

Probleme der Überliquidität

Wilhelm Lautenbach, 1936

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

Jede Investitionspolitik hat mit zweierlei Gefahren zu rechnen. Erstens mit den aktuellen Gefahren: Die Produktion kann der steigenden Nachfrage nicht mehr auf dem Fuße folgen, weil die „Elastizitätsgrenzen“ erreicht sind. Und zweitens mit potentiellen Gefahren: Hier handelt es sich um Vorgänge, die mit der Investitionspolitik gewissermaßen nur induktiv gekoppelt sind. Durch den Einsatz des Staatskredits wird die Kreditwirtschaft außerordentlich aufgelockert; bei fortgesetzter Kreditausweitung bis zu einem Grade, der die Steuerung der Wirtschaft durch Kreditpolitik fast unmöglich macht. Die Unternehmungen werden nach und nach überliquide, und dies birgt gesamtwirtschaftlich Risiken in sich. Zur Aufklärung dieser potentiellen Gefahren sollen im folgenden dargestellt werden:

1. die wirtschaftlichen und finanziellen Wirkungen, welche eintreten, wenn die schlummernden Kräfte lebendig werden,
2. die kreditwirtschaftliche Erscheinungsform der Überliquidität,
3. die Sicherungen gegen die aus der Überliquidität drohenden Gefahren.

1. Die Entfesselung der potentiellen Kräfte

Wenn die Unternehmungen so liquide werden, daß sie, populär gesprochen, „im Gelde schwimmen“, so ist die Wirtschaft jener Fessel ledig, die sonst am wirksamsten den immanenten Expansionswillen der Unternehmer bündigt. Man hätte, wenn nicht andere Schranken aufgerichtet würden, immer zu besorgen, daß die Wirtschaft in einen Investitionstaumel mit den bekannten Folgen für Preisstand und Kursniveau verfällt. Daß die seelische Bereitschaft hierzu besteht, daß sie nicht nur ein Schreckgespenst für Kinder ist, sondern eine wirkliche dämonische Gewalt, zeigt die Krisengeschichte an drastischen Beispielen. Noch heute, nach mehr als einem halben Jahrhundert, klingt bei uns in dem Schlagwort „Gründerjahre“ die Erinnerung an einen solchen Investitionstaumel im Anschluß an den Krieg 1870/71 nach, und das jüngste Beispiel von fast weltweitem Ausmaß bieten die Jahre, die der letzten Weltwirtschaftskrise vorausgingen; die gewaltigste und verhängnisvollste Ballung der Investitionen zeigte die amerikanische Prosperity. Eine andere Nebenwirkung, an die zu denken uns im Augenblick vielleicht fernliegt, weil wir gegen sie zur Zeit nahezu völlig durch den Isoliermantel der Devisenzwangswirtschaft abgeschirmt sind, besteht darin, daß der Expansionswille der Unternehmungen von Haus aus sich nicht im nationalen Bereich erschöpft, sondern die ganze Welt als Operationsfeld betrachtet. Dabei beschränken sie sich nicht auf die rein unternehmerische Tätigkeit,

indem sie etwa Niederlassungen im Auslande gründen oder erweitern, sondern benutzen ihre überschüssigen Mittel auch zu rein finanziellen Transaktionen, zu Anlagen in ausländischen Werten. Geschieht dies in großem Umfang, so wird das außenwirtschaftliche Gleichgewicht über den Haufen geworfen. Die Tatsache, daß Verfügungen dieser Art, solange die Devisenbewirtschaftung besteht, kaum möglich sind, darf jedoch nicht verleiten, diese Möglichkeit außer acht zu lassen.

Denn diese Devisenbewirtschaftung ist nur ein notwendiges Übel, das wir nach allen authentischen Erklärungen so bald wie möglich zu überwinden trachten. Deswegen sind soweit wie irgend möglich Entwicklungen im Keim zu ersticken, die einen neuen Grund für die Aufrechterhaltung der Devisenzwangswirtschaft bilden können.

2. Die kreditwirtschaftlichen Erscheinungsformen der Überliquidität

Könnte man schon eine gewisse Heimtücke darin sehen, daß die Gefahr überhaupt lange Zeit nur potentiell vorhanden ist, ohne irgendwelche akute Wirkungen zu zeigen, so wird sie noch dadurch gesteigert, daß die Überliquidität gar nicht so sehr ins Auge fällt, ja daß sie in den Bankbilanzen, wo man a priori ihren Niederschlag vermuten würde, äußerlich kaum festzustellen ist. Wir haben oben gezeigt, daß das in den Bankbilanzen ausgewiesene Kreditvolumen beim Aufschwung zwar regelmäßig etwas wächst, jedoch nicht entfernt in dem Verhältnis, in dem Kredit neu eingesetzt wird. Das Phänomen erklärt sich wie wir sahen daraus, daß die Mittel zu einem erheblichen Teil bisher verschuldeten Unternehmern zufließen, so daß vielfach ein neuer Debitor einen alten Debitor ablöst. In ganz großem Stile mußte dies bei der Struktur der deutschen Kreditwirtschaft im Gefolge der Staatskonjunktur und Staatsverschuldung eintreten. Im Jahre 1933 waren fast alle Unternehmungen mit wenigen, allerdings desto mehr ins Auge fallenden Ausnahmen Bankschuldner (Kreditoren waren in außerordentlichem Umfange ausländische Gläubiger und im übrigen in viel stärkerem Verhältnis als in anderen Ländern inländische Nichtunternehmer). Als nun der Staat sich verschuldete, um die Investitionen zu finanzieren, wurden die Unternehmungen zunächst nach und nach entschuldet. Der Staat oder sein Schuldtitel löste in den Bankbilanzen die privaten Debitoren und privaten Handelswechsel ab. Dieser Prozeß - die erste Phase der Liquidisierung der Wirtschaft - mußte wegen des Umfangs und der Höhe der Unternehmerschulden verhältnismäßig lange andauern. Aber auch von dem Zeitpunkt ab, wo immer mehr Unternehmungen völlig entschuldet sind, ist nicht mit drastischen Veränderungen des Bankbilanzbildes zu rechnen. Man darf nicht erwarten, daß unter den Aktiven das Portefeuille an Arbeitsbeschaffungswechseln und ähnlichen Titeln immer im gleichen Tempo wie vordem wächst und auf der Gegenseite, als notwendiges Korrelat, die Geschäftsdepositen von Unternehmungen entsprechend zunehmen. Die Unternehmungen haben ja gar kein Interesse daran, überschüssige Geschäftsdepositen anzusammeln. Sie werden vielmehr, wenn sie liquide sind, ihre Geschäftsdepositen auf den Betrag begrenzen, der zur

Finanzierung des laufenden Geschäfts gebraucht wird, darüber hinausgehende Beträge aber selbst und unmittelbar in Form von Staatswechseln halten. Man muß sich dies vor Augen halten, wenn man die Bankbilanzen in ihrer zeitlichen Entwicklung betrachtet und sich hüten, voreilige Schlüsse zu ziehen, wenn man etwa beobachtet, daß das Bankportefeuille an Schatzwechseln oder ähnlichen Titeln neuerdings nicht mehr in dem Tempo wie früher zunimmt. Es wäre beispielsweise voreilig, aus dieser Tatsache zu schließen, daß der Krediteinsatz des Staates im Vergleich zu früher offenbar zurückgehe. Wir lassen vollkommen dahingestellt, ob dies tatsächlich der Fall ist. Wir wissen, daß die ordentlichen Einnahmen des Reiches stark gestiegen sind und daß das Reich demzufolge heute einen größeren Anteil seiner Investitionsausgaben durch Steuern finanzieren kann als vordem; vielleicht sind neu aufgenommene öffentliche Kredite auch im absoluten Betrage geringer als vordem. Die Bankbilanzen können jedoch gar keinen Aufschluß darüber geben. Denn selbst wenn der Staat mehr Kredit einsetzte als früher, würde das Portefeuille der Banken an Schatzwechseln und ähnlichen Titeln nicht mehr in dem Tempo wie vorher anschwellen. Dabei braucht man noch nicht einmal die Wirkung der Fundierungsanleihen in Rechnung zu stellen, die darin besteht, daß nur ein Teil der Neuverschuldung die kurzfristigen Schulden erhöht, so daß die Zunahme des Umlaufs an kurzfristigen Schuldtiteln überhaupt keinen zutreffenden Maßstab für den Neueinsatz von Staatskrediten abgibt. Aber es bewendet nicht einmal dabei, daß im weiteren Verlauf bei fortgesetzter Neuverschuldung des Staates die Banken selbst immer weniger an der Finanzierung teilhaben. Es ist möglich und auf die Dauer sogar höchst wahrscheinlich, daß die Bilanzen, wenigstens der Großbanken und besonders der reinen Geschäftsbanken (etwa vom Typ der Berliner Handelsgesellschaft), zu schrumpfen beginnen, während die Bilanzsummen der Sparkassen und der Genossenschaften weiter wachsen. Es wäre falsch, diese Verschiebung im Anteil der verschiedenen Gattungen von Kreditinstituten am Gesamtkreditvolumen, die sich jetzt bereits abzeichnet, etwa dahin auszulegen, daß Sparkassen und Genossenschaften ihr Geschäft auf Kosten der Banken erweitern. Die Erscheinung wird vielmehr dadurch verursacht, daß der Kundenkreis hüben und drüben anders zusammengesetzt ist und sich anders verhält, nicht aber dadurch, daß Kunden von Geschäftsbanken hinüberwechseln zu den Sparkassen oder Genossenschaften. Große und mittlere Unternehmungen sind der praktisch am meisten ins Gewicht fallende Kundenkreis der Großbanken. Aus Handwerkern, kleineren gewerblichen Unternehmern, Landwirten, Hausbesitzern und Nichtunternehmern rekrutiert sich der Hauptkundenkreis der Sparkassen und Genossenschaften. Große und mittlere Unternehmungen, die im Einzelfall über sehr hohe flüssige Mittel verfügen können, werden, wenn ein sehr großes und fast unerschöpfliches Angebot an erstklassigen kurzfristigen Titeln am Markt ist, immer mehr dazu übergehen, alle eigentlichen Kassenreserven, d. h. solche Mittel, die im laufenden Betrieb nicht regelmäßig umgeschlagen werden, in Form dieser Titel zu halten. Es ist durchaus möglich, daß Institute, bei denen traditionell große und mittlere Unternehmungen sehr hohe Beträge als Depositen hielten, in Zukunft

darunter zu leiden haben, daß ihre Großgläubiger überschüssige Mittel unmittelbar in Schatzwechseln oder Arbeitsbeschaffungswechseln anlegen, so daß bei den Instituten nur die eigentlichen Girogelder in dem für den Geschäftsverkehr absolut notwendigen Maß bleiben, Gelder, die nichts anderes als einen dauernden Durchfluß durch die Banken oder von Konto zu Konto darstellen, in ähnlicher Weise, wie dies von den Giroverbindlichkeiten der Reichsbank gilt. Es sind Depositen mit einem außerordentlich hohen Umschlagskoeffizienten oder, was dasselbe ist, mit individuell kurzer Ruhezeit, nämlich so kurzer Ruhezeit, daß es sich nicht lohnt oder auch nicht einmal technisch möglich ist, sie selbst nur vorübergehend in ganz kurzfristigen Titeln anzulegen.

Eine solche Entwicklung wird, wie wohl zu beachten ist, erst in dem Augenblick überhaupt möglich, wo der Staat als Großschuldner auftritt und wo seine kurzfristigen Titel sehr reichlich am Markt sind. Solange nur die private Wirtschaft selbst das Gesamtkontingent der Bankschuldner stellte, so lange waren auch jene Unternehmungen, die selbst sehr liquide Waren und große Kassenreserven hatten, kaum imstande, diese Kassenreserven anders als bei den Banken in Form von Depositen zu halten. Es war gerade die unentbehrliche Funktion der Banken, Bindeglied zwischen Gläubiger und Schuldner in der Wirtschaft zu sein. Nur die auf das Kreditgeschäft spezialisierten Banken mit ihrer umfassenden praktischen Erfahrung und Kundenkenntnis waren imstande, die Kreditwürdigkeit der Kreditnehmer zu beurteilen. Sie erfüllten mit ihrer Planung und Lenkung der Kredithergabe eine eminent wichtige sozialökonomische Funktion. Auf der anderen Seite waren sie durch ihre Funktion, durch die Zusammenfassung von tausend und abertausend einzelner Kreditgeschäfte und durch die Tatsache, daß ihre Schuld, nämlich die Bankgutschrift, selbst Geld war, immer zahlungs- und einlösungsbereit. Ihre Liquidität war dabei - wenn man die Banken insgesamt betrachtet - fast unabhängig von der Fälligkeit ihrer Anlagen, und sie waren ziemlich unempfindlich gegen das Einfrieren einzelner Kredite; und wenn das Einfrieren zur Regel wurde, in der Krise, so versagte deshalb noch längst nicht ihre Zahlungsbereitschaft, weil ihre Gutschrift eben immer noch respektiert wurde und „Geld“ war. Erst bei übermäßigen Barabhebungen (Hortungen oder Devisenabfluß) kamen sie in Gefahr - hatten dann aber den praktisch nicht zu versagenden Rückhalt an der Bank der Banken, der Reichsbank. Vom Einleger aus gesehen war somit ein Bankdepositum der Inbegriff der Sicherheit und unbedingten Verfügungsmacht, und in dem Grade, wie das Bankdepositum Sicherheit und ständige Verfügungsmacht zugleich gewährte, bot dies kaum eine andere Anlagemöglichkeit. Ganz anders ist das Bild, wenn der Staat als Großschuldner auftritt und dadurch allmählich die private Wirtschaft so liquide gestaltet, daß sie des Bankkredits selbst immer mehr entraten kann. In dem Grade nämlich, in dem das geschieht, wird die unter normalen Umständen unentbehrliche und sehr wichtige sozialökonomische Funktion der Banken, die Kreditauslese und verantwortliche Lenkung des Kredits, aufgehoben. Eine höhere Stelle als die Banken entscheidet ja über Art und Ort der Kapitalverwendung, und es ist zugleich eine Stelle, deren Schuldversprechen der Bankgutschrift den Rang

abläuft. Denn der S c h a t z w e c h s e l , der nach wenigen Wochen fällig ist, verbürgt die gleiche Sicherheit der Einlösung zum vereinbarten Termin wie Termineinlagen bei der Bank. Er gibt durch den hochentwickelten Schatzwechsellmarkt auch die Möglichkeit, jederzeit vorher unter Verzicht auf den Diskont über den Betrag zu verfügen und gewährt für die Zeit, in der man ihn im Portefeuille hat, einen h ö h e r e n Z i n s , als ihn die Banken für gleichbefristete Termingelder geben können. Es wäre unter diesen Umständen geradezu verwunderlich, wenn die Unternehmungen, namentlich die großen Unternehmungen, nicht dazu übergängen, Kassenreserven in Schatzwechseln anzulegen, statt sie in die Banken einzulegen. Wir müssen deshalb damit rechnen, daß das Bankgeschäft trotz immer weiter steigenden Krediteinsatzes allmählich schrumpft, und in einer solchen Tendenz offenbart sich die geradezu unheimliche Logik des Kreditsystems: das Bankgeschäft schrumpft, seine Rentabilität vermindert sich in dem Augenblick, wo es seine sozialökonomische Funktion nicht mehr in altem Umfange und alter Intensität zu erfüllen hat: Atrophie eines Organs durch Nichtgebrauch. Wir brauchen kaum zu betonen, daß dieser Vorgang nichts weniger als erwünscht ist, denn wir dürfen über die Bedürfnisse der Gegenwart, welche die Prägogative des Staates auf dem Gebiete der Investitionen erheischen, nicht die Zukunft vergessen, in der einmal wieder der private Unternehmer den Staat als Investor ablösen soll. Dann aber ist es von höchster Bedeutung, daß Privatinitiative und private Energie nicht wahl- und zügellos wirken sondern weise gebändigt werden. Die Kreditzügel in der Hand des geschulten und wirklich mit Kopf und Kragen verantwortlichen Bankiers dürften in solchen Zeiten immer noch als das wirksamste Planungs- und Lenkungsorgan anzusprechen sein.

Wenn und solange es unwirksam ist, werden Behelfsmittel zur Leitung auch der privaten Investitionsfähigkeit unentbehrlich sein; es ist aber zumindest, ob sie selbst bei virtuoser Handhabung sich an Leistungsfähigkeit mit dem alten Organ Kreditplanung und Kreditlenkung messen können.

3. Sicherung gegen die aus der Überliquidität drohenden Gefahren

In absehbarer Zeit können die potentiellen Gefahren, welche die Überliquidität der Wirtschaft begründet, nicht akut werden. Die geldliche Verfügungsmacht der Unternehmer findet zur Zeit kein praktisches Operationsfeld. Wie die Devisenbewirtschaftung reale oder finanzielle Auslandsinvestitionen verhindert oder zum mindesten äußerst erschwert, die unser außenwirtschaftliches Gleichgewicht zerstören würden, so verhindern Rohstoffknappheit, Facharbeitermangel und stellenweise auch Erschöpfung der Betriebskapazität und schließlich Investitionsverbote, daß die Unternehmer heute andere als vom Staat selbst gewünschte oder für die Bewältigung seiner Aufträge notwendige Investitionen in Angriff nehmen. Die geldliche Verfügungsmacht wird auf diesem Wege zunächst paralysiert. Wir müssen uns allerdings darüber klar sein, daß dies gerade geschieht, weil die eigenen Investitionen des Staates und die von ihm gewollten Investitionen der Privatwirtschaft bereits eine solche Größe

erreicht haben, daß die Wirtschaft schon jetzt stellenweise an ihre Elastizitätsgrenze zu stoßen beginnt. Man braucht sich also im Augenblick nur deswegen nicht um die potentiellen Gefahren zu sorgen, weil mit der Bändigung und Bewältigung der akuten eo ipso verhindert wird, daß weitere latente Kräfte lebendig werden. Trotzdem braucht man auch über die Forderungen und Sorgen des Tages die Vorsorge für eine entfernte Zukunft nicht aus den Augen zu lassen; denn wenn die zur Zeit gebannten potentiellen Energien schon vor der Zeit abgeleitet oder abgefangen werden, zu der sie allenfalls werden konnten, so erspart man sich für später den Kampf und den damit verbundenen ungeheuren Aufwand von Verwaltungsmaschinerie den jede zentrale bewußte Lenkung der Wirtschaft erfordert, einen Einsatz, den zwar große, dem Staat gestellte Aufgaben rechtfertigen, den man aber beklagen müßte, wenn er nur der Abwehr und Bändigung ungezügelter Energien gälte. Immerhin wäre zunächst zu fragen, ob eine einmal erzeugte Überliquidität sich nicht im Laufe der Zeit selbst aufsaugt. Wenn dies der Fall wäre, bedürfte es unter Umständen keiner besonderen Anstrengungen, um den künftigen Gefahren zu begegnen. Die Überliquidität könnte ja in dem entferntesten Zeitpunkt schon absorbiert sein, wo man mit ihren Gefahren rechnen müßte, d. h. praktisch für uns dann, wenn die großen Staatsausgaben, besonders also Aufrüstung und Vierjahresplan, durchgeführt sind. Aufgaben, die ohnehin die volle Kontrolle der Wirtschaft und weitgehende Lenkung durch den Staat notwendig machen.

Der Vierjahresplan im besonderen stellt an die private Wirtschaft selbst sehr große Anforderungen. Die Umstellung auf verstärkte heimische Erzeugung von solchen Stoffen, die bisher vom Auslande bezogen wurden, aber auch im Inlande erzeugt oder durch inländische Erzeugnisse ersetzt werden können, macht außerordentlich hohe Investitionen in der Wirtschaft notwendig. Man könnte meinen, daß durch solche Investitionen die liquiden Mittel der Unternehmungen automatisch verzehrt werden, und mehr als das, daß auch die private Wirtschaft wieder Bankkredite braucht, um die Aufgaben zu erfüllen. In der Tat wird die Aufnahme von Bankkrediten zur Finanzierung großer Investitionen notwendig werden. Nur darf man nicht erwarten, daß damit die Liquidität der Wirtschaft generell wieder verschlechtert würde. Es treten vielmehr nur gewisse Verschiebungen in der Liquidität der einzelnen Unternehmungen ein, die aber nichts an dem allgemeinen Aspekt ändern würden, daß die weitaus überwiegende Mehrzahl der Unternehmungen hoch liquide ist. Nur in dem Umfange, in dem im Zuge dieses Prozesses die eingesetzten Mittel sich als Spareinlagen von Nichtunternehmern oder als Tilgung, d. h. effektive Verminderung der kurzfristigen Schulden des Staates aus Steuereingängen niederschlagen, wird die Liquidität der privaten Unternehmungen im ganzen absorbiert. Anders ausgedrückt: der weitaus größte Teil der an einer Stelle verausgabten liquiden Mittel taucht automatisch wieder bei anderen Unternehmungen als Kassenreserve auf.

Auch in der kreditwirtschaftlichen Erscheinungsform der Liquidität ändert sich bei diesem Prozeß wenig, besonders nicht an der Tatsache, daß die

Unternehmungen selbst sehr große Beträge an Arbeitsbeschaffungs- oder Schatzwechseln halten. Man wäre vielleicht versucht anzunehmen, daß die Unternehmungen, welche investieren, nunmehr ihr Portefeuille an Wechseln zur Beschaffung der Mittel diskontieren müssen, daß die Wechsel auf diese Weise wieder zu den Banken gelangen und deren Portefeuille anschwellen lassen. Aber diese Annahme trügt. Denn in dem Maße, wie an der einen Stelle Unternehmungen Wechsel abstoßen müssen, werden Unternehmungen an anderer Stelle aufnahmefähig. Und soweit dies nicht eintritt, wird kreditwirtschaftlich der Gegenposten bei den Sparkassen zu suchen sein, deren Spareinlagen wachsen. Insoweit haben dann die Banken gar nicht die Kapazität zur Aufnahme der Wechsel; die Sparkassen würden vielmehr entweder selbst mehr Schatzwechsel übernehmen oder Anleihen, durch welche Schatzwechsel fundiert werden.

Wenn die Überliquidität einmal erzeugt ist, kann sie nur durch die Umkehrung des Vorganges, der sie erzeugt hat, wieder absorbiert werden. Wie die Begebung kurzfristiger Titel des Staates sie erzeugte, so kann nur eine Einziehung der Schuldtitel, also entweder Tilgung oder Fundierung sie wieder beseitigen. Dabei ist jedoch folgendes zu beachten:

a) Durch die Tilgung wird der Erfolg am sichersten erreicht. Man muß sich aber klar darüber sein, daß dies ein außerordentlich langwieriger Prozeß ist. Zum ersten setzt er voraus, daß der Staat selbst weniger investiert, als ihm seine ordentlichen Einnahmen erlauben. In absehbarer Zeit ist an eine echte Tilgung der Staatsschulden, d. h. effektive Verminderung der Gesamtschulden kaum zu denken; die Größe der noch zu bewältigenden Staatsaufgaben schließt das aus. Aber auch später würde die Tilgung, wenn Sie aus allgemeinen Überschüssen bewirkt würde, sehr lange Zeit beanspruchen, sofern der Staat sich nicht äußerste Reserve bei seinen eigenen Ausgaben auferlegt. Die Selbstbeschränkung in den eigenen Ausgaben, so wichtig Sie als allgemeines Prinzip ist, unterliegt jedoch wieder gewissen Einschränkungen. Würde der Staat sich plötzlich als Auftraggeber in ganz großem Umfang zurückziehen, so würde dies peinliche Schockwirkungen hervorrufen; nur in dem Maße, in dem die private Wirtschaft ihn als Investor ablöst, kann er sich zurückziehen, ohne Rückschlagsgefahren heraufzubeschwören. Theoretisch würde die Erhebung von Sonderabgaben, bei denen gerade das liquide Vermögen den Steuermaßstab abgibt ein Mittel zur raschen Aufsaugung der Überliquidität sein; zum mindesten ein Mittel, das die liquiden Unternehmungen veranlassen würde, ihre flüssigen Mittel schleunigst in Anlagen umzuwandeln, die durch die Sonderabgabe nicht betroffen werden. Nur wenn die realen Investitionen allgemein und wirksam kontrolliert werden, dürfte man wagen, an eine solche Maßnahme zu denken. Nur dann wäre man sicher vor Wirkungen ganz unbeabsichtigter Art: Investitionstau und Betriebswahn. Es bliebe unter dieser Voraussetzung praktisch nur eine Anlagemöglichkeit für die überschüssigen Mittel: Kauf von festverzinslichen Wertpapieren. Es würde geradezu ein Run auf Anleihen einsetzen und die kurzfristigen Schulden würden in großem Umfang fundiert werden können. Das mag sehr verlockend erscheinen, es genügt aber, sich die praktischen Schwierigkeiten

vorzustellen, die der Konstruktion und der Durchführung eines solchen Spezialsteuergesetzes entgegenstehen, von psychologischen Reaktionen ganz zu schweigen, um wieder einmal die Skepsis bestätigt zu finden, daß, wenn die Gedanken nahe beieinander wohnen, die Sachen sich hart im Raume stoßen.

b) Durch Fundierung wird die Überliquidität nur resorbiert, wenn die Unternehmungen Geschäftsdepositen oder Staatswechsel, die sie im Portefeuille haben, verwenden, um Anleihen zu kaufen. Wenn dagegen die Kreditinstitute selbst Anleihestücke übernehmen, so tritt in ihrem Portefeuille nur ein Anleihestück an die Stelle von Schatzwechseln, und dieser Vorgang ändert an der Liquidität der Wirtschaft überhaupt nichts. Formal ist lediglich die Liquidität der Banken selbst etwas verschlechtert. Aber nicht hier liegt ja das Problem, mit dem wir es zu tun haben. Ebenso wenig wird die Liquidität der Wirtschaft wesentlich verändert, wenn Sparer, die nicht Unternehmer sind, ihre Spareinlagen benutzen, um Anleihestücke zu kaufen oder neue Ersparnisse - statt als Sparguthaben - in Anleihen anzulegen; auch dann nicht, wenn der Staat seinerseits die Mittel wiederum verwendet, um Wechsel aus dem Markt zu nehmen. Wahrscheinlich würde er dabei nämlich Wechsel bekommen, die jene Institute veräußern, von denen Spareinlagen abgezogen werden. Werden dagegen wirklich von privaten Unternehmungen etwa Wechsel abgestoßen, so erhalten sie dafür gerade den Gegenwert als Bankgutschrift, und so hat sich dann auf diesem Wege das Depositum, das ursprünglich Spareinlage war, umgesetzt in ein hochmobiles Geschäftsdepositum.

Es kommt mithin darauf an, emissionspolitisch so zu verfahren, daß möglichst viel überschüssige Mittel von Unternehmungen aufgefangen werden. Dieses Ziel wird möglicherweise leichter erreicht, wenn man eine Monotonie bei der Emission von Wertpapieren vermeidet. Für welche Wertpapiergattungen jeweils besondere Aufnahmefähigkeit besteht und ob nicht gerade die Reichsanleihen oder Reichsschatzanweisungen von den Kreisen, auf die es ankommt, bevorzugt werden - das ist eine vielerörterte Frage, über die die Ansichten auseinandergehen. Man wird jedenfalls bestrebt sein müssen, das Angebot auch qualitativ möglichst gehalt- und abwechslungsreich zu machen. Es kommt grundsätzlich nicht so sehr darauf an, daß gerade der Staat seine kurzfristigen Schulden fundiert, sondern nur darauf, daß durch neue Emissionen von Wertpapieren, welcher Art sie auch immer sein mögen, flüssige Mittel aufgesaugt werden. Es wäre beispielsweise möglich, daß Pfandbriefe als Anlagewert von manchen mehr geschätzt werden als Staatsanleihen. Dem könnte man Rechnung tragen, indem man den Pfandbriefinstituten mehr Gelegenheit gibt zu emittieren und sie damit instand setzt, von dem laufenden Hypothekengeschäft mehr als bisher zu übernehmen, während man die konkurrierenden Institute (etwa Sparkassen und Versicherungsgesellschaften) mehr auf die Reichsanleihen verweist. Voraussetzung ist dabei allerdings, daß die Verwendung der Pfandbriefemissionen nicht zu einer Übersteigerung der Wohnungsinvestitionen führt - und diese Gefahr ist bei der Expansionskraft,

die dem Wohnungsbau innewohnt, nicht leicht auszuschließen. Andere Arten von Fundierungen haben den Nachteil, daß sie schließlich doch wieder zur Liquidisierung der Wirtschaft beitragen; man denke etwa an Emissionen, die zur Fundierung noch vorhandener kurzfristiger Schulden von Unternehmern dienen. Das Problem aber besteht darin, Emissionen anzubieten, deren Erlös nicht dazu dient, die Investition selbst wiederum zu steigern oder zu erleichtern, sondern nur dazu, Investitionen, die ohnehin stattfinden, so zu finanzieren, daß nicht gleichzeitig die Liquidität der Wirtschaft noch erhöht wird. Und das würde in dem skizzierten Falle etwa folgendermaßen geschehen können: Pfandbriefanstalten geben - aus den durch Pfandbriefemission beschafften Mitteln - Hypotheken, die bisher von Sparkassen oder Versicherungsgesellschaften gegeben wurden. Die Pfandbriefe werden erworben von Unternehmern, die sie als geeignete Anlage überschüssiger Mittel ansehen. Sparkassen und Versicherungsgesellschaften bekommen ihrerseits Mittel frei für den Erwerb von Reichsanleihen. Durch diesen zweiten Akt werden nun zwar liquide Mittel der Wirtschaft nicht resorbiert, wohl aber wird der Verzicht des Staates auf die Priorität bei der Emission nachträglich dadurch belohnt, daß nun eine Nachfrage nach seinen Titeln auftaucht, mit der er vorher nicht rechnen konnte.

Im ganzen wächst zwar mit fortschreitender Staatsverschuldung absolut und relativ die Fundierungsmöglichkeit. Der Betrag, der selbst bei gleichbleibendem Krediteinsatz des Staates nur im Wege zusätzlicher kurzfristiger Verschuldung zu beschaffen ist, wird mit großer Wahrscheinlichkeit abnehmen, die Aufnahmefähigkeit des Marktes für langfristige Titel wird wachsen. Es ist aber unwahrscheinlich, daß jeweils der ganze Betrag der Neuverschuldung des Staates durch langfristige Anleihen gedeckt wird, so daß die schwebende Schuld überhaupt nicht mehr steigt (hier verstehen wir natürlich unter schwebender Schuld alle kurzfristigen Schulden, die direkt oder indirekt den Staat belasten). Und selbst wenn der Staat die Kredite die er noch zusätzlich braucht, ganz und gar in langfristiger Form erhielte, hätte man keinen Anlaß zu triumphieren. Es wäre nur ein sicheres Symptom dafür, daß die Liquidität der Wirtschaft einen solchen Grad erreicht hat, daß sie kaum noch zu steigern ist.

Ein recht wirksames Mittel, erhebliche Beträge der schwebenden Schuld zu fundieren und gleichzeitig flüssige Mittel der privaten Wirtschaft zu resorbieren, läge darin, daß man die Zinsen von kurzfristigen und langfristigen Schulden stärker differenzierte. Eine Senkung des Diskonts würde unzweifelhaft die langfristigen Anleihen stark attraktiv machen. Allerdings würde eine solche Politik die Banken vor außerordentlich schwere Probleme stellen, ihre Ertragsfähigkeit erheblich beeinträchtigen.