

# Die Kreditausweitung im Aufschwung

Wilhelm Lautenbach, 1936

Erstveröffentlicht in: *Die Wirtschaftskurve*. Vierteljahresheft 1936/III. Quartal.

Die träge Reaktion des Kreditvolumens in der Depression hat ihr Gegenstück darin, dass sich das sichtbare Kreditvolumen im Aufschwung nur langsam erhöht, auch wenn ganz gewaltige Investitionen durch Kredit finanziert werden. In der bekannten Formel ausgedrückt, besagt das: die Finanzierung erhöht weniger das Volumen als die Umlaufgeschwindigkeit von Geld und Kredit. Dies fällt besonders in die Augen, wenn der Staat eine aktive Konjunkturpolitik treibt und im großen Stil öffentliche Arbeiten durchführt, die mit kurzfristigen Krediten finanziert werden. Das Mißverhältnis zwischen der sichtbaren Veränderung des gesamten Kreditvolumens und der Größe der verwandten Kreditsummen ist geradezu erstaunlich, und es ist zu verstehen, wenn mancher fassungslos fragt: „Woher kommt und wo bleibt in aller Welt das aufgewendete Geld?“ Wir wollen daher den Bewegungsmechanismus an diesem Fall, der geradezu die Bedingungen eines wissenschaftlichen Experiments erfüllt, darstellen.

Wie funktioniert der Kreditapparat, wenn der Staat große Ausgaben durch Kredit finanziert?

Woher kommen die Mittel?

Die meisten, die die Frage stellen, und es sind keineswegs nur Laien, haben dabei die Vorstellung, als gäbe es irgendeinen begrenzten Vorrat an Geld oder Kredit. Mit dieser Vorstellung verknüpft sich gewöhnlich die besorgte Frage, ob der Staat durch seine Kreditansprüche nicht der Wirtschaft den Kredit verknappe. In Wahrheit verhält es sich aber genau umgekehrt. Wenn der Staat in großem Stil Kredit nimmt, wird die ganze Kreditwirtschaft aufgelockert. Die Geld- und Kreditmärkte werden flüssig, die Unternehmer werden liquide, ihre Bankkredite nehmen ab, die Geschäftsdepositen steigen - wenn der Staat bei der Finanzierung technisch richtig verfährt. Er kann aber den richtigen Weg gar nicht verfehlen, weil es in Zeiten, in denen der Staat sich zu aktiver Konjunkturpolitik entschließt, gewöhnlich gar keinen anderen gibt: die Notenbank muß, zeitweise zumindest, helfend einspringen. Wesentlich ist aber nicht, dass sie Noten druckt, und nichts führt mehr irre als die so oft gehörte und mißbrauchte Formel: die Notenpresse ist die Geldquelle. Ob und in welchem Umfange der Notenumlauf steigt, hängt, wie die Überlegung lehrt und die Erfahrung bestätigt, weniger von der Größe der von der öffentlichen Hand in Anspruch genommenen Kredite als vom konjunkturpolitischen Erfolg der staatlichen Finanz- und Wirtschaftsgebarung ab. Den entscheidenden Faktor bilden dabei die Beschäftigung und die Lohnhöhe. Im Aufschwung kehrt sich der im Abschwung beobachtete Prozeß um. Wie in der Depression die Abnahme der Gesamtlohnsumme den Umlauf an Bargeld reduziert, so steigert die Zunahme der Gesamtlohnsumme ihn im

Aufschwung. Wenn der Lohnsatz nicht steigt, so kann sich der Bargeldumlauf nur wenig erhöhen. Die Entwicklung seit 1933 bestätigt das. So betrug der Gesamtbargeldumlauf (Noten, Rentenbankscheine, Münzen) in Deutschland im Jahresdurchschnitt 1933 5359 Mill. RM, im Jahresdurchschnitt 1935 5761 Mill. RM; der Notenumlauf stieg von 3533 Mill. RM im Durchschnitt 1933 auf 3879 Mill. RM im Durchschnitt des Jahres 1935. Wenn in der Inflationszeit die Papierflut hemmungslos stieg, so war eben die fortgesetzte und schließlich sich überstürzende Steigerung der Löhne die *conditio sine qua non*.

### Der Einfluß der kurzfristigen öffentlichen Verschuldung auf den Status der Notenbank

Im deutschen Banksystem sind die Kreditbanken gewöhnlich in starkem Umfang auf den Kredit der Reichsbank angewiesen. Wenn allgemein eine Notenbank als Bank der Banken fungiert, so kam diese Funktion bei uns ganz besonders deutlich und stark in der Form zum Ausdruck, dass die Reichsbank den Banken reichlich Lombardkredite einräumte oder von ihnen gerierte Wechsel diskontierte. Im Gegensatz zu diesem deutschen System nehmen - um den Unterschied hervorzuheben - die großen englischen Depositenbanken den Kredit der Bank von England überhaupt nicht in Anspruch. Nur die Diskonthäuser decken eine ganz geringe Spitze durch Rediskontierung von Wechseln bei der Bank von England. Das Wechselportefeuille der Bank von England ist daher regelmäßig verschwindend klein. Um die charakteristischen Unterschiede zu zeigen, haben wir die Hauptbilanzposten der Reichsbank und der Bank von England für ein Normaljahr (1929) und für die kritischen Jahre 1931 und 1933 in folgender Übersicht einander gegenübergestellt.

Hauptbilanzposten	Jahres- durchschnitt	Reichsbank Mill. RM	Bank von England Mill. £
Gold	1929	2258	146.7
	1931	1711	139.8
	1933	457	170.1
Deckungsfähige Staatspapiere	1929	—	302.2
	1931	—	294.3
	1933	—	335.6
Wechsel und Lombardkredite	1929	2332	11.0
	1931	2781	8.5
	1933	2983	11.0
Notenumlauf	1929	4403	302.2
	1931	4229	354.6
	1933	3373	371.2
Täglich fällige Verbindlichkeiten	1929	543	114.3
	1931	426	117.9
	1933	396	157.9

In England ist der nicht durch Gold gedeckte Teil des Notenumlaufes durch Staatspapiere gedeckt, in Deutschland dagegen durch Handelswechsel, von denen ein sehr erheblicher Teil von Banken eingereicht wird. Dieser

Unterschied in der Bankverfassung bewirkt, dass die englische Kreditwirtschaft außerordentlich stark auf geringe Veränderungen des Bestandes an Staatspapieren bei der Bank von England reagiert, und er ist der Grund dafür, dass die Offenmarkt-Politik, d. h. der Verkauf oder Ankauf von Staatspapieren durch die Bank von England, ihr wichtigstes bankpolitisches Instrument ist. Wenn die Bank von England Staatspapiere am Markt kauft, so wachsen die Guthaben der Banken bei der Bank von England, die Banken bekommen überschüssige Kasse, brachliegende Gelder, die ihre Aktionslust stark anregen. In Deutschland würden die Mittel im gleichen Fall dagegen automatisch dadurch verzehrt werden, dass die Banken weniger Wechsel bei der Reichsbank rediskontieren. Umgekehrt werden, wenn die Bank von England Staatspapiere verkauft, dem Markt flüssige Mittel entzogen, die Guthaben der Banken bei der Bank von England nehmen ab, ihre Liquidität verschlechtert sich; sie ziehen Kredite von den Diskonthäusern zurück, diese kommen dadurch unter scharfen Druck und werden gezwungen, ihrerseits mehr Wechsel bei der Bank von England zu rediskontieren. Die Bank von England kann auf diese Weise den Markt ungemein wirksam steuern, ihren Diskont jederzeit höchst „effektiv“ machen. Man kann den Mechanismus gut durch ein Bild aus der Technik anschaulich machen: die englische Kreditmaschine zeichnet sich durch rasante Beschleunigung und kürzesten Bremsweg aus. In Deutschland, wo im Gegensatz zu England die Wirtschaftskredite der Reichsbank eine sehr bedeutende Rolle spielen, ist das Bewegungsspiel im Prinzip zwar gleichartig, weicht aber in der Form erheblich vom englischen ab. Der formale Unterschied hat auch eine bankpolitische Wirkung: das deutsche Bank- und Kreditsystem reagiert träger als das englische. Das wird deutlich werden, wenn wir den Prozeß, wie er sich bei uns abspielt, nunmehr im einzelnen verfolgen.

Es kommt uns hierbei nur auf das Prinzip an und nicht auf eine photographisch getreue Wiedergabe des Prozesses, die mit allen Details die Übersicht nur erschweren würde. Wir setzen daher im folgenden auch nur fingierte Zahlen ein, zumal da uns vollkommen erschöpfende Zahlen über alle öffentlichen, mit Kredit finanzierten Investitionen nicht vorliegen. Wir unterstellen, dass der Staat monatlich 200 Mill. Mark für öffentliche Arbeiten aufwendet und in voller Höhe durch kurzfristige Kredite finanziert. Bei den deutschen öffentlichen Arbeiten 1933 war bekanntlich der „Arbeitsbeschaffungswechsel“ das Finanzierungsinstrument; da es uns nur auf das Wesentliche in dem Kreditprozeß ankommt, nehmen wir der Einfachheit halber an, der Staat finanziere alle seine Investitionen mit Schatzwechseln. Wenn die Zentralbank diese Schatzwechsel diskontiert, so erhält der Staat ein Guthaben, kann Schecks auf dieses Guthaben ziehen und damit die Unternehmer, die die öffentlichen Arbeiten durchführen, bezahlen. Die Unternehmer geben die Schecks ihren Banken, die ihnen den Betrag gutschreiben, die Banken präsentieren die Schecks der Zentralbank und werden auf Zentralbankgirokonto erkannt, der Staat wird belastet, sein ursprüngliches Guthaben aus der Diskontierung der Schatzwechsel ist damit verbraucht.

Was machen die Banken mit ihren neuen Zentralbankguthaben? Sie lösen fällig werdende Wechsel ein und rediskontieren künftig weniger Wechsel als bisher bei der Zentralbank; die Schatzwechsel verdrängen so die Handelswechsel aus dem Portefeuille der Zentralbank, freilich nicht in voller Höhe. Soweit nämlich infolge der staatlichen Investitionen mehr Löhne gezahlt werden und deswegen der Bedarf an Noten steigt, wird das Wechselfortefeuille der Zentralbank im ganzen zunehmen. Hierbei handelt es sich aber nur um verhältnismäßig geringe Bewegungen, die sehr bald zum Stillstand kommen, nämlich in dem Augenblick, wo die Lohnsumme insgesamt nicht mehr steigt. Wenn der Staat seine Ausgaben zur Bestreitung von öffentlichen Arbeiten immer auf derselben Höhe hält, wird dies sehr bald eintreten, auch dann, wenn die öffentlichen Investitionen voll den beabsichtigten Erfolg haben, nämlich die Wirtschaft allgemein beleben. Denn irgendwann und irgendwo erschöpft sich notwendigerweise die anregende Kraft, die von den öffentlichen Arbeiten und dem Einkommensstrom, der durch sie in Lauf gesetzt wird, ausgeht; jedenfalls kann über ein gewisses Maß hinaus bei einem gegebenen Stand der Technik und gegebener Zahl von verfügbaren Arbeitskräften Beschäftigung und Produktion eben nicht steigen, füglich auch nicht die Gesamtlohnsumme, wenn und solange der Lohnsatz unverändert gehalten wird. Diese Bedingung ist allerdings entscheidend; solange sie erfüllt ist, kann der Notenumlauf z. B. in Deutschland höchstens um 1 Milliarde RM als Spanne zwischen Tief- und Höchststand schwanken. Dabei sind schon neben dem Konjunkturfaktor nämlich der Bewegung der Gesamtlohnsumme, noch gewisse Strukturfaktoren berücksichtigt.

Unter dieser Voraussetzung können wir angeben, wie sich in den Grundlinien der Status der Reichsbank und ihr Verhältnis zu den Kreditbanken ändern würde, wenn der Staat über eine Reihe von Jahren hinaus Monat für Monat 200 Millionen neu an Krediten aufnähme. Er würde die Schatzwechsel natürlich nur soweit es notwendig ist von der Zentralbank diskontieren lassen, soweit es aber irgend geht, am freien Markt unterbringen und im übrigen die kurzfristigen Schulden von Zeit zu Zeit, wie es der Kapitalmarkt erlaubt, fundieren. Wir machen einen Sprung und fragen, wie das Bild etwa nach fünf Jahren aussähe.

Die voraussichtlichen Veränderungen im Status der Zentralbank können wir am besten veranschaulichen, indem wir Anfangsstatus und Endstatus schematisch skizziert einander gegenüberstellen. Wir bemerken dabei, dass die Verschiebungen, die wir eintreten lassen, nicht das Erzeugnis wilder Phantasie sind. Der Prozeß muß sich im Prinzip so abspielen. Wer weniger auf die theoretische Analyse als auf die praktische Erfahrung Wert legt, möge sich die Entwicklung des Zentralbankstatus seit 1933 ansehen, und er wird das hier skizzierte Bild mit einigen kleinen Modifikationen bestätigt finden. Diese Modifikationen bestehen darin, dass der Goldbestand der Reichsbank, den wir im folgenden Schema als konstant angenommen haben, tatsächlich in den letzten drei Jahren sich vermindert hat, weiter darin, dass die

Giroguthaben in ungewöhnlichem Maße zugenommen haben, weil zeitweise nicht nach dem Ausland transferierte Zinsen auf Zentralbankkonto einzuzahlen waren.

**Schema der Veränderungen des Notenbankstatus bei fortgesetzter Aufnahme kurzfristiger Kredite durch den Staat.**

**1. Ausgangsstatus (in Mill. RM)**

Aktiva		Passiva	
Gold und Devisen . . . . .	500	Notenumlauf . . . . .	3400
Münzen . . . . .	200	Täglich fällige Verbindlichkeiten . . . . .	400
Wechsel . . . . .	3000	Saldo (eigenes Kapital, Reserven, sonstige Passiva) . . . . .	900
Lombard . . . . .	100		
Wertpapiere . . . . .	400		
Sonstige Aktiva . . . . .	500		
	<u>4700</u>		<u>4700</u>

**2. Status fünf Jahre später, nachdem der Staat insgesamt 12 Mdn. RM Kredit aufgenommen hat (in Mill. RM)**

Aktiva		Passiva	
Gold und Devisen . . . . .	500	Notenumlauf . . . . .	4400
Münzen . . . . .	200	Täglich fällige Verbindlichkeiten . . . . .	800
Handelswechsel . . . . .	—	Saldo . . . . .	900
Lombard . . . . .	—		
Schatzwechsel . . . . .	4500		
Wertpapiere . . . . .	400		
Sonstige Aktiva . . . . .	500		
	<u>6100</u>		<u>6100</u>

Weiter läßt der Status der Zentralbank die Verschiebung im Wechselportefeuille, nämlich die Tatsache, dass Arbeitsbeschaffungswechsel an die Stelle von Handelswechseln treten, nicht erkennen, sondern nur die Veränderungen des Gesamtportefeuilles. Endlich ist zu beachten, dass in der Beobachtungszeit auch der Bestand an Wertpapieren geschwankt hat. Alle diese Abweichungen sind aber belanglos; wichtig ist nur, dass die Bilanzsumme und der Notenumlauf sich verhältnismäßig wenig erhöht haben.

Der Leser beachte, was bei dieser schematischen Darstellung Prämisse und was Konsequenz ist. Prämissen sind:

1. die Annahme, dass der Notenumlauf um 1 Milliarde steigt. Wir haben oben dargelegt, worauf sich diese Annahme gründet. Es ist festzuhalten, dass es sich hier um eine wohlbegründete Maximalschätzung handelt;
2. die Annahme, dass sich die täglich fälligen Verbindlichkeiten verdoppeln. Soweit nicht durch Sondermomente bewirkt wird, dass täglich fällige Verbindlichkeiten künstlich aufgestockt werden, stellt auch diese Annahme eine Maximalschätzung dar, wie wir später noch deutlich machen werden. Solche Sondermomente, von denen wir in unserem Schema abstrahieren, wären z. B. die Einzahlung von nichttransferierten Zinsen auf Reichsbankgirokonto oder auch etwa die Auswirkung der im Kreditgesetz vorgesehenen Bardeckung von Bankdepositen;

3. die Annahme, daß alle übrigen Posten der Bilanz mit Ausnahme der Wechsel- und Lombardkredite konstant bleiben. Diese Annahme bedarf keiner besonderen Rechtfertigung. Jeder kann sich die Veränderungen in der Bilanz selbst aufzeichnen, die eintreten, wenn diese Bedingung nicht erfüllt ist, also wenn der Goldvorrat ab- oder zunimmt oder die Wertpapiere ab- oder zunehmen. Dies sind nämlich die beiden variablen Posten; der Posten „Sonstige Aktiva“ ist kaum veränderlich, solange man nicht hierunter Posten verbucht, die auch unter den anderen sichtbaren Aktivposten ausgewiesen werden können.

Die ersten beiden Prämissen sind wesentlich und entscheidend, die dritte Prämisse hat nur technische Bedeutung.

Der Status der Notenbank am Ende der Periode wäre im Prinzip gleichartig dem Status der Bank von England. Die bankmäßige Deckung des Notenumlaufs und der täglich fälligen Verbindlichkeiten bestünde, wie in England, im wesentlichen aus Staatsschuldtiteln. Ein Zustand, der, wie gerade das Beispiel der Bank von England lehrt, nicht bedenklich ist, sondern nur eine Änderung der Banktechnik bedingt, nämlich die Offenmarkt-Politik nun auch hier zum Hauptinstrument der Bankpolitik machen würde. Nun haben wir angenommen, daß die Staatsschuld in dieser Zeit um 12 Milliarden gewachsen sei. Es müßten demzufolge, da die Notenbank nur 4,5 Milliarden Schatzwechsel aufgenommen hat, 7,5 Milliarden außerhalb der Notenbank bei Banken, Unternehmungen oder Privatleuten untergebracht sein. Was berechtigt uns zu der Annahme, daß die Notenbank nur mit 4,5 Milliarden in Anspruch genommen sein wird? Die Tatsache, daß in der Notenbank schon bei einem solchen Betrage die Schatzwechsel die Wirtschaftskredite vollkommen ersetzt haben, daß andererseits die Giro Guthaben der Wirtschaft bei der Zentralbank sich verdoppelt und so einen Betrag erreicht haben, der auch bei höchstem Wirtschaftsgang und Produktionsstand weit den Bedarf befriedigen könnte. Die Giro Guthaben würden demzufolge von den Inhabern, besonders von den Banken, zu einem erheblichen Teil als brachliegende Gelder angesehen werden, die man ebenso eifrig wie vergeblich bemüht wäre anzulegen. Es gibt, vom Goldabfluß nach dem Ausland abgesehen, nur eine einzige Möglichkeit, die überschüssigen Giro Guthaben zum Verschwinden zu bringen: Verkauf von Wertpapieren aus dem Portefeuille der Zentralbank am offenen Markt, also beispielsweise von Schatzwechseln. Mit anderen Worten: schon bei einem Schatzwechselbestand der Notenbank von 4,5 Milliarden wären unsere Banken überliquide, wären überhaupt nicht mehr auf den Kredit der Notenbank angewiesen, sondern hätten im Gegenteil einen Überschuß an Kasse, der sie veranlaßte, auf die Suche nach Anlagen zu gehen. Wir haben eine Situation, wo der «Markt» unbeschränkt alles Material aufnimmt, besonders alle neu vom Staate herausgebrachten Schatzwechsel, ohne daß irgendwo und irgendwann eine Verstopfung zu besorgen wäre. Wir wollen nun sehen, wie die Banken das Material, das sie so gierig aufnehmen,

eigentlich verdauen. Wir wenden dabei wieder die bewährte Methode an die korrespondierenden Bilanzveränderungen festzustellen.

Wenn die Banken Schatzwechsel kaufen, müssen entweder andere Aktivposten abnehmen oder die Passiva zunehmen. Indem die Banken Schatzwechsel hereinnehmen, vermindern sich also entweder ihre sonstigen Kredite (Wechsel, Kontokorrentkredite, Warenvorschüsse usw.) oder ihre Einlagen wachsen entsprechend. Anders ausgedrückt: bei den Banken löst der Staat als Schuldner mit seinem Schatzwechsel einen privaten Schuldner (Kontokorrent- oder Wechselschuldner) ab - dann bleibt die Bilanzsumme der Banken gleich - oder die Einlagen (Einkommensdepositen, Geschäftsdepositen oder Spardepositen) steigen - die Bankbilanz wird entsprechend länger. Die Mittel, die der Staat in Lauf gesetzt hat, schlagen sich, wenigstens zunächst, unausweichlich in der einen oder anderen dieser beiden Formen nieder. Je mehr der Prozeß der Staatsverschuldung fortschreitet, um so mehr vollzieht sich im Portefeuille der Banken eine Umschichtung, die analog der Umschichtung ist, die wir im Status der Notenbank beobachten können. Die Schatzwechsel verdrängen nach und nach die privaten Wirtschaftskredite, und zwar nicht etwa in der Weise, daß die Banken ihren privaten Kunden den Kredit verknappen, weil sie selbst für den Staat eingespannt sind; es ist vielmehr auch hier so wie im Verhältnis der Kreditbanken zur Notenbank: Wie die Kreditbanken sich infolge des Prozesses der Staatsverschuldung von der Notenbank emanzipieren, so werden die Unternehmungen, je mehr der Staat sich verschuldet, selbst von ihren Schulden frei. Ja sie werden schließlich immer mehr Bankkreditoren oder auch unmittelbar Gläubiger des Staates, da es für die Unternehmungen privatwirtschaftlich höchst vorteilhaft ist, ihre liquiden Rücklagen in Form von Schatzwechseln, die eine gute Verzinsung bieten, anzulegen, statt niedrige oder überhaupt nicht verzinsliche Einlagen bei Banken zu halten. Würde der Staat seine Schuldenpolitik ständig fortsetzen, so würden die Banken schließlich fast alle privaten Debitoren verlieren. Sogar die Handelswechsel, nicht nur im Portefeuille der Banken, sondern überhaupt in der Wirtschaft, würden immer mehr abnehmen, weil die gesamte Wirtschaft so liquide würde, daß sie den Handelswechsel als Finanzierungsmittel nicht mehr brauchte.

Dies ist eine Perspektive, die der privaten Wirtschaft höchst erfreulich erscheinen könnte. Es wäre geradezu ein paradiesischer Zustand. Aber wir wissen, daß das Paradies auf Erden stets eine sehr zweifelhafte Angelegenheit ist und der Menschheit überall und immer übel bekommen ist. In der Tat wird auch in dem hier skizzierten Prozeß früher oder später aus Wohltat Plage. Für eine gewisse Zeit und in gewissen Grenzen bewirkt zwar die kurzfristige Verschuldung des Staates wirklich Wunder; sie weckt die Wirtschaft aus der tödlichen Erstarrung und löst sie aus den Fesseln der Kreditnot. Mit dem mächtigen Antrieb, der von den staatlichen Investitionen und ihrem belebenden Einkommensstrom ausgeht, wird der Wirtschaft zugleich auch die finanzielle Bewegungsfreiheit gegeben, um elastisch und kraftvoll der neu und allenthalben am Markt auftretenden Nachfrage durch verstärkte Produktion zu entsprechen. Dabei dürfen aber die Grenzen

und Gefahren dieser Politik nicht übersehen und vernachlässigt werden. Um sie zu erkennen, müssen wir zunächst den wirtschaftlichen Prozeß verfolgen, den die staatlichen Investitionen einleiten.

### **Der ökonomische Prozeß**

Gibt der Staat 200 Millionen aus, so verwenden die Unternehmer den weitaus größten Teil des Betrages dazu, Materialien zu kaufen, Löhne, Gehälter und andere einkommenbildende Ausgaben (Zinsen, Steuern) und auch ihren eigenen Verbrauch zu bestreiten. Nicht wieder verausgabt wird der Teil des Gewinnes, den sie weder verbrauchen noch zu eigenen Investitionen und Ersatzbeschaffungen verwenden. Im Anfang werden Ausgaben für Neuinvestitionen und Ersatzinvestitionen sicherlich so knapp wie möglich bemessen, weil die Unternehmer, gewarnt und gewitzigt durch die Krise, vor allem erst einmal bestrebt sind, sich *l i q u i d e* zu machen und zu halten. Wenn wir einmal unterstellen, daß die Unternehmer, die bei den Öffentlichen Arbeiten beteiligt sind, eine Zeitlang gar keine Neu- oder Ersatzinvestitionen vornehmen, sondern nur die im Produktionsprozeß laufend verbrauchten und laufend zu ersetzenden Materialien (Vorprodukte) kaufen, und daß die Lieferanten dieser Materialien genau so verfahren, so hätten wir etwa folgendes Bild ( selbstverständlich wiederum rein schematisch dargestellt):

Bis auf die Rückstellungen für Verschleiß, die Rücklagen aus nichtverbrauchten Gewinnen der Unternehmungen und die Ersparnisse der übrigen Einkommenbezieher werden alle Beträge Verbrauchseinkommen. Der größte Teil der primär vom Staat verausgabten Mittel wird also von denen, welchen sie unmittelbar oder mittelbar zufließen, wieder zum Kauf von Verbrauchsgütern verwendet. Wir werden dieses Verbrauchseinkommen, das unmittelbar bei den öffentlichen Arbeiten und mittelbar durch die Reproduktion der verbrauchten Materialien entsteht, mit drei Viertel der Gesamtkosten der öffentlichen Investitionen kaum zu hoch schätzen. Die durch die Investitionen ausgeübte Mehrnachfrage nach Verbrauchsgütern löst aber in dem Maße, in dem die verbrauchten Waren reproduziert werden, genau in der gleichen Weise und in dem gleichen Verhältnis erneut höhere Nachfrage aus. Wenn, um der größeren Nachfrage zu begegnen, mehr Verbrauchsgüter hergestellt werden, so werden ja auch diejenigen, die dabei tätig sind, ihr Einkommen konsumieren. Es wird also nur ein Teil des neu hergestellten Produkts verfügbar bleiben, um die ursprünglich zusätzliche Nachfrage zu befriedigen. Wir können genau angeben, wie hoch unter der von uns hier gemachten Voraussetzung die Gesamtproduktion von Verbrauchsgütern sein muß, damit die Mehrnachfrage gedeckt wird. Wenn wir das Verbrauchseinkommen, das durch die öffentlichen Arbeiten und die Reproduktion der dabei verbrauchten Materialien erzeugt wird, auf drei Viertel des vom Staat ausgegebenen Betrages schätzen, also monatlich auf 150 Millionen, so wäre eine zusätzliche Produktion von Verbrauchsgütern im Werte von 600 Millionen notwendig, um diese Zusatznachfrage voll zu decken, nämlich so, daß nirgends in der Wirtschaft die Vorräte an



Konsumgütern abnehmen, sondern die jeweils verbrauchten Güter immer wieder reproduziert werden. Denn wenn für 600 Millionen Verbrauchsgüter erzeugt werden, so wird das durch diese Produktion selbst erzeugte Verbrauchseinkommen auch drei Viertel ausmachen, also 450 Millionen, und es werden dann im Werte von 150 Millionen Verbrauchsgüter zur Deckung jener Verbrauchsnachfrage zur Verfügung stehen, die durch die öffentlichen Investitionen erzeugt wird.

Dieses schematisierte Beispiel zeigt die ungeheure Hebelwirkung von öffentlichen Arbeiten, die durch zusätzliche Kredite finanziert werden. Die Mittel, die notwendig sind, um diesen Prozeß in Fluss zu bringen und zu halten, werden dabei ganz und gar durch die staatlichen Ausgaben geschaffen, es bedarf an sich keiner weiteren Mittel, um den Produktionsstrom zu finanzieren, sofern die Unternehmer sich darauf beschränken, immer nur diejenigen Waren, die zunächst vom Lager verkauft werden, unter Einsatz der ihnen zufließenden Mittel zu reproduzieren. Wir hätten in diesem Falle nämlich folgende Kaufwelle, wenn wir bei unserer Annahme bleiben, daß in jeder Stufe ein Viertel als Ersparnis oder Rückstellung ausfällt: 200 Mill. + 150 Mill. + 112,5 Mill. + 84,4 Mill. usw., eine fallende geometrische Reihe, deren Summenwert nach der Formel:

$$S = a \cdot \frac{1}{1 - q}$$

gebildet wird, wobei  $a$  das Anfangsglied = 200 Mill.,  $q$  in unserem Falle  $\frac{3}{4}$  ist, so daß

$$S = 200 \cdot \frac{1}{1 - \frac{3}{4}} = \frac{200}{\frac{1}{4}} = 800 \text{ Mill.},$$

von denen 200 Mill. den Wert der öffentlichen Arbeiten und 600 Mill. den Wert der komplementären Produktion von Verbrauchsgütern darstellen, den wir oben auf Grund einer einfachen Überlegung in anderer Weise bereits bestimmt hatten.<sup>1</sup>

Die hier angestellte Rechnung bestätigt nur, was von vornherein zu erwarten war, nämlich daß die vom Staat ausgegebenen Mittel eine sekundäre Nachfrage von insgesamt 600 Mill. erzeugen und finanzieren, bis sich der Strom erschöpft, d. h. sich voll als Rückstellung, Rücklage oder Ersparnis irgendwo niedergeschlagen hat. Dieses Bild ist gewiß erfreulich. Es zeigt die schöpferische Kraft öffentlicher, mit Kredit finanzierter Arbeiten, es zeigt aber auch noch mehr als das, nämlich die Grenzen und die Gefahren des Prozesses. Das tritt allerdings erst hervor, wenn man noch etwas tiefer in den

---

<sup>1</sup> Vgl. hierzu: R. F. Kahn: *The Relation of Home Investment to Unemployment*. Economic Journal, Juni 1931; ferner: J. M. Keynes: *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London 1936, Chapter 10.

Wirtschaftsprozess hineinleuchtet und die kreditwirtschaftlichen Folgen betrachtet.

## **Die wirtschaftlichen Grenzen der Investitionspolitik**

Der Prozeß kann in der geschilderten Weise glatt nur verlaufen, wenn und solange die Wirtschaft jeder Mehrnachfrage auch **voll elastisch** durch Mehrangebot entspricht. Idealelastizität, bei der jede Mehrnachfrage befriedigt werden würde, ohne daß die Preise sich erhöhen, gibt es jedoch nicht. Stets wird sich in der Wirtschaft früher oder später das Gesetz des **abnehmenden Ertrages** geltend machen, die Produktionskosten und die Preise werden steigen. Innerhalb gewisser Grenzen ist aber die Elastizität der Wirtschaft so groß, daß die Preise nur wenig steigen. Diese Grenzen werden durch folgende Faktoren bestimmt:

1. durch das Arbeitspotential, das ist die Menge und Art der vorhandenen Arbeitsreserven;
2. durch das Betriebspotential, das ist die Menge und Art der vorhandenen Betriebsanlagen sowie Menge und Art der vorhandenen Vorräte;
3. durch das Außenhandelspotential, das ist die Möglichkeit, durch Ausfuhr die zur Produktion notwendigen ausländischen Rohstoffe im Tauschwege zu beschaffen.

Hierbei gilt das Gesetz des Minimums: wenn man auch nur bei einem der drei Grundfaktoren an die Grenze stößt, so hört die Elastizität der Produktion auf. Für Deutschland war damals der dritte Faktor, das Außenhandelspotential, die praktisch entscheidende Bedingung. Bei der Schilderung des wirtschaftlichen Prozesses haben wir diese Bedingung außer acht gelassen, indem wir unterstellten, daß alle verbrauchten Güter immer wieder reproduziert würden. In buchstäblichem Sinne ist dies nur in einer Wirtschaft möglich, die alles selbst herstellen kann, über alle Hilfsquellen verfügt, vollkommen von ausländischer Zufuhr unabhängig ist. In dem Maße, wie diese Voraussetzung nicht erfüllt ist, bekommt die Bedingung, daß alles, was verbraucht wird, immer wieder reproduziert wird, den Sinn: an Stelle der verbrauchten ausländischen Materialien sind Waren in gleichem Wert herzustellen, die gegen die benötigten ausländischen Rohstoffe und sonstige Güter getauscht werden müssen.

Der wirtschaftliche Prozeß kann sich mithin nur dann ohne bedenkliche Reibungen und Spannungen so, wie wir ihn geschildert haben, abwickeln, wenn **pari passu** mit der Belegung der Produktion für den Binnenmarkt auch Ausfuhrwaren im Wert der verbrauchten Auslandgüter erzeugt und - das ist das Entscheidende - im Ausland abgesetzt werden. Gelingt dies nicht in vollem Umfang, so kann die Produktion nicht so ausgedehnt werden, wie wir es geschildert haben. Die durch die staatlichen Investitionen angeregte sekundäre

Produktion von Verbrauchsgütern bleibt dann hinter dem Betrage zurück, den sie erreichen würde, wenn die Wirtschaft volllastig reagiert. Merkliche Preissteigerungen wären das Symptom, zugleich aber auch das Mittel, welches bewirkt, daß das Warenangebot der Menge nach nicht entsprechend der Warennachfrage steigt. Das Verbrauchereinkommen steigt übrigens in diesem Fall auch nominell weniger, die Quote  $q$  in unserer Formel wird kleiner, die Unternehmergewinne größer als normal.

Bedenklicher noch als diese Wirkung auf Nominal- und Realeinkommen ist ein damit meist einhergehender Prozeß, der die erste Wirkung, die relative Minderung des Realeinkommens, zunächst noch etwas abschwächt. Es werden nämlich gewöhnlich, wenn die Elastizität des Außenhandels versagt, die Vorräte an Rohstoffen, Halbfabrikaten und auch Fertigerzeugnissen allmählich verzehrt, zumal wenn man mit Erfolg bemüht ist, den Einfluß der mangelnden Produktionselastizität auf das Realeinkommen, das heißt auf die Preise, möglichst abzuwehren.

Je wirksamer man die Preise kontrolliert, um so mehr läuft man Gefahr, die Vorräte aufzubrechen - immer unter der Voraussetzung, daß die Wirtschaft an die Elastizitätsgrenzen stößt. Es ist klar, daß ein solcher Prozeß die Wirtschaft bedroht. Seine wirtschaftspolitische Konsequenz ist: wenn und solange die Ausfuhr nicht so gesteigert werden kann, daß durch sie die dem Produktionsvolumen entsprechende Menge von ausländischen Rohstoffen beschafft werden kann, müssen die Gesamtinvestitionen in der Wirtschaft auf ein geringeres Maß beschränkt werden. Wenn man in einer solchen Situation die staatlichen Investitionen ihrer selbst wegen für unbedingt notwendig erachtet, müssen die privaten Investitionen oder die Lebenshaltung eingeschränkt werden. Der Beschränkung der privaten Investitionen sind jedoch ganz bestimmte Grenzen gesetzt; unter keinen Umständen dürfte es so weit kommen, daß nicht einmal die Ersatzinvestitionen in voller Höhe vorgenommen werden können.

Es würde den Rahmen dieses Aufsatzes sprengen, wollten wir alle Konsequenzen dieses Grundgedankens hier entwickeln. Wir begnügen uns mit dem Schluss-Satz einer langen Gedankenkette: Kommen erst private Investitionen in größerem Umfange in Gang, so müssen die staatlichen Aufgaben mehr in dem Rahmen gehalten werden, der ihre Finanzierung durch ordentliche Einnahmen gestattet. Da es immer verkehrt ist, die wertvolle Initiative der Wirtschaft auf dem Gebiet eigener Investitionen zu beschränken, solange sie nicht geradezu zügellos wird, so können die staatlichen Investitionen neben den privaten Investitionen nur auf ihrer alten Höhe gehalten werden, wenn die Lebenshaltung eingeschränkt wird. Da dies nur in geringen Grenzen von freiwilliger Ersparnis zu erwarten ist, so bleibt als Mittel nur erzwungenes Sparen. Dafür gibt es zwei Formen: die wirtschaftlich (wegen der Wirkung auf die Währung) bedenkliche durch Preissteigerungen, die andere durch höhere Steuern.

Das entscheidende Kriterium dafür, ob die wirtschaftlichen Grenzen bei der Investitionspolitik respektiert werden, ist nicht das Maß der Verschuldung des

Staates, auch nicht die Höhe der kurzfristigen Verschuldung. Diese Fragen sind finanzpolitisch wichtig - konjunkturpolitisch jedoch kommt es zu jeder Zeit einzig und allein darauf an, ob die öffentlichen und privaten Investitionen zusammen sich innerhalb der Grenzen halten, die durch die Elastizität der Produktion gezogen sind. Die Preisentwicklung und die Devisenlage sind in dieser Beziehung untrügliche Spannungsmesser.

### **Die kreditwirtschaftlichen Gefahren und Grenzen der Staatsverschuldung**

Unsere Untersuchung hat deutlich gemacht, wie wichtig es ist, die Gesamtinvestitionen, öffentliche wie private, in den Grenzen zu halten, die durch die «Elastizität» der Wirtschaft gezogen sind. Es gehört zu den Kardinalaufgaben der Bankpolitik, die Wirtschaft in dieser Beziehung zu steuern. So wichtig es bankpolitisch ist, in der Depression die gelähmte Unternehmerinitiative durch großzügigen Kredit wieder zu entfachen, so notwendig ist es, der Wirtschaft auch wieder Zügel anzulegen, wenn sie in einen Investitionstaumel zu fallen droht. Man muß gerüstet sein, im gegebenen Augenblick der Wirtschaft den Kredit zu verknappen. Als sichtbares Alarmzeichen kündeten Gold- und Devisenschwund und Preissteigerungen, die das nationale Preisniveau gegen das Preisniveau in anderen Ländern erhöhen, an, daß man sich in irgendeiner Form übernimmt, die naturgegebenen Grenzen überschreitet, so daß irgendeine Korrektur notwendig ist, und zwar entweder währungs- oder kreditpolitischer Natur. Eine fortgesetzte Verschuldung des Staates würde, wie wir sahen, die Wirtschaft mehr und mehr liquide machen. Das könnte schließlich so weit gehen, daß weder die Notenbank noch die Kreditbanken imstande wären, die Wirtschaft zu zügeln, weil die Unternehmungen kaum noch Bankkredite brauchten, sondern in Hülle und Fülle über liquide Mittel verfügten, Kreditoren der Banken wären oder jederzeit realisable Titel, wie etwa Schatzwechsel, besäßen.

Nun gibt es zwei Mittel, um auch in einem solchen extremen Fall überschüssige Gelder abzuschöpfen. Das eine ist jedoch nur begrenzt wirksam, das andere nur mit äußerster Vorsicht anzuwenden. Diese Mittel sind:

1. Fundierung der kurzfristigen Kredite durch Emission von langfristigen Anleihen;
2. Tilgung der Kredite durch Steuern.

Der allgemeine kreditwirtschaftliche Sinn der Fundierung kurzfristiger Schulden besteht darin, die im Augenblick zwar ruhenden, aber in bestimmten Situationen vielleicht in Fluß kommenden Gelder abzuschöpfen. Dieser Zweck wird um so mehr erreicht, je mehr die Anleihen mit solchen Mitteln gekauft werden, die ihrer Natur nach am ehesten

einmal in Fluß kommen können. In erster Reihe stehen hier liquide Rücklagen von Unternehmungen. Von den Spareinlagen der Nichtunternehmer hat man dagegen im allgemeinen kaum etwas zu befürchten, wenngleich gelegentlich eine Panik auch hier die Masse in Bewegung bringt und eine Hamsterwelle erzeugt. Vorgänge dieser Art sind aber, so unangenehm und aufregend sie gelegentlich erscheinen mögen, gewöhnlich so kurzatmig, daß man ihnen kein großes Gewicht beizulegen braucht. Gefahren drohen aber von einer etwaigen Überliquidität der Unternehmungen, und leider bestünde wenig Aussicht, sie durch Fundierungsanleihen so weit abzuschöpfen, daß sie keine volkswirtschaftlichen Risiken mehr birgt. Denn Unternehmer, die früher verschuldet waren und infolge der staatlichen Verschuldung nach und nach schuldenfrei wurden, werden schwerlich daran denken, sich wieder zu verschulden, um Staatsanleihen zu kaufen.

Dies zeigt auch, daß man nicht damit rechnen kann, alle kurzfristigen Schulden zu fundieren. Wenn große öffentliche Investitionen kurzfristig finanziert werden, so wird dabei ein weit größerer Teil der aufgenommenen Schulden in der Form der kurzfristigen Bankkredite bestehen bleiben, als wenn etwa in gleichem Umfang die Privatwirtschaft investiert. Werden private Investitionen durch kurzfristigen Kredit finanziert, so werden zwar auch Bankkredite getilgt und Depositen erzeugt. Ein erheblicher Teil der kurzfristigen Kredite, mit denen die Investitionen finanziert sind, wird jedoch in dem Prozeß selbst auch wieder getilgt, die Mittel fließen gewissermaßen in den Schoß der eigentlichen Erzeuger (was nämlich die ursprünglichen Kreditnehmer sind) zurück, und in der Bankbilanz bleiben nur die Spitzen: nur soweit einzelne Unternehmer mehr investieren, als ihnen im Wirtschaftsprozeß an Mitteln für Abschreibung und Reservebildung zufließt, vermindern sich bei anderen Unternehmern die Bankschulden oder ihre liquiden Rücklagen steigen oder es entstehen Spareinlagen. Bei privaten Investitionen wird mit anderen Worten der Bankkredit zu einem ganz großen Teil nur vorübergehend benutzt; er verschwindet wieder, wie er entstanden ist.

Bei den Investitionen der öffentlichen Hand gibt das zweite Mittel, nämlich die Tilgung der schwebenden Schuld durch Steuern, einen ähnlichen Ausgleich, wie ihn die Selbstfinanzierung der Unternehmungen bewirkt. Handelt es sich dabei um Überschüsse, die während des Aufschwungs im ordentlichen Haushalt entstehen, so ist das Verfahren vollkommen natürlich und konjunkturpolitisch durchaus richtig. Müßte man aber in großem Stil neue Steuern einführen oder bestehende Steuern erhöhen, um die schwebende Schuld herabzudrücken und die Gefahr der Überliquidisierung der Wirtschaft zu bannen, so könnte unter Umständen der wohlgemeinte Versuch, künftigen kritischen Entwicklungen vorzubeugen, alsbald selbst eine Krise erzeugen.