig Millionen Bargeld zunächst einmal zu den Banken, mit denen sie in Verbindung stehen — ins Banksystem kehrt also das Bargeld in allen drei Fällen zurück — und haben so ihrerseits zwanzig Millionen Bankguthaben. Dies kann jedoch nur ein ganz vorübergehender Zustand sein, weil die Sparkassen schon aus Verzinsungsgründen in andere Anlagen drängen müssen. Sie kaufen also beispielsweise für neunzehn Millionen Hypothekendarlehenbriefe. Deren Erlös ermöglicht die Gewährung des gleichen Betrages von Hypothekendarlehen, mit dessen Gegenwert ein ebenso hoher Betrag von den Banken gewährter Baukredite zurückgezahlt wird. Um diesen Betrag verkürzen sich also die Bankbilanzen, wird ihre Liquidität erhöht, um Spielraum für neuen Kredit zu schaffen. Das eine Beispiel mag genügen, um darzulegen, daß das Sparen bei Sparkassen im großen und ganzen ebenso kreditfördernd wirkt, wie die unmittelbare Anlage in Wertpapieren und ähnlichen langfristigen Forderungen. Ein kleiner Nachteil ist, daß eine gewisse Liquiditätsvorsorge doch einen gewissen Teil der Sparbeträge der Zirkulation entzieht. Dem steht als Vorteil gegenüber, daß spekulative Ausschreitungen, wie sie im vorigen Abschnitt behandelt wurden, auf diesem Gebiete nicht möglich sind.

## 6. Ergebnis.

Das Sparen übt also, je nachdem in welcher Form es getätigt wird, sehr verschiedenartige Wirkungen aus. Während der großen Wirtschaftsdepression der dreißiger Jahre wurde mit Nachdruck von einigen Nationalökonomern darauf hingewiesen, daß durch Sparen die Ausdehnung des Kreditvolumens gehemmt und die Krise verschärft würde. Und da zu jener Zeit fast nur auf Bankguthaben gespart wurde, der Effektenkauf stockte und die Einlagen der Sparkassen sogar zurückgingen, war dies damals völlig richtig. Die Anhänger der traditionellen Auffassung widersprachen heftig und erklärten, daß durch Sparen der Zins niedriger und die Kreditgewährung erleichtert würde, es müßte nun erst recht gespart werden. Sicher haben damals die erstgenannten Nationalökonomern richtig gesehen und angesichts der Leiden, die die Depression über die Menschheit verhängte, ist auch die Heftigkeit, mit der die gegnerische Meinung bekämpft wurde, berechtigt gewesen. Jedoch ist es gerade dem Wissenschaftler nicht erlaubt, zu übersehen und zu verschweigen,

daß ihre Behauptung von der kredithemmenden Wirkung des Sparens nur für bestimmte Formen zutrifft. Es war daher nicht richtig, diese Behauptung zu verallgemeinern und dadurch in manchen Kreisen die Vorstellung hervorzurufen, als sei Sparen überhaupt mindestens überflüssig oder meist sogar vom Übel.

Die genaue Betrachtung der verschiedenen Formen des Sparens zeigt vielmehr, daß keine von ihnen beanspruchen kann, so auf das Kreditsystem zu wirken, daß sich das erforderliche Gleichgewicht zwischen Sparen und Kredit mit Sicherheit von selbst herstellt. In allen Fällen muß eine aufmerksame Kreditpolitik zu ergründen suchen, welche güterwirtschaftlichen Hergänge sich hinter den Erscheinungen verbergen, die als Formen des Sparens auftreten; und die Kreditpolitik muß jederzeit bereit sein, korrigierend und kompensierend einzugreifen. Daß in der modernen Volkswirtschaft das kredithemmende Sparen in der Form der Ansammlung von Bankguthaben großen Umfang annehmen kann und wegen seiner weittragenden Folgen besondere Aufmerksamkeit und Bereitschaft beansprucht, ist zweifellos richtig. Insofern haben die Erörterungen während der Wirtschaftsdepression doch eine wichtige Tatsache in den Vordergrund gerückt.

## 6. Kapitel:

# Die Lenkung der Kapitalbildung.

### 1. Notwendigkeit der Lenkung.

Die in den vorangehenden Kapiteln analysierten Vorgänge sind der Prozeß, den man hergebrachterweise als Kapitalbildung bezeichnet. Sparen und Investieren sind die zwei Seiten dieses Prozesses. Es besteht kein Grund, an der Bezeichnung als Kapitalbildung etwas zu ändern, weil die heutige Erkenntnis des Prozesses gegenüber der früheren vollständiger und genauer ist. Gleichwohl ist es nötig, sich des Unterschiedes der modernen Anschauung gegenüber der früheren bewußt zu sein und sich die Bedeutung klar zu machen, die dieser Unterschied hat. Der Sinn der Kapitalbildung ist vom Standpunkt des einzelnen Wirtschaftssubjekts, Vorsorge für die Zukunft durch Vermögensbildung, d. h.: Schaffung eines Konsumanspruches in der Zukunft. Vom Standpunkt der Gesamtheit handelt es sich um die Anreicherung der Volkswirtschaft mit rückversetzten dauerhaften und verbrauchbaren Gütern, die teils zur Produktion, teils für einen sich über längere Zeit hinstreckenden

Konsum bestimmt sind. Es wird auf diese Weise die gütermäßige Deckung des im Vermögen bestehenden Zukunftsanspruches sichergestellt und verbunden mit einer Verbesserung der Güterversorgung infolge des höheren Ertrages zeitraubender Produktionsumwege. Beide Seiten dieses Vorganges haben für das menschliche Leben eine kaum zu überschätzende Bedeutung. Sie umfassen den Teil der menschlichen Wirtschaftstätigkeit, der über die Befriedigung der augenblicklichen Bedürfnisse hinausgeht und dem Dasein durch Vorsorge für die Zukunft die materielle Grundlage für Planmäßigkeit, Gleichmäßigkeit und Dauerhaftigkeit geben soll. Die frühere Auffassung kennt und anerkennt keine Störung des Kapitalbildungsprozesses, die durch in ihm selbst liegende Faktoren begründet sein kann. Wohl können durch Krieg und andere Katastrophen Sparen und Kapitalbildung gestört werden, jedoch, so glaubte man, wenn Sparen sichergestellt ist, so ist es auch die Kapitalbildung. Zwar kennt auch die ältere Auffassung die zwei Phasen, Konsumenthaltung und Wiederanlegung des Ersparnen; jedoch sah man darin kein Problem, weil man glaubte, daß die erste Phase die zweite ohne weiteres nach sich zieht. Es ist daher mehr als die Aufklärung einiger Einzelheiten des Ablaufs, wenn man zu der Erkenntnis gelangt ist, daß dieser Prozeß tiefgreifenden Störungen unterliegt, wie sie in den vorangegangenen Kapiteln dargestellt sind. Sparen ist nicht notwendig Kapitalbildung, und umgekehrt gibt es die Möglichkeit der Kapitalbildung ohne Sparen, d. h. ohne freiwilligen Konsumverzicht. Es kann sein, daß die Vermögensbildung beim Einzelnen durch Sparen gelingt — das Sparen an sich ist ein ganz selbständiger, vom Willen des Einzelnen abhängiger Vorgang —, daß aber nicht die Kapitalbildung im ganzen gelingt; der Vermögensbildung beim einzelnen Sparer stehen dann Vermögensverluste anderer Wirtschaftssubjekte gegenüber. Deswegen ist das Problem durch Sparen allein nicht gelöst. Es kann andererseits Kapitalbildung ohne Sparen, d. h. freiwilligen Konsumverzicht unter entsprechender Vermögensbildung, erfolgen. Der Konsumverzicht wird dann zwangsweise auferlegt, ohne daß damit eine Vermögensbildung für den Verzichtenden verbunden ist; die Vermögensbildung erfolgt bei Wirtschaftssubjekten, die am Konsumverzicht nicht beteiligt sind. Diese Störungen kann man nicht einfach zu den unvermeidlichen Schwankungen des Wirtschaftsablaufs rechnen. Es sind Störungen, die gegen den Sinn des wirtschaftlichen Handelns verstoßen, weil sie das Prinzip von Leistung und Gegenleistung verletzen. Deswegen können sie nicht einfach hingenommen, sondern

es muß versucht werden, sie soweit wie möglich durch eine Lenkung des Kapitalbildungsprozesses auszuschalten.

Steht diese Erkenntnis im Widerspruch zu den bisherigen Ergebnissen der kapitaltheoretischen Forschung? Zu dieser Auffassung könnte man dadurch kommen, daß die Offenlegung der Störungen des Kapitalbildungsprozesses von Fortschritten in der Geld- und Kredittheorie ausgegangen ist. Jedoch auch von diesem Ausgangspunkt aus gelangt man zu denselben güterwirtschaftlichen Vorgängen, die die Kapitaltheorie als die das Wesen der Kapitalbildung ausmachend klargelegt hat: Konsumenthaltung und Einschlagen von Produktionsumwegen oder, wie EUCKEN es neuerdings nennt, Rückversetzung von Gütern im Produktionsprozeß. Es zeigt sich, daß die von der Kapitaltheorie erarbeiteten Erkenntnisse und Begriffe nicht erschüttert, sondern bestätigt und ergänzt werden. Kapital ist die Verfügungsmacht über Konsumgüter in Hand von Unternehmern, die es ermöglicht, Produktionsumwege einzuschlagen; und der Zins ist der Preis für diese Verfügungsmacht. Die von der Kredittheorie ausgehende Analyse des Kapitalbildungsprozesses leistet aber einen wichtigen Beitrag zum Ausbau der Kapitaltheorie. Sie zeigt, daß in einem Wirtschaftssystem, in dem Geld und Kredit als Mittel der Güterverteilung und Produktionslenkung dienen, die als Kapital bezeichnete Verfügungsmacht keine starre durch das Sparen gegebene Größe ist, sondern durch monetäre und kreditäre Vorgänge stark vergrößert oder auch verkleinert werden kann. Bei diesen Vorgängen spielt naturgemäß in einer Verkehrswirtschaft der Zins eine maßgebliche Rolle, der sie teils reflektiert, teils hervorruft und reguliert. Es geht jedoch zu weit, wenn man deswegen sagt, der Zins sei ein „rein monetäres Phänomen“. Allerdings ist er eine Erscheinung der Geldsphäre; jedoch sind die Vorgänge, die unmittelbar auf ihn einwirken und die er andererseits hervorruft, güterwirtschaftlicher Natur. Hauptsächlich um dieser Vorgänge willen ist der Zins interessant und ist eine Beherrschung des Zinses vom Standpunkt rationaler Wirtschaftslenkung erstrebenswert. Die kredittheoretische Erforschung des Kapitalbildungsprozesses berichtigt also nicht die Kapitaltheorie, sondern ergänzt sie und erleichtert ihre instrumentale Anwendung auf Vorgänge vor allem in der mit Geld und Kredit betriebenen Verkehrswirtschaft, indem sie die besonderen Bedingungen der Kapitalübertragung in einem solchen Wirtschaftssystem klärt.

In der Tat entstehen die hier behandelten Probleme und Störungen des Kapitalbildungsprozesses hauptsächlich in einer

Verkehrswirtschaft, die durch das Zusammenwirken der Entschlüsse und Pläne zahlreicher einzelner Wirtschaftssubjekte funktioniert. Sie entstehen vor allem dadurch, daß die Entschlüsse über die Art der Einkommensverwendung, also auch der grundlegende Entschluß, wieviel vom Einkommen sofort verbraucht und wieviel gespart werden soll, vom einzelnen Wirtschaftssubjekt frei und selbständig gefaßt werden, ohne Kontakt mit den jeweils vorhandenen Investitionswünschen und dem sich daraus ergebenden Kapitalbedarf. Jedoch ist dieser Umstand allein nicht die Ursache der Störungen. In einer naturalwirtschaftlichen Verkehrswirtschaft können sie sich nicht ergeben, weil die Nichtverwendung zur Verfügung gestellter Güter oder der Versuch zur Verwendung nicht zur Verfügung gestellter Güter sofort sichtbar würde und Abhilfe oder Widerstand hervorrufen würde. Dadurch, daß sich das Sparen und die Kreditgewährung in Geldform vollziehen, werden die Störungen möglich, weil das Geld ihre Hervorrufung durch die einzelnen Akte des Sparens und der Kreditgewährung verdeckt. Sind Sparer und Investor im gleichen Wirtschaftssubjekt vereinigt, so entsteht das Problem auch in der mit Geld und Kredit betriebenen Verkehrswirtschaft nicht, weil die Verwendung der durch Konsumverzicht freigesetzten Produktivkräfte durch dasselbe Wirtschaftssubjekt sichergestellt ist, das sie freigemacht hat. Daher kann es das Problem auch nicht in der Zentralverwaltungswirtschaft geben, weil in dieser die gleiche Voraussetzung gegeben ist. Dort gibt es eigentlich nur ein selbständiges Wirtschaftssubjekt, den Staat, und es besteht keine Freiheit der Einkommensverwendung. Ist eine Zentralverwaltungswirtschaft nicht total, sondern besteht Freiheit der Einkommensverwendung und dementsprechend auch Geldverkehr und Preisbildung, so können tatsächlich auch die fraglichen Störungen auftreten und würden eine Anpassung der zentralen Leitung erzwingen. Deswegen ist anzunehmen, daß in einer Zentralverwaltungswirtschaft dieser Art die Tendenz sehr stark sein würde, gerade die grundlegende Entscheidung zwischen Sparen und Konsumieren dem Einzelnen nicht zu lassen, sondern der zentralen Leitung zu übertragen, so daß dem einzelnen Wirtschaftssubjekt allenfalls die Verwendung des konsumierbaren Einkommensteils auf einzelne Güterarten verbliebe. Auch in der mit Geld betriebenen Verkehrswirtschaft hat das Auftreten der Störungen immer wieder Maßnahmen hervorgerufen, die auf Aufhebung der Freiheit in der Einkommensverwendung und Übergang zur Zentralverwaltungswirtschaft hinauslaufen. Hier und da wird auch die Meinung vertreten,

daß die Probleme gar nicht im Rahmen der Verkehrswirtschaft lösbar sind, und daß daher der dauernde Übergang zur Zentralverwaltungswirtschaft unvermeidlich ist. Eine solche Flucht vor den Problemen wäre erst dann gerechtfertigt, wenn sich die Unlösbarkeit innerhalb der Verkehrswirtschaft nach genauer Untersuchung und Erprobung herausgestellt hätte. Davon kann heute gar keine Rede sein. Tatsächlich stehen wir heute erst am Anfang der Versuche, den Problemen zu Leibe zu gehen, und was bis jetzt geschehen ist, ist mehr ein Produkt des Zufalls und akuter Notstände als sorgfältiger Überlegung und Planung.

Die Erkenntnis, daß ein Faktor der Störungen des Kapitalbildungsprozesses die Anwendung von Geld ist, hat immer wieder zu der Vermutung geführt, daß die Störungen in Fehlern der modernen Geldverfassungen und Kreditsysteme begründet sind. Deswegen haben auch die Vertreter der modernen Kredittheorie gewisse Änderungen und Reformen im Geld- und Kreditwesen vorgeschlagen, die eine bessere Arbeitsweise und Lenkung ermöglichen. Hierdurch allein kann aber das Problem nicht gelöst werden. Der eigentlich verursachende Faktor der Störungen im Kapitalbildungsprozeß liegt, wie wir sahen, in der Freiheit der Einkommensverwendung, die Sparen und Investieren der Entschließung von Einzelnen überläßt. Hieran und an den von hier ausgehenden Störungen kann ein noch so sorgfältig konstruiertes Geldsystem allein nichts ändern. Unter jedem Geldsystem müßte Vorsorge getroffen werden, daß die durch Sparen freigesetzten Produktivkräfte wieder verwendet werden. Nur dann vollzieht sich der Prozeß der Kapitalbildung entsprechend seinem eigentlichen Sinne und Zweck, die wirtschaftliche Vorsorge für die Zukunft zu realisieren. Inwieweit dies unter Aufrechterhaltung der Entschlußfreiheit des einzelnen Wirtschaftssubjektes möglich ist, muß die weitere Untersuchung lehren.

## 2. Art und Mittel der Lenkung.

### a) Kreditpolitik als Lenkungsmittel.

Den Sinn des Sparens sowohl vom Standpunkt des Einzelnen wie vom Standpunkt der Gesamtheit zur Erfüllung gelangen zu lassen, muß das Ziel der Lenkung des Kapitalbildungsprozesses sein. Die Schwankungen in diesem Prozeß sind in der Verkehrswirtschaft, die ja in erster Linie das von uns behandelte Problem erzeugt, meist in der Form des Konjunkturwechsels aufgetreten. Es waren spontane Veränderungen der Wirtschaftslage, bei denen in der Aufwärtsbewegung die Kreditausdehnung mehr und mehr über das Sparen

hinausging, während sie in der Abwärtsbewegung hinter dem Sparen zurückblieb. In der konjunkturellen Abwärtsbewegung hatte das Sparen durch unternehmerische Zurückhaltung ein besonderes Gewicht. Spontan waren diese Bewegungen, insofern sie nicht durch zielbewußte Wirtschaftspolitik hervorgerufen waren. Da sie gewisse Regelmäßigkeiten aufwiesen, ist immer wieder versucht worden, eine Theorie darüber zu entwickeln. In den Versuchen, eine allgemeingültige Konjunkturtheorie, basierend auf den monetären Veränderungen, zu finden, hat die moderne Kredittheorie zunächst ihre Anwendung gesucht und sich weiter entwickelt. Das eigentliche Ziel, eine monetäre Konjunkturtheorie von allgemeiner Gültigkeit zu schaffen, wurde nicht erreicht. Denn tatsächlich ist jede einzelne Konjunktur ein individueller, historischer Fall, der seine besonderen Ursachen hat und in seiner Entstehung und seinem Verlauf individuell erklärt werden muß<sup>1)</sup>. Trotzdem war es sehr wesentlich, daß die monetäre Konjunkturtheorie gewisse Faktoren herausarbeitete, die bei jeder modernen Konjunkturbewegung mitwirken müssen und gewissermaßen die Vollstreckungsmittel der jeweils eigentlich verursachenden Faktoren sind. Es sind dies das mehr oder weniger schnelle Wachsen des Kreditvolumens und unter Umständen auch sein Schrumpfen. Die Bewegungen des Kreditvolumens stehen, wie unsere Schrift dargelegt hat, nicht notwendig, und wie die Erfahrung zeigt, meist auch tatsächlich nicht in Übereinstimmung mit dem Sparprozeß. Diese Divergenz ist zwar nicht die alleinige Ursache, so doch der wichtigste mitwirkende Faktor bei Konjunkturbewegungen. Wenn man sie also durch kreditpolitische Mittel beeinflussen, ja beherrschen will, um durch eine möglichst weitgehende Übereinstimmung zwischen Sparen und Kredit einen möglichst glatten Verlauf der Kapitalbildung herbeizuführen, so macht man damit in der Verkehrswirtschaft implizite Konjunkturpolitik. In der Tat gibt es kein anderes Mittel der Lenkung als die mit allen Machtmitteln ausgerüstete Geld- und Kreditpolitik, wenn man die Verkehrswirtschaft mit individueller Freiheit des Verbrauchs, des Sparens und der Investition aufrechterhalten und nicht vorwiegend Elemente zentral geleiteter Wirtschaft verwenden will. Es ergibt sich unausweichlich die merkwürdige Tatsache, daß eine

---

1) Hierzu: FRIEDRICH LUTZ, Das Konjunkturproblem in der Nationalökonomie (Verl. Gustav Fischer, Jena 1932), insbesondere S. 166ff. — Ferner die Beiträge von EUCKEN und LUTZ in der Festschrift für ARTHUR SPIETHOFF: „Der Stand und die nächste Zukunft der Konjunkturforschung“ (Verl. Duncker und Humblot, München 1933).

möglichst störungsfrei ablaufende Verkehrswirtschaft eine zentral geleitete, mit allen notwendigen Machtmitteln für Beherrschung des Geld- und Kreditsystems arbeitende Kreditpolitik braucht<sup>1)</sup>. Nur eine solche kann mit Sicherheit, nicht nur durch das Zusammentreffen einer Reihe von glücklichen Umständen, die Verkehrswirtschaft vor jenen Schwankungen und Ausartungen bewahren, die sie mit dem Untergang bedrohen, weil sie auf die Dauer für unerträglich gehalten werden. So sind in der verkehrswirtschaftlichen Ordnung Kreditpolitik, Konjunkturpolitik und Kapitalbildungspolitik in Wahrheit identisch. Die Frage liegt nahe und wird immer wieder leidenschaftlich bejaht oder verneint, ob eine solche Politik die Konjunkturschwankungen völlig beseitigen kann. So wünschenswert dies auch sein mag, so kann für die Verkehrswirtschaft ein so weitgehender Erfolg nicht in Aussicht gestellt werden, solange es in ihr überhaupt noch Entwicklung und Veränderung gibt. Die berechtigte Kritik an übermäßigen Konjunkturausschlägen darf nicht übersehen lassen, daß der Konjunkturwechsel in der Verkehrswirtschaft an sich nicht etwa sinnlos und überflüssig ist, sondern eine wichtige und notwendige Funktion ausübt. Er ist dadurch bedingt, daß im Laufe der Zeit die Aufgabengebiete, denen sich die Investition vorwiegend zuwendet, notwendigerweise wechseln. Das spezielle Aufgabengebiet, das vorwiegend bearbeitet wird, und dessen Investitionsbedürfnis die übrigen Investitionsgebiete der Volkswirtschaft mehr oder weniger mitbeschäftigt, macht den individuellen Charakter der jeweiligen Konjunktur aus. Einmal steht der Eisenbahnbau im Vordergrund, dann ist es die Elektrifizierung, dann wieder die Motorisierung usf. Der Wechsel von einer Aufgabe zur anderen vollzieht sich so, daß bestimmte Produktionen aufgegeben oder beschränkt, die dort beschäftigten Produktivkräfte freigesetzt werden und auf diese Weise Spielraum entsteht, so daß neue Produktionen für ein anderes Aufgabengebiet in Angriff genommen werden können. Das muß in jeder Wirtschaftsordnung so sein, denn in keiner könnte immer nur in einer bestimmten Richtung weiterproduziert werden. Der Konjunkturwechsel ist die Form, in der in der Verkehrswirtschaft von einem Aufgabengebiet auf das andere übergegangen wird; daher kann und darf er gar nicht völlig unterdrückt werden. Wohl aber ist die Ausartung der

---

1) Vgl. E. LIEFMANN-KEIL, „Geldwirtschaft und Wirtschaftssystem“ (in Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 155, Verl. Gustav Fischer, Jena 1942), besonders II. Teil, S. 444 ff.

Konjunkturen in spekulativen Überschwang einerseits und langdauernde, tiefgreifende, „sekundäre“ Depressionen andererseits vermeidbar. Der Konjunkturwechsel kann in seiner Dauer und in seinen Ausmaßen auf die Ausübung seiner notwendigen Funktion begrenzt werden<sup>1)</sup>. Dies kann im wesentlichen mit den Mitteln der Kreditpolitik erreicht werden und damit würde zugleich auch das Höchstmaß von Übereinstimmung zwischen Sparen und Kredit erzielt.

#### b) Orientierungssymptome für die Kreditpolitik.

Eine solche Kreditpolitik kann sich naturgemäß nicht an Symptomen orientieren, die sie im Geld und Kreditsystem selbst findet, wie etwa Höhe des Zinses, Wachstum der Depositenbildung, Kurse der Anleihen usw., denn diese Dinge sind ja weitgehend das Produkt ihrer Maßnahmen, und es ist dringend notwendig, daß der Kreditpolitiker sich dessen bewußt ist. Gerade seine Beobachtung muß über das Geldsystem hinausgehen. Er muß selbstverständlich in erster Linie die Preise der Güter beobachten, in denen sich ja hauptsächlich manifestiert, ob und inwieweit der Wert der Ersparnisse erhalten bleibt und sich der Sinn des Sparens erfüllt. Darüber hinaus wird sich der Kreditpolitiker mit Nutzen des heute so weitgehend ausgebauten Apparates der Wirtschaftsbeobachtung bedienen können, um sich über den Umfang der in der Gegenwart bearbeiteten Investitionsgebiete, die voraussichtliche Zeitdauer der durch sie gegebenen Beschäftigung und die künftig in Frage kommenden Investitionsgebiete ein Bild zu machen. Er wird Außenhandel, Auslandsinvestitionen, Bevölkerungsbewegung, kurzum alle Umstände in seine Beobachtung einbeziehen, die die volkswirtschaftlichen Daten beeinflussen können. Auf Grund solcher Beobachtungen kann er Strategie und Taktik seiner Kreditpolitik anlegen.

In diesem Zusammenhang erhebt sich die Frage, inwieweit Vollbeschäftigung ein maßgebliches Ziel des Kredit- und Konjunkturpolitikers sein muß, und inwieweit diese Zielsetzung mit einer Lenkung des Kapitalbildungsprozesses übereinstimmt, die dem Sparzweck entspricht. Es ist ohne weiteres zu sehen, daß die Übereinstimmung vollständig sein kann und sein sollte. Jedoch wäre es eine gefährliche Verwischung möglicher Gegensätze, wenn man

---

1) Bei vielen Darstellungen des Konjunkturproblems erscheint die Krise als die gerechte Strafe für die spekulativen Sünden des Aufschwunges. Aber auch wenn jede „Sünde“ und Verfehlung vermieden wird, muß doch eines Tages durch die Depression der Wechsel erzwungen werden. Man sollte aufhören, der Konjunkturlehre moralisierende Sprüchelein beizumischen.

behaupten wollte, daß die Übereinstimmung immer bestehen muß. Vollbeschäftigung ist bei sehr verschiedenen Preisniveaus erzielbar, je nachdem welcher Stand der Geldlöhne zugrunde gelegt wird. Man kann bei jedem Lohnniveau Vollbeschäftigung erzielen, wenn man nur die Preise genügend hinaufgehen läßt, indem man das Kreditvolumen und den Geldumlauf entsprechend ausdehnt. Scheinbar wäre dies auch eine bequeme Methode, lästigen Lohnstreitigkeiten zu entgehen. Nun gehört aber die Einhaltung eines bestimmten Preisniveaus, selbstverständlich innerhalb elastischer Schwankungsgrenzen, zum wesentlichen Inhalt einer Lenkung der Kapitalbildung, die den Wert der Ersparnisse erhalten will. Eine auf dieses Ziel gerichtete Politik kann daher nicht die Vollbeschäftigung unter allen Umständen als gleichzeitig ebenso verpflichtendes Ziel anerkennen. Sie muß verlangen, daß das Lohnniveau dem Preisniveau untergeordnet und angepaßt wird, nicht umgekehrt. Nur dann ist das Ziel der Vollbeschäftigung mit dem der Preisstabilität vereinbar. Es darf nicht verkannt werden, daß hier eine wesentliche Abweichung von dem bedingungslosen Anstreben der Vollbeschäftigung vorliegt, wie es im Krisenjahre 1932 aufkam, als man unter dem Eindruck der Arbeitslosigkeit nur nach Beschäftigung Ausschau hielt, bei der damaligen Preislage Preissteigerungen nicht fürchtete, sondern herbeisehnte, und das Interesse des Sparers als nebensächlich anzusehen sich angewöhnte, weil damals der Sparer durch das außerordentliche Absinken der Preise tatsächlich eine unverdiente Wertsteigerung seiner Ersparnisse erlebte. Zeitbedingte Parolen sind eben oft nicht geeignet, um zu allgemein gültigen Regeln erhoben zu werden.

### c) Kreditpolitische Machtmittel, insbesondere der Zins.

Welches Instrumentarium dem Kreditpolitiker zur Verfügung stehen muß, ist durch die Kredittheorie hinreichend herausgearbeitet worden. Neben der traditionellen Diskontpolitik muß dem Kreditpolitiker die Offenmarktpolitik und zweckmäßigerweise auch die Festsetzung von Liquiditätsreservesätzen zur Verfügung stehen<sup>1)</sup>. Um die Übereinstimmung der inländischen Kreditgebarung mit den Bedürfnissen des Außenhandels und des Kreditverkehrs mit dem Ausland herzustellen, muß der Kreditpolitiker auch die Wechselkurse der Inlandswährung gegenüber den Auslandswährungen festsetzen oder mit ausländischen Handelspartnern vereinbaren können<sup>2)</sup>.

1) Vgl. meine Neue Kreditpolitik, Kapitel IV (S. 43 ff.).

2) Bei der Abstimmung auf außenwirtschaftliche Notwendigkeiten stößt die Kreditpolitik auf Grenzen, die nicht einfach dadurch beseitigt werden, daß jedes

Schließlich muß ihm, wie wir noch sehen werden, die Möglichkeit gegeben sein, im Bedarfsfall die staatliche Finanzpolitik, insbesondere die Kreditgebarung des Staates mehr oder weniger zu beeinflussen. Es mag erschrecken, welche Fülle von Machtbefugnissen hier auf dem Papier einfach dem „Kreditpolitiker“ zugeteilt wird. Deswegen sei ausdrücklich betont, daß wir in dem Begriff des Kreditpolitikers lediglich eine ideelle Konzentration aller der Maßnahmen zum Ausdruck bringen wollen, die aufeinander abgestimmt sein müssen, damit es zu einer dem gedachten Zweck entsprechenden Kreditpolitik kommt. Es braucht also der Kreditpolitiker nicht eine Person zu sein, es mag ein Gremium sein, sei es gleichgeordneter, sei es über- und nachgeordneter Persönlichkeiten. Diese schwierige organisatorische Seite gehört nicht in den Kreis unserer Betrachtungen.

Das den Lebensgesetzen der Verkehrswirtschaft am meisten gemäße Lenkungsmittel der Kreditpolitik ist der Zins. Durch die Festsetzung des Zinses beherrscht man ein wesentliches Element in den Kalkulationen der Unternehmer und kann damit ihre Planungen beeinflussen, ohne daß man es nötig hätte, direkt mit Befehlen oder Verboten einzugreifen. Wesentlich ist, daß sich die Beherrschung des Zinses vor allem auf den langfristigen Zins erstrecken muß, dessen Höhe auf die Preise, die für die Ausführung von Investitionsvorhaben gezahlt werden können, geradezu entscheidenden Einfluß hat<sup>1)</sup>. Deswegen ist die Offenmarktpolitik, die manchmal noch mit unfreundlichen Augen angesehen wird, ein unentbehrliches und unerläßliches Instrument der Kreditpolitik. Als Richtlinie für die Zinspolitik kann immer noch die aus den Arbeiten von WICKSELL gewonnene Erkenntnis gelten, daß der „Geldzins“ dem „natürlichen“ Kapitalzins möglichst nahe kommen muß, damit kumulative Prozesse des Preisauftriebs oder des Preisverfalls, wie sie bei Divergenz von Sparen und Kredit auftreten, vermieden

---

Land nach Belieben seine Währung abwertet oder aufwertet. Denn die daraus folgende Zerstörung der internationalen Wirtschaftsordnung wirkt auch auf jedes einzelne Land nachteilig zurück. Hier liegt ein schwieriges und zentrales Problem vor, dessen Erörterung im Rahmen dieser Schrift nicht möglich ist. Seine Lösung kann nur durch internationale Kooperation gesucht werden, die der nationalen Kreditpolitik hinreichenden Spielraum verschafft. Siehe hierzu: H. GESTRICH, Geldpolitik und Weltwirtschaft (Verl. Junker und Dünhaupt, Berlin 1934), S. 58 ff.

1) Über den besonders starken Einfluß des langfristigen Zinses auf die Preise vgl. K. WICKSELL, Geldzins und Güterpreise (Verl. Gustav Fischer, Jena 1898), S. 84; Ders., Vorlesungen über Nationalökonomie (Verl. Gustav Fischer, Jena 1928), 2. Bd., S. 223 ff.

werden. WICKSELL definiert<sup>1)</sup> als natürlichen Kapitalzins „jene Rate des Darlehnszinses, bei welcher dieser sich gegenüber den Güterpreisen durchaus neutral verhält, und sie weder zu erhöhen noch zu erniedrigen die Tendenz hat“<sup>2)</sup>. Der Zins soll also so festgesetzt werden,

---

1) Geldzins und Güterpreise, S. 93.

2) Dies ist m. E. die grundlegende Definition des natürlichen Zinses. WICKSELL hat ihr mehrere ergänzende oder kommentierende Erklärungen hinzugefügt, die aber mehr Anlaß zur Verwirrung als Klärung gegeben haben, so wenn er im gleichen Satz den Realzins identifiziert mit jenem Zins, der sich feststellen würde, „falls man sich überhaupt keiner Geldtransaktionen bedienen würde, sondern die Realkapitalien in natura dargeliehen würden“. Dagegen hat G. HALM richtig eingewendet, nur in der Geldwirtschaft sei ein einheitlicher Preis für Leihkapital möglich. Jedoch ist die weitere Schlußfolgerung nicht richtig, daß deswegen die ganze Konstruktion des natürlichen Zinses unbrauchbar sei: Man muß sie nur auf die eigentliche, ursprüngliche Definition aufbauen, die sich aus dem Gang der Darstellung sinngemäß ergibt und die wir im Text zitiert haben. Dann ist der natürliche Zins eine gedachte Größe, deren Übereinstimmung oder Nichtübereinstimmung mit dem Geldzins nur an der Preisbewegung abgelesen werden kann. In dieser Form leistet der Begriff nützliche Dienste. — Auf S. 220 des Bd. II der „Vorlesungen“ definiert WICKSELL den „normalen“ oder „natürlichen“ (realen) Zins als denjenigen Zinsfuß, „bei welchem die Nachfrage nach Darlehenskapital und der Vorrat an ersparten Mitteln sich gerade miteinander decken und der also dem erwarteten Ertrage des neugebildeten Kapitals mehr oder minder entspricht.“ Es ist klar, daß diese Definition unseren Gedankengängen sehr entgegenkommt. Aber auch hier ergeben sich Schwierigkeiten. F. H. HAYEK bemängelt (in „Geldtheorie und Konjunkturtheorie“, Wien und Leipzig 1929, S. 57 ff.), daß WICKSELL auf ein Gleichbleiben des Preisniveaus abzielt. In einer sich erweiternden Wirtschaft müßte dann der Geldzins so festgesetzt werden, daß mehr Leihkapital zur Verfügung stände als gleichzeitig erspart wird. WICKSELL hat bei dieser Definition allerdings nicht an eine sich erweiternde Wirtschaft gedacht. Daß seine ursprüngliche, auf Gleichbleiben des Preisniveaus abzielende Definition des natürlichen Zinses zu dieser Konsequenz führt, spricht allerdings nach unserer Auffassung für WICKSELLS richtige Grundeinstellung. — WICKSELL selbst will die Definition von S. 220 nur auf den „Kredit zwischen Mann und Mann“ angewendet wissen, „und auch dann in Wirklichkeit mit vielen Ausnahmen“. „Kommen ... der organisierte Kredit und besonders die Tätigkeit der Banken hinzu, so ist der Zusammenhang zwischen Darlehnszins und Kapitalzins sofort weniger einfach, ja existiert nun tatsächlich ... einzig und allein durch die Preisbewegung als Zwischenglied.“

G. MYRDAL nimmt (in „Der Gleichgewichtsbegriff als Instrument der geldtheoretischen Analyse“ in „Beiträge zur Geldtheorie“, Wien 1933), den bereits erwähnten naturalwirtschaftlichen Begriff des natürlichen Zinses (aus „Geldzins und Güterpreise“, S. 93 ff.), der dem „Realertrag des Kapitals in der Produktion“ gleich sein soll, bildet ihn aber um in die „erwartete Rentabilität“, also erwartete Gelderträge. So verlockend es dem Anhänger der BÖHM-BAWERKSCHEN Zinstheorie — und das war WICKSELL — erscheinen mag, in dieser Weise den „originären“ Zins dem Darlehnszins gegenüberzustellen, so geht es doch wohl nicht an, die erwartete Rentabilität mit dem natürlichen Zins zu identifizieren. Die Erträge von Kapitalien sind

daß die Investition durch ihre Beanspruchung des Kreditapparats die Preise nicht hinauftreibt, andererseits aber auch groß genug ist, daß die Preise nicht verfallen. Nach der unseren Betrachtungen zugrunde liegenden Fragestellung soll der Zins also unter Anwendung der bankpolitischen Machtmittel (Diskontpolitik, Offenmarktpolitik, Normierung der Liquiditätsreservesätze) dahin gesteuert werden, daß er zur Kreditbeanspruchung in dem Umfange ermutigt, der dem Sparen im güterwirtschaftlichen Sinne entspricht, so daß die Investition die durch das Sparen freigesetzten Produktivkräfte gerade beschäftigt. Steigen der Preise würde anzeigen, daß das Gleichgewicht durch übermäßige Ausdehnung des Kreditvolumens gestört, daß also der natürliche Zins über den Geldzins gestiegen ist. Sinken der Preise würde anzeigen, daß das Gleichgewicht durch eine das Sparen nicht kompensierende Kreditbeanspruchung gestört, daß also der natürliche Zins unter den Geldzins gesunken ist.

Die Beobachtung des Preisniveaus ist also immer der wichtigste Orientierungspunkt. Jedoch kann dies allein nicht genügen. Dem einmal eingespielten Preissystem wohnt eine gewisse Trägheit inne, die durch monopolistische und monopolähnliche Organisationen unter Umständen zur Starrheit gesteigert wird. Besonders dem Herabgehen der Preise stehen in der modernen Wirtschaft derartige Hindernisse entgegen. Infolgedessen wird sich eine Stockung, die das erste Anzeichen einer Umkehr der Konjunktur bedeuten könnte, meist oder jedenfalls häufig nicht sogleich durch sinkende Preise, sondern durch sinkende Beschäftigung bei gleichbleibenden Preisen bemerkbar machen. Die Beobachtung des Beschäftigungsgrades bleibt also auch dann äußerst wichtig, wenn man die Vollbeschäfti-

---

ja nicht gleich, es kämen also nur die „Grenzerträge“ in Frage, die allerdings meist mit der Preisbewegung, die auch den natürlichen Zins als gedachte Größe bestimmt, parallel auf- und absteigen. Auch hier tritt die Schwierigkeit wieder in einer sich ausdehnenden Wirtschaft auf: einige Unternehmer werden wegen technischer Neuerungen höhere Erträge erwarten, andere nicht, wieder andere niedrigere. Ob diese Erwartungen einer richtigen Beurteilung der Lage entsprechen, ob sie in Erfüllung gehen, kann nicht gesagt werden, und der natürliche Zins wäre ein sehr unsicherer Anhaltspunkt, wenn er sich hier manifestierte. Nur soweit sich die Erwartung an der Preisentwicklung orientiert, bietet sie einen festen Anhaltspunkt. Die Preisentwicklung spiegelt das tatsächliche Angebot „realer Kapitalien“ wieder, aus ihr muß also der „natürliche“ Zins abgelesen werden als die Größe, auf die der Geldzins zu steuern ist. Alle anderen Definitionen, auch wenn sie sich auf Sätze von WICKSELL selbst stützen, führen entweder in Verwirrung oder machen komplizierte Hilfskonstruktionen notwendig, die den Wert der ganzen Konstruktion in Frage stellen.

gung nicht als das maßgebliche Ziel der Konjunkturpolitik betrachtet.

Eine weitere Schwierigkeit besteht in der Wahl des Zeitpunktes, an dem die Konjunkturpolitik durch Zinsänderung oder Anwendung der anderen noch zu erörternden Hilfsmittel eingreifen soll. Es wäre sehr oft falsch, wenn sofort bei den ersten Anzeichen eines Konjunkturrückganges eingegriffen würde. Nur wenn eine Stockung durch rein kreditäre Faktoren verursacht ist, wie sie im vorigen Kapitel beschrieben wurden, wäre dies angebracht, nicht aber, wenn sie durch güterwirtschaftliche Faktoren bedingt ist, die sich natürlich auch in einer kreditären Stockung manifestieren wird. Denn der Konjunkturwechsel muß ja seine Funktion ausüben, die Produktivkräfte von einer erledigten Aufgabe zu einer neuen umzudirigieren. Es muß also eine Anzahl von Arbeitskräften freigesetzt, Maschinen müssen stillgelegt und Rohstoffe verfügbar gemacht werden. Sonst würde es doch nur auf den Versuch hinauskommen, die Produktion zunächst einmal in der alten Richtung weiterlaufen zu lassen, was notwendig nach einiger Zeit doch mißlingen müßte — immer vorausgesetzt, daß die bisherige Investitionsaufgabe tatsächlich als erfüllt zu betrachten ist. An einen bestimmten Punkt muß jedoch dem kumulativen Prozeß des Preisverfalls und Beschäftigungsrückganges ein Ende gemacht werden, weil die weitere Freisetzung von Produktivkräften sinnlos wäre. Die Unternehmerschaft muß dann durch leichte Kreditbedingungen zur Aufsuchung und Bearbeitung neuer Aufgaben angespornt werden, nötigenfalls müssen ihr, falls sie durchaus nicht zur Initiative zu bewegen ist, — meist ein Zeichen, daß in der bisherigen Wirtschaftspolitik erhebliche Fehler gemacht worden sind —, die Aufgaben direkt gestellt werden. Wo der Punkt zum Eingreifen liegt, läßt sich theoretisch nicht festlegen, ebensowenig wie sich theoretisch feststellen läßt, wo bei heraufgehender Konjunktur die Aufwärtsbewegung auszuarten droht und ein bremsendes Eingreifen nötig macht. Im großen und ganzen wird man sagen können, daß ein gedachtes mittleres Preisniveau nicht sehr stark überschritten noch unterschritten werden darf. Aber selbst bei Zugrundelegung einer solchen Richtlinie bleibt natürlich sehr viel dem Ermessen und dem Takt des Kreditpolitikers überlassen. Denn, wie nochmals betont sei: Jede einzelne Konjunktur ist ein individuelles historisches Ereignis, das natürlich auch an den Kreditpolitiker jeweils seine besonderen Anforderungen stellt.

#### d) Kreditpolitik bei steigender Produktivität.

Wie hat sich die Kreditpolitik gegenüber steigender Produktivität durch technischen Fortschritt zu verhalten? Im vierten Abschnitt des dritten Kapitels wurde dargelegt, daß der technische Fortschritt durch Produktivitätssteigerung einen Raum für eine Kreditausdehnung ohne Sparen schafft, die nicht die nachteiligen und sinnwidrigen Einflüsse hat, die ohne diese Voraussetzung bei der Kreditausdehnung ohne Sparen eintreten müßten. Gleichwohl wird von einer Reihe bedeutender Autoren auch in diesem Fall eine Kreditausdehnung nicht für angebracht gehalten. Die aus einer Produktivitätssteigerung resultierenden Preissenkungen müßten nach dieser Auffassung den Konsumenten als Steigerung seines Realeinkommens zugute kommen. Demnach dürfte der Kreditpolitiker sich durch Preissenkungen, die durch technischen Fortschritt und nicht durch Zunahme des Sparens veranlaßt sind, nicht zur Herabsetzung des Zinses und Ermutigung der Kreditausdehnung veranlassen lassen. — Sehen wir von der Schwierigkeit ab, in einer Zeit, in der regelmäßig Sparen und technischer Fortschritt gleichzeitig stattfinden, zwischen den durch die eine oder durch die andere Ursache hervorgerufenen Preissenkungen zu unterscheiden. Fragen wir lediglich, ob die gedachte Forderung generell und kategorisch an die Kreditpolitik gestellt werden kann. Nehmen wir also an, daß auf einer ganzen Anzahl von Märkten die Güter zu niedrigeren Preisen angeboten werden, weil die Erzeugungskosten durch technischen Fortschritt geringer geworden sind. Dann könnten die Konsumenten, wenn sie ebensoviel von ihrem Einkommen zum Verbrauch ausgeben wie vorher und ebensoviel sparen, mehr Güter konsumieren. Das Wesen der Produktivitätssteigerung durch technischen Fortschritt besteht darin, daß der technische Fortschritt die hierfür erforderliche Mehrerzeugung ohne größeren Kapitalaufwand sichergestellt hat, daß also nicht zu seiner Realisierung neue zusätzliche Investitionen gemacht werden müssen. Er hat sich vielmehr schon im Wege der Reinvestition durchgesetzt in der Weise, daß z. B. bei Ersatz abgenutzter Maschinen die an ihre Stelle tretenden neuen Maschinen zwar nicht mehr kosten als die alten, aber technisch leistungsfähiger sind. Wenn die Preissenkung den Konsum so weit steigert, daß die hierdurch mögliche Mehrerzeugung gerade resorbiert wird, würde tatsächlich das Gleichgewicht erhalten bleiben und das sehr sinnvolle und wünschenswerte Ergebnis einer realen Verbesserung des Verbrauchs herauskommen. Es könnte nun aber sein, daß die Konsumenten ihren Verbrauch gar nicht oder nicht in dem der Mehr-

erzeugung entsprechenden Umfange ausdehnen wollen, so daß sie die Verbilligung ihres bisherigen Verbrauchsquantums ganz oder teilweise dazu benutzen, mehr zu sparen. Dann setzen sie Produktivkräfte frei. Die Produzenten können den Preis bis zur neuen Kostengrenze senken. Reicht dies nicht aus, um die adäquate Mehrnachfrage hervorzurufen, so tritt der Zustand ein, daß mehr gespart als Kredit gegeben wird. Wenn die Kreditpolitik nun nicht eingreift, indem sie durch Senkung des Geldzinses die Kreditbeanspruchung für Investitionen anregt, so beginnt der WICKSELLSche Prozeß nach unten. — Sinken Preise und Beschäftigungsgrad gleichzeitig, so muß der Kreditpolitiker dies als ein Zeichen ansehen, daß der natürliche Zins unter den Geldzins sinkt und muß das Gleichgewicht durch Herabsetzung des Geldzinses wieder herzustellen suchen. Sinken infolge des technischen Fortschrittes die Preise, ohne daß die Beschäftigung zurückgeht — sie werden dann allerdings weniger sinken als im ersten Fall —, so kann der Kreditpolitiker den Dingen ihren Lauf lassen. Nur hat er in diesem Fall die zweite Möglichkeit, ebenfalls den Geldzins zu senken und so die Preissenkung durch Kreditausdehnung kompensieren zu lassen. Dann wächst nicht der reale Verbrauch, sondern die Investition wird ausgedehnt, da ein geringerer Teil des Produktionsapparates zur Deckung des bisherigen Verbrauchs genügt. Eine solche Kreditpolitik geht natürlich insofern auf Kosten des Verbrauchers, als ihm gar nicht die Möglichkeit geboten wird, seinen realen Verbrauch auszudehnen. Man könnte also allenfalls sagen, daß man bei technischem Fortschritt die Preise zunächst sinken lassen muß, um dem Verbraucher dessen Ergebnisse entweder als Verbrauchssteigerung oder als Vermögenszuwachs durch vermehrtes Sparen zukommen zu lassen. Ob eine solche Forderung zwingend ist, mag dahingestellt bleiben. Man könnte einwenden, daß der Verbraucher schließlich keine Verdienste um den technischen Fortschritt und daher nicht ohne weiteres Anspruch auf seine Ergebnisse hat. Es könnte auch sein, daß der technische Apparat für Produktion und Verkehr in einer Volkswirtschaft so dringend verbesserungsbedürftig ist, daß alle Investitionsmöglichkeiten dessen Ausbau vorbehalten werden sollten. Alles dies mag dahingestellt bleiben und die Feststellung genügen, daß vom Standpunkt der Aufrechterhaltung des Gleichgewichts hier mehrere Möglichkeiten gegeben sind. Wichtig ist, daß auch bei Produktivitätssteigerung der Verlust und die Wirkungen des Sinkens der Preise beobachtet werden müssen, da, wie wir sahen, unter gewissen Bedingungen der Geldzins nicht mehr gesenkt werden kann, sondern gesenkt werden muß. Also

ist auch in diesem, im heutigen Wirtschaftsleben hochaktuellen Fall das „Laisser-faire“ in der Kreditpolitik nicht ausreichend.

### 3. Staatsfinanzierung und Lenkung.

Die Erfahrung hat gezeigt, daß die Zinspolitik allein oft nicht stark genug ist, um das Gleichgewicht herzustellen. Zwar wird fast immer die hemmende Funktion des Zinses wirksam sein, es sei denn, man befände sich in einer rapide fortschreitenden Geldentwertung. Mag die Unternehmerschaft noch so investitionslustig sein, eine Zinserhöhung fällt sichtbar und rechnungsmäßig ins Gewicht und macht die Investitionsprojekte der Grenzzone unrentabel, wobei daran erinnert sei, daß jede Zinsänderung bis zum langfristigen Zins, der für die Rentabilität von Investitionen maßgeblich ist, durchdringen muß, wenn sie wirksam sein soll und nicht etwa in der Änderung der kurzfristigen Sätze stecken bleiben darf. Schwieriger ist es unter gewissen Umständen, die Reizwirkung einer Zinsermäßigung in der wirtschaftlichen Depression durchzusetzen. Zwar bringt natürlich auch der erniedrigte Zins eine sichtbare und rechnungsmäßig erfaßbare Erleichterung der Investition. Es kann jedoch vorkommen, daß die depressive Zurückhaltung der Unternehmerschaft so stark ist — sowohl die bis dahin gemachten bitteren Erfahrungen der Depression, wie auch außerwirtschaftliche Momente können die Ursache dafür sein —, daß eine noch so starke Zinsermäßigung die Angst vor Risiken und Verlustmöglichkeiten nicht überwinden kann. Hier greift jener Faktor „Erwartung“ in den Gang der Dinge ein, dem neuerdings mit vollem Recht ein großes Gewicht zugeschrieben wird. Natürlich ist dieser Faktor zahlenmäßig kaum zu fassen. Nur die Erfahrung kann von Fall zu Fall lehren, ob die depressive ungünstige Erwartung stärker ist als die Reizwirkung einer Zinsermäßigung. Ist dies der Fall, was in ruhigen normalen Zeiten eine seltene Ausnahme ist, in politisch bewegten Zeiten dagegen häufig vorkommen kann, so muß die Erwartung durch nicht abzustreitende Tatsachen der Besserung des Wirtschaftsverlaufs im günstigen Sinne beeinflußt werden. Denn schließlich knüpft auch jede Erwartung an Tatsachen an, beeinflußt sie aber andererseits auch selbst. Die Erwartung, daß die Preise weiter sinken werden, bewirkt auch, daß sie weiter sinken, weil jeder mit Käufen so weit wie möglich zurückhält. Auf diese Weise läuft der natürliche Zins dem Geldzins immer wieder davon und wird, wenn die Preise verlustbringend werden, negativ. Eine solche Bewegung kann die Lenkung des Geldzinses nicht abfangen. Der Real-

zins muß dann festgehalten werden dadurch, daß das weitere Absinken der Preise verhindert wird. Sinken die Preise tatsächlich nicht weiter, so geht auch die Erwartung nicht dahin, daß sie weiter sinken werden. Um das weitere Absinken der Preise aufzuhalten, muß ein Käufer auftreten, der sich von der allgemeinen Erwartung unabhängig macht und so den *circulus vitiosus* durchbricht. Der Staat selbst muß Kredit nehmen, um zusätzliche Ausgaben zu finanzieren und auf diese Weise den Weg anzubahnen, der zum Ausgleich des Ungleichgewichtes zwischen Sparen und Kredit führt.

Es kommen sowohl investitorische als auch konsumtive Ausgaben des Staates in Frage. Der Zweck kann nicht dadurch erreicht werden, daß einige Staatsausgaben eingeschränkt werden, damit andere erweitert werden können, daß etwa bei den Personalausgaben gespart wird, damit staatliche Bauaufträge vergeben werden. Hierdurch würde die Nachfrage nach Gütern nicht gesteigert, sondern nur verlagert. Noch sinnloser wäre es, wenn man die zusätzlichen Ausgaben durch Steuererhöhung finanzieren wollte. Abgesehen davon, daß es sich auch hier nur um eine Verlagerung der Nachfrage handeln würde, wobei der Staat statt des Steuerzahlers als Käufer aufträte, könnte durch solche Maßnahmen die Erwartung nur noch ungünstiger gestimmt und der depressive Zirkel verstärkt werden. Die Staatsausgaben müssen zusätzliches Geld auf die Gütermärkte bringen und auf diese Weise den Preisverfall aufhalten, die Güterumsätze beleben, vielleicht auch hier und da Preiserhöhungen bewirken. In dieser Richtung wirken sowohl konsumtive wie investitorische Staatsausgaben, wenn sie nur durch Kredit finanziert werden. Zu welcher Art man sich entschließt, ob man vielleicht Ausgaben beider Art zusätzlich macht, braucht nicht vom konjunkturpolitischen Standpunkt, sondern kann unter dem Gesichtspunkt der Zweckmäßigkeit für die Deckung des Staatsbedarfs entschieden werden. Sind z. B. infolge der in der Depression verringerten Steuereinnahmen bereits wichtige konsumtive Ausgaben zurückgestellt oder gar gestrichen worden, so kommt natürlich deren Wiedereingangssetzung in erster Linie in Frage. Reicht diese Defizitdeckung durch Kredit als Belebungsmoment nicht aus, so kommen staatliche Investitionen in Betracht, die sowieso geplant waren und aus irgendwelchen Gründen bisher zurückgestellt wurden. Erst wenn auch diese zur Belebung der Staatsausgaben nicht ausreichen, die Abwärtsbewegung aufzuhalten und in eine Aufwärtsbewegung zu verwandeln, sollte man zu staatlichen Investitionen greifen, die nur

durch die Bedürfnisse der Konjunkturpolitik gerechtfertigt sind und normalerweise unterblieben wären.

Wie ordnen sich diese staatlichen Kredite in die unserer Betrachtung zugrunde liegende Gegenüberstellung von Sparen und Kredit ein? Bei den investitorischen Ausgaben des Staates liegt die Antwort nahe. Unter dem Gesichtspunkt des Gleichgewichts zwischen Sparen und Kredit stehen sie privaten Investitionen durchaus gleich. Die alte konjunkturpolitische Empfehlung, daß der Staat seine Bauaufträge und ähnliche Sachausgaben in Zeiten wirtschaftlicher Depression vergeben soll, erhält hiermit eine tiefere theoretische Begründung und eine wichtige Ergänzung dahin, daß diese Ausgaben durch Kredit finanziert werden müssen, wenn sie den gewünschten Erfolg haben sollen<sup>1)</sup>. Häufig genug scheiterte es bisher an der Finanzierungsfrage, daß man der allgemein anerkannten Empfehlung zur Vergebung öffentlicher Arbeiten in der Depression folgte. Die Beseitigung dieser finanzpolitischen Hemmung ist praktisch also sehr wichtig. Schwieriger erscheint auf den ersten Blick die Einordnung der durch Kredit finanzierten konsumtiven Staatsausgaben. Denn im allgemeinen hatten wir vorausgesetzt, daß durch den Kredit Investitionen finanziert werden, so daß auf diese Weise ein dem Sparen entsprechendes Sachvermögen entsteht, was ja bei konsumtiven Staatsaufträgen nicht der Fall ist. Dies gleicht sich aus, wenn späterhin im wirtschaftlichen Aufschwung die besseren Steuereingänge dazu benutzt werden, die in der Depression aufgenommenen konsumtiven Staatskredite zu tilgen. Es werden dann also durch Steuern dem Steuerzahler Einkommensteile entzogen; diese Gelder werden aber nun nicht vom Staat verausgabt, sondern durch Schuldentilgung zum Verschwinden gebracht. So konsumiert in der Depression der Staat an Stelle der Privaten und verringert dadurch das Sparen und den davon ausgehenden Druck auf den natürlichen Zins. Die Tilgung im Aufschwung dagegen verringert den Konsum und verstärkt den Druck auf den natürlichen Zins, der von der Konsumenthaltung durch Sparen ausgeht.

Die staatliche Kreditaufnahme zum Zwecke des Konjunkturausgleichs wird hier als Unterstützung der Zinspolitik aufgefaßt, die dadurch stattfindet, daß sie den übermäßigen Druck auf den

---

1) Der Kreditaufnahme würde natürlich der Verbrauch angesamelter Reserven gleichstehen. Wenn sie in der Form von Bankguthaben unterhalten werden, würde zwar keine Geldschöpfung, wohl aber die Verwandlung von nicht zirkulierendem in zirkulierendes Geld stattfinden. Dasselbe würde geschehen, wenn der Staat Effekten aus seinem Besitz an Nichtbanken verkaufen würde. Dagegen wäre Verkauf an Banken oder Beleihung durch sie selbstverständlich Geldschöpfung.

natürlichen Zins, dem keine Senkung des Geldzinses mehr folgen kann, abfängt. — Gelegentlich ist in der wirtschaftlichen Publizistik das Verhältnis auch umgekehrt dargestellt worden. Man will die konjunkturpolitische Lenkung in erster Linie mit Hilfe der staatlichen Finanzgebarung vollziehen und den Zins möglichst gar nicht verändern, sondern durch alle Konjunkturschwankungen hindurch auf demselben, möglichst niedrigen Stande halten. Es mag verlockend erscheinen, auf diese Weise den Streit um die Höhe des Zinses ein für allemal aus der Welt zu schaffen. Indessen ist sehr zu überlegen, ob eine solche Konjunkturpolitik nicht zu Konsequenzen führt, die nicht unbedingt erfreulich sind. Die Grundbedingung wäre, daß ständig ein so großer Anteil des gesamten Investitionsvolumens in staatlicher Hand liegt, daß auch erhebliche Schwankungen der privaten Investitionen durch Ausdehnung oder Verringerung der staatlichen Investitionen ausgeglichen werden können. Hier steht man vor der Frage, ob die Befürworter solcher Konjunkturpolitik sich das normale staatliche Investitionsbedürfnis nicht allzusehr nach den Erfahrungen einer Aufrüstungsepoche vorgestellt haben und der bei Erörterung wirtschaftlicher Probleme immer naheliegenden Gefahr erlegen sind, Augenblickserfordernisse zur allgemeinen Forderung zu erheben. Es ist zwar möglich, daß aus anderen als konjunkturpolitischen Gründen der Staat in gewissen Wirtschaftszweigen selbst in großem Stil als Unternehmer tätig ist, z. B. um die Herrschaft privater Monopole nicht aufkommen zu lassen, und daß gerade in diesen Wirtschaftszweigen zeitweise die Investitionsbedürfnisse so groß sind, daß sie ausschlaggebend für das gesamte Investitionsvolumen sind. Dann kann in der Tat der Staat allein durch die zeitliche Verteilung seiner Kreditnachfrage für Investitionszwecke den Zins maßgeblich beeinflussen und vielleicht auch für eine längere Zeit auf gleicher Höhe halten. Es könnte dann geschehen, daß, um zu einem hinreichend großen Volumen der Staatsinvestitionen zu kommen, auch mancherlei wirtschaftliche Betätigungen in Staatshand gelegt werden, die man sonst lieber unbestritten in Privathand sähe. Ferner wäre keine Garantie dafür gegeben, daß im Aufschwung nicht einmal die private Unternehmungslust so durchgeht, daß die Verringerung der staatlichen Investition nicht ausreicht. Wollte man auch dann nicht zur Zinserhöhung greifen, so wäre man gezwungen, die Investitionen zu kontingentieren und zentral zu lenken. In diese Zwangslage könnte man auch dadurch versetzt werden, daß der Staat bei der Fülle seiner Aufgaben gewisse Aufträge nicht mehr bis zum Wiedereintreten einer Depression verschieben kann. Auf der

anderen Seite sähe er sich vielleicht in der Depression zu derzeit noch gar nicht zweckmäßigen Investitionen gezwungen. So wirksam die staatliche Finanzgebarung als konjunkturpolitisches Hilfsmittel ist, so fragwürdig muß es erscheinen, prinzipiell das Schwergewicht der Konjunkturpolitik unter Verzicht auf Steuerung durch den Zins ganz und gar in die staatliche Investition zu verlegen.

## 7. Kapitel:

### Ergänzende Überlegungen.

#### 1. Theoretischer Charakter der Untersuchungen.

Ausgangspunkt unserer Betrachtungen war die Tatsache, daß die Wertung des Sparens seit dem Aufkommen der modernen Kredittheorie sich grundlegend verändert hat. An die Stelle vorbehaltloser Hochschätzung ist kritische Betrachtung, Skepsis und teilweise Ablehnung getreten. Unsere Untersuchung hat gezeigt, daß zu einer grundsätzlichen Veränderung des Urteils über das Sparen keine Veranlassung besteht. Zwar hat sich erwiesen, daß das Sparen nicht automatisch und unter allen Umständen die segensreiche Wirkung ausübt, die die ältere Nationalökonomie annahm. Vielmehr ist — dies war der wesentliche Inhalt unserer Darlegungen — eine bestimmte Kreditpolitik, die identisch ist mit Konjunkturpolitik oder Pflege der Kapitalbildung, erforderlich, wenn in Wirtschaftsordnungen vorwiegend verkehrswirtschaftlichen Charakters und auch in gewissen Wirtschaftsordnungen, in denen Züge zentralgeleiteter Wirtschaft dominieren, das Sparen sein privatwirtschaftliches und volkswirtschaftliches Ziel erreichen soll. Daß das Sparen die wesentlichste Voraussetzung für Vermehrung des Wohlstandes und den wirtschaftlichen Fortschritt ist, und daß die private Vermögensbildung durch Sparen durch eigenverantwortliche Vorsorge für die Zukunft eine der wichtigsten Grundlagen einer sozialen Ordnung darstellt, die die Entwicklung freier Menschen mit Eigenpersönlichkeit fördert — an dieser grundlegenden Beurteilung wird durch die Ergebnisse unserer Betrachtung nichts geändert.

Um so schwerer wiegt die Feststellung, daß das Sparen zur Erreichung seines Ziels der regulierenden Kontrolle und Mitwirkung einer rationellen Kreditpolitik bedarf. Es sei betont, daß dies keine wirtschaftspolitische Forderung, sondern eine theoretische Feststellung ist, nämlich eine denotwendige Konsequenz aus bestimmten Voraussetzungen. Die Forderung der von uns beschriebenen

Kreditpolitik ergibt sich zwangsläufig, sobald man eine Verkehrswirtschaft, die mit Geld und Kredit betrieben wird und in der Freiheit der Einkommensverwendung herrscht, unterstellt. Daß in der zentralgeleiteten Wirtschaft das von uns behandelte Problem entweder gar nicht oder nur insoweit auftritt, als die zentrale Leitung noch Freiheit der Einkommensverwendung zuläßt, wurde mehrfach gesagt. Der zentralgeleiteten Wirtschaft in Form der Zentralverwaltungswirtschaft liegt es nahe — wenn die Herstellung des Gleichgewichts zwischen Sparen und Kapitalbedarf Schwierigkeiten macht —, das Problem durch Aufhebung der Freiheit der Einkommensverwendung einfach zu beseitigen. In der Verkehrswirtschaft ist jedoch das Problem in ihren grundlegenden Wesensmerkmalen gegeben und kann ohne deren Preisgabe nur in der dargelegten Weise durch Kreditpolitik gelöst werden. Dieses Resultat ist ein wirtschaftstheoretisches, nicht ein wirtschaftspolitisches. Hiermit ist aber tatsächlich eine der Lieblingsvorstellungen der älteren Nationalökonomie aufgegeben. Denn wie verschieden auch die einzelnen Nationalökonomien den mancherlei Interventionsmöglichkeiten des Staates gegenüberstanden, ein automatisch funktionierendes Geld- und Kreditwesen war ein gemeinsames Ideal. Man nahm an, daß bei völliger Abwesenheit von irgendwelchen geld- und kreditpolitischen Einwirkungen ein richtig eingerichtetes Geldwesen sich automatisch in der besten Weise regulieren und dadurch auch einen im wesentlichen ausgeglichenen Ablauf des wirtschaftlichen Lebensprozesses sicherstellen würde. Die Currencytheoretiker sahen zwar das Problem, glaubten es aber allein durch die Monopolisierung und Begrenzung der Notenausgabe an sich, also durch richtige Einrichtung des Geldwesens lösen zu können. Es ist in der Tat ein sehr eigenartiges Ergebnis der modernen Forschung, daß eine Verkehrswirtschaft eine zentralgeleitete Geld- und Kreditpolitik braucht, wenn sie gut und glatt funktionieren soll, während in einer zentralgeleiteten Wirtschaftsordnung das Geld nur subsidiäre Funktionen hat und desto entbehrlicher wird, je totaler die zentrale Leitung ist. Die Bedeutung dieser Erkenntnis kann schwerlich überschätzt werden. Denn so stark die nationalökonomische Theorie seit den Klassikern sich gewandelt und entwickelt hat — die manchmal zu hörende Auffassung, sie sei im wesentlichen bei den Lehren der Klassiker stehengeblieben, ist falsch —, so wurde doch als Grundvorstellung immer aufrechterhalten, daß in der Verkehrswirtschaft alle Kräfte so voneinander abhängen und aufeinander einwirken, daß im Idealfall jede Störung des Gleichgewichts Kräfte auslöst, die zu einem neuen

Gleichgewicht führen. Wenn die — auf der modernen Kredittheorie aufbauende — Forschung gezeigt hat, daß in der mit Geld und Kredit betriebenen Verkehrswirtschaft aus endogenen Ursachen Gleichgewichtsstörungen auftreten, die nicht die Tendenz zur Selbstkorrektur auslösen, daß daher auch die Verkehrswirtschaft einer Steuerung bedarf, wenn sie im Gleichgewicht bleiben soll, so ist dies eine sehr tiefgehende und folgenreiche Veränderung des wirtschaftlichen Weltbildes.

## 2. Stationen der Erkenntnis.

Es ist eine verbreitete Meinung, daß diese Erkenntnis ganz plötzlich während der großen Weltdepression, etwa in den Jahren 1931 und 1932, aufgekommen sei. Allerdings ist damals ihre Bedeutung und Tragweite weiteren Kreisen klar geworden, weil sich die Notwendigkeit, die Beendigung der Depression nicht dem Zufall zu überlassen, sondern durch bewußte Eingriffe herbeizuführen, aufdrängte. Aber die theoretische Grundlage solcher Eingriffe ist keineswegs durch die zufällig damals erschienenen Werke gelegt, sondern in jahrzehntelanger Arbeit von einer großen Anzahl von Forschern erarbeitet worden. Wie fast immer bei dogmenhistorischen Fragen ist es schwer, zu ermitteln, wann die fraglichen Gedanken zuerst auftauchten. Es kann hier auch gar nicht versucht werden, etwa einen dogmenhistorischen Überblick zu geben. Die einschlägige Literatur ist so umfangreich, daß eine auch nur oberflächliche Betrachtung ein umfangreiches Buch füllen würde, ohne daß damit etwa die Vollständigkeit garantiert wäre. Hier soll nur ein Blick auf die Hauptstationen des langen Weges zu den Erkenntnissen, die auch unserer Darstellung zugrunde liegen, geworfen werden. Damit soll nicht nur der Pflicht zur Ehrfurcht und Dankbarkeit gegenüber der Leistung der betreffenden Forscher genügt, sondern nur der immer noch verbreiteten Auffassung entgegengetreten werden, als sei die moderne Kredittheorie mit einem Schlag in der Depression der dreißiger Jahre geschaffen und dadurch das alte theoretische System „erledigt“ worden.

Daß von der Geldseite her der Ablauf des verkehrswirtschaftlichen Geschehens gestört werden kann, war von jeher jedem Geldtheoretiker klar, der einen Einfluß des Geldes auf die Preise anerkannte. Solche Störungen führte man aber auf von außen, insbesondere durch staatliche Finanzkalamitäten hereingetragene Einflüsse zurück. KNUT WICKSELL war der erste, der sah, daß die mit Geld und Kredit betriebene Verkehrswirtschaft den Keim der

Störung ständig in sich selbst trägt. Er erkannte, daß der Preiskosmos einer solchen Ordnung keineswegs so eindeutig durch die relativen Güterknappheiten bestimmt und dementsprechend die Konsumtion und Produktion gesteuert wird, wie man bis dahin annahm, weil der Geldzins nicht durch die güterwirtschaftliche Tatsache des Sparens, sondern durch die geldwirtschaftliche Tatsache des Kreditangebots bestimmt wird. Hieraus ergab sich für ihn der Gegensatz zwischen Geldzins und natürlichem Zins, aus dem die kumulativen Störungen entstehen, die man WICKSELLSche Prozesse nennt, und die auch uns als Gegensatz zwischen Sparen und Kredit beschäftigt haben. WICKSELL<sup>1)</sup>, dessen grundlegendes Werk „Geldzins und Güterpreise“ bereits 1898 erschien, hatte die traditionelle Kreditlehre bereits überwunden und die Elastizität des modernen Kreditystems vollkommen erkannt. Anders hätte er zu seiner Erkenntnis gar nicht kommen können. Er hat aber diesen Gegensatz, dessen Entdeckung ein gewaltiger Fortschritt war, nie sehr betont, und vielleicht ist dies eine der Hauptursachen, daß WICKSELL wohl ein international bekannter und hochangesehener Forscher war, daß aber die ganze Bedeutung und Tragweite seiner wissenschaftlichen Leistung erst in unseren Tagen weiteren Kreisen bewußt geworden ist. „WICKSELLS wahrhaft klassische Schrift ‚Geldzins und Güterpreise‘, ein Werk, das Zeugnis ablegt von Anschauungskraft und einen über dogmatische Bindung triumphierenden Wirklichkeitssinn, darf noch heute als eine unvergleichliche Einführung in das Problem gelten“, sagt W. LAUTENBACH<sup>2)</sup>, und diesem Urteil kann sich der Verfasser dieser Darstellung nur freudig und dankbar anschließen. Auf WICKSELLS Werk baut eine Schule schwedischer Nationalökonomien auf (LINDAHL, MYRDAL, OHLIN, LUNDBERG), deren Arbeiten leider nicht so leicht zugänglich sind wie das Werk des Meisters.

Daß sich hier eine das ganze theoretische System verändernde Wendung vollzogen hatte, konnte erst durch den Ausbau der kredittheoretischen Seite zum Bewußtsein kommen. Solange man an der traditionellen Kreditlehre festhielt, konnte man in der Tat die Selbständigkeit des Geldzinses gar nicht verstehen. In Deutschland vollzog den entscheidenden Durchbruch der Erkenntnis die „Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits“ von L. ALBERT HAHN<sup>3)</sup>,

1) Siehe Anmerkung auf S. 94.

2) W. LAUTENBACH, Zur Zinstheorie von JOHN MAYNARD KEYNES. Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 45, H. 3, Mai 1937.

3) L. A. HAHN, Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits, 1. Aufl. Tübingen 1920, 3. Aufl. 1930. In der 3. Auflage sind eine Reihe von Formulierungen

die, aufbauend auf eine durch J. SCHUMPETERS „Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung“ gegebene Anregung, in eindrucksvoller Sprache eine wirklichkeitsgetreue Darstellung des modernen Kreditwesens gab, den Charakter der Bankliquidität und des Geldzinses als geldpolitisch bestimmt erfaßte und sich der kapitaltheoretischen Konsequenz dieser Erkenntnisse durchaus bewußt war. Im Anschluß an HAHN entwickelte sich sehr schnell eine teils widersprechende, teils zustimmende und weiterentwickelnde Literatur, die dabei vor allem das Konjunkturproblem in den Vordergrund stellte. Im Jahre 1928 befaßte sich die Tagung des Vereins für Sozialpolitik mit der Frage; EUCKEN erstattete das Referat, der Schweizer Bankier JÖHR das Gegenreferat. Trotz der damals noch vorhandenen Opposition zeigen sowohl der Gutachtenband wie der Sitzungsbericht<sup>1)</sup>, daß die moderne Kredittheorie sich damals bereits durchsetzte, obwohl sich die Tradition auf die Autorität namhafter Praktiker stützen konnte.

Eigenartig ist, daß sich der Durchbruch der modernen Kredittheorie in den verschiedenen Ländern ganz selbständig vollzog. HAHN kannte nicht das bereits im Jahre 1909 erschienene Buch des Engländers HARTLEY WITHERS<sup>2)</sup>, und unabhängig von ihm war die 1921 erschienene Schrift des Amerikaners CH. K. PHILIPPS<sup>3)</sup>. Einen wichtigen Vorläufer hatten alle in dem allerdings fast vergessenen H. D. MACLEOD, dessen erste Äußerungen bereits 1863 erschienen waren<sup>4)</sup>. In England entwickelte sich nach dem Weltkrieg eine Schule der modernen Kredittheorie, von deren hervorragenden Leistungen in Deutschland besonders die von HAWTREY, ROBERTSON und KEYNES bekannt geworden sind. An Einfluß und Wirkung werden alle von J. M. KEYNES übertroffen. Im Gegensatz zu WICKSELL betont er stark den Unterschied und Abstand seiner Auffassung gegenüber der traditionellen Nationalökonomie. Tatsächlich hat die Theorie von KEYNES in der rein monetären Erklärung des Zinses aus „Liquiditätsvorliebe“, also nicht aus dem Kreditbedarf

---

wesentlich gemildert. Sie muß als die maßgebliche Wiedergabe der Auffassung HAHNS betrachtet werden, was bei Zitaten nicht immer beachtet worden ist.

1) Schriften des Vereins für Sozialpolitik, Bd. 173 und 175.

2) HARTLEY WITHERS, *The meaning of money*, 1. Aufl. 1909; deutsch: „Geld und Kredit in England“, 1911.

3) CH. A. PHILIPPS, *Bank Credit, A study of Principles and Factors underlying Advances, made by Banks to Borrowers*. 1926.

4) H. D. MACLEOD, Artikel „Credit“, „Bank“, „Capital“, „Currency“ im *Dictionary of Political Economy*, London 1863; Ders., *The Theory and Practice of Banking*, 2 Bde., 1883/1886.

für Investition, eine Entwicklung genommen, die sie nicht nur zur traditionellen Kreditlehre, sondern auch zu WICKSELL und allen Kredittheoretikern, die auf seinen Spuren wandeln, in scharfen Gegensatz stellt. Die kämpferische Haltung von KEYNES ist weitgehend dadurch bedingt, daß er die Zeit herangekommen sah, in der tieferegreifende kreditpolitische Eingriffe dringend nötig wurden. Um dies zu erreichen, mußte er gegen manches feststehende und hochmütig ablehnende Vorurteil Sturm laufen. Für die Einführung kreditpolitischer Maßnahmen in die wirtschaftspolitische Praxis hat niemand soviel getan wie KEYNES. Der bekannte Macmillan-Report<sup>1)</sup> ist offenbar stark von ihm beeinflusst worden und sein „Treatise on money“<sup>2)</sup> erschien 1931 in einem Moment, in dem sich unter dem Eindruck der Depression die Geister dem Gedanken an neue Wege der Kreditpolitik bereitwillig erschlossen. Die spätere „General Theory“<sup>3)</sup> ist formal so schwierig, daß sie wohl nur einem engeren Kreis von sachkundigen Lesern zugänglich sein dürfte<sup>4)</sup>. Es darf nicht übersehen werden, daß KEYNES Theorie, die Kreditanspannung und Zinsbildung rein monetär nur aus der „Liquiditätsvorliebe“ erklärt, in scharfem Gegensatz zu der auch von uns vertretenen Auffassung steht, die in dem Kreditbedarf für Investitionszwecke einerseits, der Kreditbereitschaft der Banken andererseits, die maßgeblichen Faktoren sieht. Die besondere Form und Begriffsbildung der „General Theory“ von KEYNES haben diese Wendung schwer erkennbar gemacht. Der Gegensatz der theoretischen Auffassungen ist auch zeitweise nicht aktuell geworden, weil KEYNES' wirtschaftspolitische Vorschläge zunächst einmal Ziele verfolgten, die Kredittheoretikern der WICKSELLSchen Schule ebenfalls erstrebenswert erschienen. Aber er besteht. KEYNES' Betrachtung ist letzten Endes auf eine Welt gerichtet, die, wenn vielleicht auch nicht jetzt, so doch in naher Zukunft, mit Produktionsmitteln und langdauernden Gütern so ausgerüstet ist, daß keine Investitionsaufgaben mehr

1) Report of the Committee on Finance and Industry. 1931.

2) J. M. KEYNES, A Treatise on Money, London 1930, 2 Bde. — Deutsche Ausgabe: „Vom Gelde“, übersetzt von C. KRÄMER unter Mitwirkung von L. KRÄMER, München und Leipzig 1932.

3) J. M. KEYNES, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes. Ins Deutsche übersetzt von F. WÄGER, München und Leipzig 1936.

4) In der umfangreichen Literatur, die von dem Buch ausgeht, erschließt die Gedankenwelt von KEYNES wohl am besten der interessante Aufsatz des ihm geistesverwandten W. LAUTENBACH, den wir auf S. 106 zitierten. — Zur Kritik von Keynes' „Allgemeiner Theorie“ auch Gestrich, Keynes und die Nationalökonomie, Die Bank, 30. Jahrg. 1937, S. 1564ff.

verbleiben, so daß ferneres Sparen keinen positiven Sinn mehr hat und der Rentner einen „sanften Tod“ sterben muß<sup>1)</sup>. Wenn man ein solches Erkenntnisobjekt zugrunde legt, ist die

1) Die Furcht vor Dauerstagnation aus Mangel an Investitionsmöglichkeiten breitete sich vor allem in der Depression von 1929/1932 aus, als die Investitionstätigkeit allgemein stockte. Keynes hat sie später wissenschaftlich zu begründen gesucht. Deshalb vor allem besteht sie teilweise noch heute.

Man glaube oder glaubt, die Welt sei mit einem so umfassenden Bestand an Häusern, Fabriken, Eisenbahnen, Straßen, Maschinen und anderen Produktionsmitteln ausgerüstet, daß keine zureichenden Investitionsaufgaben verbleiben. Zudem nähme der Strom der Erfindungen, deren Verwirklichung Investitionen erforderlich macht, ab. Deshalb näherten wir uns dem Zeitpunkte, an dem Chancen für lohnende Neuinvestitionen fehlen, an dem der Produktionsapparat der Welt fertig sei und an dem die permanente Depression beginne.

Hierzu ist kritisch anzumerken: — Zunächst: Es ist nicht zutreffend, daß die Erfindertätigkeit in unserem Zeitalter nachläßt und daß von da aus Investitionen nicht angeregt würden. Im Gegenteil. Die technischen Neuerungen folgen einander heute so rasch, daß viele Anlagen und Maschinen vor ihrer Abnutzung veralten, wodurch schwerwiegende ökonomische Probleme ganz anderer — oder entgegengesetzter — Art entstehen. Neu erfundene Faserstoffe oder neue Werkstoffe erschüttern fortwährend die Märkte der älteren Fasern oder Werkstoffe. Das rasche Tempo der Erfindungen schafft also Schwierigkeiten, nicht deren Verlangsamung. — Zweitens: Unterstellen wir sogar, es würden überhaupt keine Erfindungen mehr gemacht. Unterstellen wir weiter, die Schäden, die der zweite Weltkrieg verursacht hat, seien völlig beseitigt. Trotzdem wäre der Produktionsapparat der Welt noch keineswegs fertig. Noch unabsehbar lange könnte investiert werden. Denn Investitionen erfolgen nicht allein um neuartige Maschinen usw. zu bauen, um also die bisher angewandten Verfahren durch neue zu ersetzen, sondern auch deshalb, um mit gleicher Technik den Produktionsapparat zu vergrößern. Neben den vorhandenen Häusern, Maschinen, Hochöfen, Schiffen, Kraftwagen usw. werden weitere gleiche oder ähnliche gebaut. Das Wachstum der Städte, die Vermehrung der Handelsflotten, der Straßen, der Maschinenfabriken, der Webereien usw. sind Beispiele dieses „Anstückens“ — wie man es genannt hat. Es könnte — wenn andere Voraussetzungen erfüllt sind — so lange weitergehen, bis es keine Bedürfnisse mehr zu befriedigen gibt. (Hierzu u. a.: W. J. King, *Are we suffering from Economic Maturity?* *Journal of Political Economy* 1939; H. S. Ellis, *Monetary Policy and Investment*, *American Economic Review* 1940.)

Wenn nach 1929 schwere und langdauernde Stockungen in der Investitionstätigkeit auftraten, so lagen die Ursachen weder im Ausbleiben neuer Erfindungen, noch darin, daß der vorhandene Produktionsapparat fertig war und nicht mehr wesentlich erweitert werden konnte. Andere Momente waren hierfür verantwortlich. Vor allem bestimmte, tiefliegende Mängel im Aufbau der nationalen Wirtschaftsordnungen und der internationalen Wirtschaftsordnung. — Es könnte auch eine Stagnation entstehen, die viele Jahrzehnte dauert — wenn es nämlich nicht gelingen sollte, Wirtschaftsordnungen zu schaffen, die imstande sind, das richtige Ineinandergreifen des weitverzweigten, arbeitsteiligen Wirtschaftsprozesses der industrialisierten Welt zu ermöglichen: nicht aber deshalb, weil die wirtschaftliche Entwicklung selbst zu einem Mangel an Investitionsmöglichkeiten führt. D. H.

eigentliche Kapitaltheorie, die sich mit dem zeitlichen Aufbau der Produktion befaßt, überflüssig, und so hat sie auch bei KEYNES keinen Platz mehr. — Wenn man den Zustand einer relativ knappen Güterversorgung und einer entsprechenden Kapitalknappheit zugrundelegt, so tritt der Gegensatz von KEYNES zu den Theoretikern der WICKSELLSchen Richtung auch in der Verschiedenheit der geforderten Höhe des Geldzinses klar zutage. Denn die Wicksellianer würden einen wesentlich höheren Geldzins als KEYNES fordern.

Die Arbeit an der modernen Kredittheorie ist keineswegs abgeschlossen. Sie hat eine neue Welt aufgetan, die erst allmählich erforscht und mit der bisher bekannten in Verbindung gebracht wird. Dabei steht natürlich die Frage im Vordergrund, wie die Theorie auf die Wirtschaftspolitik angewendet werden soll.

### 3. Wirtschaftspolitische Möglichkeiten.

Da das Problem der Gleichgewichtsstörung zwischen Sparen und Kredit der Verkehrswirtschaft zugehört, mußte unsere Untersuchung schließlich darauf hinauslaufen, die diesem Wirtschaftssystem entsprechende Politik darzustellen, die solche Gleichgewichtsstörungen verhindert. Wir kamen zu dem Resultat, daß dies eine Kreditpolitik — in einem sehr umfassenden Sinne des Wortes — sein müßte. Damit ist nun keineswegs behauptet, daß dies die einzige wirtschaftspolitische Möglichkeit überhaupt ist. Es ist nur die einzige, bei der die Verkehrswirtschaft, in der das Geld durch Kreditgewährung entsteht, erhalten bleibt. Darüber, ob dies ein erstrebenswertes Ziel ist, kann und soll im Rahmen theoretischer Betrachtung kein Urteil abgegeben werden.

Es könnte bezweifelt werden, ob bei bestimmten Konstellationen selbst mit einer noch so guten Kreditpolitik das Ziel der Erhaltung des Gleichgewichts innerhalb der Verkehrswirtschaft dieser Art überhaupt noch erreichbar ist. Man könnte auf die wichtigen Wirtschaftsgebiete hinweisen, die heute vom Staat direkt oder indirekt beherrscht werden: Stromversorgung, Gasversorgung, Eisenbahn, Luftfahrt, womöglich im weiteren Verlauf noch wichtige Rohstoffgebiete wie Kohle und Eisen. Hier sind Gebiete gegeben, die bisher im Investitionsbedarf eine maßgebliche Rolle gespielt haben. Ob der Staat wolle oder nicht — so könnte man sagen —: Er bestimme dann einfach durch das Gewicht seines eigenen Bedarfs das Investitionsvolumen, während der verbleibende private „Sektor“ der Investitionen daneben nur noch eine geringe Rolle spiele, daher auch keiner besonderen Steuerung bedürfe, sondern von

den staatlichen Investitionen mitgezogen würde. So werde sich also zwangsläufig die Methode der Lenkung durch öffentliche Arbeiten statt durch Zinspolitik ergeben (vgl. S. 102).

Hierzu ist folgendes zu bemerken: Zweifellos wäre es eine erhebliche Strukturänderung, wenn dauernd der maßgebliche Anteil des Investitionsbedarfs vom Staat ausginge, selbst wenn es nicht eine Auflösung der vorwiegend verkehrswirtschaftlichen Ordnung bedeuten würde. Selbstverständlich muß der Staat da, wo er selbst als Unternehmer auftritt, sich so verhalten, wie er es vom privaten Unternehmer wirtschaftspolitisch fordert. Ob er sich dazu selbst durch Zinsänderungen anhalten müßte, könnte angezweifelt werden. Aber mindestens ebenso zweifelhaft ist, ob die privaten Investoren ohne Zinsbeeinflussung die Bewegung der staatlichen Investition mitmachen würden. Daß der Anteil privater Unternehmer am Investitionsvolumen relativ klein ist, garantiert dies keineswegs. Daher ist auch bei starker Beteiligung des Staates an der Investition eine Fortsetzung der normalen Zinspolitik zu empfehlen. Dies ist auch deswegen anzuraten, weil der Anteil des Staates an den Investitionen im Laufe der Entwicklung keineswegs konstant sein muß. Es ist sehr wohl möglich, daß der Investitionsbedarf auf den vom Staat beherrschten Gebieten nachläßt, daß ganz neuartiger Investitionsbedarf auftritt auf Gebieten, die von privaten Unternehmern bearbeitet werden. Es wäre sehr störend, wenn man dann die Zinspolitik als Neuerung wieder einführen müßte, nachdem man sich womöglich vorher feierlich von ihr losgesagt hat. Ein hoher Anteil der Staatsinvestition am gesamten Investitionsvolumen macht daher eine Steuerung durch den Zins durchaus nicht unzumutbar, geschweige denn unmöglich.

Damit ist nun keineswegs behauptet, daß der Staat sich auf die — allerdings mit allen Machtmitteln ausgerüstete und operierende — Kreditpolitik beschränken kann und daß dann ohne sonstige Wirtschaftspolitik ein glatter Wirtschaftsablauf gesichert ist. Das wichtigste Gebiet neben der Kreditpolitik ist die Überwachung der Preisbildung. Die Kreditpolitik und insbesondere die Zinspolitik ist wirksam durch die Beeinflussung der Preise. Alles, was die Beweglichkeit der Preise einschränkt, verringert die Wirksamkeit der indirekten Wirtschaftslenkung durch Kreditpolitik. Deswegen kann ein Staat, der die vorwiegend verkehrswirtschaftliche Ordnung aufrechterhalten will, der Monopolbildung nicht gleichgültig gegenüberstehen. Er muß die Monopolbildung und die Entstehung anderer Marktformen außerhalb der vollständigen Konkurrenz soweit wie

möglich verhindern und, wo sie sich nicht verhindern lassen, die Preisbildung auf den betreffenden Märkten kontrollieren und beeinflussen. Eine Verkehrswirtschaft mit starker Monopolbildung ruft notwendig den direkten Staatseingriff auf den Plan und nimmt auf diese Weise immer mehr Elemente zentralgeleiteter Wirtschaft in sich auf. Keineswegs ist dies eine notwendige Entwicklung oder gar ein Fortschritt. Man muß sich nur darüber klar sein, ob man eine vorwiegend verkehrswirtschaftliche Ordnung mit indirekter Lenkung will oder nicht. Oft wird behauptet, die Zeit für die Verkehrswirtschaft sei vorbei, weil es kein Unternehmertum mehr gebe, das kühne Pläne entwirft, Wagnisse auf sich nimmt, und durch Fehlschläge und Enttäuschungen sich durchkämpft bis zum schließlichen Erfolg. Man verweist bei dieser Behauptung bisweilen auf die Haltung des Unternehmertums in USA., wo es nach 1933 nicht fähig gewesen sei, den von staatlicher Investition begonnenen Aufschwung fortzuführen. Von den zahlreichen Einwendungen, die gegen diese recht oberflächliche Behauptung zu machen sind, sei hier nur die eine angeführt, weil sie über den Einzelfall hinausgehende Bedeutung hat: Ein auf lange Sicht große Investitionen planendes Unternehmertum muß mit einer gewissen Stabilität der Rechtsverhältnisse rechnen können. Es sind sehr mannigfache Rechtsverhältnisse denkbar, unter denen Unternehmer wirken können, aber sie müssen in sich die Gewähr einer Dauerhaftigkeit tragen, da nur unter dieser Voraussetzung ein Planen und Kalkulieren auf lange Sicht möglich ist. Damit ist nichts dagegen gesagt, daß manchmal umwälzende Änderungen der Rechtsordnung nötig sind. Aber man darf nicht erwarten, daß gerade während solcher Umwälzungen die Unternehmungslust zu großen Investitionen entsteht. Erst wenn sie zu einem gewissen Abschluß gekommen sind, kann sich zeigen, ob die Unternehmer wirklich „müde“ geworden sind und mit ihrer Investitionslust nicht mehr gerechnet werden kann. — Daß die wirtschaftspolitische Auswertung der Erkenntnisse der modernen Kredittheorie Gelegenheit zu mancherlei Meinungsverschiedenheiten bietet, ist nur natürlich, gerade weil die Theorie zeigt, daß es mehrere Wege gibt, die man beschreiten kann. Daher ist hier Gelegenheit gegeben, Ziele zu verfolgen, die unter anderen als wirtschaftspolitischen Gesichtspunkten erstrebenswert erscheinen. Dagegen ist nichts zu sagen, nur soll man dafür dann nicht die Autorität der Wirtschaftstheorie in Anspruch nehmen und von „wirtschaftlicher Notwendigkeit“ sprechen.

#### 4. Das Problem der Geldverfassung.

Wie verschieden auch die wirtschaftspolitischen Möglichkeiten sind, die sich auf Grund der modernen Kredittheorie ergeben, die Politik des vollkommenen *laisser-faire* ist durch sie als unsicher und gefährlich gekennzeichnet. Es müssen eine Reihe glücklicher Umstände zusammenkommen, wenn unter ihrer Herrschaft keine Gleichgewichtsstörungen auftreten oder — falls sie erscheinen — alsbald durch geeignete Ereignisse ausgeglichen werden sollen. Daher ist Beobachtung und Lenkung auf jeden Fall erforderlich.

Auch heute noch versucht man immer wieder, diesem Resultat zu entgehen. Man empfindet es als bedenklich, daß auf jeden Fall dem Staat oder doch mindestens einer ihm sehr nahestehenden Instanz eine so ungeheure Macht in die Hand gegeben werden soll. So ist man denn immer noch auf der Suche nach einem „neutralen Geld“, von dem keine irritierenden Einflüsse auf Preise und Produktion ausgehen können, und einer Geldverfassung, die es verwirklichen könnte. Dieses Suchen sollte aufgegeben werden. Denn wie sich eindeutig ergeben hat, muß und wird das von uns behandelte Problem der Schwankungen des Kapitalbildungsprozesses auftreten, wenn und solange eine Verkehrswirtschaft gegeben ist, in der das Geld durch Kreditgewährung entsteht<sup>1)</sup>.

Selbstverständlich bleibt trotzdem die Ausarbeitung der denkbar besten Geldverfassung nach wie vor eine der wichtigsten Aufgaben, die zwar von der geldtheoretischen Forschung — da politische Umstände zu berücksichtigen sind — nicht allein, aber auch nicht ohne ihre Mitwirkung gelöst werden kann. Es gilt, den besten Apparat zu konstruieren, mit dem eine rationale Kreditpolitik arbeiten könnte, und so den richtigen Punkt zwischen Bindung und Freiheit zu finden. Darüber hinaus gilt es im einzelnen festzustellen, an welchen Symptomen sie ihre Maßnahmen orientieren kann und in welcher Weise die aus verschiedenen Gesichtspunkten sich ergebenden Forderungen abzustimmen sind. Vor allem wird es immer ein äußerst schwieriges Problem bleiben, in welcher Art die Kreditpolitik einzelner Volkswirtschaften mit ihren Außenhandelsbeziehungen und ihrem Kapitalverkehr in harmonische Übereinstimmung gebracht werden kann. Die Beantwortung dieser Fragen gehört

---

1) Man sollte zwischen Autoren unterscheiden, die durch rationale Geldpolitik das Geld neutral halten wollen, und denjenigen, die die Schaffung eines Geldes für möglich halten, das sich selbst neutral verhält.

nicht mehr zu der uns gestellten Aufgabe. Es gehört zum Wesen nationalökonomischer Untersuchungen, daß sich am Ende der einen der Ausblick auf andere zeigt<sup>1)</sup>.

### 5. Der Bankier und die Geldschöpfung.

Im 5. Kapitel haben wir bereits die Abneigung der Privatbankiers erwähnt, die Fähigkeit der Kreditbanken zur Geldschöpfung anzuerkennen. Wir sind auch auf die Umstände eingegangen, die es den einzelnen Bankleiter schwer erkennen lassen, daß er Geld schöpft, wenn er Kredit gibt. Jedoch hat die besagte Abneigung noch einen anderen, in der bankpolitischen Praxis vielleicht schwerer wiegenden Grund: Der Privatbankier meint, daß ihm durch die moderne Kredittheorie ein gänzlich neuartiges geschäftliches Verhalten zugemutet wird, eine Meinung, an der manche Ausführungen in der Publizistik, die auf unvollständigem Verstehen der Theorie beruhen, nicht unschuldig sind. Wozu noch um Kunden und Einlagen werben, wenn man sich das erforderliche Geld selbst „schöpfen“ kann, wozu dann noch jeden Kredit sorgfältig auf Bonität und Grad der Liquidität prüfen? Natürlich handelt kein Bankier nach derartig törichten Maximen, denn darüber ist sich doch jeder klar, daß er damit alsbald seinen geschäftlichen Tod herbeiführen würde. Aber natürlich muß ihm eine Theorie, die dem Bankier solche Ratschläge zu erteilen scheint, wirklichkeitsfremd, windig und unsolid erscheinen, selbst wenn die Ratschläge nicht mit der groben Offenheit erteilt werden, die hier der Deutlichkeit halber angewendet wurde. Wir können das 5. Kapitel hier nicht repetieren, aber es sei doch immerhin ausdrücklich gesagt, daß kein ernst zu nehmender Autor der modernen Kredittheorie solche Grundsätze für das geschäftliche Verhalten von Bankiers verkündet hat<sup>2)</sup>. Tatsächlich wird hier das, was für das ganze Banksystem gilt, durcheinandergeworfen mit dem, was für die einzelne Bank zutrifft. Wenn durch Zahlungsvorgänge Depositen von der A-Bank auf die B-Bank übergehen, so wird damit die Kreditkapazität des gesamten Banksystems nicht verringert, wohl aber die der A-Bank, die liquide Aktiva veräußern muß und deren Liquidität sich entsprechend mindert. Darum ist es für die einzelne Bank durchaus sinnvoll, um Depositen zu werben und möglichst viel Depositen behalten zu wollen. Zwar wird das

1) Siehe Anmerkung 2 auf S. 92.

2) Vgl. die Anmerkung auf S. 54 über R. REISCH, der sich in diesem Irrtum befand.

Kreditvolumen nicht durch den Depositenbestand bestimmt, wohl aber hängt der Anteil der einzelnen Bank von ihrem Anteil am Depositenvolumen ab. Schwindet dieser Anteil dahin, so ist die einzelne Bank mit Illiquidität und schließlich Liquidierung bedroht. So braucht also der einzelne Bankier nicht zu fürchten, daß ihm die moderne Kredittheorie ein Verhalten zumutet, das er mit Recht als unsinnig und unsolide empfinden muß. Nach wie vor hat er auf Bonität der Kredite, Zahlungsbereitschaft seiner Bank und — gute Behandlung seiner Kundschaft zu achten. Hier gilt also weitgehend noch die Tradition. Nicht nur das geschäftliche Schicksal des einzelnen Bankiers, sondern auch das Funktionieren der Kreditpolitik hängt von einem solchen Verhalten ab. Die Regeln, die sich hieraus ergeben, sind die Fäden, mit denen der Kreditpolitiker lenkt. Der Bankier selbst hat keine Kreditpolitik zu machen, sondern ganz schlicht Geschäfte. Wenn von ihm darüber hinaus Interesse für das Ganze der Volkswirtschaft und des Staates verlangt wird, so ist dies eine Forderung, die nicht nur gegenüber dem Bankier, sondern gegenüber jedem guten Staatsbürger gilt.

## 6. Das Sparen.

Scheinbar haben uns die Betrachtungen dieses Kapitels weit weg von unserem Thema geführt, das im Sparen, seinem Sinn und Zweck und seiner Verwirklichung seinen wesentlichen Inhalt hat. Aber tatsächlich ist die Verwirklichung des Sparens von allen erörterten Faktoren abhängig. Das Sparen als individuelles, spontanes, unabhängiges Handeln bedingt, wenn es zum Ziele führen soll, einen bestimmten Aufbau der Wirtschaftsordnung und eine bestimmte Wirtschaftspolitik. Am Anfang dieser Arbeit wurde von der veränderten Wertung des Sparens ausgegangen. Der Sparer hat nicht die Macht — so zeigte sich —, die ihm von der Tradition zugeschrieben wurde. An seiner Bedeutung ändert sich dadurch nichts, solange nicht die Versorgung mit Konsumgütern derartig reichlich geworden ist, daß der zeitliche Aufbau der Produktion, die Verteilung der Produktionskräfte auf Gegenwarts- und Zukunftsversorgung, kein Problem mehr darstellt. Solange dies nicht erreicht ist, bietet die freiwillige Konsumenthaltung des Sparer die Möglichkeit, ohne direkten oder indirekten Zwang den Produktionsapparat zwecks Verbesserung der Zukunftsversorgung auszubauen. Verwirft die Wirtschaftspolitik direkten oder indirekten Zwang, so ist sie nach wie vor hinsichtlich der Bemessung des Investitionsvolumens an das Spar-

volumen gebunden, trotz der technischen Unabhängigkeit des Kredits vom Sparen. An die Stelle der irrtümlich angenommenen direkten Bindung tritt mit der Anerkennung der Verpflichtung, den Sinn und Zweck des Sparens zu erfüllen, ein moralischer Zwang. Die in der Gegenwart zu beobachtende Veränderung in der Wertung des Sparens beschränkt sich nicht mehr auf die Erkenntnis von der an sich bestehenden Unabhängigkeit des Kredits vom Sparen. Sie geht bewußt oder unbewußt oft auch auf eine Abwerfung des dargelegten moralischen Zwanges hinaus. Hierüber kann mit ökonomischen Argumenten nicht mehr weiter diskutiert werden. Aber es ist nützlich, sich klarzumachen, daß das individuelle Sparen einer bestimmten Ordnung des menschlichen Zusammenlebens zugehört. Es ist Vorsorge für die Zukunft, die freiwillig unter eigener Verantwortung erfolgt, deren Zeitpunkt und Umfang nach eigenem Ermessen vom Sparer bestimmt wird. Das Sparen in diesem eigentlichen und ursprünglichen Sinn setzt voraus: Freiheit in der Verwendung des Einkommens, Sicherheit und grundsätzliche Unantastbarkeit des Eigentums. Es ist Ausdruck einer bestimmten geistigen und moralischen Haltung, die einen Teil individueller und selbstverantwortlicher Lebensgestaltung ausmacht. Der Gegensatz dazu ist die kollektivistische Zukunftsvorsorge, bei der die Sparbeträge, Zeitpunkt und Umfang des Sparens, sowie auch Voraussetzungen, Zeitpunkt und Umfang der Gegenleistungen obrigkeitlich bestimmt sind. Daß beide Formen der Vorsorge nebeneinander bestehen können, zeigt die Erfahrung. Der Staat hat ursprünglich den Zweck verfolgt, in den Fällen die Vorsorge durch obrigkeitliche Anordnung sicherzustellen, in denen erfahrungsgemäß die individuelle Vorsorge versagt oder nicht ausreicht. Es liegt aber im Wesen der staatlichen Sozialvorsorge, daß sie nicht auf dieses Gebiet beschränkt bleibt. Ihre Ausdehnung auf einen größeren Personenkreis und schließlich auf die gesamte Bevölkerung ist vorstellbar und wird auch hier und da befürwortet. Die Zukunftsvorsorge durch individuelles Sparen würde dann natürlich stark an sozialem und gesamtwirtschaftlichem Gewicht verlieren. Man braucht nicht gerade so weit zu gehen, daß das individuelle Sparen und die private Vermögensbildung geradezu unterdrückt und beseitigt wird. Dann würde der moralische Zwang, den Sinn und Zweck des Sparens zu erfüllen, natürlich sehr viel schwächer empfunden und möglicherweise gar nicht mehr anerkannt werden. Die Kreditpolitik könnte — falls sie nicht durch andere, z. B. außenwirtschaftliche Gesichtspunkte Hemmungen unterliegt — nach Wunsch und

Gutdünken Investitionen finanzieren; Entwertung oder Nichtrealisierbarkeit von Ersparnissen würde sie als Nebenergebnisse in Kauf nehmen, da für die dringendsten Erfordernisse der Alters-, Krankheit-, Invaliditätsversorgung Staatsinstitutionen da sind. So könnte sich in aller Stille, ohne programmatische Ankündigung und Erlaß besonderer Gesetze das allmähliche Absterben des individuellen Sparens und der privaten Vermögensbildung vollziehen. Ob man eine derartige Entwicklung begrüßt oder bedauert, — daß sie notwendig sei, kann keinesfalls behauptet werden. Das Gefährliche ist, daß sie sich im Wege allzu expansiver Kreditpolitik unmerklich, ja vielleicht ungewollt von den Trägern der Wirtschaftspolitik vollziehen kann. Das aber sollte auf jeden Fall sichergestellt sein, daß man weiß, was man tut. Mit dem individuellen Sparen würde man eine wichtige Grundlage persönlicher Lebensgestaltung beseitigen, den aus eigener Kraft zu erkämpfenden Spielraum, der die freie Entfaltung von Persönlichkeiten gestattet. Damit würde sich eine Wendung von nicht nur wirtschaftlicher, sondern in besonderem Maße auch kultureller Bedeutung vollziehen. Die moderne Kredittheorie sollte nicht nur zu der Erkenntnis führen, daß man den Sparer und seine Interessen übergehen kann, sondern auch zu der verantwortungsbewußten Frage, ob man es soll und darf.

Hans GESTRICH ist im Kapitel *Sparen in Wertpapieren und anderen langfristigen Anlagen* leider ein Denkfehler unterlaufen - Wilhelm LAUTENBACH weist in einem Brief (12. Oktober 1944) den Herausgeber Walter EUCKEN darauf hin:

"Der Kauf von Wertpapieren ist eine Vermögensdisposition, also eine Disposition, die unabhängig von der laufenden Ersparnis ist. Sparen ist ein Bewegungspänomen, eben eine Disposition über das Einkommen, Effektenkauf ein Bestandsphänomen, eine Wandlung der Anlageform des Kapitalvermögens, ganz gleichgültig seit wann es existiert. Es kann sich z. B. auch um Amortisationsbeträge handeln. Natürlich bessert sich - regelmäßig - die Liquidität der Banken, ihr Kreditvolumen geht zurück, wenn ihre Kreditoren Effekten kaufen, sofern nicht andere Kreditoren die Verkäufer sind. Das ist aber gar nicht das Problem. **Die Frage ist vielmehr, ob die Liquidität der Banken sich bessert, wenn Einkommensbezieher sparen und nun - meinetwegen sofort - Effekten kaufen. Um das zu entscheiden, muß man prüfen, wie die Liquidität und das Kreditvolumen sich stellen, wenn der Einkommensbezieher nicht gespart, sondern alles ausgegeben hätte. Dann wären die Beträge Unternehmern als Einkommen zugeflossen!** Es wären entweder Unternehmerdebitoren entsprechend vermindert oder Unternehmerkreditoren erhöht worden, **der Kreditbedarf der Unternehmer um den gleichen Betrag geringer gewesen [...]."**