
Neue Kreditpolitik

Hans Gestrich

2. Auflage

1. Auflage 1936

Ordnung der Wirtschaft

Schriftenreihe

herausgegeben von

Franz Böhm, Walter Eucken, Hans Großmann-Doerth

Heft 3:

Neue Kreditpolitik

Hans Gestrich

1936 erschienen im W. Kohlhammer Verlag - Stuttgart und Berlin

2. Auflage 2014¹

Neue Kreditpolitik

aus altdeutscher Schrift übertragen, korrigiert, mit Anmerkungen auf folgende Weise versehen [..., Anm. CGB] sowie Bilanzbilder nahe am Original durch C.G.BRANDSTETTER neu erstellt.

Die Formatierung des Originals sowie die damals geläufige Rechtschreibung wurden möglichst beibehalten, ein einleitendes Vorwort formuliert.

¹ online ab Januar 2014 auf kreditmechanik.info

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Kapitel I: Einleitung	
1. Die Aufgabe	9
2. Die einzelnen Probleme	
a) Das Giralgeld	12
b) Der Kapitalfonds	14
c) Regulierung des Zinses und der Kreditmenge	15
d) Staat und Kreditssystem	15
Kapitel II: Die Arbeitsweise des modernen Kreditystems	
1. Der Kampf der Meinungen über die Geldschöpfungsmacht der Banken	17
2. Darstellung der Arbeitsweise des modernen Kreditystems	20
Fall 1: Kreditausweitung	22
Fall 2: Konsolidierung	29
Fall 3: Krediteinschränkung	33
Fall 4: Offen-Markt-Politik	36
Kapitel III: Die Elastizität des Kapitalfonds	43
Kapitel IV: Die Steuerung des Kreditystems	
1. Der Wandel der Kreditpolitischen Aufgabe	51
2. Diskontpolitik	56
3. Offen-Markt-Politik und Reservesätze	65
4. Staatliche Konjunkturkredite	71
Kapitel V: Staat und Kreditssystem	
1. Die freie Wirtschaft im Kreditwesen	74
2. Öffentlich-rechtliche Banken	76
3. Staat und Depositenbanken	78
4. Staat und Zentralnotenbank	84
5. Staatsfinanzen und Kreditssystem	87
Schlußbetrachtung	95

Vorwort und Würdigung

Neue Kreditpolitik von Hans Gestrich ist nach wie vor *nicht nur kreditmechanisches* Grundlagenwerk. Es gewährt Einblick in das System der Bilanzbuchungen des Bankensystems, adaptiert für den kontinentaleuropäischen Raum. Gestrich unterstützt seine Aussagen mittels modifizierter Bilanzbilder, die die Buchungsvorgänge, insbesondere bei Kreditgewährung, innerhalb der jeweiligen Bankbilanz abbilden.

Neue Kreditpolitik erläutert außerdem gesamtwirtschaftliche Aspekte im Kontext der Zeit - im Kontext der 1936 noch (nach-)wirkenden Weltwirtschaftskrise - und als Bankpraktiker geht Gestrich auf Aspekte der *Deutschen Bankenkrise* (1931) gesondert ein.

Während der großen Depression (deflationäre Nachfrage- sowie Absatzkrise der frühen 1930er)² war Hans Gestrich, nach dem er im auswärtigen Amt und bei der Landwirtschaftsbank tätig war, im August 1931 (im Juli 1931 waren die deutschen Großbanken im Zuge der *Deutschen Bankenkrise* zusammengebrochen) bei der Reichsbank als Pressereferent eingetreten. (Im Sommer/Herbst 1931 war die deutsche Konjunktur am Boden - die Vielzahl der Unternehmen hatte selbst ihre Ersatzinvestitionen eingestellt,³ die Nettoinvestitionen wurden negativ,⁴

² Die Hyperinflation war 1924 mit Dawes-Plan und Währungsreform längst obsolet aber immer noch geisterte das Gespenst der Inflation in den Köpfen von Fachmedien und sogar Wirtschaftsexperten - das Trauma aus der Hyperinflation (bis 1923) blieb lange haften und trug nicht unwesentlich zur Verschärfung der Krise (unterbliebene Maßnahmen gegen die Deflation aus Inflationsangst) bei.

³ Knut Borchardt, Hans Otto Schötz (Hrsg.): *Wirtschaftspolitik in der Krise. Die (Geheim-)Konferenz der Friedrich List-Gesellschaft im September 1931 über Möglichkeiten und Folgen einer Kreditausweitung*. Baden-Baden 1991. S. 232: Wilhelm Lautenbach: „Heute haben Sie die Tatsache, daß alle deutschen Unternehmungen sämtlichen Ersatzbedarf beinahe gestoppt haben.“

⁴ Ebenda. S. 105: Wilhelm Röpke: „Das Entscheidende dieser sekundären Deflation ist nämlich, daß die Einschrumpfung des Kreditvolumens und die Einschrumpfung des Wirtschaftsvolumens in einer fatalen Wechselbeziehung zueinander stehen. Die Ursache liegt zweifellos in dem Bestreben der Unternehmer, sich jeglicher Neuinvestition zu enthalten, nicht einmal den

Kredit gab es ohnehin nicht,⁵ Unternehmen wurden insolvent, die Arbeitslosigkeit in Deutschland lag um 30%.⁶

In seiner neuen Funktion bei der Reichsbank nahm Hans Gestrich am 16./17. September 1931 an der Geheimkonferenz der Friedrich List-Gesellschaft über Möglichkeiten und Folgen einer Kreditausweitung teil. Auf der Konferenz stellte Wilhelm Lautenbach seinen Plan *Möglichkeiten einer Konjunkturbelebung durch Investition und Kreditausweitung* („Lautenbach-Plan“)⁷ vor. Der Lautenbach-Plan enthielt bereits die wesentlichen Erkenntnisse der *Lautenbachschen Kreditmechanik*. Obwohl Hans Gestrich einer anderen ökonomischen Schule entstammte, war Gestrich der erste, der sich Wilhelm Lautenbachs Lehre annäherte, seinen kreditmechanischen Erkenntnissen folgte⁸ und so auch aus dem Diskurs (mit Lautenbach) kreditmechanische Elemente in *Neue Kreditpolitik* einfließen ließ.

Gestrich hat seinen eigenständigen Blick und seine Art zu denken - seine Perspektive - bis zuletzt bewahrt und seine Erklärungen stellen insofern ergänzende Bereicherung dar.

Bis dato ist Hans Gestrich weithin vergessen⁹ - wenn überhaupt, dann ist seine letzte (1944 posthum erstveröffentlichte) Publikation *Kredit und Sparen* bekannt.

notwendigen Erneuerungsbedarf zu befriedigen und das Gleichgewicht auf immer tieferem Niveau zu finden.“

⁵ Wilhelm Lautenbach: *Auslandskapital als Katalysator* (1931). In: *Zins, Kredit und Produktion*. Tübingen 1952. S. 132:

„Auf der anderen Seite ist jedem Beobachter bekannt und jedem Unternehmer schmerzlich fühlbar, daß die Banken heute gar nicht daran denken, an sie herantretende Kreditbegehren für zusätzliche Produktion zu befriedigen, und zwar deswegen, weil sie nicht genügend liquide sind.“

⁶ Wolfram Fischer: *Wirtschaftsgeschichte Deutschlands 1919-1945*. In: *Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaften. Band 9*. Tübingen 1982. S. 85.

⁷ Wilhelm Lautenbach, 9. September 1931: „LAUTENBACH-Plan:“

[*Möglichkeiten einer Konjunkturbelebung durch Investition und Kreditausweitung*](#).

⁸ Vgl. Wilhelm Lautenbach: *Zins, Kredit und Produktion*. Tübingen 1952. S. 189.

⁹ Nils Goldschmidt: *Freiheit und Verantwortung der Unternehmer in einer freien Welt*. In: *Arbeitswelt und Sozialstaat in einer globalisierten Gesellschaft*. Berlin 2009. S. 207.

Neue Kreditpolitik stellt Grundkenntnisse der *Kreditmechanik* im ersten Teil des Buches zur Verfügung, der letzte Teil befasst sich mit der Reflexion der tendenziellen Probleme des Bankensystems in der deflationären Krise und mit möglichen Lösungen.

Für das kontinentaleuropäische Kreditsystem hat Gestrinch Buchungsvorgänge innerhalb des angelsächsischen Bankensystems gedanklich übertragen und in Form von Bilanzbildern 1936 erstmalig auf diese Weise dargestellt.

Aus der gesamtwirtschaftlichen Perspektive der *Kreditmechanik* zeigt Gestrinch beispielsweise die sogenannte *Kreditgewährung im Gleichschritt*¹⁰ und innerhalb der abgebildeten *Bilanzbilder 2 und 3* geht er speziell (auch bilanztechnisch) darauf ein. Um diesbezüglich einen vorgezogenen Einblick zu bieten, finden sich bereits auf der übernächsten Seite (S. 8) die betreffenden Bilanzbilder (2 & 3) zusammengefasst abgebildet – aus Formatierungsgründen wird die Bildbeschreibung (der zusammengefassten Bilanzbilder auf S. 8) bereits wie folgt (eingerückt) hier angegeben:

Wenn *Gleichschritt* bei den jeweiligen *Kreditgewährungen* durch die Kreditinstitute eingehalten wird, benötigen diese weder zusätzliches *Zentralbankgeld* (Notenbankguthaben) noch Einlagen der Sparer (*Giralgeld*) und auch nicht Interbankkredit (bzw. Minderung *Nostroguthaben*) zu (auch weiteren) Kreditvergaben.¹¹

Bei „**Kreditgewährung im Gleichschritt**“ bleibt am Ende des Tages (tägliche Gegenrechnung [Clearing] der *Geldverbindlichkeiten* gegen *Geldforderungen* der Banken untereinander) die Liquidität (beider) Kreditbanken unverändert – dennoch zeigt sich beider Bilanz verlängert - um Kreditforderungen [Aktiva] und in gleicher Höhe um

¹⁰ *Kreditgewährung im Gleichschritt* bezeichnet Keynes als „Schlüssel des Systems“ – vgl. Carl Föhl: *Geldschöpfung und Wirtschaftskreislauf*. München und Leipzig 1937. S. 77.

¹¹ Dabei unberücksichtigt wird die Mindestreserveverpflichtung, die aber vernachlässigt werden kann, solange die dafür notwendigen Mittel von der jeweiligen Zentralbank (EZB) kostenfrei und unbeschränkt gewährt werden (kostenfrei, weil die Höhe der Mindestreserve nicht nur mit Sollzinsen, sondern genauso, sofern diese am Geschäftskonto bei der Zentralbank verbleibt, mit Habenzinsen in gleicher Höhe vergütet wird) [Anm. CGB].

Verbindlichkeiten [Passiva], die sich im Saldo gegenseitig aufheben, also in der *Summe Null* ergeben – das Geldvermögen der beiden Banken hat sich durch diese (beiden) Kreditgewährung(en) freilich nicht verändert:

Ausgangssituation war in beiden Bankbilanzen (Kreditbank I und II) **Bilanzsumme: 8000,-** [Aktiva/Passiva] - nach erfolgter „Kreditgewährung im Gleichschritt“ weisen **beide** Institute die **Bilanzsumme 8100,-** [Aktiva/Passiva] auf – siehe *Bilanzbild*, S. 8.

Wenngleich die Originalfassung von *Neue Kreditpolitik* (per dato) schon vor fast 80 Jahren erstmalig erschien, hat sich an der Aktualität der vorliegenden Inhalte kaum etwas geändert, im Gegenteil:

Die Mechanik der Kreditgewährung blieb im kontinentaleuropäischen (Gesamt-) Bankensystem (nahezu) unverändert (erhöht haben sich bankenrechtliche Auflagen – wie Basel I/II/III¹²), vorwiegend geändert haben sich nur Begrifflichkeiten - die sich im aktualisierten Text per Anmerkung oder Fußnote sogleich „übersetzt“, kurz erläutert finden).

Neue Kreditpolitik von Bankpraktiker Hans Gestrich¹³ bietet einen guten Einstieg in die Kreditmechanik. Im letzten Teil von *Neue Kreditpolitik* erinnern Gestrichs Beschreibungen der damaligen Zeit und Krise an manch aktuelle Folgewirkungen aus 2007/2008 – erinnern an die jüngste Finanz- und Bankenkrise - und muten teilweise parallel, in gewissen Abläufen fast synchron an.

Wien, im Dezember 2013

C.G.BRANDSTETTER

¹² Basel I/II/III regulieren die Mindesteigenkapitalanforderungen der europäischen Kreditinstitute (je nach potenziellem Ausfallrisiko der jeweiligen Schuldner) zu Kreditvergaben. Problematisch dabei ist die prozyklische Wirkung – während eines Konjunkturabschwungs wird ohnehin zu wenig (Netto-)Kredit vergeben – erhöhte Eigenkapitalanforderungen erhöhen in dieser Phase um so mehr die Tendenz der Kreditrestriktion durch die Geschäftsbanken [Anm. CGB].

¹³ Vgl. Vorwort von Hrsg. Walter Eucken in: Hans Gestrich: *Kredit und Sparen* (PDF; 66,9 MB) Jena 1944 - Hans Gestrich war nach Ausscheiden bei der Reichsbank bis zu seinem Ableben im November 1943 volkswirtschaftlicher Berater der Preussischen Staatsbank.

Bilanzbild 2

		Kreditbank I		Kreditbank II	
	Aktiva		Passiva		Passiva
Kasse	500	Sichtdep. (A)	2500	Kasse	500
Wechsel	2000	Term. (A)	4000	Wechsel	2000
Notenbankguthaben (-100)	150	Versch. Passiva	1000	Notenbankguthaben (-100)	350
Nostrouguthaben	850	Kapital	500	Nostrouguthaben	850
Wertpapiere	150			Wertpapiere	150
Debitoren	(+100)			Debitoren	4000
Versch. Aktiva	250			Versch. Aktiva	250
	<u>8000</u>		<u>8000</u>		<u>8100</u>

Bilanzbild 3

		Kreditbank I		Kreditbank II	
	Aktiva		Passiva		Passiva
Kasse	500	Sichtdep. (A)	2600	Kasse	500
Wechsel	2000	Term. (A)	4000	Wechsel	2000
Notenbankguthaben (+100)	250	Versch. Passiva	1000	Notenbankguthaben (-100)	250
Nostrouguthaben	850	Kapital	500	Nostrouguthaben	850
Wertpapiere	150			Wertpapiere	150
Debitoren	4100			Debitoren	4100
Versch. Aktiva	250			Versch. Aktiva	250
	<u>8100</u>		<u>8100</u>		<u>8100</u>

Kapitel I

Einleitung

1. Die Aufgabe

Als am 13. Juli 1931 die deutschen Banken, ob groß, ob klein, ob stark, ob schwach, ihre Schalter schließen mußten, ging eine Epoche in der deutschen Bankengeschichte zu Ende. Jahrzehntlang hatte dieses Banksystem, an seiner Spitze die Großbanken, aus eigener Kraft, ohne Hilfe von außen, allen Stürmen standgehalten. Nun mußte es sich unter den Schutz des Staates flüchten, jenes Staates, dem noch kurze Zeit vorher die Großbanken nur mit betonter Zurückhaltung die allerdringendste Finanzhilfe leisteten. Die Vorstellung, daß eine Großbank mit ihrer massierten Kapitalkraft allen denkbaren Stürmen gewachsen sei, daß äußerstenfalls die Großbanken bedingungslos einander helfen würden, daß diese Hilfe auf jeden Fall ausreichen würde, kurzum, der Nimbus von der Allmacht und Unverwundbarkeit des „Finanzkapitals“, der nicht nur den „Mann auf der Straße“, sondern auch den größten Teil der Fachleute beherrschte, er war unrettbar dahin. Dahin hätte an sich noch keine entscheidende Wendung begründet sein müssen. Es konnte sich um die Korrektur einer übertriebenen Vorstellung handeln, es konnte sein, daß sich die großen Finanzmächte zwar nicht als unfehlbar und unverwundbar erwiesen hatten, daß sich aber nach Überwindung des Schocks alles wieder herstellte, wie es früher war. Die Lehre, daß sich hier eine grundlegende *W a n d l u n g* des gesamten Kreditsystems manifestierte, haben die dem Zusammenbruch folgenden Jahre erteilt, teils durch das Versagen traditionell als bewährt geltender Mittel, teils durch den Erfolg von Maßnahmen, die in der traditionellen Auffassung als mindestens ungewöhnlich, vielleicht sogar als unsolid galten.

Tatsächlich hat sich in den Jahren seit 1931 eine bankpolitische Praxis entwickelt, die sich von den traditionellen Vorstellungen mehr und mehr entfernt hat. Die theoretischen Grundlagen dieser modernen Bankpolitik, wie sie sich bereits entwickelt hat und notwendig weiter entwickeln muß, sind von der Wissenschaft allerdings schon lange vorher erarbeitet worden. Es ist kaum etwas geschehen, was in seinen Voraussetzungen und Konsequenzen nicht schon von den modernen Kredittheoretikern durchdacht und auseinandergesetzt war. Jedoch die Ergebnisse dieser Forschungsarbeit standen so lange abseits der praktischen Bankpolitik, als man in der Praxis mit den alten Vorstellungen glaubt auskommen zu können. Diese in der natürlichen Geistesträgheit der Menschen an sich schon hinreichend fest begründete Haltung wurde dadurch, daß die neue

Anschauungsweise nicht allgemein, besonders nicht in der Wirtschaftspresse, anerkannt wurde, erheblich bestärkt. Obwohl längst vor der Kreditkrise des Jahres 1931 das Geld- und Kreditsystem de facto eine Gestalt angenommen hatte, auf die die hergebrachten Meinungen und Lehrsätze zu einem großen Teil nicht mehr anwendbar waren, hielt man an ihnen fest. Erst als die Krisis ein Eingreifen erforderte, wurde dieser Widerspruch zwischen Wirklichkeit und Lehrsätzen offenbar. Aus der Krisis heraus kam man mit Mitteln (Staatsgarantie, konstruierte Finanzwechsel, weitgehende Zusagen der Notenbank), die man bestimmt vorher perhorresziert [behauptet]¹⁴ hätte. Die Gründe, aus denen man zu ihrer Anwendung gezwungen war, liegen nicht in einer einmaligen zufälligen Konstellation, sondern eben in der grundlegenden Veränderung des gesamten Geld- und Kreditsystems, die unser Thema bilden soll. Hinzu kommen die Erfahrungen, die andere Länder machten, insbesondere solche, die möglichst streng an der Tradition festhielten. Auch ohne akute Geldkrise sind Frankreich, die Schweiz und Holland, die heutigen Reste des „Goldblocks“, in immer größere finanzielle und wirtschaftliche Schwierigkeiten geraten. England dagegen, das wider seinen Willen vom Goldstandard heruntergestoßen wurde, benutzte dies als Start zu einer neuartigen Bankpolitik, die in weiser Vorsicht die Mitte hält zwischen Tradition und Kapitalismus. Englands Stellung ist auch insofern eine besondere, als dort der Widerspruch zwischen Vorstellung vom Geld- und Kreditsystem und seiner Wirklichkeit weitgehend überwunden ist. Der v o r der Valutakrise erschienene Macmillan-Report¹⁵, bei dem allerdings Theoretiker der modernen Auffassung maßgebend mitgearbeitet haben, der aber doch ein durch die Praxis veranlaßtes, für die Praxis geschriebenes Gutachten ist, sieht die Dinge bei aller Mäßigung in der Ausdrucksweise doch durchaus im Sinne der modernen Theorie und seine Auffassungen und Ratschläge sind, soweit sie nicht durch Englands Abgehen von der alten Goldparität überholt sind, in weiteste Kreise der Öffentlichkeit eingedrungen.

Alle diese Ereignisse haben die traditionelle Auffassung schwer erschüttert. Dennoch ist es offenbar schwierig, an ihrer Stelle eine wirklichkeitsnähere Anschauung zu gewinnen. Im allgemeinen klappt jener Widerspruch zwischen Lehrsätzen und Wirklichkeit auch heute noch. Die einen halten alles, was nicht entsprechend der Tradition geschehen, für vorübergehende Sündenfälle und hoffen auf eine Rückkehr zum Guten,

¹⁴ Anm. CGB.

¹⁵ Report of the Comitee on Finance and Industry. Presented to Parliament by the Financial Secretary to the Treasury by Command of His Majesty. June 1931 wird jeweils kurz als „Macmillan-Report“ zitiert [[Macmillan Report – online](#)].

Alten. Es gibt aber auf der anderen Seite auch eine Auffassung, nach der die umstürzenden Reformen des Kreditsystems erst noch kommen müssen. Auch diese Auffassung ist wirklichkeitsfremd; sie sieht nicht, welche grundlegende Wandlung sich schon vollzogen hat, daß sie sich auch gegenwärtig noch fortsetzt und daß die Aufgabe darin besteht, diese Entwicklung zielbewußt zu lenken, nicht darin, nach einem Umsturz des Bestehenden einen begriffs-spekulativ konstruierten Neubau zu errichten. Nach welcher Richtung nun auch die Abweichung von der Wirklichkeit vorliegen mag, sie ist schädlich, da sie eine produktive Bankpolitik gefährdet und ein von Fall-zu-Fall-Eingreifen fördert, dessen Endresultat unsicher, vielleicht unheilvoll ist.

So ergibt sich als Aufgabe, den Prozeß der Wandlungen des Kreditsystems, der ja einen Abschluß noch nicht erreicht hat, zu analysieren und Antworten auf die Frage zu suchen, ob und wie er unter dem Gesichtspunkt des Allgemeinwohls geführt werden kann. Bei dieser Analyse wird nicht nur festzustellen sein, was von den alten Grundsätzen nicht mehr gilt; sicherlich ebenso wichtig wird die Feststellung sein, welche von ihnen unverändert fortbestehen, vor allem aber, welche nur ihre Form verändert haben, inhaltlich aber weitergelten.

2. Die einzelnen Probleme

a) Das „Giralgeld“

Die grundlegende Tatsache, die weiteren Kreisen der Praxis durch die Jahre 1931/1932 klar gemacht wurde, war die, daß die Bankguthaben, über die durch Scheck und Überweisung verfügt wird oder in absehbarer Zeit verfügt werden kann, zum

Zahlungsmittel-System der modernen Volkswirtschaft gehören. Der Nationalökonom, der auch nur oberflächlich über die moderne Kredit- und Geldliteratur informiert ist, wird lächelnd einwenden, daß dies auch damals schon lange keine neue Entdeckung mehr war. Allerdings, in der Wissenschaft bestand wohl bereits 1931 hierüber kaum noch ein Streit, wenn man von einigen wenigen Außenseitern absieht. Aber gerade in diesem Punkt zeigte sich alsbald, wie wenig die Praxis und der größte Teil der Handelspresse der Wissenschaft zu einer richtigen Anschauung der Wirklichkeit gefolgt war. Man versuchte krampfhaft eine Vorstellung aufrecht zu erhalten, die kaum zur Zeit der Peelschen Bankakte [1844, Bank of England]¹⁶ für Wirklichkeit gelten konnte.

Es wäre praktisch kein großer Schaden gewesen, wenn sich diese Rückständigkeit darauf beschränkt hätte, daß man dieser Art Zahlungsmittel die Bezeichnung „Geld“ verweigerte und daher auch die üblich gewordene, bequeme Benennung „Giralgeld“ ablehnte. Über derartige Vokabelfragen hinweg kann man trotzdem zu einer richtigen Anschauung kommen. Gibt es ja auch heute noch Schriftsteller, die die Banknote nicht als Geld bezeichnet wissen wollen. Sie hat dann nur eine Stellvertreterbefugnis und gibt dem „eentlichen“, dem Bargeld, die merkwürdige Fähigkeit, an mehreren Stellen zugleich wirksam zu sein. Wer das Bedürfnis fühlt, ähnliche Zauberei auch den Scheck- und Überweisungsdepositen nachzusagen, der kann dies ruhig tun, wenn er sich durchaus die Wiedergabe der wirklichen Vorgänge erschweren will. Wesentlich ist nur, daß man erkennt und anerkennt, welche grundlegende

¹⁶ „Mit der Peelschen Bankakte (Currency-Theorie) von 1844 wurde der Notenumlauf durch Golddeckungsvorschriften gesetzlich geregelt [...] Die starke Geldmengenregulierung bedingte bei wirtschaftlichen Krisen panikartige Liquiditätsabzüge, so daß die Peelsche Bankakte immer wieder suspendiert werden mußte [...].“ Vgl. Manfred Borchert: *Geld und Kredit. Einführung in die Geldtheorie und Geldpolitik*. 8. Auflage. München 2003. S. 289 [Anm. CGB].

Bedeutung den Schwankungen des Giralgeldes – wie wir es mutig nennen wollen – für den Wirtschaftsverlauf zukommt, wie diese Schwankungen mit der Krediteinräumung und Kreditzurückziehung der Kreditbanken zusammenhängen und wodurch diese ihrerseits beeinflusst werden können. In dieser Hinsicht haben auch heute noch die meisten Praktiker und Journalisten den größten Teil dessen, was die Wissenschaft in den letzten Jahrzehnten erarbeitet hat, nachzuholen. Sie beobachten, wenn sie geldliche Einflüsse feststellen wollen, meist nur die Bewegungen in den Notenbankausweisen [Zentralbankbilanzen, Anm. CGB], die zu beobachten allerdings unerlässlich ist, die aber nur richtig zu deuten sind, wenn man die Gesamtvorgänge des Kreditsystems erfaßt hat¹⁷ und zwar nicht nur die zahlenmäßig sichtbaren.

Es wird die an erster Stelle stehende Aufgabe dieser Arbeit sein, die Art und die wirtschaftspolitische Bedeutung des Giralgeldes darzulegen. Es handelt sich nicht darum, die Theorie davon neu zu entwickeln; es muß aber der Versuch gemacht werden, die Vorgänge in einer so anschaulichen Weise darzustellen, daß auch der Mann der täglichen Bankpraxis sie richtig zu sehen lernt. Sicher sind die ursprünglichen Darstellungen der Pioniere dieser Theorie teilweise durch ihren Radikalismus geeignet gewesen, den Praktiker mißtrauisch zu machen. Es wird sogar einer besonderen Erklärung bedürfen, warum der durchschnittliche Praktiker nicht sieht und anerkennen kann, daß er „Geld schöpft“ und das Gegenteil tut.¹⁸

Die Bedeutung des Giralgeldes ist schwerlich zu überschätzen. Weitaus der größte Teil der Zahlungen in der modernen Volkswirtschaft wird durch Scheck oder Überweisung („bargeldlos“) geleistet. Vor allem aber erweist sich, daß die Zahlungsmittelversorgung eine größere Elastizität hat und tatsächlich auch größeren Schwankungen unterworfen ist, als man lediglich aus den Notenbankausweisen abzulesen vermag. Es besteht auch kein Geldschöpfungsmonopol der Notenbank; die Kreditbanken sind vielmehr die hauptsächlichen Geld-Schöpfer. Allerdings sind wiederum die Kreditbanken keineswegs frei in der Geldschöpfung, sondern abhängig von der Notenbank und ihrer Politik. (Auch die alten „freien Zettelbanken“, die vor Einführung des Notenmonopols arbeiteten, waren ja nicht etwa frei und unbeschränkt in der Notenausgabe.) Daher handelt es sich auch im modernen Kreditsystem letzten Endes um den richtigen

¹⁷ Siehe hierzu Macmillan Report Nr. 138.

¹⁸ Hierüber sehr treffend: J. M. Keynes: *Vom Gelde*. Duncker u. Humblot, München und Leipzig 1932, Seite 21.

Ausgleich zwischen Elastizität und Beschränkung und besteht in dem Auffinden dieses richtigen Ausgleichs die letzte Weisheit aller Bankpolitik.

b) Der Kapitalfonds

Für diesen Ausgleich hat eine Erkenntnis Bedeutung, die ebenfalls erst in den letzten Jahren herangereift ist, nämlich die, daß auch der reale Kapitalfonds [Gesamtheit der finanziellen Mittel, um den Kapitalbedarf zu decken, Anm.] einer Volkswirtschaft keine starre, unveränderliche Größe ist, sondern des Wachstums und der Schrumpfung fähig ist, wobei dieses Wachstum kreditpolitisch erheblich beeinflusbar ist. Die wissenschaftlichen Untersuchungen hierüber sind leider noch lange nicht so weit gediehen und zu so eindeutigen Resultaten gelangt, wie in der Frage des Giralgeldes. Dennoch kann eine Betrachtung des modernen Kreditsystems hieran nicht vorübergehen, da in der Elastizität des Kapitalfonds die Möglichkeit einer Kreditausweitung ohne wesentliche Preissteigerung begründet ist, die gerade in der neueren Bankpolitik eine große Rolle spielt. In diesen Zusammenhang gehört auch die Frage nach der Wirkung des Sparens auf den Wirtschaftsverlauf. Daß das Sparen, d. h. der Verzicht auf Güterverbrauch, die unerläßliche Voraussetzung für die Anreicherung eines Kapitalfonds ist, der allein das Einschlagen von Produktionsumwegen ermöglichen kann, ist auch heute nicht bestreitbar. Ebenso wenig kann aber weiterhin an dem Problem vorbeigegangen werden, daß unter bestimmten geldpolitischen Voraussetzungen das Sparen nicht zu realer Kapitalbildung führt. Die Opposition mancher „Geldreformer“ gegen die Sparpropaganda hat ihr Körnchen Wahrheit, insofern keineswegs sicher ist, daß in der Geldsphäre die reale Kapitalversorgung getreulich widergespiegelt wird. Bislang wurde nur der einen Seite dieser Wahrheit Bedeutung beigemessen, daß eine inflatorische Geldpolitik Kapitalreichtum vortäuscht. Die Jahre 1931/1932 haben uns gelehrt, daß auch das Gegenteil der Fall sein kann, daß nämlich eine deflatorische Geldpolitik Kapitalmangel vortäuscht oder wenigstens übertreibt. So wenig wir hoffen können, im Rahmen dieser Betrachtungen zu endgültigen Ergebnissen zu kommen, so wenig können wir aus ihnen dieses Problem ausschließen, in welcher Weise zwischen dem realen Kapitalfonds und der Kreditversorgung Widersprüche entstehen können, welche Wirkungen sie haben, ob sie vermieden oder geduldet werden sollen, wie dies zu geschehen hätte.

c) Regulierung des Zinses und der Kreditmenge

In engstem Zusammenhang damit steht die Frage, ob und in welchem Grade der Geldzins manipulierbar ist. Kommen wir zu der Erkenntnis, daß der reale Kapitalfonds eine elastische Größe ist, so ergibt sich daraus von selbst, daß die Bestimmung des Geldzinses nicht nur in einer mehr oder weniger gemilderten Konstatierung gegebener Kapitalangebotsverhältnisse bestehen kann, da diese z. T. vom Geldzins mitbestimmt werden. Die traditionelle Auffassung über Zinspolitik bestand trotz mancher Abwandlung, insbesondere Nicht-Berücksichtigung der jahreszeitlichen und sonstigen terminmäßigen Anspannungen, im wesentlichen doch in einer Konstatierungstheorie, ausgerichtet an Devisenkurs, Goldbewegung und Golddeckung. Wir wissen heute, daß diese Aufgabe nicht so leicht – bei allem Respekt vor der Schwierigkeit des Konstatierens – ist. Ihre besondere Erschwerung erfährt sie noch, wenn zugleich damit auch noch die Einhaltung einer bestimmten Wechselkursparität gegenüber dem Ausland gewährleistet werden soll. Auch hier ist an die Stelle der Starrheit die Elastizität getreten.

d) Staat und Kreditsystem

Diese Wandlungen in der Struktur des Kreditsystems oder besser gesagt: die Erkenntnis dieser Wandlungen bedeuten auch eine grundlegende Veränderung des Verhältnisses zwischen Staat und Bankpolitik. Wir wollen gar nicht weit zurückgreifen in der Geschichte des Bankwesens, um zu illustrieren, wie heftig dieses Verhältnis zwischen völliger Freiheit vom Staat und völliger Unterwerfung unter den Staat geschwankt hat. Gehen wir nur zurück bis 1914, so sehen wir bis Kriegsausbruch eine sich fast völlig unabhängig von staatlichem Einfluß vollziehende Entwicklung; dann wird das Bankwesen in den Dienst der Kriegsfinanzierung gestellt, und dieses Unterwerfungsverhältnis führt allmählich in die schrankenlose Inflation; unter diesem Eindruck erfolgt im Jahr 1924 eine radikale Trennung, die Bankenwelt wird so unabhängig, daß der Staat in höchster Finanznot buchstäblich als Bittsteller bei den Banken anknöpfen muß; die Geldkrise verkehrt dieses Verhältnis plötzlich ins Gegenteil: derselbe Staat muß die stolzen Großbanken – und andere nicht minder – vor dem Untergang retten; und neuerdings steht die Bankwelt wieder im Dienst der Finanzierung vom Staat gestellter Aufgaben, und es ist auch die Forderung nach Verstaatlichung der Banken wieder lebendig geworden. Nach so vielem Hin und Her stellt sich die Aufgabe, auf die Frage nach dem richtigen Verhältnis zwischen Staat und Bankwelt nicht nur eine gerade durch die jeweils jüngsten

Erfahrungen zufällig aufgedrängte, sondern auf Grund der Erkenntnis der notwendigen Zusammenhänge erarbeitete Antwort zu suchen. Auch wenn die Revolution des Jahres 1933 die Anschauungen über das Aufgabengebiet und die Eingriffsrechte des Staates nicht schon allgemein verändert hätte, wüßten wir heute doch, daß eine radikale Trennung von Staat und Kreditsystem schon theoretisch nicht möglich ist. Denn die Dinge im Geldsystem spielen sich nicht in dem Sinne automatisch ab, daß bei bloßem Reagieren der Wirtschaftssubjekte alles auf ein gefundenes Gleichgewicht zustrebt; Entschlüsse, Stimmungen, Ängste, Hoffnungen üben hier schwerwiegende Einflüsse aus, und ein Treibenlassen der Dinge würde den Staat keineswegs von seiner Verantwortung entlasten. Billigt man dem Staat unter diesem Gesichtspunkt eine erhebliche Macht über die Bankwelt zu, so eröffnet man damit natürlich auch die Möglichkeit, daß diese Macht zugunsten der Staatsfinanzen gebraucht wird, ja, zur Erfüllung bestimmter bankpolitischer und wirtschaftspolitischer Aufgaben gebraucht werden muß. Damit steht man wieder an der Schwelle, bei deren Überschreitung aus dem Gebrauch Mißbrauch wird. Wie kann man über dieser Schwelle eine Schranke ziehen? Alle diese Fragen stellen sich auf Grund der Wandlungen im Kreditsystem in neuer Form und heischen Antwort.

In allen diesen Überlegungen ist die Auffassung schon enthalten, daß die Bankpolitik einen grundlegenden Einfluß auf den gesamten Wirtschaftsverlauf hat. Über den Zusammenhang von Kredit und Konjunktur liegen heute die Ergebnisse umfangreicher Forschungsarbeit vor. Es kann sich daher für uns nur um die Frage, ob sich einige praktische Regeln für die Verwertung dieser Erkenntnisse finden lassen, Regeln, die zwar nicht auf Allgemeingültigkeit, jedoch auf Anwendbarkeit in den meisten denkbaren Fällen Anspruch erheben können.

Die Wandlungen, die der Gegenstand unserer Untersuchungen bilden, sind noch keineswegs am Ende und gehen fort, während dies geschrieben wird, und werden noch fort dauern, wenn es im Druck erscheint. Aber trotzdem oder gerade deswegen dürfen wir uns der Aufgabe nicht versagen, mit dem Rüstzeug der Wissenschaft eine neue Grundlage der Kreditpolitik aufzubauen. Geschähe dies nicht, so würden unvermeidlich Dilettanten und Phantasten dieser Aufgabe sich bemächtigen.

Kapitel III

Die Arbeitsweise des modernen Kreditsystems

1. Der Kampf der Meinungen über die Geldschöpfungsmacht der Banken

Die Vorstellung, die auch heute noch der Durchschnittsmensch von den Funktionen der Kreditinstitute hat, ist die, daß sie eine rein vermittelnde Funktion ausüben. Bei den Banken legen die Einen Geld ein, die entweder sparen oder das Geld „vorübergehend“ nicht brauchen, dieses Geld können daher die Banken den Anderen ausleihen. Die Modernisierung des Bankapparates durch die Ausbildung des bargeldlosen Zahlungssystems wird von dieser Anschauungsweise lediglich als eine Transporterleichterung, eine Erleichterung der Übertragbarkeit des Bargeldes aufgefaßt, die dessen bessere Ausnützung gestattet. Das Wesentliche an dieser Auffassung ist, daß man eine starre Abhängigkeit des Kreditvolumens von der Menge des den Banken zufließenden Geldes annimmt; auch wenn man zugibt, daß dieses Geld nicht bar zufließen muß, hat man doch die Vorstellung, daß es „irgendwo in der Wirtschaft“ bar vorhanden sein muß. Jedenfalls wird kein Einfluß der Banken auf die Menge des zur Verfügung stehenden Geldes angenommen. Sie können ihren Kredit nur ausdehnen, insoweit ihnen Geld zufließt.

Es ist nicht nötig, hier im einzelnen auseinanderzusetzen, wie diese Anschauung mit der Wirklichkeit in Widerspruch steht. Wer an der Hand der reichlich vorhandenen Bankbilanzsiffern die Bewegung des Kreditvolumens in den modernen Volkswirtschaften mit Bargeldversorgung vergleicht (wobei Banknoten als Bargeld angesehen werden, was vor 100 Jahren noch eine ziemlich revolutionäre Auffassung war), der sieht ohne weiteres, daß ein derartig starrer Zusammenhang zwischen der Bargeldversorgung und Bewegung der Bankdepositen [Bankguthaben, Spareinlagen]¹⁹ und Bankkredit nicht besteht.

Die moderne Wirtschaftstheorie hat mit dieser Vorstellung schon seit langem aufgeräumt. Heute jedenfalls kann die Auffassung, daß die Bankdepositen im wesentlichen durch die Kreditgewährung der Banken selbst entstehen, durch Ausdehnung oder Kontraktion des

¹⁹ Anm. CGB.

Kreditvolumens vermehrt oder vermindert werden, als in der Wissenschaft herrschend gelten. Sie kann nicht mehr als eine „interessante gedankliche Konstruktion einiger Wissenschaftler“ bagatellisiert werden. Der Macmillan-Report, der ein für praktische Zwecke mit wirtschaftspolitischer Zielsetzung abgefaßtes offizielles Dokument ist, bekennt sich eindeutig zur modernen Anschauung: „But the bulk of the deposits arises out of the action of the banks themselves, for by granting loans allowing money to be drawn on an overdraft or purchasing securities a bank creates a credit in its books which is the equivalent of a deposit.“ (S. 16).

Bei einem der wenigen Opponenten von wissenschaftlicher Bedeutung, Felix Somary, finden sich folgende Ausführungen:

„Die Weiterverleihung des eigenen Kredites – und nichts anderes ist das Girodeposit – ist für die Bankexistenz gefährlich, es sei denn, daß alle anderen Institute in gleicher Proportion ihre Verpflichtungen vergrößern.

Ein solches Vorgehen ist in Ländern mit dezentralisiertem Bankwesen, wie z. B. der Union [USA],²⁰ völlig ausgeschlossen, weil hier bei 16.000 Banken die Forderung proportionaler Ausdehnung nicht durchführbar ist; leichter möglich in Ländern mit starker Konzentration für die Spitzeninstitute, sowohl wegen der relativ höheren Quote der Zahlungen, die an ein anderes Konto der gleichen Bank zu leisten sind, wie wegen der größeren Möglichkeit von Vereinbarungen unter den führenden Banken (Akzepttausch [Tausch selbstdiskontierter Bankwechsel]);²¹ aber da solche Vereinbarungen kaum je vertragsmäßig gefaßt werden können, ist auch hier die Ausweitungsmöglichkeit durch Verleihung des Eigenkredits in engsten Grenzen gehalten“ (Somary, *Bankpolitik*, 3. Auflage, S. 65/66).

²⁰ Anm. CGB.

²¹ Diskontiert ein Kreditinstitut Wechsel von einer Nichtbank, verschafft sie dem Kunden mittels Gutbuchung Liquidität (Bilanzverlängerung). Das Kreditinstitut erwirbt Verbindlichkeiten eines Dritten, nimmt die Kreditforderungen in die Aktiva ihrer Bilanz, die gewährten Ansprüche (die Gutbuchung an den Verkäufer des Wechsels) in ihre Passiva. Bilanztechnisch gleicht die Struktur dieser Buchung dem Buchungssatz bei Kreditgewährung [Anm. CGB] siehe auch: Erich Schneider: *Geld, Kredit, Volkseinkommen und Beschäftigung*. (Einführung in die Wirtschaftstheorie, III. Teil.) 11. Auflage. Tübingen 1969. S. 26:
„Müssen die Banken eine Rediskontierung von Wechseln im größeren Umfange bei der Zentralbank vornehmen, um sich Zentralbankgeld zu verschaffen ...“

Interessant ist, welche Argumente ein Wissenschaftler, der sich sehr scharf gegen die modernen Theoretiker ausgesprochen hat, noch vorzubringen hat. Er vermag die Ausdehnung der Depositen durch Bankkredit nicht mehr gänzlich zu leugnen. Er stellt nur die Bedingung, daß alle Banken dies pari passu [im Gleichschritt]²² tun müßten, wobei er sich mit allen modernen Kredittheoretikern (Mises, Hahn, Hawtrey, Keynes, usw.) in vollkommener Übereinstimmung befindet, denn keiner von ihnen hat den Banken eine `u n b e s c h r ä n k t e` Geldschöpfungsmacht zugeschrieben. Somary glaubt, mit dieser Bedingung nachgewiesen zu haben, daß Geldschöpfung durch Kreditausdehnung nur in einem bedeutungslosen Umfang möglich sei, weil die Übereinstimmung im Tempo unter den Banken so schwer herzustellen sei. Das ist aber in Wirklichkeit ein recht schwacher Einwand. Denn diese Übereinstimmung wird nicht etwa durch Abmachungen, wie Somary glaubt, hergestellt, sondern durch den Mechanismus des Geldmarktes. So erklärt sich auch, warum in der Union trotz ihrer 16.000 Banken gewaltige Kreditausdehnungen stattfinden konnten²³.

Man sieht aus der schwachen Position dieses bedeutsamen Gegners der Theorie von der Geldschöpfung durch die Banken, daß der wissenschaftliche Streit über diese Fragen ziemlich beendet ist, und es wäre zwecklos, durch eine Häufung von Zitaten aus Schriften

²² Anm. CGB.

²³ Die Ver. Staaten sind sogar ein besonders deutliches Beispiel für den Zusammenhang zwischen Kreditgewährung und Depositenbildung und die relative Unabhängigkeit der Depositenbildung vom Bargeldumlauf. Es stiegen von 1927-1929 die Depositen bei den Mitgliedsbanken von 27,5 Milliarden \$ auf 38,0 Milliarden \$. In der gleichen Zeit stieg der gesamte Bargeldumlauf nur von 4,463 auf 4,865 Milliarden \$, die Depositen der Mitgliedsbanken bei den Reservebanken von 1,781 auf 2,358 Milliarden \$. Von 1929 bis 1932 fielen die Depositen bei den Mitgliedsbanken von 38,0 auf 27,2 Milliarden \$. Dabei stieg von 1929 bis 1932 der Bargeldumlauf sogar von 4,865 auf 5,675 Milliarden \$ (Hortungstendenzen), die Depositen der Mitgliedsbanken bei den Reservebanken gingen nur von 2,4 auf 2,1 Milliarden herunter. Es entspricht also einer Bewegung um einige hundert Milliarden in der Bargeldsphäre. Den Bewegungen auf Depositenkonto bei den Mitgliedsbanken entsprechen vielmehr Bewegungen hauptsächlich auf den Anlagekonten der Mitgliedsbanken: Wechsel und Vorschüsse sowie Effekten. Seit 1933 steigen die Depositen bei den Mitgliedsbanken wieder, unter dem Einfluß der Rooseveltschen Kreditausdehnungspolitik.

geldtheoretischer Autoritäten die Überzeugung von der Richtigkeit der modernen Auffassung verbreiten und stärken zu wollen. Wenn heute trotz der annähernden Einigkeit der Wissenschaft der größte Teil der praktischen Bankiers und auch noch ein großer Teil der Wirtschaftspublizität den Sinn der modernen Auffassung nicht erfaßt hat, ihre Vorstellungsweise auf die konkreten Vorgänge nicht zu übertragen vermag und sich deswegen schlecht und recht mit den traditionellen Regeln weiterzuhelfen sucht, so liegt dies an der Schwierigkeit, die Wirksamkeit der in der Theorie dargestellten Zusammenhänge zu beobachten. Es kann daher nicht unsere Aufgabe sein, die Theorie von der Giralgeldschöpfung durch Bankkredit noch einmal zu entwickeln. Es kommt vielmehr darauf an, durch Wiedergabe einer Reihe von Vorgängen ihre Geltung in der Wirklichkeit anschaulich darzustellen. Diese Vorgänge sollen nicht etwa willkürliche Konstruktionen sein, sondern lediglich vereinfachte Wiedergabe von in der Wirklichkeit sich vollziehenden Ereignissen typischer Art. Keineswegs können auf diese Weise alle denkbaren Vorgänge innerhalb eines modernen Kreditsystems erfaßt werden. Aber indem wir einige wichtige herausgreifen, zeigen wir, in welcher Weise die moderne Theorie auf die Wirklichkeit anzuwenden ist.

2. Darstellung der Arbeitsweise des modernen Kreditsystems

Für unsere Darstellung unterstellen wir das Vorhandensein einer Zentralnotenbank und mehrerer Kreditbanken. Den Geldmarkt stellen wir in der Weise dar, daß wir in einigen Fällen noch eine Bank einführen, die lediglich Geldgeschäfte vermittelt. Der Tatsache, daß mehrere Kreditbanken vorhanden sind, tragen wir in der Weise Rechnung, daß wir zwei Kreditbanken annehmen und die Vorgänge bei ihnen beobachten; wir entgehen auf diese Weise dem Vorwurf, durch Unterstellung eines Einbanksystems eine „unzulässige Vereinfachung“ vorgenommen zu haben.

Im folgenden Bilanzbild vertreten zwei Kreditbanken die in der Wirklichkeit vorhandene Vielheit von Kreditbanken. Es genügt, zwei derartige Banken anzunehmen, um den Problemen Rechnung zu tragen, die sich daraus ergeben, daß es in der modernen Volkswirtschaft trotz aller Konzentration noch kein Einbanksystem gibt.

Die eine Geldbank steht auch an Stelle mehrerer Institute, die sich dem Geldvermittlungsgeschäft unter Kreditinstituten widmen (Seehandlung, Diskontkompagnie). Das Vorhandensein nur einer *Notenbank* entspricht

der Wirklichkeit. Der Aufbau dieses Schemas lehnt sich an deutsche Verhältnisse an: Wir nehmen als Ausgangspunkt folgende Bilanzen an (durchweg Millionen RM.):

Bilanzbild 1

		Notenbank	
Aktiva			Passiva
Gold und Devisen	2900	Noten	5000
Wechsel	2600	Girodepositen	700
Lombard	<u>200</u>		
	5700		<u>5700</u>
		Kreditbank I	
Aktiva			Passiva
Kasse	500	Sichtdepositen	2500
Wechsel	2000	Termindespositen	4000
Notenbankguthaben	250	Versch. Passiva	1000
Nostroguthaben*	850	Kapital	500
Wertpapiere	150		
Debitoren	4000		
Versch. Aktiva	<u>250</u>		
	8000		<u>8000</u>
		Kreditbank II	
Aktiva			Passiva
Kasse	500	Sichtdepositen	2500
Wechsel	2000	Termindespositen	4000
Notenbankguthaben	250	Versch. Passiva	1000
Nostroguthaben	850	Kapital	500
Wertpapiere	150		
Debitoren	4000		
Versch. Aktiva	<u>250</u>		
	8000		<u>8000</u>
		Geldbank	
Aktiva			Passiva
Notenbankguthaben	200	Einlagen von Banken	1700
Wechsel und lombardfähige Wertpapiere	1500	Kapital	100
Versch. Aktiva	<u>100</u>		
	1800		<u>1800</u>

*Nostroquthaben = Sichteinlagen bei anderen Banken (Interbankenqeld), Anm.

Es verkehren also die Kreditbanken sowohl direkt mit der Notenbank als auch durch Vermittlung von Geldinstituten. Prinzipielle Bedeutung hat dies nicht. Unsere Ergebnisse sind mutatis mutandis [unter entsprechender Anpassung]²⁴ auch für einen anderen Aufbau gültig, sofern nur ein bargeldloser Zahlungsverkehr ausgebildet ist.

Von der Notenbank nehmen wir an, daß sie sowohl Wechsel diskontieren als auch Effekten lombardieren [beleihen],²⁵ ankaufen und verkaufen darf. In den Kreditbankbilanzen sind entsprechend der Praxis Sichtdepositen und Termindepositen unterschieden. Über die Sichtdepositen kann sofort durch Barabhebung oder Überweisung verfügt werden. Die Termindepositen sind erst nach einer gewissen Zeit, größtenteils etwa nach 7 Tagen bis 3 Monaten fällig. Sie sind aber nicht etwa Spareinlagen. Es reifen dauernd Termindepositen in die tägliche Fälligkeit herein, ebenso wie täglich neue Termindepositen gebildet werden. Im übrigen sind in der Praxis die Banken in der Regel bereit, beim Kunden nötigenfalls ein Termindepositum vorzeitig auszuzahlen oder, wenn dem Abmachungen oder Unordnungen irgendwelcher Art entgegenstehen, bis zur Fälligkeit einen Kredit in entsprechender Höhe zu geben. Dadurch ist der Unterschied zwischen Termindepositen und Sichtdepositen sehr verwischt. Die englischen Banken halten für Termindepositen dieselbe Liquidität für erforderlich wie für täglich fällige Einlagen. Das deutsche Kreditgesetz macht in dieser Hinsicht ebenfalls keinen Unterschied hinsichtlich der Liquiditätserfordernisse.

Weitere Erläuterungen werden wir im Verlaufe der Darstellung geben, soweit sich solche noch nötig erweisen sollten.

Fall 1: Kreditausweitung

Wir nehmen an, daß wir uns am Ende einer Depression vor Beginn eines Aufschwunges befinden. In der Wirtschaft regt sich Unternehmungslust, es warten Projekte der Finanzierung. Die Banken sollen und wollen diese Kredite geben. Wo nehmen sie aber die Mittel dazu her? Hier gilt das, was Hahn schreibt: „Die Mittel der Banken sind entweder schon angelegt oder sie existieren überhaupt nicht.“²⁶ Unter *Bilanzbild 1*, von dem wir ausgehen, ist in dieser Hinsicht sorgfältig der Wirklichkeit nachgebildet. Die Banken unterhalten keine Vorräte an Geld, ihr Kassenbestand

²⁴ Anm. CGB.

²⁵ Anm. CGB.

²⁶ Siehe Albert Hahn, *Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits*, J. C. B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen, III. Auflage, S. 24.

entspricht nur ihren Tagesbedürfnissen. Sie schaffen das Geld, indem sie für den Kreditnehmer ein Guthaben schaffen.

Kreditbank I dehnt also demgemäß ihre Kredite um 100 Millionen aus, indem sie den Kreditnehmern in diesem Betrag Sichtdepositen schafft, sie mit gleichem Betrag auf Debitorenkonto belastet. Die Kreditnehmer mögen über dieses neue Giralgeld in der Weise verfügen, daß sie damit Zahlungen an Kunden der Kreditbank II leisten, von denen sie zusätzlich Güter und Dienste kaufen. Kreditbank II präsentiert also bei der Tagesabrechnung der Kreditbank I 100 Millionen Schecks und diese muß dafür 100 Millionen ihres Notenbankguthabens auf Kreditbank II übertragen.

Am Ende dieser Transaktion sehen die Bilanzen der Kreditbanken folgendermaßen aus:

Bilanzbild 2

		Kreditbank I	
	Aktiva		Passiva
Kasse	500	Sichtdepositen	2500
Wechsel	2000	Termindepositen	4000
Notenbankguthaben (-100)	150	Versch. Passiva	1000
Nostroguthaben	850	Kapital	500
Wertpapiere	150		
Debitoren (+100)	4100		
Versch. Aktiva	<u>250</u>		
	8000		<u>8000</u>

		Kreditbank II	
	Aktiva		Passiva
Kasse	500	Sichtdepositen (+100)	2600
Wechsel	2000	Termindepositen	4000
Notenbankguthaben (+100)	350	Versch. Passiva	1000
Nostroguthaben	850	Kapital	500
Wertpapiere	150		
Debitoren	4000		
Versch. Aktiva	<u>250</u>		
	8100		<u>8100</u>

Kreditbank I hat also die neu geschaffenen Depositen gleich abgeben müssen und sieht ihr Notenbankguthaben um 100 Millionen verringert, ihre Debitoren [Kreditforderungen]²⁷ um den gleichen Betrag vermehrt. Da wir annehmen, daß sie vorher kein überflüssiges, sondern nur ein für ihr Geschäft notwendiges Guthaben zinslos bei der Notenbank stehen ließ, muß sie für Wiederauffüllung dieses Guthabens sorgen.

Kreditbank II hat demgegenüber 100 Millionen Notenbankguthaben mehr, als nötig erscheint. Wenn es bei der vereinzelt Transaktion von Kreditbank I bliebe, würde wahrscheinlich Kreditbank I bei nächster Gelegenheit 100 Millionen mehr Wechsel bei der Notenbank diskontieren und Kreditbank II 100 Millionen weniger. Kreditbank I würde nach einer solchen Erfahrung weitere Kreditausdehnung scheuen. Damit wäre der Gleichschritt hergestellt, es hätte nur eine kleine Kontenwanderung von Bank zu Bank stattgefunden.

Wir haben uns aber vorgestellt, daß die Stimmung beginnenden Aufschwunges herrscht. Kreditbank II hat auch eine Reihe von Kreditanträgen in Bearbeitung, und es ist ihr dieser Geldzufluß sehr willkommen, sie wird ihn bald gut gebrauchen können. Sie legt ihn daher nicht Erhöhung ihres Wechselportefeuilles an, sondern als Tagesgeld am Geldmarkt, d. h. in unserem Beispiel: Sie überweist 100 Millionen Notenbankgiro an die Geldbank und erhöht um diesen Betrag ihr Guthaben bei dieser (Nostroguthaben). Kreditbank II rechnet andererseits damit, daß sie vielleicht bald wieder Geldzufluß hat. Sie verringert daher nicht ihren Bestand an Wechseln, die gute Zinsen bringen, sondern ihre im Geldmarkt ausstehenden Forderungen, d. h. in unserem Beispiel: Sie verringert ihr Guthaben bei der Geldbank (Nostroguthaben) und läßt sich von dieser 100 Millionen Notenbankgiro überweisen. In diesem Zwischenstadium, für das eine besondere bilanzmäßige Aufzeichnung überflüssig sein dürfte, haben beide Kreditbanken wieder ein Notenbankguthaben von je 250 Millionen; Kreditbank II ein um 100 Millionen erhöhtes Guthaben bei der Geldbank, Kreditbank I ein um den gleichen Betrag verringertes Guthaben bei der Geldbank.

Im weiteren Verlauf kommen auch bei Kreditbank II die Kreditverhandlungen zum Abschluß. Sie gewährt ihrerseits ebenfalls 100 Millionen neue Kredite, die sie auf Debitorenkonto belastet und als Sichtguthaben gutschreibt. Die Kreditnehmer leisten damit Zahlungen an

²⁷ Anm. CGB.

Kunden der Kreditbank I. Die Sichtguthaben bei Kreditbank II erhöhen sich also zunächst auf 2700 und fallen dann wieder auf 2600 Millionen. Kreditbank II löst die von Kreditbank I präsentierten Schecks ein, indem sie sich zu Lasten ihres Nostroguthabens 100 Mill. Notenbankgiro von der Geldbank geben lässt und an Kreditbank I überweist. Kreditbank I füllt damit ihr Guthaben bei der Geldbank wieder auf. Das Resultat der Bewegungen sieht bilanzmäßig wie folgt aus:

Bilanzbild 3

		Kreditbank I			
	Aktiva			Passiva	
Kasse		500		Sichtdepositen	(+100) 2600
Wechsel		2000		Termindepositen	4000
Notenbankguthaben	(+100)	250		Versch. Passiva	1000
Nostroguthaben		850		Kapital	500
Wertpapiere		150			
Debitoren		4100			
Versch. Aktiva		250			
	(+100)	8100			
				(+100)	8100
		Kreditbank II			
	Aktiva			Passiva	
Kasse		500		Sichtdepositen	2600
Wechsel		2000		Termindepositen	4000
Notenbankguthaben	(-100)	250		Versch. Passiva	1000
Nostroguthaben		850		Kapital	500
Wertpapiere		150			
Debitoren	(+100)	4100			
Versch. Aktiva		250			
		8100			8100

Bei der Geldbank und bei der Notenbank haben sich alle Bewegungen ausgeglichen.

Das bisherige Ergebnis ist, daß bei jeder Kreditbank 100 Mill. mehr Sichtdepositen und Debitoren vorhanden sind. Das in der Wirtschaft zirkulierende Giralgeld ist um 200 Mill. erhöht.²⁸

Das Zustandekommen dieser Geldschöpfung beruht darauf, daß eine Bank bereit ist, sich auf ihre liquiden Anlagen zu stützen. Sie glaubt nicht etwa Geld zu schaffen, sondern vertraut darauf, es nötigenfalls aus ihren liquiden Aktiven beschaffen zu können. Es ist nicht ihre Sorge, daß ihr Nostroguthaben schon angelegt ist, für sie ist es verfügbares Geld. Die andere Bank hat tatsächlich „Geldzufluß“ und wird dadurch ermutigt, ebenfalls ihre Kredite auszudehnen. Dadurch hat dann wiederum die erste Bank „Geldzufluß“ und braucht ihre liquiden Anlagen gar nicht mehr in Anspruch zu nehmen. Beide Banken befinden sich in dem guten Glauben, daß sie ihre Einzahlungen ausgeliehen haben.

Voraussetzung der Kreditausweitung ist also durchaus nicht eine Verabredung der Banken untereinander. Es müssen nur liquide Reserven vorhanden sein, die den Mut zum ersten Schritt machen. Die Liquidität der Anlagen besteht in ihrer Fähigkeit, in Notenbankgeld oder Bargeld verwandelt zu werden. Tatsächlich werden diese liquiden Mittel gar nicht zum Zurückgreifen auf die Notenbank gebraucht, solange sich alles bargeldlos abwickelt. Über den Geldmarkt – in unseren Beispielen schematisch durch die Geldbank dargestellt – werden sie von der Stelle, wo ein Überschuß entsteht, an die Stelle, wo ein Mangel entstanden ist, zurückgeborgt. Der Geldmarkt sichert die Anonymität des Vorganges und macht Unterhandlungen überflüssig. Es wäre peinlich, wenn Kreditbank I die Kreditbank II um Stundung bitten müßte. Sie zahlt aber prompt in Notenbankgiro, dem Geld der Banken untereinander, das sie ohne Schwierigkeiten über den Geldmarkt zurückerhält.

In dieser Weise kann sich die Kreditausweitung im Laufe der Monate weiter entwickeln und erhebliche Ausmaße annehmen. Im weiteren Verlauf tritt dann aber auch ein Bedarf nach zusätzlichem Bargeld auf. Dieser kann nicht mehr durch Ausgleich von Überschuß und Defizit der Banken an Reichsbankguthaben untereinander ausgeglichen werden, denn die neu geschaffenen Guthaben werden zum Kaufen benützt, es kommt zu Bestellungen an die Produktionsunternehmungen, es werden Arbeiter neu eingestellt, die Lohnsumme steigt.

²⁸ Bei beiden Kreditbanken haben sich die Bilanzsummen ausgehend von *Bilanzbild 1* von ursprünglich **8000** auf **8100** erhöht [Anm. CGB].

Das Steigen der Lohnsumme ist die Quelle des gesteigerten Bargeldbedarfs, und zwar entspricht nach statistischen Ermittlungen der Bedarf nach Bargeld ungefähr der zweiwöchentlichen Lohnsumme. Innerhalb zwei Wochen fließt das Geld über Einzelhandel, Großhandel wieder zu den Banken zurück. Außerhalb des Kaufes beim Einzelhandel werden die Umsätze in der modernen Volkswirtschaft fast durchweg bargeldlos, d. h. durch Banküberweisungen getätigt.²⁹ Der Bargeldbedarf steigt also keineswegs entsprechend der Kreditausweitung. Wir wollen – sehr vorsichtig – etwa 15% der Kreditausweitung als zusätzlichen Bargeldbedarf annehmen.

Wir nehmen nunmehr an, daß die Banken allmählich in der beschriebenen Weise um 3 Milliarden ihre Kredite ausdehnen. Dem entspräche ein gesteigerter Barbedarf von etwa 450 Millionen. Außerdem wollen wir annehmen, daß die Banken das Bedürfnis haben, auch ihren Bestand bei der Notenbank um 50 Millionen zu erhöhen. Sie beschaffen sich diese Mittel mit 50 Millionen durch erhöhte Rediskontierungen [Weiterverkauf diskontierter Wechsel an Zentralbank]³⁰ bei der Notenbank, mit 450 Millionen durch Verringerung ihrer Nostroguthaben bei der Geldbank, die ihrerseits nun bei der Notenbank rediskontieren muß. Der Wechselbestand der Kreditbanken sinkt aber nicht entsprechend. Denn man muß annehmen, daß mit steigender Konjunktur auch der Wechselkredit mehr in Anspruch genommen wird; etwa ein Drittel der Kreditausweitung möge sich in Form des Wechselkredits vollziehen.

²⁹ Siehe Keynes, *Vom Gelde*, S. 25.

³⁰ Heute Refinanzierung: Verkauf oder Verpfändung von (typischerweise) Geldforderungen gegenüber Nichtbank - an die jeweilige Zentralbank - gegen Bereitstellung von Liquidität (EZB: Hauptrefinanzierungsinstrument) [Anm. CGB].

Alle diese Bewegungen spiegeln sich schließlich im Status der Notenbank, den Bilanzen der Kreditbanken und der Geldbank in folgender Weise – wobei wir die Bilanzen beider Kreditbanken von nun an zu einer zusammenfassen können (Zahlen der Ausgangsposition in Klammern):

<i>Bilanzbild 4</i>					
			Notenbank		
	Aktiva			Passiva	
Gold und Devisen		2900	Noten	(5000)	5450
Wechsel	(2600)	3100	Girodepositen	(700)	750
Lombard		200			
	(5700)	6200		(5700)	6200
			Kreditbanken (I und II)		
	Aktiva			Passiva	
Kasse		1000	Sichtdepositen	(5000)	7550
Wechsel	(4000)	4950	Termindespositen		8000
Notenbankguthaben	(500)	550	Versch. Passiva		2000
Nostrouguthaben*	(1700)	1250	Kapital		1000
Wertpapiere		300			
Debitoren	(8000)	10.000			
Versch. Aktiva		500			
	(16.000)	18.550		(16.000)	18.550
			Geldbank		
	Aktiva			Passiva	
Notenbankguthaben		200	Einlagen von Banken	(1700)	1250
Wechsel und lombardfähige Wertpapiere	(1500)	1050	Kapital		100
Versch. Aktiva		100			
	(1800)	1350		(1800)	1350

Das Resultat ist auf der einen Seite eine Ausdehnung des gesamten Zahlungsmittelumschs um 3000 Millionen.³¹ Dem steht gegenüber eine Anspannung der Liquidität der Banken.³²

³¹ Die Sichtguthaben der Nicht-Banken haben sich um 2550 erhöht, angezeigt auf der Passiv-Seite der Kreditbanken, die zusätzliche Bargeldmenge von 450 findet sich angezeigt auf der Passiv-Seite der Notenbank unter *Noten*, die Kreditforderungen der Kreditbanken haben sich um 2000 + 950 erhöht, angezeigt unter *Debitoren + Wechsel*, Forderungen an die Notenbank um 50, angezeigt unter *Notenbankguthaben* [Anm. CGB].

³² Anspruch auf Interbankengelder der *Kreditbanken (I und II)* sank um 450 - angezeigte Differenz (Aktiva: 1700/1250) unter *Nostrouguthaben** [Anm. CGB].

Fall 2: Konsolidierung

Die Kreditbanken würden nicht unter allen Umständen bereit sein, dauernd in dieser Weise ihren Bestand an ausstehenden Krediten³³ einerseits, an Verpflichtungen aus Depositen [Verbindlichkeiten]³⁴ andererseits zu vermehren.³⁵ Sie werden vielmehr ihr Geschäft nur dann für solide halten und zu neuer Kreditgewährung bereit sein, wenn auch ständig Rückzahlungen stattfinden. Soweit es sich um Betriebskredite handelt, liegt dieses Auf und Ab der Inanspruchnahme in ihrem Wesen. Solange die Konjunktur gut ist, wird dieser Teil der Kredite flüssig bleiben, und die Banken werden dieses Geschäft als gesund betrachten. Erst bei einer wirtschaftlichen Stockung wird ein Teil des Betriebskredits einfrieren. Der Ausgangspunkt einer solchen Stockung liegt aber nicht bei den Debitoren, sondern bei den Kreditoren. Wenn diese aufhören, in gewohnter Weise zu disponieren und anfangen ihre Guthaben anzusammeln, statt damit zu kaufen, wird auf den Warenmärkten die Nachfrage geringer. Infolgedessen werden bei den Debitoren auch die Geldeingänge geringer; und sie können nicht mehr in gewohnter Weise ihren Betriebskredit abdecken und neu in Anspruch nehmen. Der Betriebskredit friert zu einem mehr oder weniger großen Teil ein. Zurückfließen werden diejenigen Teile des Betriebskredits, die zu Lohnzahlungen dienen, wenn die Lohnsumme infolge der wirtschaftlichen Stockung sinkt. Auf diese Weise wird Bargeld verfügbar, und die Banken brauchen die Notenbank weniger in Anspruch zu nehmen. Da zwischen dem Rückfluß der Barmittel zu den Banken und der Reduktion der Inanspruchnahme der Notenbank eine gewisse Zeit vergeht, tritt ein gewisses Überangebot am Geldmarkt auf. Denn die Kreditbanken werden versuchen, bis sie ihre Verschuldung bei der Notenbank reduzieren können, den Überschuß an Notenbankgeld inzwischen am Geldmarkt auszuleihen. Da aber in dieser konjunkturellen Lage der Bedarf danach überall verringert ist, sinkt der Geldmarktzins, und allmählich wird von hier aus das gesamte Zinsniveau des kurzfristigen Kredits gedrückt, vor allem auch die Zinsen, die die Banken auf Einlagen gewähren. Obwohl wir auf die Zinsbildung erst in einem späteren Kapitel näher eingehen wollen,

³³ *Kreditforderungen* (Aktiva) [Anm. CGB].

³⁴ Depositen eigentlich Einlagen – hier besser zu verstehen als *Verbindlichkeiten* der Kreditbank aus Gutbuchung aus Kreditgewährung: Sollsaldo auf Kreditkonto/Gutschrift auf Girokonto), also *Verbindlichkeiten* (Passiva) der kreditgewährenden Geschäftsbanken [Anm. CGB].

³⁵ *Aktiv-Passiv-Mehrung* (Bilanzverlängerung) [Anm. CGB].

müssen wir diese Besonderheit der Zinsbildung beim Eintritt in die Depression vorweg nehmen, weil sie für die Konsolidierung, die wir nunmehr betrachten wollen, wichtig ist.

Die Konsolidierung erfolgt dadurch, daß ein Teil der Inhaber von Bankguthaben (Sicht- oder Termineinlagen) Effekten kauft. Es ist derjenige Teil, der Bankguthaben zur Vermögensbildung angesammelt, in dieser Form also gespart hat, und nunmehr, da Bankguthaben jetzt niedrig verzinst werden, in die Anlage in besser verzinsliche Effekten übergeht. Die Bankguthaben gehen dadurch auf die Emittenten dieser Wertpapiere über. Diese haben sich diese natürlich nicht verschafft, um sie ihrerseits auch bei der Kreditbank stehen zu lassen. Nehmen wir ein typisches Beispiel: Der Erlös z. B. neuer Pfandbriefemissionen fließt denjenigen zu, die zum Zwecke des Wohnhausbaus Hypotheken aufnehmen; sie leisten damit Zahlungen an die Bauhandwerker. Diese Bautätigkeit macht der Stockung ein Ende, die Nachfrage auf den Märkten belebt sich. Den Unternehmungen, die den Kreditbanken verschuldet sind, fließt wieder Geld auf Depositenkonto zu. Sie können nun ihr Debet [Höhe monetärer Schuld]³⁶ bei der Bank reduzieren. Jedoch ist dies noch nicht der typische Fall der Konsolidierung.

Die Banken haben in der Kreditausweitungsperiode nicht nur Betriebskredite gewährt, sondern auch Investitionen vorfinanziert, d. h. sie haben Unternehmungen Kredit zum Ausbau ihrer Betriebe gewährt im Hinblick darauf, daß diese Unternehmungen späterhin mit Erfolg Wertpapiere emittieren werden, deren Verkaufserlös zur Abdeckung des Bankkredits verwendet wird. Hier besteht also eine direkte Wirkung des Emissionsgeschäfts auf die Bankbilanzen. Die Emittenten gleichen ihr Debet bei der Bank durch das Kredit auf Depositenkonto aus, das sich aus dem Erlös der Wertpapieremission bildet.

Die Bankbilanzen werden durch die Konsolidierung kürzer, d. h. ihre Bilanzsumme wird kleiner. Es werden Beträge auf Depositenkonto gegen Beträge auf Debitorenkonto gegeneinander aufgerechnet. Eine derartige Entlastung der Bankbilanzen findet normalerweise schon während des Aufschwunges statt. Aktienemissionen werden bei aufsteigender Konjunktur gemacht, wenn die Stimmung hoffnungsvoll ist, das Risiko nicht groß erscheint und der anlagesuchende Kapitalist sich am industriellen Gewinn zu beteiligen wünscht. Natürlich macht gerade das

³⁶ Anm. CGB.

gute Gelingen solcher Konsolidierung durch Aktienemission den Banken Mut, die expansive Bankpolitik fortzusetzen.

Die Emission festverzinslicher Wertpapiere beginnt dagegen in der Depression bei niedrigem Geldmarktzins und leitet den neuen Aufschwung ein. Auch sie entlastet die Banken und macht ihnen wieder Mut zu neuer Aktion. (Wir erwähnen diese Dinge, damit unsere Darstellung anschaulich bleibt und der Leser weiß, an welcher Stelle des wirtschaftlichen Geschehens die Konsolidierung einzuordnen ist. Eine Erklärung des konjunkturellen Geschehens kann natürlich mit diesen kurzen Hinweisen nicht beabsichtigt sein.)

Die bilanzmäßige Auswirkung einer Konsolidierung besteht demnach einfach in einem Verschwinden von Depositen und Debitoren. Gehen wir von der Bilanz der Kreditbanken nach der Kreditausweitung aus (Bilanzbild 4) und nehmen eine Emission von 1000 Millionen Wertpapieren an, so zeigen die Kreditbanken folgende Veränderung:

Bilanzbild 5

Kreditbanken						
Aktiva	Vor der Konsolidierung	Nach der Konsolidierung	Passiva	Vor der Konsolidierung	Nach der Konsolidierung	
Kasse	(1000)	1000	Sichtdepositen	(7550)	6550	
Wechsel	(4950)	4950	Termindepositen	(8000)	8000	
Notenbankguthaben	(550)	550	Versch. Passiva	(2000)	2000	
Nostroguthaben	(1250)	1250	Kapital	(1000)	1000	
Wertpapiere	(300)	300				
Debitoren	(10.000)	9000				
Versch. Aktiva	(500)	500				
	(18.550)	17.550		(18.550)	17.550	

Ein Blick auf die bilanzmäßige Wirkung der Konsolidierung zeigt, daß die übliche Redewendung, durch die Verwandlung von kurzfristigem in langfristigen Kredit werde „Geld freigesetzt“ oder gar ein „Zufluß von Geld zu den Kreditbanken“ bewirkt, mindestens irreführend ist. Durch die Konsolidierung als solche entsteht keineswegs neues Geld, im Gegenteil: es verschwinden sogar Kreditoren.

Andererseits wäre es auch falsch, wenn man aus diesem Verschwinden von Kreditoren (alias Giralgeld) auf eine deflatorische Wirkung der Konsolidierung schließen wollte. Denn zum Ankauf von Effekten werden ja Beträge verwendet, die zum Kauf auf den Gütermärkten nicht mehr

bestimmt waren, „gehörtete Depositen“, also ein Giralgeld, das für die wirtschaftlichen Umsätze und die Preisbildung unwirksam war. Wenn man allerdings annimmt, daß sich dieses tote Giralgeld irgendwann einmal wieder in Bewegung gesetzt hätte, so ist diese Möglichkeit allerdings durch die Konsolidierung beseitigt.

Die Entscheidung für das Sparen wird durch den Übergang von der Depositenhortung zur Anlage in Wertpapiere endgültig.

Die Verkürzung der Kreditbankbilanzen erhöht ceteris paribus [unter sonst gleichen Bedingungen]³⁷ die Liquiditätsrate der Kreditbanken, wie immer man sie auch berechnen mag. Halten sie die vorherige Liquiditätsrate für ausreichend, so haben sie durch die Konsolidierung neuen Spielraum für Kreditausweitung gewonnen. Nur diesen Sinn kann die Redensart von der „Freisetzung von Geld“ durch die Konsolidierung haben. Sind die Banken aber der Meinung, die frühere Liquiditätsrate sei nicht ausreichend gewesen oder wird ihnen diese Meinung durch Gesetz oder Unordnung auferlegt, so ist ein solcher Spielraum nicht vorhanden, es ist lediglich eine für erstrebenswert gehaltene Liquiditätsrate erreicht und von der Freisetzung von Geld kann keine Rede mehr sein. Die Konsolidierung ist also ein hinsichtlich „Inflation“ oder „Deflation“ neutraler Vorgang. Sie ist, wie ihr Name sehr schön ausdrückt, die Befestigung eines an sich schon in der vorherigen Wirtschaftsentwicklung aufgebauten Verhältnisses zwischen Sparer und Investor.

Etwas ganz Wichtiges, für die Wirtschaft sehr Bedeutsames, ist aus unserer bilanzmäßigen Darstellung der Konsolidierung nicht zu entnehmen: daß die Rückzahlung des Bankkredits erfolgt ist, ohne daß insgesamt die Kredite verringert worden sind. Sie sind einfach in andere Bilanzen als die der Kreditbanken übergegangen.

Im übrigen ist die Wirkung der Konsolidierung in den wirklichen Bilanzen nicht ohne weiteres in der von uns beschriebenen Weise ablesbar, da sie oft oder meist gleichzeitig mit Kreditausweitung erfolgt. Der Konsolidierung dienen vor allem auch diejenigen Kreditinstitute, die eine indirekte Anlage in Effekten und Hypotheken bewirken, so vor allem die Sparkassen. Verlegen die Inhaber „gehörteter“ Bankguthaben ihre Ersparnisse wegen der höheren Zinsen auf die Sparkassen und erwerben diese dafür Effekten und Hypotheken, so ist die Wirkung dieselbe, als

³⁷ Anm. CGB.

wenn die Inhaber der gehorteten Bankguthaben selbst Effekten gekauft oder Hypotheken gegeben hätten. Während das Sparen in der Form der Hortung von Bankguthaben die Kreditbanken illiquide macht, werden sie durch Sparen bei den Sparkassen liquiditätsmäßig entlastet. Diese Entlastung durch die Sparkassen kann erfolgen, weil diese bei der Auswahl ihrer Aktiva wohl auf große Sicherheit, nicht aber in gleichem Maße wie eine Kreditbank auf Liquidität sehen müssen. Für die Arbeitsweise des Kreditsystems ist es also nicht nur wichtig, daß gespart wird, sondern daß der Sparwille auch äußerlich zum Ausdruck kommt. Das ist nicht der Fall, solange der Sparer einfach ein Bankguthaben unterhält, über das er auch jederzeit disponieren könnte. Die Unklarheit seiner Absicht legt der Kreditbank Zurückhaltung hinsichtlich weiterer Expansion auf. Das Hervortreten der Sparabsicht durch Übergang auf die Sparkasse oder Erwerb von Effekten gibt infolge der liquiditätsmäßigen Entlastung der Kreditbanken den Weg zu neuer Kreditexpansion frei.

Fall 3: Krediteinschränkung

Die Konsolidierung durch Effektenkauf der Kreditoren (Inhaber von Bankguthaben) ist nicht möglich, wenn die Kreditoren keine Neigung haben, ihre Ersparnisse, die sie auf Bankkonto angesammelt haben, in Effekten anzulegen. Dafür können mancherlei nicht direkt wirtschaftliche Gründe, politische und soziale, maßgebend sein. Nehmen wir aber einfach einen in der Entwicklung selbst liegenden Grund an: Bei Eintritt der wirtschaftlichen Stockung seien an der Börse durch einen panikartigen Zusammenbruch große Kursverluste entstanden. Die Erinnerung daran schreckt diejenigen, die während der Kreditausweitungsperiode entstandenes Einkommen auf Bankkonto angesammelt haben, diese Ersparnisse oder Reserven dem Risiko der Kursentwicklung auszusetzen. Die Geldflüssigkeit tritt zwar auch dann ein,³⁸ weil ja auf jeden Fall infolge der wirtschaftlichen Depression die Lohnsumme sinkt. Aber die daraus folgende Zinserleichterung am Geldmarkt überträgt sich wegen der Stockung der Effektenkäufe nicht auf den Kapitalmarkt. So entsteht jener Gegensatz zwischen Zinsentwicklung am Geldmarkt und Kapitalmarkt, der für die Nachkriegszeit in vielen Ländern typisch war.

³⁸ Wir wollen den Fall, daß infolge von Bankzusammenbrüchen eine Bargeldhortung auch die Zinssenkung am Geldmarkt verhindert, nicht gesondert behandeln. Für ihn gilt alles, was für den Fall 3 und Fall 4 zu sagen ist, mit einer etwas schärferen Akzentuierung.

Das Bilanzbild der Kreditbanken verändert sich, wenn wir wiederum von den Bilanzen der Kreditbanken nach der Kreditausweitung (wie in Bilanzbild 5) ausgehen, in folgender Weise:

1. Es fließt Bargeld zurück, indem die flüssigsten Betriebskredite, die Wechselform haben, reduziert werden, weil die für Lohnzahlung benötigten Summen geringer sind. Vorübergehend tritt dadurch eine Überhöhung der Notenbankguthaben ein, späterhin werden aber einfach die Rediskontierungen bei der Notenbank entsprechend abgebaut;
2. Ein Teil der Wechselkredite friert ein, d. h. die Banken haben sich, um es nicht zu einer großen Wechselprotestwelle kommen zu lassen und um auch alte Kunden, die früher pünktlich zahlten, nicht zum Zusammenbruch zu treiben, diese Wechselkredite in gewöhnliche Debitoren verwandelt;
3. Ein Teil der Sichtdepositen verwandelt sich in Terminepositen, die Bankkreditoren sichern sich auf diese Weise einen etwas höheren Zinsertrag, ohne sich auf sehr lange Zeit der Dispositionsfreiheit über ihre Einlagen zu begeben.

<i>Bilanzbild 6</i>					
Kreditbanken					
Aktiva	Am Ende des Aufschwungs	In der Depression	Passiva	Am Ende des Aufschwungs	In der Depression
Kasse	(1000)	1000	Sichtdepositen	(7550)	6350
Wechsel	(4950)	3750	Terminepositen	(8000)	9000
Notenbankguthaben	(550)	550	Versch. Passiva	(2000)	2000
Nostroguthaben	(1250)	1250	Kapital	(1000)	1000
Wertpapiere	(300)	300			
Debitoren	(10.000)	11.000			
Versch. Aktiva	(500)	500			
	(18.550)	18.350		(18.550)	18.350

Für die Banken ist die Liquidität durch das Einfrieren der Kredite, d. h. durch die Verwandlung von Wechselkredit in Kontokorrentkredit [Überziehungskredit, Anm.], noch über das schon durch die Kreditausweitung bedingte Maß hinaus verschlechtert. Was sie aber besonders bedenklich stimmen wird, ist die Starrheit der Debitorenkonten, die an die Stelle des Auf und Ab der Inanspruchnahme getreten ist. Da ein Abbau der Debitoren durch Konsolidierung nicht in Aussicht steht, versuchen die Banken – dies ist unsere neue Annahme – ihr Engagement durch Reduzierung der Debitoren zu verringern.

Wir dürfen auch hier nicht annehmen, daß eine Verabredung unter den Banken hierzu nötig ist. Analog unserer Annahme bei der Kreditausweitung mag Bank I damit beginnen um 100 Mill. ihre Debitoren zu reduzieren. Die Schuldner dieser gekündigten Kredite verkaufen in diesem Betrag über das normale Maß hinaus Güter an Kreditoren der Bank II, die mit Scheck bezahlen. Kreditbank II muß 100 Millionen Notenbankgiro an Bank I abgeben. Bank I leiht diesen Betrag vielleicht wohl über den Geldmarkt kurzfristig aus, auf welchem Wege ihn Bank II zur Verfügung bekommt.³⁹ Jedoch macht Bank I keine Anstalten, ihre Kredite wieder um 100 Millionen auszudehnen, sondern freut sich an der Aufbesserung der Liquidität. Es kommt also noch nicht, wie bei Fall 1, zu der ausgleichenden Rückwanderung der 100 Millionen zum Ausgangspunkt. Dagegen findet Bank II die weitere Verschlechterung ihrer Liquidität unerträglich und beschließt, sie durch Reduktion ihres Debitorenkontos um 100 Millionen wieder aufzubessern. Sie bekommt daher auf dem beschriebenen Wege (Sonderverkäufe der gekündigten Debitoren an Kreditoren der Bank I) ihre 100 Millionen Notenbankgiro, Bank I verliert sie wieder. Das Resultat ist lediglich, daß beide Banken je 100 Millionen Kreditoren und Debitoren weniger haben. Die Verkürzung der Bilanzsumme hat rechnerisch auch ihre Liquidität ein wenig verbessert, aber nur sehr wenig. Je stärker und nachdrücklicher aber die Banken diese Krediteinschränkung fortführen, desto stärker wird auch der Prozeß des Einfrierens der Kredite gefördert. Denn es wird ja auf den Gütermärkten der Verkaufsdrang immer stärker. Die Preise sinken. Die Neigung zum Kaufen wird andererseits durch die Erwartung, daß die Preise weiter sinken werden, gering sein. Außerdem wird jeder, der noch Bankguthaben hat, angesichts der Abneigung der Banken, neue Kredite zu gewähren, äußerst vorsichtig darüber disponieren. Infolgedessen werden auch immer mehr Wechselschulden in Debitoren sich verwandeln.⁴⁰ Dadurch wird die Aufbesserung der Liquidität durch Verkürzung der Bilanzsumme zum großen Teil aufgehoben. Betrachten wir das Resultat einer Kreditreduktion um 1 Milliarde im Bilanzbild:

³⁹ Alles dies ist analog Fall 1. Wir verzichten daher darauf, die einzelnen Stadien bilanzmäßig aufzuzeichnen.

⁴⁰ Aus Gründen der Bilanzschönheit mögen die Banken in vielen Fällen die Wechsel prolongieren. Natürlich ist durch diesen Kunstgriff an der Verschlechterung der Liquidität nichts geändert.

Bilanzbild 7

		Kreditbanken			
Aktiva	Vor der Kreditein- schränkung	Nach der Kreditein- schränkung	Passiva	Vor der Kreditein- schränkung	Nach der Kreditein- schränkung
Kasse	(1000)	1000	Sichtdepositen	(6350)	5350
Wechsel	(3750)	3000	Termindepositen	(9000)	9000
Notenbankguthaben	(550)	550	Versch. Passiva	(2000)	2000
Nostroguthaben	(1250)	1250	Kapital	(1000)	1000
Wertpapiere	(300)	300			
Debitoren	(11.000)	10.750			
Versch. Aktiva	(500)	500			
	(18.350)	17.350		(18.350)	17.350

Es zeigt sich, daß gerade der Teil der Bankguthaben reduziert wird, der noch am stärksten den Charakter des Giralgeldes hat. Denn von den als Termindepositen angesammelten Geldern ist anzunehmen, daß sie zum Ankauf des drängenden zusätzlichen Warenangebots nicht zur Verfügung stehen. Der Erfolg der Liquiditätserhöhung ist durch den Rückgang des Wechselkontos beeinträchtigt. Es ist deutlich zu sehen, daß auf diesem Wege kein Start zu neuer Kreditausdehnung und neuem Aufschwung zu gewinnen ist.

Das Wichtigste aber ist in diesem Fall in den Bankbilanzen nicht zu lesen: daß diese Reduzierung des Bankmanagements durch Verringerung der Kredite insgesamt – im Gegensatz zur Konsolidierung – herbeigeführt ist, wodurch Zwangsverkäufe und Preisrückgang, kurzum eine Verschärfung der Depression herbeigeführt wird.

Fall 4: Offen-Markt-Politik

Die Einschränkung des Kreditvolumens kann wegen der damit verbundenen krisenverschärfenden Wirkungen nicht den Erfolg einer wesentlichen Liquiditätsaufbesserung haben. Zwar setzt die Krisenverschärfung Barmittel frei und führt, wenn dies nicht durch eine Bargeldhortung (Beispiele: Deutschland und USA, 1931/1932) kompensiert wird, zu einer geringeren Beanspruchung der Notenbank. Jedoch fühlen sich die Banken trotzdem weder liquider noch sicherer. Der Prozeß des Krediteinfrierens macht sie vorsichtig, sie werden daher auch ihrerseits, soweit wie möglich, Notenbankguthaben ansammeln und schonen, aber, was in der Wirkung dasselbe ist, ihre Verschuldung an die Notenbank möglichst niedrig halten. Es wird daher kein Überschuß am Geldmarkt auftreten und zinssenkend wirken. Ebenso wenig wie sich die

einzelnen Kreditbanken bei der Kreditausdehnung bewußt sind, daß sie sich gegenseitig den „Zufluß“ von Kreditoren durch die Kreditausdehnung schaffen, ebensowenig erkennen sie, daß sie durch Krediteinschränkung den „Abfluß“ von Kreditoren verursachen. Von ihrem Standpunkt aus streben sie nur nach höherer Liquidität und passen sich dem „Abfluß der Kreditoren“ durch Krediteinschränkung an. Und tatsächlich kann die einzelne Kreditbank gar nicht anders handeln, wenn einmal eine Kreditbank in dem Glauben, sie könne ihre Liquidität dadurch verbessern, mit einer ins Gewicht fallenden Krediteinschränkung begonnen und damit den deflatorischen *circulus vitiosus* [Teufelskreis]⁴¹ in Gang gesetzt hat. Dieser Zirkel kann nur durchbrochen werden durch ein Mittel, das die Liquidität der Kreditbanken auf anderem Wege – und diesmal mit Erfolg – verbessert. Dieses Mittel ist die Open-Market-Politik der Notenbank. Sie besteht darin, daß die Notenbank Effekten ankauft und dadurch einen Überschuß an Notenbankguthaben ohne zusätzliche Verschuldung von Kreditbanken an die Notenbank hervorruft. Nehmen wir an, daß die Notenbank 200 Millionen geeignete Effekten kauft. Die Verkäufer der Effekten seien Kunden der Kreditbanken. Der bilanzmäßige Effekt einer solchen Transaktion sieht folgendermaßen aus:

Bilanzbild 8

		Notenbank			
Aktiva	Vor der Open- Market- Politik	Open- Market- Politik	Passiva	Vor der Open- Market- Politik	Open- Market- Politik
Gold und Devisen	(2900)	2900	Noten	(5250)	5250
Wechsel	(2900)	2900	Girodepositen	(750)	950
Lombard	(200)	200			
Deckungsfähige Wertpapiere	(-)	200			
		6200			6200

Da die Verkäufer der Effekten Kunden der Kreditbanken sind, hat die Notenbank die Effekten bezahlt, indem sie den Kreditbanken den Betrag auf Girokonto gutschreibt. Die Kreditbanken schreiben den Kunden den

⁴¹ auch Zirkelschluss, meint an dieser Stelle Teufelskreis [Anm. CGB].

Betrag auf Scheckkonto gut, und ihre Bilanzen nehmen folgendes Aussehen an:

Aktiva	Kreditbanken				Passiva	Vor der Open-Market-Politik	Nach Open-Market-Politik
	Vor der Open-Market-Politik	Nach Open-Market-Politik					
Kasse	(1000)	1000			Sichtdepositen	(5350)	5550
Wechsel	(3000)	3000			Termindepositen	(9000)	9000
Notenbankguthaben	(550)	750			Versch. Passiva	(2000)	2000
Nostroguthaben	(1250)	1250			Kapital	(1000)	1000
Wertpapiere	(300)	300					
Debitoren	(10.750)	10.750					
Versch. Aktiva	(500)	500					
	(17.350)	17.550				(17.350)	17.550

Man sieht deutlich, wie diese Aktion der Notenbank, die sie statusmäßig nicht besonders stark belastet, die Gesamtlage grundlegend verändert. Die Kreditbanken sehen ihre Liquidität erhöht, ohne daß sie ihre Rediskontierungen verstärken mußten. Sie haben auch wieder Kreditorenezufluß, und zwar nicht etwa, daß dem Zufluß bei der einen ein Abfluß bei der anderen entsprechen muß. Damit ist der ärgste Druck von ihnen genommen und ihr – vergebliches – Bestreben, sich durch Krediteinschränkung liquider zu machen, kann aufgegeben werden

Damit sind aber die Wirkungen der Open-Market-Politik keineswegs erschöpft. Der Wertpapierankauf durch die Notenbank läßt die Kurve der Wertpapiere steigen. Es werden sich, zumal wenn die Notenbank ihre Entschlossenheit kundgibt, diese Politik nötigenfalls fortsetzen, eine Menge Mitläufer finden, die nunmehr, nachdem der Rentenmarkt⁴² eine solche Stütze hat, ihr Bankguthaben zum Wertpapierankauf verwenden. Auf diese Weise leitet die Open-Market-Politik zur Konsolidierung über, die wir als Fall 2 behandelt haben und daher nicht noch einmal in ihrer bilanzmäßigen Wirkung aufzeichnen brauchen.

⁴² Börsenmarkt der festverzinslichen Wertpapiere [Anm. CGB].

Die Kreditbanken sind nun von zwei Seiten her entlastet, ihre Liquidität ist sehr gebessert und ihr Ertragsstreben legt ihnen nunmehr wieder eine Ausdehnung ihrer Anlagen nahe. Nehmen wir – in Anlehnung an die Erfahrungen in Deutschland und USA – an, daß die Banken wegen der schweren Schläge der letzten Depression noch eine begriffliche Scheu vor den mit dem Risiko des Einfrierens behafteten Wirtschaftskrediten haben, daß auch in der Wirtschaft selbst die Luft zu neuen Unternehmungen aus demselben Grund noch gering ist, so ist hier die Lage gegeben, wo öffentliche Aufträge und ihre Finanzierung durch öffentliche Schuldverschreibungen, die die Notenbank zu beleihen und anzukaufen bereit ist, die Überführung in einen Aufschwung herbeiführen können.

Wir wollen annehmen, daß eine Konsolidierung von 2000 Millionen durch Effektenkauf solcher Bankkunden, die bisher Termindepositen bei den Banken unterhielten, eintritt; daß die Banken 2000 Millionen neue Schuldverschreibungen des Staates übernehmen, der über den Gegenwert auf Scheckkonto (Sichtdepositum) zur Bezahlung öffentlicher Aufträge verfügen kann; daß die Banken die ihnen zugeflossenen 200 Millionen Notenbankgiro zur Auffüllung ihrer Nostroguthaben benutzen.

Dann ergibt sich folgendes Bilanzbild:

<i>Bilanzbild 9</i>					
Kreditbanken					
Aktiva	Vor der Arbeitsbe- schaffung	Nach der Arbeitsbe- schaffung	Passiva	Vor der Arbeitsbe- schaffung	Nach der Arbeitsbe- schaffung
Kasse	(1000)	1000	Sichtdepositen	(5550)	7550
Wechsel	(3000)	3000	Termindepositen	(9000)	7000
Notenbankguthaben	(750)	550	Versch. Passiva	(2000)	2000
Nostroguthaben	(1250)	1450	Kapital	(1000)	1000
Wertpapiere	(300)	2300			
Debitoren	(10.750)	8.750			
Versch. Aktiva	(500)	500			
	(17.550)	17.550		(17.550)	17.550

Ohne daß durch diese Transaktionen die Bilanzen der Kreditbanken schon ausgeweitet werden, werden sie doch so wesentlich liquide gemacht, daß die Banken nunmehr willig folgen können, wenn die staatliche Initiative die Wirtschaft in einen neuen Aufschwung mit weiteren

Kreditansprüchen hinüberführt. Denn es ist zu beachten, daß das Konto „Wertpapiere“ unter der hier gemachten Voraussetzung, daß die Notenbank zum Ankauf von Wertpapieren bereit ist, eine hochliquide Anlage wiedergibt (Näheres hierzu in Kap. IV, S. 45).

Wir wollen mit diesem Fall die Reihe unserer Beispiele abschließen, denn es kann nicht unsere Aufgabe sein, den – aussichtslosen – Versuch zu machen, alle denkbaren Fälle der Kreditbewegung darzustellen. Es kommt uns darauf an, durch unsere Beispielreihe, die nach wirklichen Vorgängen aus der jüngsten Vergangenheit aufgebaut wurde, anschaulich zu machen, wie ein modernes Kreditsystem arbeitet. Wir hoffen es dem Leser auf diese Weise zu erleichtern, die konkreten Wirtschaftsvorgänge zu verfolgen und in ihrer Verknüpfung zu begreifen. Um diesen Zweck zu erreichen, müssen wir aber zum Abschluß dieses Kapitels auf bestimmte Erscheinungen eingehen, die Irrtümer und Zweifel hervorzurufen geeignet sind.

Diese Irrtümer entstehen sehr leicht, wenn man vergißt, daß Bankbilanzen immer Momentaufnahmen von Dingen sind, die ihrer Natur nach mehr oder weniger in Bewegung sind. Diese Bewegungen gleichen einander teilweise aus und werden dadurch bilanzmäßig unsichtbar, teilweise ruft die stärkere Bewegung bisher ruhender Teile Erscheinungen hervor, die das Gegenteil sind von dem, was wir erwarten.

An erster Stelle ist hier an das Unsichtbarbleiben einer Kreditausweitung zu denken. Besteht eine starke eingefrorene Verschuldung der wirtschaftlichen Unternehmungen, so werden die neu entstehenden Girogelder in der ersten Periode einer Kreditausweitung zunächst von den Empfängern zum Abbau ihrer Schulden benutzt. Das neue Girogeld erscheint nur vorübergehend auf Scheckkonto (Sichtdepositen) und verschwindet vielleicht schon nach der ersten Zahlung. Spielt sich dieser Vorgang zwischen zwei Bilanzstichtagen ab, so bleibt er bilanzmäßig unsichtbar. Wenn statt der angelsächsischen Verbuchungsmethode, die wir der Deutlichkeit halber in unseren Beispielen vorausgesetzt haben, die deutsche Verbuchungsmethode angewendet wird, ist in der Bilanz überhaupt nichts zu sehen. Die angelsächsische Methode besteht darin, daß bei Eröffnung eines Kredits dieser dem Kreditnehmer auf Debitorenkonto belastet und auf Scheckkonto gutgeschrieben wird. Hier wird also das Giralgeld mindestens auf kurze Zeit in der Bilanz sichtbar. Die deutsche Verbuchungsmethode besteht darin, daß der Kredit dem Kreditnehmer erst belastet wird, wenn er ihn in Anspruch nimmt. Er wird also Debitor mit dem ersten Scheck, den er zieht. Gelangt dieser Scheck als Zahlung zu einem Debitor, der ihn zur Verringerung seines Debets

benutzt, so hat dieser Scheck gar kein Kredit (Depositum), sondern nur einen personellen Wechsel auf dem Debitorenkonto der Kreditbanken erzeugt. Das hat den Scheck natürlich nicht gehindert, als Zahlungsmittel wirksam zu sein. Ähnlich erzeugt ein Wechsel, der in Zahlung genommen und dessen Diskontierungserlös zur Verringerung eines Debets dient, nur eine Wechselschuld statt einer Kontokorrentschuld, jedoch kein Depositenkonto. In dieser Weise kann, wenn eine starke Verschuldung am Beginn einer Kreditausweitung vorhanden ist, diese sich zunächst völlig über die Aktivkonten der Bankbilanzen abspielen. Das markanteste Beispiel für einen derartigen Vorgang ist die Finanzierung der Arbeitsbeschaffung in Deutschland in den Jahren 1933/34, wo Milliardenbeträge in dieser Weise in den Bankbilanzen verschwanden. Sichtbar wurde dieser Vorgang nur im Rückgang der Debitorenkonten, denen ein entsprechendes Anwachsen des Wechselkontos gegenüberstand.

Noch stärker kann die Tatsache irreführen, wenn in einer solchen Kreditausweitungsperiode in größerem Umfang Konsolidierung durch Effektenkauf stattfindet und dadurch die Bankbilanzen womöglich noch kürzer⁴³ werden, obwohl dauernd Geldschöpfung stattfindet. Auch ohne Konsolidierung kann eine Bilanzverkürzung am Beginn eines durch Kreditausweitung in Gang gesetzten Aufschwungs eintreten, wenn bis dahin sorgsam geschonte Bankguthaben („hoarding of deposits“) nunmehr zum Warenkauf verwendet werden, von den Warenverkäufern aber zur Verringerung der Schulden an die Kreditbanken verwendet werden. An sich ist diese Erscheinung hinreichend als Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes aus der Geldtheorie bekannt. Trotzdem werden viele Betrachter durch sie immer aufs Neue verwirrt.

Schließlich sei noch darauf hingewiesen, daß sich die Bankbilanzen beim Übergang von der Hochkonjunktur in die Krise zunächst noch verlängern.⁴⁴ Bei Eintritt einer Stockung fangen eine Reihe von Kreditoren an, nicht mehr in der bisherigen Weise über ihre Guthaben zu disponieren. Es beginnt jenes schon mehrfach erwähnte „hoarding of deposits“. Die Kehrseite davon ist schlechter Zahlungseingang bei einer Reihe von Unternehmungen, die bei den Banken Betriebskredit zu nehmen gewöhnt sind. Sie nehmen diesen Betriebskredit wegen schlechten Zahlungseinganges noch eine Weile in Anspruch, um ihren Betrieb in bisheriger Weise fortzuführen zu können, andererseits

⁴³ Bilanzverkürzung, Aktiv-Passiv-Minderung [Anm. CGB].

⁴⁴ Bilanzverlängerung, Aktiv-Passiv-Mehrung [Anm. CGB].

funktioniert die normale Abdeckung des Betriebskredits nicht mehr. In dem Kreislauf der Gewährung und Abdeckung von Kredit gerät der zweite Teil zuerst ins Stocken, der erste Teil, die Kreditgewährung, dauert noch eine Weile an, bis die Banken nicht mehr weiteren Kredit geben. In dieser letzten Phase wird die Kreditausweitung eben durch das „hoarding of deposits“ überkompensiert, d. h. sie kann keine eigentlich belebende Wirkung mehr ausüben, sondern schiebt den Umschwung in die Depression nur noch etwas hinaus.

Allgemein muß festgestellt werden, daß man **a l l e i n** durch das Lesen von Bankbilanzen die Vorgänge in der Kreditsphäre nicht ermitteln und verfolgen kann, geschweige denn, daß man auf diesem Wege etwa zu einer Konjunkturdiagnose kommen könnte. Man muß schon eine Kenntnis von den Vorgängen haben, die auf die Bankbilanzen einwirken, wenn man ihre Veränderungen richtig deuten will. Natürlich ist die Beobachtung der Bankbilanzen auf Grund der Erkenntnis, daß Geldschöpfung und Kreditgewährung eng zusammengehören, ein wichtiges Hilfsmittel der Konjunkturbeobachtung. Aber als „Barometer“, von dem man einfach „ablesen“ kann, wie das Wetter für die Wirtschaft wird, sind die Bankbilanzen genau so wenig geeignet wie andere statistische Feststellungen.

Kapitel III

Die Elastizität des Kapitalfonds

Wenn man sich die Arbeitsweise des modernen Kreditsystems anschaulich vorstellt, wie wir es im vorigen Kapitel versucht haben, so ist man am stärksten beeindruckt durch die Elastizität, die in der Entstehung von Bankguthaben durch Kredit begründet ist. Hierin liegt eigentlich die nicht nur kredittechnisch, sondern volkswirtschaftlich entscheidende Abweichung von der Vorstellung, daß die Bankguthaben durch „Einzahlung“ entstehen, die noch im wesentlichen aus den Verhältnissen eines Bargeldsystems gebildet ist. Die Annahme einer starren Bindung des Kreditvolumens an eine bestimmte Geldmenge, die eingezahlt wird, stimmte gut überein mit der Vorstellung, daß der Fonds an verfügbarem Kapital [Kapitalfonds]⁴⁵ fest begrenzt sei und nur durch Sparen in der Form von Einzahlungen bei den Banken ausgedehnt werden könne. Wenn diese traditionelle Auffassung in dem einen Teil, soweit nämlich die Ausdehnung des Kreditvolumens in Betracht kommt, sich als falsch erwiesen hat, so kann auch die Annahme, daß der verfügbare Kapitalfonds starr begrenzt sei, nicht mehr aufrechterhalten werden. Indem einem Unternehmer Kredit zur Verfügung gestellt wird, wird ihm Kaufkraft gegeben, durch die er einen Teil des Güterstroms der Volkswirtschaft auf sich lenken und für seine Zwecke verwenden kann. Darin besteht das „Kapital“, das er sich auf dem Kreditwege „verschafft“ hat. Tatsächlich wird durch Ausdehnung des Kreditvolumens mehr Kapital zur Verfügung gestellt. Es erhebt sich die Frage: Woher wird dieses Kapital genommen?

Es liegt nahe, hierauf die Antwort zu geben, daß dies einfach „durch Inflation“ geschieht, indem dieses Kapital durch Geldentwertung anderen entzogen wird, die mit dem gleichen Geldbetrag weniger Güter kaufen können. Damit würde nicht, wie einige Kritiker der Kredittheorie zu glauben scheinen, ein solches Kreditsystem als unmöglich erwiesen sein. A. Hahn hat hierzu festgestellt, daß der Gesichtspunkt der inflationären Wirkung nur bei der Frage in Betracht kommt, „ob der Geldmarkt erweitert werden soll, nicht bei der Frage, ob er erweitert werden kann“.⁴⁶ Tatsächlich stehen die Schöpfer der modernen Kredittheorie zum großen Teil selbst auf dem Standpunkt, daß die Ausweitung des Kreditvolumens eine Preissteigerung mit sich bringt, wie dies ja fast bei jedem

⁴⁵ Kapitalfonds – Loanable Funds – Loanable Funds Theory [Anm. CGB].

⁴⁶ Albert Hahn: *Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits*. (3. Auflage) S. 3.

konjunkturellen Aufschwung zu beobachten ist. Durch diese Preissteigerung werden alle, die ein festes Geldeinkommen beziehen, oder es doch nicht in gleichem Maße, wie die Preise gestiegen sind, steigern können, gezwungen, ihre Ansprüche an den Güterstrom herabzusetzen. Die hierdurch freiwerdenden Teile des Güterstroms sind das Kapital, das den Empfängern der zusätzlichen Kredite zur Verfügung gestellt wird, deren zusätzliche Nachfrage die Preissteigerung hervorgerufen hat.

Dies ist, in kurzen Worten, die sogenannte „Theorie des erzwungenen Sparens“, die gewissermaßen als Nebenprodukt bei der Entstehung der modernen Kredittheorie angefallen ist. Ihre Grundvorstellung ist die, daß an die Stelle eines freiwilligen Verzichtes auf Güterkonsum durch Sparen ein durch Preissteigerung erzwungener Verzicht tritt. Man könnte auch ruhig von einer durch Inflation erzwungenen Kapitalbildung sprechen. Aber da nun einmal dem Wort Inflation die Vorstellung einer so immensen Geldentwertung, wie sie in der Zeit nach dem Weltkrieg eintrat, anhängt, liegt in dem Gebrauch dieses Wortes schon ein von vornherein ablehnendes Werturteil, und das muß vermieden werden, auch wenn wir die Möglichkeit des Mißbrauchs der Elastizität des modernen Kreditsystems als ein ebenso ernstes Problem ansehen wie die Möglichkeit des Mißbrauchs der Geldschöpfungsmacht überhaupt.

Die Theorie „vom erzwungenen Sparen“ zeigt, daß die Kreditgewährung keineswegs eng an den realen Kapitalfonds gebunden ist. Sie zeigt, in welcher Weise nötigenfalls die erforderlichen Güter für die Empfänger der zusätzlichen Kredite verfügbar gemacht werden können. Eine andere Frage ist, ob hiermit die wichtigsten Vorgänge in der Wirklichkeit vollständig erklärt werden. Wir beobachten z. B. in der Vorkriegszeit in Deutschland eine gewaltige Ausdehnung des Kreditvolumens (1900-1914), dagegen eine durchaus mäßige Steigerung der Preise.⁴⁷ Es ist unmöglich, daß Preisveränderungen dieses Umfangs Verbrauchsverlagerungen hervorgebracht haben sollen, die dem Verfügbarmachen von riesigen Milliardenziffern entsprechen. Es ist leicht und fast selbstverständlich, die Frage danach mit einem Hinweis auf Produktionssteigerungen zu beantworten. Dies ergibt sich schon aus einer einfachen Anwendung der üblichen quantitätstheoretischen Formeln. Jedoch besteht das eigentliche Problem darin, ob solche Produktionssteigerung damals rein zufällig mit der Ausdehnung des

⁴⁷ Großhandelsindex im Jahresdurchschnitt (1913 = 100)

• 1880: 94, 1900: 87, 1910: 91, 1913: 100.

Kreditvolumens einhergegangen ist und sie „unschädlich“ gemacht hat oder ob die Kreditausdehnung die Produktionssteigerung verursacht oder mitverursacht hat, ob dies regelmäßig der Fall ist oder nur unter bestimmten Bedingungen.

Es dürfte zweckmäßig sein, zur Betrachtung dieses Problem sich nicht mehr nur im Rahmen der Konjunkturanalyse zu bewegen, sondern sich dabei auf die allgemeine Kapital- und Zinstheorie zu stützen. Sehr oft wird gegen die moderne Kredittheorie der Einwand gemacht, die Kreditbanken könnten vielleicht Giralgeld schöpfen, „aber kein Kapital“. Es ist eben vielfach der Eindruck entstanden, als stände die moderne Kredittheorie mit den Ergebnissen der Kapital- und Zinstheorie in Widerspruch. Eine solche Auffassung wäre vielleicht gegenüber der Kapitalzinstheorie in ihrem früheren verworrenen Zustand nicht ganz unberechtigt gewesen, und die Kredittheorie hätte bei solcher Divergenz vielleicht für sich in Anspruch nehmen können, daß sie zu klareren Ergebnissen führt. Ein solcher Gegensatz besteht aber gar nicht mehr gegenüber den Ergebnissen neuerer kapitaltheoretischer Forschung, die W. Eucken neuerdings der Kapitalzinstheorie gegeben hat.⁴⁸ Diese gestattet es, heute klarzustellen, wann und in welchem Sinne Kreditschöpfung tatsächlich auch „Kapitalschöpfung“ ist und wann sie „erzwungenes Sparen“ hervorruft.

„Kapital nennen wir in der Geldwirtschaft die Verfügungsmacht über Konsumgüter, soweit sie sich in Händen der Unternehmer befindet“.⁴⁹ So faßt Eucken das Ergebnis seiner Arbeit zusammen. Die Kapitalerscheinung tritt nun unter einem Vergangenheitsaspekt und einem Zukunftsaspekt auf.

„Unter diesem Aspekt verstehen wir unter dem Kapital unseres Landes die in Geld ausgedrückte Verfügungsmacht über Konsumgüter, die von den Unternehmern früher aufgewandt worden ist, um die Produktionsmittel und Konsumgüter, die ihnen im gegenwärtigen Zeitpunkt gehören, herzustellen.“ Das Kapital in diesem Sinne ist in der Praxis der Rechnungsposten „Kapital“ in den Bilanzen der Unternehmungen, an dem in der Geldwirtschaft der Erfolg der wirtschaftlichen Tätigkeit gemessen wird und der für diesen Zweck unentbehrlich ist. Keineswegs sind die gegenwärtig vorhandenen Produktionsmittel und Konsumgüter selbst als Kapital anzusehen. (Auch Bezeichnungen wie „Realkapital“ und „Kapitalgüter“ will *Eucken* mit Recht

⁴⁸ Walter Eucken: Kapitaltheoretische Untersuchungen. Jena 1934.

⁴⁹ Walter Eucken: Kapitaltheoretische Untersuchungen. Jena 1934, S. 125.

vermieden wissen.) Wenn man den Blick auf die z u k ü n f t i g e Wirtschaftstätigkeit richtet – und für unsere Fragestellung kommt in erster Linie diese Betrachtungsweise in Frage – so brauchen die Unternehmer Kapital, d. h. Verfügungsmacht über Konsumgüter, um die vorhandenen Maschinen, Werkzeuge, Rohstoffe usw. mit Leistungen der Produktionsfaktoren zu kombinieren. „Unter diesem zweiten Aspekt verstehen wir unter Kapital die in Geld ausgedrückte Verfügungsmacht über Konsumgüter, die von den Unternehmern in einem Zeitpunkt aufgewandt werden, um zukünftige Produktionsmittel und Konsumgüter herzustellen.“

Prüft man mit diesem Kapitalbegriff als Maßstab die Vorgänge, die sich bei einer Ausdehnung des Kreditvolumens abspielen, so kann kein Zweifel darüber sein, daß die Unternehmer, die die zusätzlichen Kredite erhalten, damit Kapital im Sinne der Definition von *Eucken* erhalten. Denn sie erhalten damit „Verfügungsmacht über Konsumgüter“ und werden dadurch in die Lage versetzt, produktive Leistungen zu kaufen, an deren Verkäufer sie die „Verfügungsmacht über Konsumgüter“ weitergeben. Dies ist auch dann der Fall, wenn hierdurch eine Preissteigerung hervorgerufen wird, im Fall des „erzwungenen Sparens“. In diesem Fall wird eben die „Verfügungsmacht“ anderer eingeschränkt. Insofern ist selbst in diesem Fall eine Erweiterung des Kapitalfonds gegeben. Das wichtige Merkmal ist nur, daß sie auf Kosten Anderer vorgenommen werden muß. Aber die Tatsache, daß auch in diesem Fall der Kapitalfonds e l a s t i s c h ist, bleibt bestehen.

Diese Elastizität beruht aber keineswegs nur, nicht einmal vorwiegend darauf, daß die den Unternehmen gegebene Verfügungsmacht über Güter anderen entzogen wird. Es bestehen mehrere Möglichkeiten, daß diese neue Verfügungsmacht über Güter ausgeübt wird, die vorher gar nicht vorhanden waren.⁵⁰

Wenn wir hier vom Kapitalfonds sprechen, so dürfen wir uns dabei keineswegs eine Anhäufung irgendwelcher Gütervorräte vorstellen.

⁵⁰ Und zwar auch im Falle der Preissteigerung; denn diese bewirkt, daß Betriebe, die beim vorherigen Preisstand unrentabel und stillgelegt waren, in Gang gesetzt werden und die Gütermenge vermehren helfen. Also auch bei Preissteigerung wird nur ein Teil des zusätzlichen Kapitals durch erzwungenes Sparen verfügbar gemacht.

Es handelt sich dabei immer um die Macht, über einen Teil des laufend aus der Produktion kommenden Güterstroms zu verfügen. Nun besteht nicht nur die Möglichkeit, daß durch die Ausdehnung des Kreditvolumens die Anteile der Verfügung über diesen Güterstrom zugunsten der Empfänger zusätzlichen Kredits verschoben werden, sondern auch die, daß dadurch der Güterstrom verbreitert wird. Diese Möglichkeit ist, wenn man den Blick auf längere, mehrere Konjunkturzyklen umfassende Zeiträume richtet, in der Steigerung der gesamten Produktivität begründet. Wenn das gewaltige Anwachsen des Kreditvolumens in den Jahrzehnten vor dem Weltkrieg nur von einer ziemlich mäßigen Preissteigerung begleitet war, so ist es nur dadurch zu erklären, daß die Leistungskraft aller Produktionsmittel zur Hervorbringung von Konsum- und Produktivgütern infolge des technischen Fortschritts ständig wuchs.⁵¹ Infolgedessen konnten die vermehrten Ansprüche im wesentlichen durch höhere Leistung befriedigt werden. Andererseits befähigte die ständige Investition den Produktionsapparat auch zu immer neuen Leistungssteigerungen. Der Kredit mußte hinzutreten, damit der technische Fortschritt in neuartigen Produktionskombinationen ausgenützt werden konnte. Es ist kaum vorstellbar, daß die gewaltige wirtschaftliche Entwicklung der Vorkriegszeit und teilweise auch der Nachkriegszeit sich ohne die Ausdehnung des Kreditvolumens hätte vollziehen können, ohne die ein konjunktureller Aufschwung unmöglich ist.⁵²

Ganz deutlich wird der Zusammenhang zwischen Ausdehnung des Kreditvolumens und Verbreiterung des Güterstroms, wenn wir nicht einen längeren Zeitraum betrachten, sondern in einer einzelnen Konjunktur den Übergang von der Depression in den Aufschwung. Diese Betrachtungsweise ist durchaus angebracht, da die Konjunkturen die Form sind, in der sich in der wirtschaftlichen Entwicklung Fortschritt und Strukturwandel durchsetzen. Am Ende einer Depression sind immer große unausgenutzte Produktivkräfte vorhanden, was in Arbeitslosigkeit und stillgelegten Betrieben deutlich sichtbar ist. Die Kreditausdehnung der ersten Aufschwungphase mobilisiert diese Produktionsreserven und verbreitert auf diese Weise den Güterstrom. Daraus erklärt sich, daß in dieser Phase regelmäßig zwar der Mengenumsatz, aber nicht das

⁵¹ Für die Nachkriegszeit liegt eine Ermittlung des Völkerbundes vor, nach der 1925, verglichen mit 1913, die Weltbevölkerung um 5 %, der allgemeine Produktionsindex um 18 % gestiegen ist.

⁵² J. M. Keynes: *Vom Gelde*. S. 223.

Preisniveau steigt. Diese Periode dauert natürlich um so länger, je größer die unausgenutzten Produktivkräfte sind. Das hängt natürlich zum Teil von der Tiefe der vorhergehenden Depression ab, zu einem großen Teil aber wohl auch davon, ob in früheren Konjunkturperioden die Investition sich auf den Aufbau eines leistungsfähigen Produktionsapparates erstreckt hat oder auf andere Dinge. Ein großer Teil der in einem Konjunkturzyklus durch die Investition aufgebauten Produktivkraft wird erst im nächsten Konjunkturzyklus zur Ausnutzung kommen. Die Aufschwungsantriebe gehen in jedem Zyklus von der Investition an sich aus, ohne Rücksicht darauf, was investiert wird. Für die Frage, ob dies Kapital für den jeweiligen Aufschwung aus einer Verbreiterung des Güterstroms (ohne Preissteigerung) oder aus einer Verschiebung der Anteile daran aufgebracht wird, ist jedoch von großer Bedeutung, worauf sich in früheren Konjunkturzyklen die Investition erstreckt hat, ob sie einen wohlausgerüsteten Produktionsapparat hinterlassen haben oder mehr große Anlagen nicht produktiven Charakters. Hier berührt sich die kurzfristige mit der vorhergehenden langfristigen Betrachtung: **D a ß u n d i n w e l c h e m U m f a n g e** investiert wird, ist für die einzelne Konjunktur bestimmend, **w o r i n** investiert wird, für die gesamte Wirtschaftsentwicklung. Denn jede individuelle Konjunktur ist nicht etwa nur die zyklische Wiederholung eines bestimmten Vorganges, sondern auch ein Schritt vorwärts auf einem Entwicklungsweg.

Ohne die Ausdehnung des Kredits gäbe es keinen Aufschwung. Daß eine deflatorische Einengung des Kreditvolumens und der umlaufenden Geldmenge zur Depression und Einengung des wirtschaftlichen Umlaufs führt, bedarf heute wohl kaum mehr noch einer theoretischen Begründung und nach dem furchtbaren Anschauungsmaterial der Jahre von 1929 bis 1932 auch nicht mehr der empirischen Bestätigung. Die große Rolle, die in der modernen Wirtschaft die fixen Kosten spielen, und die praktische Unmöglichkeit, das Lohnniveau einem sinkenden Preisniveau anzupassen, lassen einen wirtschaftlichen Fortschritt bei sinkenden Preisen – wenn man von den Zeiten einer ungewöhnlichen Kostensenkung infolge technischer Verbesserung absieht – so gut wie unmöglich erscheinen. In der modernen Wirtschaft wird eine Verkleinerung des Kreditvolumens in der Regel auch immer eine Verkleinerung des Güterstroms bedeuten, d. h. also auch die Verringerung des Kapitals im volkswirtschaftlichen Sinne. Die als Kapital möglicherweise zur Verfügung stehenden Güter werden nicht oder vielmehr nicht in dem möglichen Ausmaß produziert, wenn die Kreditversorgung mit der Entwicklung des Produktionsapparates nicht Schritt hält. Oder aber es werden Gütermengen, die an sich zur

Durchführung von Investitionen verfügbar werden, wenn die Investitionen unterbleiben, durch Preisherabsetzung in den direkten Verbrauch gedrückt. (Das gilt insbesondere für landwirtschaftliche Produkte, deren Erzeugung schwer einzuschränken ist.) Was als Kapital dienen könnte, wird einfach verzehrt. Die Versorgung mit Kapital im volkswirtschaftlichen Sinn wird schlechter, wenn das Kreditvolumen eingeengt wird, einfach weil über Teile des Güterstroms nicht verfügt wird. Denn wie unsere bilanzmäßigen Betrachtungen zeigen (II, 3), wird durch Krediteinengung nirgends ein Vorrat an Kaufkraft angesammelt, die Entziehung von Kaufkraft an der einen Stelle wird nicht durch Vermehrung der Kaufkraft an einer anderen Stelle ausgeglichen. Dies kann nur dadurch geschehen, daß sie von den Banken als Kredit wieder zur Verfügung gestellt werden.

Kompliziert wird das Problem des Gleichklanges von Kreditschöpfung mit den produktiven Möglichkeiten einer Volkswirtschaft wie alle mit dem Geld zusammenhängenden Probleme dadurch, daß die gleiche Geldmenge verschiedene Wirksamkeit haben kann. Wenn auf die vorhandenen Bankguthaben keine Schecks gezogen werden, wenn sie nicht zum Kaufen ausgenutzt werden, so sind sie als Geld unwirksam, genau so unwirksam wie bares Geld, das in den Strumpf gesteckt wird. Es ist vollkommen zutreffend, wenn man von Depositenhortung spricht. Eine solche Depositenhortung kann nur durch Schaffung von Depositen, über die verfügt wird, kompensiert werden, falls dies nicht dadurch geschieht, daß die gehorteten Guthaben durch Effektenkauf an Wirtschaftssubjekte gelangt, die darüber verfügen. Wie eine moderne Bankpolitik diesen Prozess fördern und lenken kann, werden wir im nächsten Abschnitt betrachten.

In diesem Zusammenhang dürften einige Bemerkungen zu der Frage angebracht sein, ob Sparen deflatorisch wirkt, ohne das etwa das gesamte Sparproblem von uns aufgerollt werden kann, gehört es zu unserem Thema, seiner monetären Seite einige Aufmerksamkeit zu schenken. Wenn, wie wir sehen, die Hortung von Depositen deflatorisch, d. h. ebenso wie eine Verringerung des Giralgeldes wirkt, so gilt dies natürlich auch dann, wenn diese Hortung in der löblichen Absicht vorgenommen wird, zu sparen. Wenn sie Banken durch die Hortung von Depositen nicht zur Ausdehnung ihrer Kredite veranlaßt werden – und, wie wir auch noch sehen werden, ist dies ohne eine zielbewußte Bankpolitik im allgemeinen nicht der Fall – so wirkt Sparen in der Form von Depositenhortung deflatorisch. Wenn dagegen die Sparer Effekten kaufen, so entlasten sie die Bankbilanz durch Konsolidierung (II, 2), sie ermöglichen den Banken, neue Kredite zu gewähren, ohne das deswegen

bestehende gekündigt werden müssen. Oder aber sie treten damit ihre Guthaben an solche Wirtschaftssubjekte ab, die wieder darüber verfügen. Das Sparen bei den Sparkassen steht dem Effektenkauf ungefähr gleich, da die Sparkassen ihrerseits Effekten kaufen oder Hypotheken gewähren, d. h. langfristige Kreditwährungen machen, durch die die Bankbilanz von bisher kurzfristigen entlastet werden. Daß Sparen die Quelle der Kapitalbildung ist, bleibt eine unerschütterliche Wahrheit. Je mehr Ansprüche von den Einkommensbezieheren an den Güterstrom nicht geltend gemacht werden, desto mehr Ansprüche können durch Kreditgewährung zugunsten von Unternehmern kreiert oder übertragen werden. Nur muß dafür Sorge getragen werden, daß dies auch wirklich geschieht, damit der Sparakt nicht deflatorisch wirkt. Daß dies in der Geldwirtschaft möglich ist, daß es oft genug große Bedeutung hat, kann auch von dem begeistertsten Sparpropagandisten nicht bestritten werden.

Alle diese Beobachtungen führen zu dem Resultat, daß die Ausdehnung des Kreditvolumens auf jeden Fall Kapital beschafft, unter gewissen Umständen und im gewissen Sinne aber auch sogar das Kapital schafft, das den Unternehmungen zur Verfügungen gestellt wird. Damit wird in keiner Weise die Behauptung aufgestellt, daß man „aus Luft“ oder „aus Papier“ Kapital schaffen könne. Wir glauben deutlich genug zum Ausdruck gebracht zu haben, daß immer der Güterstrom tatsächlich das Kapital liefert, entweder durch Verbreiterung oder durch Anteilverschiebung. Die Elastizität des Kapitalfonds beruht darauf, daß eine von diesen beiden Möglichkeiten immer besteht. Das Problem einer planmäßigen Kreditpolitik besteht darin, zu vermitteln, welche von diesen Möglichkeiten ihr gegeben ist und wie sie davon Gebrauch machen soll.

Kapitel IV

Die Steuerung des Kreditsystems

1. Der Wandel der kreditpolitischen Aufgabe

„The monetary system of this country must be a managed system. It is not advisable or indeed practicable to regard our monetary system as an automatic system“.⁵³

Die Wandlung der bankpolitischen Auffassungen – entsprechend den Wandlungen des Kreditsystems – konnte wohl kaum stärker zum Ausdruck kommen als dadurch, daß diese lapidaren Sätze in dem Bericht einer offiziellen britischen Kommission Angelpunkte ihrer bankpolitischen Empfehlungen werden konnten. Es ist doch ein gewaltiger Unterschied, ob solche Empfehlungen in allgemeiner Form in einem wissenschaftlichen Wert zur Erwägung gestellt werden, oder ob eine Kommission, eingesetzt und praktische Heilmittel gegen aktuelle Nöte in Finanzen und Wirtschaft zu suchen, im vollen Bewußtsein ihrer großen Verantwortung solche Ratschläge gibt. Es mag in Erstaunen versetzen, daß dies gerade in dem Land geschehen ist, in dem auch heute noch die Grundsätze des ökonomischen Liberalismus stärkste Geltung haben. Doch darf man nicht vergessen, daß auch im vorigen Jahrhundert England es war, das mit der Bankakte von 1844 einen bis dahin ziemlich freien Teil des Wirtschaftsorganismus, das Notenbankwesen, einer gesetzlichen Regelung unterwarf, sogar einer sehr starren Regelung. Die besondere Funktion, die Geld und Kredit im Wirtschaftsleben ausüben, hatte sich damals bereits so deutlich manifestiert, daß auch eine grundsätzlich liberal eingestellte Politik an der Notwendigkeit des staatlichen Eingriffs nicht vorbeikam. Es hat auch seitdem immer eine bewußte Notenbankpolitik gegeben, auch wenn man sonst noch so sehr dem Grundsatz des „laissez-faire“ entsprechend Wirtschaftspolitik machte.

Dennoch besteht zwischen tiefer traditioneller Notenbankpolitik und dem, was man heute unter „managed currency“ oder „monetärer Konjunkturpolitik“ oder „aktiver Kreditpolitik“ – alle diese Ausdrücke bezeichnen praktisch dasselbe – versteht, ein ganz grundlegender Unterschied. Die traditionelle Notenbankpolitik glaubte, sich in der Goldwährung selbst eine Norm geschaffen zu haben, die ihr

⁵³ Macmillan Report, S. 118 (Nr. 280)

weitergehende selbständige wirtschaftspolitische Entschlüsse ersparte. Alle ihre Maßnahmen gruppieren sich um das eine Ziel, die Goldparität aufrecht zu erhalten, wenn möglich unter Einhaltung der im jeweiligen Notenbankgesetz vorgesehenen Deckungsvorschriften und unter Aufrechterhaltung der Einlösung der Noten in Gold. Man ging von der Vorstellung aus, daß ein gesundes Geldwesen – wobei „gesund“ eben jene Aufrechterhaltung der Goldparität heißt – alles übrige von selbst in Ordnung kommen läßt. Die orthodoxen Verfechter der Goldwährung verwiesen zur Bestätigung Ihrer Auffassung gern auf die günstigen Erfahrungen, die man in den fünf Jahrzehnten vor dem Kriege mit ihr gemacht hätte. Mit Recht ist ihnen entgegengehalten worden,⁵⁴ daß gerade in dieser Zeit den Übergang zur Goldwährung, den ein Land nach dem anderen vollzog, eine steigende Goldproduktion erleichterte. Vor allem ist dies aber gerade das Zeitalter der Ausbreitung des Scheckdepositenwesens, also des Wachstums des Giralgeldes. Auf diese Weise konnte die Steigerung des Geld- und Kreditvolumens stattfinden, die eine notwendige Voraussetzung der Ausdehnung des Produktionsvolumens ist.

Der Versuch, die Goldwährung international wieder nach Art der Vorkriegszeit aufzubauen und zu handhaben, ist in den Jahren 1931 – 1933 zusammengebrochen. Warum dies geschah, läßt sich kaum in wenigen zusammenfassenden Sätzen darlegen. Eine eingehendere Darlegung würde uns zu weit vom Wege abführen. Jedenfalls hat dieser Zusammenbruch eine Handhabung der Währungs- und Kreditpolitik zum Durchbruch verholfen, die wohl vorher schon von wissenschaftlicher Seite empfohlen war, die im Macmillan-Report, wenn auch mit einigen vorsichtigen Vorbehalten, angeraten wird, die sich aber erst unter dem Druck der Weltwirtschaftskrisis in der Praxis Geltung verschaffen konnte. Die furchtbaren Zerstörungen, die diese Krisis in allen Ländern anrichtete, haben es erzwungen, die Kredit- und Währungspolitik nicht mehr in erster Linie in den Dienst der Aufrechterhaltung der Goldwährung in dem oben beschriebenen Sinn zu stellen, sondern mit ihr vor allem eine Belebung der Wirtschaft zu versuchen. Die Aufrechterhaltung der Goldwährung wurde diesem Zweck untergeordnet, teils hat man auf eine feste Beziehung zu Gold (vorläufig?) verzichtet (England), teils hat man ein neues Verhältnis der Währungseinheit zum Gold hergestellt, das einer aktiven Kreditpolitik weiten Spielraum schafft (USA), teils hat man die Aufrechterhaltung der Goldparität durch eine eingehende Kontrolle des

⁵⁴ R. G. Hawtrey: *Währung und Kredit*, Jena 1920. S. 307.

Zahlungsverkehr mit dem Ausland sichergestellt und dadurch die nötige Bewegungsfreiheit für die innere Kreditpolitik gewonnen (Deutschland).

Es sind weniger die heute angewandten technischen Methoden der Kreditpolitik, welche das Neuartige der modernen Notenbank- und Kreditpolitik ausmachen. Wie wir sehen werden, sind hierbei fast durchweg vorhandene Ansätze entwickelt und ausgenutzt worden. Es handelt sich aber um mehr, es handelt sich um eine veränderte Zielsetzung. Die Kreditpolitik soll das Wirtschaftsleben fördern und lenken, sie soll trotzdem die wirtschaftliche Bewegungsfreiheit und Selbstverantwortung der einzelnen Wirtschaftssubjekte nicht aufheben, aber das Feld, auf dem sich diese bewegen, wird nicht mehr sich selbst oder dem Zufall überlassen, sondern sorgfältig abgesteckt und gepflegt.

Wollen wir versuchen, diese Zielsetzung etwas schärfer in ökonomischen Ausdrücken zu umschreiben, so müssen wir an unsere Betrachtungen über die Elastizität des Kapitalfonds anknüpfen und sie kombinieren mit unserer Darstellung der Arbeitsweise des modernen Kreditsystems. Auf der einen Seite ist der Kapitalfonds, wie wir sahen, elastisch, kann durch Verbreiterung des Güterstroms oder anderer Verteilung der Anteile daran mehr oder weniger erweitert werden; und zwar gerade dadurch, daß er beansprucht wird. Auf der anderen Seite hängt die Beanspruchung des Kapitalfonds davon ab, in welchem Grade Kredit gewährt und ausgenutzt wird. Es ist nicht so, daß dieser Überschuß dann durch niedrigere Zinssätze und größere Kreditwilligkeit eine Widerausdehnung des Kredits ohne weiteres herbeiführt. Die Nichtausnutzung von Kredit führt vielmehr zunächst zu Stockung und Schrumpfung und deren Überwindung durch Wiederausdehnung des Kredits ist keineswegs so sichergestellt, daß man von einem automatischen Funktionieren der Gegenbewegung sprechen kann. Andererseits besteht auch keine Sicherheit, daß die Elastizität des Kapitalfonds nicht übermäßig ausgenutzt wird durch eine allzugroße Ausdehnung des Kreditvolumens, die zu einem unheilvollen, soziale und politische Spannungen erzeugenden Grad des erzwungenen Sparens (Inflation) führt. Es ist richtig, daß einer solchen Ausdehnung des Kredits bei internationaler Geltung der Goldwährung gewisse Grenzen gezogen sind. Und sobald man sich klar macht, daß diese Begrenzung nicht funktionieren würde, wenn alle Goldwährungsländer im gleichen Schritt übermäßige Kreditausweitung treiben, sieht man, daß diese Begrenzung außerhalb des eigentlichen Zusammenhangs zwischen Kapitalfonds und Kredit liegt. (Im übrigen scheint es heute auch nicht mehr zufällig, das internationale Vorherrschen der Goldwährung als Grundlage der Betrachtung zu wählen.)

Tatsächlich besteht keine automatisch und zuverlässig funktionierende Koppelung zwischen Kapitalfonds und Kreditvolumen. Diesen Zusammenhang bewußt herzustellen, ist der Inhalt moderner Kreditpolitik.⁵⁵

Gehen wir nun einen Schritt weiter und fragen, nach welchen Symptomen sich eine moderne Kreditpolitik zu orientieren hat, so kann darauf keine einfache Antwort gegeben werden. Die Aufgabe, die solcher Kreditpolitik gestellt ist, erschöpft sich ja nicht in der Herstellung des Zusammenhanges zwischen Kapitalfonds und Kreditvolumen. Wenn wir die politische Wirklichkeit betrachten, so werden mit einer solchen Zielsetzung auch immer soziale Probleme verbunden sein. Das Gleichgewicht kann z. B. angestrebt werden bei starrer Innehaltung eines bestimmten Reallohniveaus; jedoch muss dann, wenn dieses zu hoch gesetzt ist, ein entsprechender Grad von Arbeitslosigkeit in Kauf genommen werden. Denn der Beschäftigungsgrad ist das beweglich bleibende, wenn Preisniveau einerseits und Lohnniveau andererseits starr festgehalten werden, wie dies in dem Vorschreiben eines bestimmten Reallohniveaus beschlossen ist (Beispiel England nach dem Krieg bis 1931). Ist nur das N o m i n a l – Lohnniveau vorgeschrieben, so hat man die Wahl zwischen höherem Preisniveau oder geringerem Beschäftigungsgrad. Ist der Beschäftigungsgrad vorgeschrieben, so müssen entweder Lohnniveau oder Preisniveau beweglich sein. Bei der Wahl des Preisniveaus darf das Problem nicht übersehen werden, das in den aus der Vergangenheit herrührenden Schuldenbeziehungen gegeben ist. Wird das Preisniveau höher gesetzt als zur Zeit der Entstehung der Schulden, so werden die Schuldner begünstigt, wird das Preisniveau herabgedrückt, so haben die Gläubiger einen Gewinn davon. Beide Möglichkeiten schließen wirtschaftliche und soziale Folgeerscheinungen besonderer Art in sich. Bei alledem haben wir angenommen, daß das Problem des Wechselkurses gegenüber dem Ausland in irgendeiner wirksamen Weise ausgeschaltet ist. Diese – jeweils nur in einem Satz angedeutete – Möglichkeiten können hier nicht im einzelnen durchdacht werden – man müßte ein besonderes Buch darüber schreiben. Mit der Anführung einer Reihe von Varianten soll nur gezeigt werden, unter wie mannigfachen Gesichtspunkten die moderne Kreditpolitik abwandelbar ist,

⁵⁵ Die Untersuchung des Verhältnisses von „Sparrate und Investitionsrate“ bildet den Hauptinhalt von J. M. Keynes 1931 erschienenem Werk *Vom Gelde*.

auch wenn ihr als Grundrichtung das Gleichgewicht an Preisniveau zeigt eine äußere Ähnlichkeit mit der traditionellen Kreditpolitik, bei der ja die Regulierung des Preisniveaus das nachhaltig wirksame Mittel zur Erhaltung der Wechselkursparität war. Die Einbeziehung der anderen Gesichtspunkte zeigt die Erweiterung der Aufgabe.⁵⁶

Es handelt sich heute also nicht mehr nur darum, daß die Notenbank ihren Status und damit die Stabilität der Währungsverhältnisse hinsichtlich Wechselkurs, Notendeckung und Einlösbarkeit usw. schützt. Selbst wo diese Beschränkung der Aufgabe in Literatur und Presse scheinbar noch aufrechterhalten wird, ist die Praxis längst darüber hinweggegangen. Die Notenbank muß heute suchen, das gesamte Kreditsystem zu steuern. Zu diesem Zweck muß sie auf die Gebarung der Kreditbanken einen maßgebenden Einfluß gewinnen. Unsere Darstellung der Arbeitsweise des modernen Kreditsystems hat gezeigt, daß die Geldschöpfung zum wesentlichen Teil auf der Schaffung von Scheckguthaben (Sichtdepositen) durch die Kreditbanken beruht. Es wurde dabei auch bereits auseinandergesetzt, daß die Neigung der Kreditbanken, ihre Kredite auszudehnen, zum wesentlichen Teil – allerdings nicht ausschließlich – von ihrer Liquidität abhängt, d. h. von dem Verhältnis des verfügbaren Bar- und Notenbankgeldes – nennen wir sie kurz Barmittel – zu ihren Verpflichtungen. Für die Frage der Liquidität kommt natürlich an erster Stelle der bereits vorhandene Bestand an Barmitteln in Betracht. Noch wichtiger aber ist die Frage, ob und in welchem Umfange und zu welchem Preise die Mittel ergänzt werden können. Welchen Bestand an Barmitteln die Kreditbanken im allgemeinen durchschnittlich unterhalten, ist eine Frage teils der Tradition, teils der Gesetzgebung (unter Umständen ist die Tradition in dieser Hinsicht enger und fester als ein Gesetz, wie das Beispiel Englands zeigt.⁵⁷ Die Bedingungen aber, unter denen dieser Bestand gegebenenfalls aufgefüllt werden kann, hängen von der Haltung der Notenbank ab, von ihr wird also der Umfang, in dem sich Kreditbanken in weitere Geschäfte einlassen können, begrenzt, nötigenfalls werden sie dadurch sogar zum

⁵⁶ Siehe hierzu Keynes: *Vom Gelde*, S. 169: „Es gibt auf dem Gebiet der monetären Praxis keinen schädlicheren Irrtum als den Glauben, daß die Bankrate ihren Dienst getan habe, wenn sie eine Senkung des Preisniveaus herbeigeführt hat, einerlei ob dies auf Verlustverläufe oder Senkung der Produktionskosten zurückzuführen ist.“

⁵⁷ Siehe hierüber den Aufsatz von Friedrich Lutz: *Zur Theorie des Geldmarktes*. Zugleich eine Analyse des englischen Geldmarktes bei freier Währung. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 42. Band, Heft 2, insbesondere Seite 218.

Abbau ihres bisherigen Engagements gezwungen. Wichtig ist schließlich noch, daß über diese Haltung der Notenbank die Kreditbanken richtig orientiert sind. Es genügt z. B. nicht, daß die Notenbank an sich bereit wäre den Kreditbanken nötigenfalls noch mehr Wechsel zu diskontieren oder Effekten abzukaufen (sei es direkt, sei es über den Markt), die Kreditbanken müssen dies auch wissen, wenn sie daraus die Konsequenzen einer liberalen Kreditpolitik oder auch nur einer Stillhaltung gegenüber eingefrorenen Debitoren ziehen sollen.⁵⁸

Es kommt für die Expansionslust oder Restriktionsneigung also auch darauf an, wie liquide sich die Kreditbanken fühlen.

2. Diskontpolitik

Daß man durch Erhöhung oder Ermächtigung des Satzes, zu dem die Notenbank Wechsel diskontiert, das Preisniveau beeinflussen kann, ist eine Weisheit, die über hundert Jahre alt ist. Die traditionelle Kreditpolitik betrachtete diese Wirkung unter dem Gesichtspunkt des Währungsschutzes. Indem man durch Diskonterhöhung das Preisniveau drückt, wirkt man auf die Zahlungsbilanz im Sinne einer Aktivierung, „verbessert“ den Wechselkurs und zieht – falls international das Goldwährungssystem vorherrscht – Geld aus dem Ausland heran. Die Erkenntnis dieses Zusammenhanges hat lange Zeit hindurch die Diskontpolitik zum klassischen Instrument der Notenbankpolitik gemacht. Dabei hat sich schon seit langem die Erkenntnis aufgedrängt, daß die Festsetzung des Diskonts unter dem Gesichtspunkt des „Schutzes der Währung“ häufig genug mit den inneren Wirtschaftsbedürfnissen nicht im Einklang steht. In den Klagen hierüber, in den Versuchen, in irgendeiner Form ihnen Rechnung zu tragen, drängt sich unmerklich der konjunkturpolitische Gesichtspunkt in die Notenbankpolitik, lange bevor die Praxis den Betrachtungen der monetären Konjunkturtheoretiker Beachtung schenkte. Solange jedoch die freie oder doch wenigstens relativ freie Goldwährung in den maßgebenden Ländern der Weltwirtschaft vorherrschend war, konnte dieser konjunkturpolitische

⁵⁸ Im Jahre 1932 beruhte z. B. in Deutschland das Bestreben der Kreditbanken, ihre Debitoren abzubauen, sicher auf dem Gefühl, ihre in der Bankenkrise von 1931 stark gestiegenen Rediskontverpflichtungen bei der Reichsbank schnellstens abbauen zu müssen, obwohl die Reichsbank nicht eigentlich darauf drängte; die Reichsbank erklärte andererseits aber auch nicht, daß der Abbau des Engagements nicht dringlich sei.

Gesichtspunkt selbst bei bestem Willen der Notenbankleiter nur eine untergeordnete Rolle spielen, da ein längerer dauernder Geldabfluß in einem solchen Währungssystem nicht ertragen werden kann, so bleibt die Frage, welche Wirkung er auf diese ausübt, doch auch für diesen Fall bestehen. Daß sie erheblich an Interesse gewinnt, wenn, wie dies augenblicklich meist der Fall ist, die Notenbankpolitik wesentlich unter inneren Gesichtspunkten betrieben wird, nachdem man die äußeren irgendwie ausgeschaltet hat, liegt auf der Hand.

Man muß hinsichtlich der Wirksamkeit der Diskontpolitik, die ja ein beliebtes Thema schon seit langen Jahren ist, zwei Fragen unterscheiden, wenn nicht Verwirrung entstehen soll. Es handelt sich zunächst einmal darum, wie die Diskontfestsetzung der Notenbank innerhalb des Kreditsystems wirkt, genauer gesagt, welche Wirkung sie auf die übrigen Zinssätze hat. Hiervon ist zweckmäßig zu sondern die Frage, welche Wirkung die Diskontpolitik über das Kreditsystem hinaus auf die allgemeine Wirtschaftslage hat, genauer gesagt, wie sie auf Investitionstempo und Kreditinanspruchnahme oder, wie wir uns nach unseren früheren Betrachtungen ausdrücken können, auf die "Ausnutzung der Elastizität des Kapitalfonds" einwirkt. Natürlich hängt die Beantwortung der zweiten Frage von der ersten weitgehend ab, jedoch nicht ausschließlich, und deswegen bedarf sie einer gesonderten Behandlung.

Der Zusammenhang zwischen den Zinssätzen des Bankkredits und dem Notenbankdiskontsatz ist ziemlich einfach zu erkennen. Es ist klar, daß die Notenbank durch Ermäßigung ihres Diskontsatzes den Satz, zu dem die Kreditbanken Wechsel diskontieren, ohne weiteres herabdrücken kann. Denn niemand von ausreichender Bonität wird bereit sein, der Kreditbank einen höheren Diskont zu bewilligen, wenn die Notenbank ihm gegebenenfalls den Wechsel zu niedrigerem Diskont abzunehmen bereit ist. Indirekt findet auch eine Einwirkung auf die sonstigen Bankzinssätze statt, da einerseits die Kosten der Geldbeschaffung für die Banken geringer geworden ist, andererseits die Konkurrenz sowohl der Kreditformen untereinander wie auch der Banken untereinander eine solche Ermäßigung der Debetzinssätze erzwingt. In dem Grad, in dem die Konkurrenz der Banken untereinander ausgeschaltet ist (Konditionenkartell) oder eine Konkurrenz der Kreditformen nicht gegeben ist, etwa weil gewisse Kontokorrektkredite nicht in Wechselkredite verwandelt werden können, könnte die Einwirkung von Diskontveränderungen auf die übrigen Bankzinssätze unter Umständen schon abgedämpft sein. In der Praxis ist diese Einwirkung jedoch fast

immer gegeben, weil entweder die Konkurrenz ausreichend ist oder aber die Konditionenkartelle der Banken unter einer gewissen öffentlichen Kontrolle stehen (Bankenkommissar). Notwendigerweise müssen dann auch die Zinsen herabgesetzt werden, die die Banken auf bei ihnen unterhaltene Guthaben gewähren. Daher kann man sagen, daß eine Herabsetzung des Diskontsatzes der Notenbank fast immer die Zinsen der Bankkredite herabdrückt.

Die Erhöhung des Notenbanksatzes wird in der Regel auch in ähnlicher Weise die Zinsen der Bankkredite erhöhen. Denn man muß doch wohl als Regelfall annehmen, daß die Notenbank den Diskont dann erhöht, wenn die Nachfrage nach Wechselkredit rege ist und sie durch den höheren Diskont eingeschränkt werden soll. Gewinnstreben der Banken überhaupt wie auch vermehrte Kosten der Geldbeschaffung ziehen dann ohne weiteres auch eine Erhöhung der Zinsen der Bankkredite nach sich. Die indirekte Einwirkung auf die Zinssätze der nicht in der Form des Wechseldiskonts gegebene Kredite der Banken ist vielleicht im Falle der Erhöhung noch sicherer als im Falle der Ermäßigung des Wechseldiskonts.

Nun ist hierbei ein häufig erörterter Ausnahmefall gegeben, nämlich der, daß die Notenbank den Diskont auch dann erhöhen oder wenigstens hochhalten will, wenn die Nachfrage nach Wechselkredit im Nachlassen oder überhaupt nicht rege ist. Dieser Zustand tritt, wie wir bereits erwähnten, regelmäßig beim Übergang in eine Depression ein, wenn der Rückgang der Lohnsumme den Bedarf nach Barmitteln herabgesetzt hat. (Dies ist einer der wenigen Fälle, in dem die in den Geldmarktberichten so beliebte Vokabel von der „Freisetzung“ von Geld wirklich angebracht ist.) Solange dieser Überschuß an Barmitteln besteht, wird er die Zinssätze am Geldmarkt drücken. Die Bemühungen der Notenbank, durch eine über den Geldmarkt herrschenden Satz hinausgehende Diskontfestsetzung das Zinsniveau zu erhöhen, werden vergeblich sein, solange ein solcher Überschuß vorhanden ist. Wenn nun die Versorgung mit Barmitteln im wesentlichen auf Rediskontierungen bei der Notenbank beruht, so muß dieser Überschuß allmählich von selbst verschwinden. Denn man wird natürlich, ohne daß dazu eine besondere Aufforderung der Notenbank nötig ist, die Rediskontierungen bei ihr einschränken, solange ihr Diskont höher ist als der des Geldmarktes. Anders ist es, wenn die Barmittelversorgung zum wesentlichen Teil auf einer früheren Emission von Noten gegen Gold, Devisen, Staatsschuldtitel u. ä. beruht, wenn also die Rediskontverschuldung der Banken und anderer Kreditnehmer nicht ins Gewicht fällt. Dann kann der höhere Diskontsatz nicht wirksam

werden, einfach weil er ja praktisch nirgends gezahlt werden muß. In diesem Fall müssen andere Mittel angewendet werden, wenn die Notenbank an ihrer Absicht, das Zinsniveau am Geldmarkt zu erhöhen, festhält.

Es ergibt sich nun die Frage, wann überhaupt die Notenbank zu der paradox anmutenden Politik sich veranlaßt sehen kann, eine Flüssigkeit des Geldmarktes und entsprechend niedrige Zinssätze zu bekämpfen, da ein solcher Zustand doch nur in der Depression oder im ersten Stadium einer Aufschwungperiode gegeben ist und eine Erhöhung des Zinsniveaus doch geeignet wäre, die Depression zu verlängern oder einen beginnenden Aufschwung abzubremesen. Tatsächlich kann für eine solche Haltung nur der Gesichtspunkt der Wirksamkeit des Diskonts „nach außen“, also auf den Wechselkurs oder den Goldvorrat, maßgebend sein. Nur wenn die Zinssätze am heimischen Geldmarkt so weit von entsprechenden ausländischen sich entfernen, daß im größeren Umfange vom Ausland am heimischen Geldmarkt geborgt wird und durch den Abzug der geborgten Beträge ein Druck auf den Wechselkurs oder ein Abfluß von Gold zu erwarten ist und diese Bewegungen als unerwünscht zu betrachten sind, ist der Versuch der Notenbank, dem Geldmarkt einen höheren Zinssatz aufzuzwingen, wirklich begründet. Die allgemeine Redensart, die Notenbank „habe die Herrschaft über den Geldmarkt verloren“, kann nicht als ausreichende Begründung anerkannt werden, da ja eine solche Flüssigkeit des Geldmarktes bekanntlich nicht ewig dauert, sondern im weiteren Verlauf des Aufschwungs aufhört, mithin die Herrschaft über den Geldmarkt gerade dann in die Hand der Notenbank zurückkehrt, wenn sie sie wirklich braucht. Ferner muß noch bemerkt werden, daß ein Abfluß von Gold oder Druck auf den Wechselkurs infolge niedriger Geldmarktsätze nur dann in Frage kommt, wenn ein freier Geld- und Kreditverkehr mit dem Ausland gegeben ist und dieser einen nennenswerten Umfang hat, wie dies in London der Fall ist. Es muß auch darauf hingewiesen werden, daß der Goldabfluß oder der Druck auf den Wechselkurs selbst die unerwünschte Kreditnahme des Auslandes oder die Flüssigkeit am Geldmarkt zu korrigieren geeignet sind.

Es wäre nicht nötig, bei diesen Dingen zu verweilen, wenn es nicht so eine weit verbreitete Gewohnheit wäre, eine zeitweise Ausschaltung der Notenbank durch außerordentliche Geldflüssigkeit ohne weiteres als ein großes Unglück hinzustellen und dies als ein besonders starkes Argument für die Unwirksamkeit der Diskontpolitik hinzustellen. Es ist durchaus nicht nötig und immer erwünscht, daß die Notenbank einer starken

Geldflüssigkeit und sehr niedrigen Geldmarktzinsen alsbald ein Ende macht, da dieser Zustand eine sehr wichtige wirtschaftspolitische Funktion auszuüben hat. Gerade weil wir wissen, daß die modernen Notenbanken sehr wirksame Mittel außer der Diskontpolitik haben, um ihren Willen dem Geldmarkt aufzuzwingen, muß vor einer mechanisch an dem Schlagwort „Herrschaft über den Geldmarkt“ orientierten Anwendung dieser Mittel gewarnt werden. Man hat in der traditionellen Erörterung allzu bedenkenlos ein Problem, das am Londoner Geldmarkt und für die englische Kreditpolitik wegen des riesigen internationalen Kreditgeschäfts Londons bedeutsam ist, ohne weiteres auf andere Länder übertragen. Wenn heute die reine Diskontpolitik nicht mehr ausreichend erscheint, so ist die vorübergehende Ausschaltung der Notenbank durch Geldflüssigkeit dafür einer der geringsten Gründe.

Wenn also unserer Auffassung nach die Einwirkung der Diskontpolitik auf die Zinssätze des Geldmarktes und des Bankkredits im allgemeinen als ausreichend betrachtet werden muß, so kann dies hinsichtlich der Zinssätze für langfristige Kredite gerade nach den Erfahrungen der Nachkriegszeit nicht mehr rückhaltlos bejaht werden. Der langfristige Zins – man spricht gewöhnlich von Kapitalmarktzins – drückt sich aus in dem Verhältnis von nominalem Zinssatz festverzinslicher Wertpapiere zu ihrem Kurswert. Von diesem Verhältnis hängt es ab, zu welchem effektiven Zinssatz man sich durch Emission von Wertpapieren Geld beschaffen kann. Es ist nun nach unseren vorangegangenen Betrachtungen, insbesondere im Kapitel II, ohne weiteres klar, daß auf die Kursbildung der Wertpapiere der Geldmarktzins, den die Diskontpolitik weitgehend beherrscht, keinen *d i r e k t e n* Einfluß hat. Die landläufige Redensart, daß, wenn der Geldmarktzins erheblich unter dem Kapitalmarktzins liegt, „Gelder vom Geldmarkt zum Kapitalmarkt fließen“, stellt den Sachverhalt, milde gesagt, reichlich ungenau dar. Es werden in der Regel nämlich nicht Mittel, die am Geldmarkt ausgeliehen werden, in Effekten „angelegt“. Am Geldmarkt tauschen die Banken ihre vorübergehend verfügbaren Barmittel aus; als Anlagen kommen nur solche in Frage, die gegebenenfalls bei der Notenbank verwertbar sind. Das sind in der Regel nicht Effekten, ausgenommen im Falle der späterhin zu betrachtenden Offen-Markt-Politik der Notenbank. Die Übertragung niedriger Zinssätze vom Geldmarkt auf den Kapitalmarkt muß im wesentlichen auf einem anderen Wege erfolgen. Im Zusammenhang mit den niedrigen Geldmarktzinsen werden auch die Zinsen, die die Kreditbanken für die bei ihnen unterhaltenen Guthaben vergüten, herabgesetzt. Hierdurch werden die Inhaber von Bankguthaben bewogen, Effekten zu kaufen, um in den Genuß höherer Zinsen zu gelangen. (Wie sich dieser Vorgang abspielt,

haben wir in Kapitel II, Fall 2: Konsolidierung dargestellt.) Es ist also eine sehr indirekte Wirkung, die von der Diskontpolitik auf den Zins für langfristige Ausleihungen ausgeht. Denn es sind gar nicht die Mittel des Geldmarktes, die hauptsächlich für längerfristige Ausleihungen in Frage kommen. Der niedrige Geldmarktzins kann durch die Herabdrückung der für Guthaben gewährten Zinsen nur eine gewisse Reizwirkung auf die Inhaber solcher Guthaben ausüben. Diese kann nun durch mancherlei Einflüsse aufgehoben werden. Da diese Frage schon in Kapitel II unter Fall 2 und Fall 4 behandelt wurde, begnügen wir uns damit, daran zu erinnern, daß aus vielen Gründen die potentiellen Effektenkäufer es vorziehen können, ihr Bankguthaben zu behalten und auf Effektenkauf zu verzichten trotz des damit verbundenen Zinsnachteils.

Im Hinblick auf die Wirksamkeit der Diskontpolitik ist hiermit nun tatsächlich eine Unzulänglichkeit festgestellt. Denn ein wichtiges Gebiet der Kreditwirtschaft ist nicht hinreichend unter ihrem Einfluß. Wie bedeutungsvoll diese Lücke ist, werden wir sehen, wenn wir uns nunmehr den Wirkungen der Diskontpolitik über das Kreditsystem hinaus zuwenden.

Da der Zins der Preis für Kredit ist, die Höhe des Zinses für den Kreditnehmer einen Kostenbestandteil darstellt, so ergibt sich aus einfacher Anwendung preistheoretischer Regeln, daß niedriger Zins die Ausdehnung des Kreditvolumens begünstigt, hoher Zins sie erschwert. Diese Auffassung stimmt im wesentlichen mit der traditionellen Kredittheorie überein. Wenn die moderne Theorie vom Geld- und Kreditwesen etwas am Hergebrachten zu korrigieren hat, so ist es eine gewisse rein quantitative Betrachtungsweise, die sich daraus ergibt, daß die traditionelle Theorie sich den Kredit, der zur Verfügung gestellt werden kann, als einen starr begrenzten Vorrat vorstellt. Anhänger dieser Vorstellung können daher in Erstaunen geraten, daß am Höhepunkt einer Konjunktur, wenn die Menge sowohl des Bar- und Notenbankgeldes wie auch des auf Bankkredit beruhenden Giralgeldes stark vermehrt ist, der Zins hoch ist, während er am Ende einer Depression, wo die umlaufenden Barmittel und das Giralgeld durch Rückzahlungen und Konsolidierung verringert ist, der Zins niedrig ist. Sieht man dagegen das moderne Geld- und Kreditsystem so wie es wirklich ist – deshalb haben wir seine Arbeitsweise im Kapitel II so eingehend dargestellt – so erkennt man ohne weiteres, daß das als zinsbestimmender Faktor wirksame Angebot der Kredit ist, d e r n o c h g e w ä h r t k a n n, woraus sich die erwähnten Erscheinungen – hoher Zins am Höhepunkt der Konjunktur,

niedriger Zins am Ende der Depression – zwanglos aufklären. Mit dieser Modifizierung bleibt die traditionelle Auffassung aber durchaus richtig.

Demgemäß wäre die Diskontpolitik wirksam für den Wirtschaftsverlauf, insoweit sie tatsächlich für den Zins bestimmend ist. Das gilt weitgehend für den Zinssatz für kurzfristigen Kredit. W i c k s e l l hat darauf seine bahnbrechende Theorie über Geldzins und Güterpreise aufgebaut, und ohne daß diese hier noch einmal im einzelnen entwickelt wird, ist es eine angenehme Pflicht, mit Bewunderung und Dankbarkeit festzustellen, daß die grundlegenden Erkenntnisse, zu denen die moderne Kredit- und Konjunkturtheorie geführt hat, in dem am Anfang unseres Jahrhunderts erschienen Werk Wicksells bereits enthalten sind. Sinken des Geldzinses bewirkt steigende Preistendenz. Der Geldzins ist bei Wicksell dem Realzins gegenübergestellt. Dies könnte leicht zu dem Mißverständnis führe, als existierte irgendwo in concreto ein Realzins, nach dem sich die den Geldzins bestimmende Diskontpolitik richten kann. In Wirklichkeit ist der Realzins nach Wicksell eine gedachte Größe, nämlich die Höhe des Zinses, bei der die Preise weder steigen noch sinken würden. Stellt man als Regel auf, daß der Geldzins dem Realzins entsprechen soll – wir wagen nicht, es in dieser Allgemeinheit zu tun – so würde dies praktisch die Forderung bedeuten, daß der Geldzins so manipuliert werden soll, daß das Preisniveau stabil ist. An sich aber ist der Geldzins eine vom Realzins unabhängige Größe. Seine Höhe hängt von Angebot und Nachfrage nach Geld ab, und die Manipulierung des Geldangebots durch die Kreditpolitik b e s t i m m t das Verhältnis des Geldzinses zum Realzins, bestimmt also, ob steigende oder sinkende Preistendenz herrschen soll.

Es ist nun eine sowohl in der traditionellen wie in der modernen Kredittheorie anerkannte Tatsache, daß niedriger Zins allein noch keine Konjunktur macht. Hieraus kann nicht auf eine beschränkte Wirksamkeit der Diskontpolitik, sondern der reinen Kreditpolitik überhaupt geschlossen werden. Mit diesem Problem werden wir uns später noch zu befassen haben. Tatsächlich ist aber auch ohnedies die Einwirkung der Diskontpolitik auf den allgemeinen Wirtschaftsverlauf unbefriedigend, wenn die Diskontpolitik nicht bis zur Beeinflussung des Zinssatzes für langfristigen Kredit durchdringt. Zur Klärung dieser Frage müssen wir etwas näher betrachten, auf welchem Wege der Diskont wirkt. Häufig wird der Zusammenhang einfach so dargestellt: Durch niedrigeren Diskont wird die Menge der umlaufenden Zahlungsmittel vermehrt und dementsprechend muß das Preisniveau steigen. Mit dieser primitiven Anwendung des quantitätstheoretischen Schemas ist nichts erklärt, denn

die Vermehrung der umlaufenden Zahlungsmittelmenge, die diskontpolitisch bewirkt wird, kann ja nur durch stärkere Beanspruchung von Kredit erfolgen, und es handelt sich gerade um die Frage, warum stärkerer Kredit in Anspruch genommen wird. Es ist die Meinung vertreten worden,⁵⁹ daß die Wirksamkeit der Zinsveränderung in der Sphäre des Handels beginnt, indem durch höheren Zins die Händler zur Verringerung, durch niedrigen Zins zur Vermehrung ihrer Läger veranlaßt werden. Aus der Vermehrung oder Verminderung der Läger ergeben sich dann die Anstöße zur Erhöhung oder Herabsetzung der Produktion mit weiteren Folgen für Einkommen usw. Mit Recht wird demgegenüber eingewendet, daß die Zinskosten selbst im Handel kalkulatorisch kein hinreichendes Gewicht haben, um einen Händler zu veranlassen, daraufhin seine Lagerdispositionen zu verändern. Denn sie machen weniger aus als selbst kleinere Preisschwankungen, wie sie alltäglich vorkommen. Ein solches Gewicht haben die Zinsen noch weniger innerhalb der laufenden Fabrikationskosten. Von maßgebendem Einfluß ist dagegen die Zinsbelastung bei der Frage, ob dauerhaftere Güter produziert werden sollen oder nicht. Ob z. B. ein Mietshaus gebaut werden soll, wird sehr stark davon beeinflußt, ob die Hypotheken zu einem Effektivzins von 5, 5½ oder 6 % zu beschaffen sind. Ähnlich ist es mit dem Bau einer Fabrik, eines Lichtspieltheaters u. ä. Die Erstellung derartiger Güter muß mit langfristigem Kredit finanziert werden, und der Zins für diesen ist maßgebend dafür, ob und in welchem Umfang sie erstellt werden sollen. Infolgedessen hängt der Beschäftigungsgrad der Industrien, die solche Güter herstellen, weitgehend vom Zins für langfristigen Kredit ab, und zwar werden nicht ihre Herstellungskosten, sondern wird die Kalkulation ihrer Auftraggeber davon beeinflußt.⁶⁰

Bei der kalkulatorischen Belastung langdauernd genutzter Güter liegt also der Angelpunkt der zinsmäßigen Beeinflussung des Wirtschaftsverlaufs.

Nunmehr ist deutlich erkennbar, warum die Tatsache, daß die Diskontpolitik, wie dies auch empirisch erwiesen ist, unter Umständen nicht auf den langfristigen Zinssatz einwirkt, von so großer Tragweite ist. Diese Lücke in der Wirksamkeit zeigt sich vor allem bei der Ermäßigung

⁵⁹ Von R. G. Hawtrey. Da Keynes (*Vom Gelde*, S. 158) Zweifel hat, ob Hawtrey heute noch diese Auffassung hat, darf auch ich nicht einfach Hawtrey dafür in Anspruch nehmen.

⁶⁰ Macmillan Report, S. 104.

des Diskonts. Natürlich kommt es auch vor, daß trotz erhöhten Diskonts eine Aktienhausse sich noch etwas fortsetzt und eine langfristige Kapitalbeschaffung durch Aktienemission zu relativ billigem Effektivzins noch eine Weile möglich ist. Auf die Kurve der festverzinslichen Werte muß aber eine Diskont e r h ö h u n g ziemlich schnell wirken, denn der Kapitalanleger wird nicht einsehen, warum er durch Effektenkauf Kursrisiko und langfristige Festlegung in Kauf nehmen soll, wenn er für sein Bankguthaben ebenso hohe Zinsen bekommen kann. Der umgekehrte Fall, daß der Herabsetzung der Bankzinsen keine entsprechende Herabsetzung der langfristigen Zinsen folgt, weil keine entsprechende Neigung zum Kauf von Effekten aufkommt, ist dagegen in der Nachkriegszeit häufig und lange Perioden hindurch zu beobachten gewesen und der große Abstand zwischen lang- und kurzfristigem Zins ist in Literatur und Presse eifrig erörtert worden.

Es könnte hiergegen nun eingewendet werden, daß häufig genug Warenpreise und Mengenumsätze nach einer Diskontermäßigung angezogen haben, bevor eine lebhafte Investitionstätigkeit eingesetzt hat. Sicher ist das richtig und dürfte besonders für die Vorkriegsjahrzehnte, die wir so gern als „normale Zeiten“ ansehen, zutreffen. Das beweist aber durchaus nicht, daß die Händlerdispositionen vom kurzfristigen Zinssatz maßgebend beeinflußt werden und der Diskont daher doch einen ziemlich unmittelbaren Einfluß auf den Wirtschaftsverlauf hat. Vielmehr ist es so, daß man in „normalen Zeiten“ e r w a r t e t, daß sich nach der Diskonterabsetzung eine Wirtschaftsbelebung ergeben wird, weil man dies in einer Reihe von Fällen erfahren und erlebt hat. Es ist also die Vorwegnahme einer erwarteten Nachfragebelebung durch Zunahme der Investition, die diese Reaktion hervorruft.⁶¹ Die eigentliche Ursache ist also diese Zunahme der Investition und wenn diese ausbleibt, so erweisen sich die vorweggenommenen Preissteigerungen und Voreindeckungen des Handels als Fehlspekulationen.

Sicher geht es viel zu weit, wenn man behauptet, daß die Diskontpolitik ihre Rolle ausgespielt hat. Daß aber die dargelegte Lücke in den bewegten Nachkriegszeiten sich sehr fühlbar machen mußte, erscheint nach dem Gesagten nur natürlich, und da die Wirtschaftspolitik nicht die Hände in den Schoß legen kann und abwarten, bis ruhigere Zeiten kommen – wozu brauchten wir dann eine Wirtschaftspolitik? So mußte

⁶¹ Keynes zitiert hierzu *Vom Gelde*, S. 159 eine sehr interessante Stelle aus Tooke.

eine Methode der Notenbankpolitik, die bis dahin nur als gelegentliche Ergänzung galt, stark in den Vordergrund treten.

3. Offen-Markt-Politik und „Reservesätze“

Unter den Rechten, die nach Ansicht der Verfasser des Macmillan Reports⁶² eine „Zentralbank“ besitzen muß, wird an erster Stelle das Recht zur Notenausgabe, an zweiter das Recht, Effekten zu kaufen, an vierter das Recht zu diskontieren genannt. Auch in dieser Aufzählung drückt sich der Wandel der Anschauungen aus. Noch vor zehn Jahren hätten wohl wenige banktheoretische Schriftsteller die Machtmittel, die zum Betreiben der Offen-Markt-Politik erforderlich sind, als gleich wichtig mit den zur Diskontpolitik notwendigen Machtmitteln aufgezählt. Der Macmillan Report nennt sie sogar vor der Diskontpolitik. Früher galt die Offen-Markt-Politik als ein kleines, gelegentlich auszuwertendes Hilfsmittel, keineswegs als ein unbedingt notwendiges Machtinstrument. Bezeichnenderweise war im Bankgesetz von 1924 der Reichsbank nicht das Recht eingeräumt, über ein geringes Maß hinaus Effekten zu kaufen und zu verkaufen. In den Jahren 1931/32 hat sich das als ein sehr lästiges Hemmnis erwiesen, 1933 wurde der Reichsbank durch eine Novelle zum Bankgesetz dieses Mittel in die Hand gegeben, von dem sie einen weisen und wirksamen Gebrauch gemacht hat.

Die technische Wirkungsweise der Offen-Markt-Politik haben wir im Kapitel II als Fall 4 an einem Beispiel dargelegt. Dabei handelte es sich um Open-Market-Politik mit dem Ziele einer Verflüssigung der Kreditbankbilanzen, bewerkstelligt durch Ankauf von Effekten durch die Notenbank. In gleicher Weise läßt sich natürlich eine Illiquidisierung der Kreditbankbilanzen durch Verkauf von Effekten durch die Notenbank erzielen. Es bedarf wohl kaum einer näheren Auseinandersetzung, daß der Ankauf von Effekten durch die neue Barmittel schafft, daß der Verkauf von Effekten durch sie dagegen die Beweismittel verringert.

Einer im wesentlichen auf Aufrechterhaltung der Goldparität oder wenigstens eines bestimmten Wechselkurses ausgerichteten Notenbankpolitik war die Offen-Markt-Politik eine wertvolle Ergänzung ihrer Machtmittel in dem oben dargelegten Fall, daß der Geldmarkt einer Diskonterhöhung der Notenbank nicht folgt (siehe S. 84 ff). Wenn durch Effektenverkauf der Notenbank der Überschuß an Barmitteln, auf dem die

⁶² Macmillan Report, S. 16.

temporäre Unabhängigkeit von der Notenbank beruht, beseitigt ist, so ist die Unabhängigkeit des Geldmarktzins vom Notenbankdiskont wieder hergestellt. Hauptsächlich in dieser Funktion erfreute sich die Offen-Markt-Politik auch in der traditionellen banktheoretischen Auffassung freundlicher Beachtung und Anerkennung. Es liegt aber auf der Hand, daß, gleichviel, ob man dies wünscht oder nicht, in jedem Fall die Offen-Markt-Politik stärker und direkter auf den Geldmarkt wirkt, als die Diskontpolitik.

Will eine Diskontermäßigung eine Auffüllung der Barmittel den Banken erleichtern, so führt ihnen der Effektenkauf der Notenbank einfach weitere Barmittel zu. Will eine Diskonterhöhung die Entnahme von Barmitteln hemmen, so nimmt der Effektenkauf der Notenbank dem Geldmarkt einfach einen Teil der Barmittel weg. Infolgedessen ist es durchaus möglich und unter Umständen zweckmäßig, die Offen-Markt-Politik an erster Stelle anzuwenden und die Diskontpolitik folgen zu lassen. Man kann also erst den Geldmarkt durch Effektenankäufe der Notenbank verflüssigen und seine Zinssätze zum Sinken bringen und dann „in Anpassung“ daran den Diskont senken. Oder man kann erst durch Effektenverkäufe den Geldmarkt versteifen, wonach man dann „nicht umhin kann“ auch den Diskont zu erhöhen. Eifrige Anhänger der Tradition könnten sich dann daran erfreuen, daß die Diskontpolitik entsprechend dem alten Ideal, daß die Notenbank nicht eingreifen, sondern nur reagieren soll, lediglich den Geldmarktzins „konstatiert“ und dementsprechend den Diskont festgesetzt hat. Bei nur etwas genauerer Betrachtung würden sie allerdings sehen müssen, daß das, was die Notenbank hier „konstatiert“, von ihr selbst geschaffen wurde.

Wenden wir uns nunmehr unserem eigentlichen Thema zu und betrachten die Offen-Markt-Politik unter dem Gesichtspunkt, inwieweit sie auf Ausdehnung oder Konfrontation des Kreditvolumens und damit auf „Ausnutzung des Kapitalfonds“ einwirkt, so liegt ein wesentlicher Teil ihrer Wirksamkeit natürlich schon in der Verstärkung oder Ersetzung der diskontpolitischen Wirkungen auf den Zins. Aber die „Ergänzung“ der Diskontpolitik durch die Offen-Markt-Politik geht viel weiter und ist von viel größerer Bedeutung. Sie füllt nämlich gerade die schwerwiegende Lücke aus, die in der mangelhaften Einwirkung der Diskontpolitik auf den langfristigen Zins gegeben ist. Der Ankauf von Effekten durch die Notenbank beeinflusst nicht nur den Geldmarkt durch Zuführung von Barmitteln, sondern auch den Effektenmarkt durch Hebung des Kursniveaus der Effekten. Dies aber ist gleichbedeutend mit der Senkung des Zinsfußes bei der Finanzierung langfristiger Anlagen. Die Notenbank

kann sich die Effekten, die sie im Kurs heben will, im Rahmen der gesetzlichen Bestimmungen aussuchen. (Bei uns in Deutschland handelt es sich um alle Effekten, die zum Reichsbanklombard zugelassen sind.) Im übrigen ist aber von größter Bedeutung die indirekte Wirkung auf den Effektenmarkt.

Denn die Veränderung der Kurstendenz, gestützt auf eine solche Macht, zieht natürlich alsbald die „Mitläufer“ herbei. Die Inhaber von Bankguthaben, die vorher gezögert haben, in die Effektenanlage zu gehen, sind nunmehr dazu bereit. Der Effektenmarkt wird wieder aufnahmefähig, Konsolidierung und langfristige Finanzierung wird wieder möglich. Erst hiermit ist eine Kreditpolitik, die den Wirtschaftsverlauf nachhaltig beeinflussen will, zum Kernpunkt durchgedrungen.

Wenn hiermit festgestellt ist, daß die Offen-Markt-Politik weit mehr ist als ein gelegentliches Ergänzungs- und Hilfsmittel, so liegt auch hierin die Forderung begründet, daß der Effektenkauf nicht nebenbei aus einer augenblicklichen Situation heraus und ohne genaue Verfolgung seiner Wirkungen angewendet werden darf. Damit kann ebensoviel Schaden angerichtet werden, wie bei richtiger systematischer Anwendung Nutzen gestiftet werden kann. Ein schwerer Fehler ist es z. B., wenn vorübergehend Effekten gekauft werden, dadurch eine Kurserhöhung und eine Senkung des langfristigen Zinses hervorgerufen wird, das Publikum zum Kaufen veranlaßt wird, Konsolidierung und Neuemission angeregt wird und, wenn dann plötzlich die Effektenkäufe eingestellt werden - womöglich statt dessen Effekten verkauft werden. Das Kursniveau fällt dann zusammen, alle, die in Voraussetzung einer systematischen Notenbankpolitik Effekten gekauft haben, erleiden Verluste, alle darauf gebauten Konsolidierungs- und Emissionsdispositionen erweisen sich verfehlt, im Hinblick darauf gegebene Bankkredite frieren ein. Von einer nur gelegentlichen unsystematischen Effektenkaufaktion der Notenbank kann dem gesamten Kredit- und Wirtschaftssystem ein schwerer Schlag versetzt werden, der zukünftige, besser durchdachte Aktionen erschwert.

Wenn man, wie dies hier geschieht, die Effektenkäufe und -verkäufe der Notenbank unter dem Gesichtspunkt einer auf zielbewußte Wirtschaftsbeeinflussung betriebenen Kreditpolitik betrachtet, erscheinen solche warnenden Zusätze beinahe überflüssig, weil selbstverständlich. In der heutigen Praxis wird aber die Übernahme von Effekten durch die Notenbank manchmal gar nicht als Offen-Markt-Politik betrachtet, sondern damit irgendein besonderer Zweck verfolgt, z. B. Finanzierung bestimmter staatlicher Aufgaben. Daß eine solche Finanzierungsaktion nicht nur

finanzpolitisch legitim, sondern wirtschaftspolitisch zweckmäßig und von größter Bedeutung sein kann, werden wir noch näher auseinandersetzen. Der staatsfinanzielle und der wirtschaftspolitische Gesichtspunkt müssen aber richtig aufeinander abgestimmt sein und dazu muß man sich bewußt sein, daß man auf jeden Fall den Geldmarkt verflüssigt, wenn man die Notenbank Staatspapiere kaufen läßt, selbst wenn man damit nur dem Staat helfen will. Noch in neuester Zeit ist es aber vorgekommen, daß eine Notenbank einen größeren Posten Schuldtitel des Staates übernahm, dann sehr erstaunt über die eintretende Geldflüssigkeit war und diese dann durch entgegengesetzte Offen-Markt-Operationen korrigierte.

Es wurde bisher immer nur von Offen-Markt-Politik gesprochen, die durch Effektenankauf der Notenbank den Geldmarkt verflüssigt und seine Zinssätze herabdrückt. Die Offen-Markt-Politik in dieser Richtung hatte in den Jahren nach 1931 besondere Aktualität. Es ist diejenige Politik, die eine Depression ihrer Lösung entgegengeführt und einen neuen Aufschwung vorbereitet. Selbstverständlich kann auch die umgekehrte Offen-Markt-Politik große praktische Bedeutung erlangen, die durch Effektenverkäufe der Notenbank den Geldmarkt versteift und seine Zinssätze hebt, z. B. in einer Hochkonjunktur, wenn die durch Diskontpolitik bewirkte Zinsverteuerung allein nicht genügt, um eine Einschränkung der Kreditentnahme zu erreichen.

Es liegt nahe, hierzu zu sagen, daß alles einfach umgekehrt ist. Natürlich ist dies weitgehend richtig, immerhin bedarf es doch einer Ergänzung. Es kann sein, daß entweder die Notenbank zum Betreiben einer solchen Politik kein oder nicht genug Effektenmaterial besitzt; es ist auch denkbar, daß es unerwünscht erscheint, daß gerade die Staatspapiere, die ja wohl immer den Hauptteil des Effekten-Portefeuilles der Notenbank bilden werden, den Reigen der Kurssenkungen eröffnen. In diesen Fällen wäre tatsächlich die Offen-Markt-Politik nicht anwendbar. Also bedarf auch die Offen-Markt-Politik noch einer Ergänzung, wenn die Steuerung des Kreditsystems für den Fall wirksam sein soll.

An welchem Punkt diese Ergänzung einzusetzen hat, ist leicht erkennbar, wenn man nicht aus dem Auge verliert, daß die Durchsetzung der von der Notenbank, sei es durch Diskontfestsetzung, sei es durch Offen-Markt-Politik, verfolgten Absichten von den Liquiditätsüberlegungen der Kreditbanken wesentlich abhängt. (Natürlich nicht allein davon; die Beeinflussung der Kreditnehmer durch die Höhe des Zinses, also die Einschränkung der Nachfrage nach Kredit, bleibt immer ein nicht zu vergessender Faktor. Aber wir stellen uns gerade eine Situation vor, wo diese Bremse, die von der Diskontpolitik aus in Gang gesetzt wird, nicht

richtig zieht.) Wenn das Verhältnis von Barmitteln zu den Verpflichtungen unter einen bestimmten Satz sinkt, erscheint es den Kreditbanken nicht mehr ausreichend, und sie suchen am Geldmarkt oder bei der Notenbank die Barmittel zu ergänzen. Steigt die Liquidität über diesen Satz, so suchen die Kreditbanken die überschüssigen Barmittel am Geldmarkt auszuleihen und ihr Engagement bei der Notenbank abzubauen. Dieser sogenannte „Reservesatz“ kann nun in die Kreditpolitik der Notenbank wirksam eingeordnet werden. Das ist schwierig, solange es den Kreditbanken überlassen bleibt, ihren Reservesatz nach eigenem Ermessen zu wählen, wie das in Deutschland bis zum Erlaß des Gesetzes über das Kreditwesen der Fall war. Dann können die Kreditbanken sich immer noch eine Ausdehnung ihrer Kredite gestatten, solange sie ein Sinken des Reservesatzes für unbedenklich halten. Hier besteht natürlich eine erhebliche Elastizität, denn den Reservesatz bilden diejenigen Barmittel, die im täglichen Geschäft nicht gebraucht werden; und es ist der Einwand berechtigt, daß für außerordentliche Fälle – sagen wir deutlich: für einen Run – es nicht auf die Barmittel ankommt, die man schon hat, sondern auf die, die man sich beschaffen kann. Deswegen beruhte die Liquidität der deutschen Kreditbanken nicht auf ihrer Kasse und ihren Notenbankguthaben, sondern auf ihrem Wechselportefeuille. In England besteht dagegen bei den großen Kreditbanken eine ziemlich feste Tradition hinsichtlich des Reservesatzes, der ungefähr bei 11 % gehalten wird.⁶³ In den Vereinigten Staaten von Amerika sind durch Gesetz für bestimmte Depositenarten bestimmte Reservesätze vorgeschrieben, die nach der Roosevelt'schen Bankreform durch Verwaltungsanordnung erhöht oder herabgesetzt werden können. In Deutschland haben die Kreditinstitute neuerdings eine vom Aufsichtsamt festzusetzende Barreserve und daneben eine ebenfalls vom Aufsichtsamt festzusetzende Reserve in Handelswechseln und bei der Reichsbank lombardfähigen Wertpapieren zu unterhalten.⁶⁴ Es ist leicht zu sehen, daß die Liquiditätsüberlegungen der Banken von der Offen-Markt-Politik stärker beeinflußt werden können, wenn deren Wirkungen auf die Liquidität an Abweichungen von einem Normalsatz abgelesen werden können. Wird dieser Normalsatz überschritten infolge einer verflüssigenden Offen-Markt-Politik, so bildet sich das, was die amerikanische Bankterminologie sehr treffend „Überschußreserven“ nennt, die es fachlich natürlich nicht nur in Amerika, sondern auch in den anderen Ländern gibt. Diese Überschußreserven, d. h. diejenigen Barreserven, die über den nach Gesetz oder allgemein gültiger Übung

⁶³ Siehe Lutz, *Zur Theorie des Geldmarktes*, S. 218.

⁶⁴ § 16 KWG

bestehenden Reservesatz hinausgehen, bilden in Wirklichkeit das am Geldmarkt ausleihbare Angebot. Man kann den Zusammenhang zwischen Notenbankpolitik und Liquidität der Kreditbanken auch so formulieren, daß eine verflüssigende Offen-Markt-Politik die Überschußreserven vermehrt, daß eine versteifende Offen-Markt-Politik die Überschußreserven vermindert.

Kommen wir nun zurück auf den Fall, daß eine Notenbank eine versteifende Offen-Markt-Politik nicht in Angriff nehmen kann, weil ihr das Effektenmaterial dazu fehlt, so ist der Ausweg nach dem Gesagten leicht zu finden: Man kann, sofern die gesetzliche Handhabe dazu gegeben ist (Deutschland, USA), die Überschußreserven auch einfach dadurch vermindern, daß man den Reservesatz höher festsetzt. Damit verringert man mit sofortiger Wirksamkeit das am Geldmarkt verfügbare Angebot.

Die bewegliche Normierung der Reservesätze durch die Notenbank oder eine andere dem Kreditsystem übergeordnete Stelle kann als ein neues Mittel zur Steuerung des Kreditsystems von selbständiger Bedeutung angesehen werden.⁶⁵ Es ist vorstellbar, daß durch die Benutzung dieser Handhabe die Offen-Markt-Politik nicht nur, wo es nötig ist, ersetzt wird, nämlich in den Fällen, wo man auf eine direkte Beeinflussung des Effektenmarktes verzichten kann. Erfahrungen liegen in dieser Hinsicht noch nicht vor. Die gesetzliche Handhabe ist erst in letzter Zeit in der deutschen und in der amerikanischen Notenbankgesetzgebung geschaffen worden.

Die bewegliche Festsetzung der Reservesätze beendet in sinnvoller Weise eine alte Diskussion, die besonders in Deutschland, und zwar schon vor dem Kriege, eine Rolle gespielt hat. Es wurde angeregt, den Kreditbanken einen bestimmten Reservesatz vorzuschreiben. Begründet wurde diese Anregung mit der Notwendigkeit einer „besseren Liquidität“ der Banken; sie sollten dadurch besser auf „außergewöhnliche Ansprüche“ vorbereitet sein. Die Gegner dieser Anregung haben immer wirksam und unwiderleglich argumentiert, daß eine Reserve, die man nicht angreifen darf, keine Reserve ist, daß in den berufenen außergewöhnlichen Fällen die gegebene Reserve eine übernormale Beanspruchung der Notenbank sei und daß dieses Hilfsmittel auch nicht mehr Aufsehen in der Öffentlichkeit erregen würde, als eine

⁶⁵ Soviel ich sehen kann, stammt die Anregung, die Reservesätze beweglich zu gestalten, von J. M. Keynes (*Vom Gelde*, S. 356 und 358).

außergewöhnliche Freigabe der sonst untastbaren Reserven. Die Forderung nach einem Reservesatz bekommt aber sofort einen guten Sinn, wenn man ihn nicht als eine Sicherung gegen Rungefahren, sondern als Mittel zur Beeinflussung der Kreditbanken ansieht. Die *b e w e g l i c h e* Gestaltung des Reservesatzes macht daraus sogar ein sehr elastisches und schnell wirksames Mittel.

Eine Steuerung des Kreditsystems ist somit heute sehr weitgehend möglich und damit eine Beeinflussung des Wirtschaftsverlaufs, soweit er von Geld und Kredit abhängig ist.

4. Staatliche Konjunkturkredite

Es wird wohl heute kaum noch bestritten, daß der Wechsel der Konjunkturen weitgehend von den Vorgängen im Kreditsystem mit verursacht wird. In dieser, etwas eingeschränkten, Fassung hat sich die kreditäre oder monetäre Konjunkturtheorie weitgehend durchgesetzt, zumal sie aus den Jahren seit 1931 reichlich empirische Betätigungsbeispiele von überzeugender Evidenz gewinnen konnte.⁶⁶ Und doch haben gerade auch diese Jahre gezeigt, daß die rein kreditären Maßnahmen zuweilen nicht ausreichen, und zwar gerade dann, wenn es sich darum handelt, aus einer schweren wirtschaftlichen Depression herauszukommen. Im umgekehrten Fall, wenn es sich darum handelt, die Investitionslust durch Zinsverteuerungen und Krediteinschränkung herabzumindern, kann man der Wirkung ziemlich sicher sein. Denn die Verteuerung des Kredits macht viele Investitionsprojekte unrentabel, die Verweigerung des Kredits macht sie unmöglich. Ganz anders liegen die Dinge, wenn es sich um den Übergang aus der Depression in den Aufschwung handelt. Hier gibt der billige Zins, die Kreditbereitschaft der Banken, die Aufnahmebereitschaft des Effektenmarktes (Offen-Markt-Politik) nur die *M ö g l i c h k e i t*, Investitionen – im weitesten Sinne des Wortes – zu machen. Es kann sein, daß die Unternehmungslust bei den privaten Unternehmungen nach den Schäden und Verlusten der vorangegangenen Depression so darniederliegt, daß selbst sehr günstige Kreditbedingungen nicht

⁶⁶ Ich möchte betonen, daß hiermit nicht etwa gemeint ist, als wäre die monetäre Konjunkturtheorie nur auf diese Jahre anwendbar. Ich bin durchaus der Meinung, daß sie auf die gesamte moderne Wirtschaftsentwicklung anwendbar ist, wenn auch ihre Wirkungsweise in früheren Epochen nicht so sichtbar ist. Wirtschaftshistorische Hinweise dieser Art finden sich u. a. in den zitierten Werken von Keynes und Hawtrey.

ausreichen, um den Aufschwung einzuleiten. „It is no doubt less difficult, to check a boom than to stimulate activity during a slump.“⁶⁷

In einer solchen Situation gibt es nur ein Mittel, um den circulus vitiosus – niemand hat Unternehmungslust, weil Depression herrscht und es herrscht Depression, weil niemand Unternehmungslust hat – zu durchbrechen: Der Staat, der im Gegensatz zum Einzelunternehmer, diesen Zusammenhang überstehen kann, der auch Verlustrisiken übernehmen kann, muß **s e l b s t i n v e s t i e r e n**. Hierin liegt die bedeutsame Funktion der öffentlichen Aufträge. Schon seit langem hat man betont, daß der Staat seine Aufträge möglichst in die Zeit der Depression verlegen muß. Aber man hat erst in jüngster Zeit eingesehen, daß dies nur einen Sinn hat, wenn diese Aufträge durch Kredit finanziert werden, da eine Finanzierung durch höhere Steuern lediglich den Druck der Depression verschärfen würde. Es braucht nach den Ausführungen der vorigen Kapitel nicht mehr näher auseinandergesetzt zu werden, daß dies nur möglich ist, wenn die Schuldtitel des Staates entweder unbeschränkt aber in großem Umfang bei der Notenbank rediskontiert (Schatzwechsel) oder lombardiert oder verkauft (mittel- und langfristige Schuldtitel) werden können. Auf diese Weise kann der Staat die Kreditbereitschaft der Banken, die derartige Staatsschuldtitel dann als sicherste und liquideste Anlage betrachten können, wie auch die Aufnahmebereitschaft des durch Offen-Markt-Politik wohl vorbereiteten Effenmarktes ausnutzen.

Die Funktion des Staates hierbei ist die Durchbrechung des circulus vitiosus der Depression. Es wird erwartet, daß alsbald, wenn die öffentlichen Aufträge die Warenmärkte belebt und den gesamten Aspekt der Wirtschaft verändert haben, auch die privaten Investitionen einsetzen. Wenn diese einen hinreichenden Umfang angenommen haben, wird der Staat seine Investitionstätigkeit allmählich einschränken und schließlich einstellen. Bis zu diesem Punkt muß der Staat seine Investitionstätigkeit aufrecht erhalten, weil sonst ein Rückfall in die Depression unvermeidbar ist.

Grundsätzlich muss angestrebt werden, daß der konjunkturpolitische Einsatz des Staates sich in mäßigen Grenzen hält, insbesondere daß er nicht gezwungen ist, aus konjunkturpolitischen Gründen Investition über die Deckung des normalerweise als vernünftig betrachteten Sachbedarfs

⁶⁷ Macmillan Report, S. 95.

hinaus zu betreiben. Dies wird vermieden werden können, wenn die normalen kreditpolitischen Mittel der Diskontpolitik und Offen-Markt-Politik rechtzeitig eingesetzt werden, „bevor ein völliger Mangel an Vertrauen Unternehmungslust und Unternehmenstätigkeit begrub.“⁶⁸ Wenn in den Jahren seit 1933 in Deutschland und USA die öffentliche Investition eine so überragende Rolle spielt und der Staat auf diese Weise sehr tief in das Getriebe der Wirtschaft hineingezogen ist, so erklärt sich dies wesentlich daraus, daß in den vorhergehenden Jahren eine teils unzulängliche, teils geradezu verfehlte Krisenpolitik getrieben worden ist. Die Wiederherstellung von Wirtschaftsbedingungen, die einem fleißigen und wagemutigen Unternehmer Chancen geben, wird dem Staat ein allmähliches Zurückziehen aus dem Getriebe der Wirtschaft möglich machen. Es kann nicht seine Aufgabe sein, Krisen und Depressionen überhaupt zu verhindern, wohl aber wird er ihre Ausartung in zerstörende Deflationsprozesse aufhalten müssen, wenn sich die Vorgänge von 1931/32 nicht wiederholen sollen. Daß zu einer solchen Politik, die die Funktionsfähigkeit des Unternehmertums zu erhalten bestrebt ist, nicht nur eine vernünftige Kreditpolitik, mit der wir uns hier speziell befassen, sondern ebenso Einsicht und Zielbewußtsein auf allen anderen Gebieten der Wirtschaftspolitik gehört, ist selbstverständlich. Mit diesen Betrachtungen sind wir bereits auf das Gebiet der Konjunkturpolitik geraten, das eigentlich nicht zu unserem Thema gehört. Dies war nötig, weil durch den konjunkturpolitischen Einsatz des staatlichen Kredits das Verhältnis von Staat und Kreditsystem grundlegend verändert wird. Auch die in den früheren Abschnitten gemachten Feststellungen lassen dieses Verhältnis in einem neuen Licht erscheinen. Es ist notwendig, daß wir dieser bedeutsamen Frage ein besonderes Kapitel widmen.

⁶⁸ Keynes.

Kapitel V

Staat und Kreditsystem

1. Die freie Wirtschaft im Kreditwesen

Dem liberalen Ideal des 19. Jahrhunderts entsprach eine möglichst weitgehende Fernhaltung des Staates von irgendwelcher Tätigkeit innerhalb der Wirtschaft. Der Staat sollte das wirtschaftliche Tätigkeitsgebiet gesetzmäßig abgrenzen und verwaltungsmäßig schützen, sich aber nicht selbst darauf tummeln. Diese Forderungen entsprangen nicht nur der Auffassung, daß der Staat zu wirtschaftlicher Tätigkeit untüchtig sei, sondern vor allem auch dem Wunsch, den Staat nicht zum wirtschaftlichen Interessenten herabsinken zu lassen, ihn herauszuhalten und hinauszuhoben über das Gezänk der Interessensparteien, seine Hoheit, als die eines unparteiischen Schiedsrichters über ihnen stehend, jedem möglichen Zweifel zu entziehen. Dies hätte an sich auch hinsichtlich des Bank- und Kreditwesens gelten müssen; und noch im 18. Jahrhundert wurde dieser Standpunkt gegenüber den Notenbanken aufrechterhalten, um so mehr, als man bereits die Erfahrung gemacht hatte, daß die Beherrschung des Notenbankwesens die Staatsverwaltung in ähnliche Versuchung zu finanzpolitischen Mißbrauch führen kann, wie früher das Münzrecht, sogar in furchtbar gesteigertem Maße. Der Grundsatz der „Zettelbankfreiheit“ fand daher noch im 19. Jahrhundert eifrige Verfechter, als die Tatsachen bereits über ihn hinwegschritten. Daß die Schaffung von Zahlungsmitteln eine andere Bedeutung für die gesamte Volkswirtschaft hat, als irgendeine Güterproduktion, daß hier nicht einfach die sonst gültigen Gesetze der Preisbildung und Produktionslenkung durch diese wirken - diese Erkenntnis setzte sich gerade in einer Zeit durch, als auf allen anderen Gebieten der Wirtschaft die liberalen Grundsätze im Vordringen waren. So entwickelte sich die staatliche Regulierung des Notenbankwesens.

Immerhin blieb man dem Ideal der Fernhaltung des Staates von wirtschaftlichen Fragen doch auch auf diesem Gebiet insofern treu, als man glaubte, daß der Staat mit einem einmaligen, wohlgedachten gesetzgeberischen Akt das seinige getan haben sollte. Das kommt am deutlichsten in der berühmten Peelschen Akte über die Bank von England zum Ausdruck. Die Bank bekam ein Statut, das die Notenausgabe streng und starr regulierte. Der Notenumlauf war damit ein Datum für die gesamte Wirtschaft, seine Veränderungen waren ganz bestimmten

Regeln unterworfen, die Notenbankleitung hatte, nur dem Gesetz entsprechend, diese Regeln anzuwenden. Die Bank von England blieb sogar (und ist heute noch) eine private Kapitalgesellschaft, an deren Verwaltung der Staat nicht beteiligt ist. Auch in Ländern, in denen die Verwaltung der Zentralbank mehr oder weniger vom Staat abhängig ist, hat man doch dem Ideal nachgestrebt, daß die Notenbankpolitik nach autonomen Regeln unabhängig von der Staatsverwaltung geführt werde. Das hat nicht gehindert, daß der Staat in Zeiten großer finanzieller Nöte doch die Notenbank in den Dienst seiner Kasse gezwungen hat; und bei den am Weltkrieg beteiligten Ländern ist das durchweg der Fall gewesen. Aber überall ist dies als eine nur durch außerordentliche Bedrängnis halbwegs entschuld bare Verletzung gesunder Notenbankprinzipien empfunden worden, und ein Land nach dem anderen suchte, sobald seine Kraft dazu ausreichte, zu den alten Prinzipien zurückzukehren und die gesetzliche Regulierung, insbesondere die Trennung von den Staatsfinanzen war nach der Inflationskatastrophe eher verschärft als gemildert.

Jedoch auch zu Zeiten, die nicht im Zeichen der Inflation standen, hat sich das Prinzip nicht immer durchhalten lassen, daß der Staat die Dinge im Kreditwesen ihren Gang gehen lassen sollte. Die Peelsche Bankakte mußte in einer Reihe von Fällen suspendiert werden, die Goldeinlösung der Noten ließ sich oft nicht einhalten, wenn man nicht der völligen Entleerung des Goldschatzes der Notenbank tatenlos zusehen wollte. Im Falle des Runs auf die Kreditbanken mußte der Gesetzgeber zur Hand sein, sollte nicht das ganze Kreditsystem des Landes, mochte es auch nur für einigermaßen normale Zeiten noch so leistungsfähig sein, unter dem Druck derartig außerordentlicher Ansprüche zusammenbrechen. Es ist für unser Problem von besonderer Bedeutung, daß dieses Eingreifen des Gesetzgebers bei einem Run keineswegs in erster Linie zum Schutz der Notenbank erfolgte, sondern vor allem auch die Notenbank instand setzen sollte, den Kreditbanken in großzügiger Weise durch reichliche Versorgung mit Noten beizuspringen.⁶⁹ Hier finden sich die ersten Ansätze eines Eingreifens in der Kreditbanksphäre. Im übrigen aber ist es gerade das Kennzeichen der bis 1931 reichenden bankgeschichtlichen Epoche, daß der Staat sich möglichst davon fernhielt, die Gebarung der Kreditbanken nach irgendeiner Richtung zu beeinflussen. Der historischen

⁶⁹ Die klassischen Darlegungen Bagehots über die Bekämpfung eines Runs, die 1931 in Deutschland nur allzusehr in Vergessenheit geraten waren, sind noch heute lesenswert. Siehe Walter Bagehot: *Die Lombardenstraße*. G. D. Baedeker, Essen a. d. R. 1920.

Korrektheit halber ist es angebracht, die schon vor dieser Zeit entstandenen Liquiditäts- und Kontrollvorschriften des amerikanischen Federal-Reservesystems zu erwähnen, die für eine Bankpolitik nach modernen Grundsätzen technische Ansatzpunkte bildeten, die aber erst in der Nachkriegszeit ausgenutzt wurden. Dem Grundsatz nach aber wurden die Kreditbanken, mochten sie auch noch so groß sein, als private Wirtschaftsunternehmungen betrachtet, deren Schicksal eine Privatangelegenheit der Eigentümer und ihrer Gläubiger sei! Die Ereignisse des Jahres 1931 machten deutlich, daß das Kreditssystem eine Entwicklung genommen hatte, die solche Betrachtungsweise, die noch an den Zuständen vor hundert Jahren ausgerichtet ist, heute eine wirklichkeitsfremde Fiktion ist.

2. Öffentlich-rechtliche Banken

In der wirtschaftlichen Publizistik der Gegenwart wird bei der Beschäftigung mit den Bankproblemen sehr häufig die Ausdehnung des öffentlichen Bankwesens sehr stark in den Vordergrund gerückt. Es wird oft als die wesentliche Frage angesehen, ob das Bankwesen verstaatlicht werden soll, sei es teilweise, sei es in seiner Gesamtheit. Es wird in deutscher Literatur und Publizistik dann gerne darauf verwiesen, wie sich der Anteil der „öffentlichen Hand“ am Bankwesen in den Jahren nach dem Kriege verstärkt hat; und es ist dann nicht mehr weit bis zu dem Schluß, daß die Verstaatlichung der natürliche Abschluß einer bereits als notwendig und unvermeidlich erwiesene Entwicklung wäre. Es ist nur natürlich, daß die Beteiligung des Staates am Aktienkapital der Großbanken in Deutschland diese Auffassung nur verstärken kann. Es wäre auch unsinnig, wenn man bestreiten wollte, daß dieser Wandel der Defizitverhältnisse im Bankwesen von größter Tragweite ist. Trotzdem ist er nicht entscheidend für die von uns betrachteten Wandlungen des Kreditystems. Diese haben sich auch in den Ländern vollzogen, in denen die Verschiebung vom privaten zum öffentlichen Eigentum an den Banken so gut wie keine Rolle gespielt hat, z. B. in England. Wenn wir das Jahr 1931, das Jahr der Bankkrise in Deutschland, als Abschluß einer Epoche bezeichnen, so ist dies nicht so zu verstehen, als hätte die Bankenkrise erst die Wandlungen im Kreditssystem hervorgerufen. Sie hat nur eine seit Jahrzehnten sich vollziehende Entwicklung manifest gemacht. Daß diese Krise den Staat zur Übernahme von Aktienbeteiligungen an den Großbanken veranlasst hat, ist eine grundsätzlich unabhängige Erscheinung, die nur in Deutschland und den Vereinigten Staaten eine Rolle spielt. Wenn der Staat diese Aktien wieder an Privatpersonen verkaufen würde, so würde

dies zwar eine „Reprivatisierung“ des Eigentums am Aktienkapital, aber damit noch lange nicht eine Reprivatisierung des Depositenbankwesens sein. Eine solche ist heute, wie wir noch näher auszuführen haben, in Wirklichkeit unmöglich.

Die Verschiebung der Eigentumsverhältnisse im Bankwesen ist also etwas, was unser Thema nur wenig berührt. Nur nebenbei sei der Hinweis gestattet, daß man doch recht verschiedenartige Dinge zu einem „öffentlichen Sektor des Bankwesens“ zusammenaddiert. Die Sparkassen, die im wesentlichen als Umwandlungsstellen für kleine Sparbeträge zur Anlage in Effekten und Hypotheken dienen, sind kommunale Institute, nicht staatliche - eine Vielzahl von Instituten, die hinsichtlich Haftung, Risiko und Gewinn untereinander unabhängig sind. Die Staats- und Landesbanken sind sehr verschieden in ihrem Aufbau und ihrer Gebarung, auf jeden Fall aber eine Anzahl von voneinander unabhängigen Instituten, deren Geschäft teils in Vermögensverwaltung für öffentliche Körperschaften, teils in Kreditvermittlung für öffentliche Körperschaften besteht, jedenfalls ganz anders ist als das der Kreditbanken. Am ähnlichsten sind diesen noch die Girozentralen, die aber auch keine staatlichen, sondern indirekt kommunale Institute sind. Wirklich dem Staat, d. h. dem Deutschen Reich, gehört die Reichskreditgesellschaft und durch Mehrheitsbesitz am Aktienkapital zwei Großbanken. Alle diese Institute haben das Gemeinsame, daß sie nicht in Privateigentum sind. Im übrigen sind sie höchst verschieden voneinander. Schon daß sie nicht einer einzigen, sondern fast jedes einer anderen öffentlichen Körperschaft gehören, sollte nicht durch die nur zur sprachlichen Abkürzung zulässige Gemeinschaftsbezeichnung „öffentliche Hand“ verwischt werden. Keinesfalls ist die „öffentliche Hand“ mit dem Staat zu identifizieren. Aber selbst, wenn sie alle dem Reich gehören würden, wäre dies für unser Problem nicht von wesentlicher Bedeutung. Denn dieses liegt da, wo sich Geldschöpfung und Kreditgewährung miteinander vermischen. Hiervon wird der größte Teil der öffentlichen Kreditinstitute nicht betroffen.

3. Staat und Depositenbanken

Der entscheidende Wendepunkt liegt bei dem Verhältnis des Staates zu den Kreditbanken. Wagemann hat dies im Jahre 1932 treffend folgendermaßen festgestellt: „Wenn jetzt das Reich den Zusammenbruch der Großbanken unter größten Opfern aufgefangen hat, d. h. unter Einsatz von Mitteln, die seine schwache Finanzkraft von neuem engagieren, so hat es damit - wenn auch unbewußt - anerkannt, daß die Giralguthaben der großen Kreditbanken tatsächlich zu Zahlungsmitteln geworden sind. Es gilt aber, bewußt und planmäßig, die rechtlichen und währungspolitischen Konsequenzen daraus zu ziehen.“⁷⁰ Es würde nun weit über den Rahmen dieser Betrachtung hinausgehen, wenn hier ein Reformplan auch nur skizziert würde. Es können hier nur die Probleme angedeutet werden, die eine reformierende Politik allmählich zur Lösung bringen muß. Denn keineswegs stellen wir uns vor, daß mit einem Schlag das bestehende Bankensystem beseitigt und durch ein sorgsam durchkonstruiertes neues System ersetzt wird. Es ist kaum vorstellbar, daß bei hastigem Vorgehen nicht schwere Fehler von großer Tragweite unterlaufen würden.

Wenn die Erfahrung gelehrt hat, daß der Staat den Zusammenbruch der großen Depositenbanken nicht geschehen lassen darf, weil das gleichbedeutend wäre mit der Zerstörung eines Teils des Zahlungsmittelsystems und unabsehbaren Zerstörungen in der Wirtschaft, so ergibt sich daraus, daß die sogenannte „Reprivatisierung“ der Großbanken durch Verkauf des staatlichen Aktienbesitzes keine Lösung des Problems wäre. Denn bestehen bliebe, auch wenn dies nicht gesetzlich oder in anderer Form zugesichert ist, die latente Garantie des Staates gegenüber den Inhabern der Bankguthaben, deren Zahlungsmittelcharakter es unmöglich macht, ihrem Untergang gleichgültig zuzusehen. Denn dies wäre keineswegs nur ein Vermögensverlust für eine Reihe von Privatpersonen, sondern ein plötzlicher Deflationsschock für die gesamte Volkswirtschaft. Die Verbindung zwischen Staat und Kreditbanken ist somit unlösbar. Sie

⁷⁰ Ernst Wagemann: *Geld und Kreditreform*. Berlin 1932, S. 26. - ich muß betonen, daß ich mit dem größten Teil des sonstigen Inhalts dieses Reformplanes keineswegs übereinstimme. Es scheint mir aber notwendig, ausdrücklich anzuerkennen, daß Wagemann die grundsätzliche Wendung damals mit kritischem Scharfblick erkannt und öffentlich festgestellt hat.

würde auch bestehen, wenn der Staat nie eine Bankaktie erworben hätte, sondern den Fortbestand der Großbanken in anderer Form gesichert hätte, wie dies durchaus denkbar und in anderen Ländern tatsächlich auch geschehen ist. Es wird jetzt leichter zu verstehen sein, warum wir die Besitzverhältnisse nicht für so wichtig halten. Viel weniger aus der Staatsbeteiligung am Kapital als aus dem gekennzeichneten Garantieverhältnis müssen sich notwendig Konsequenzen für die Geschäftsgebarung derjenigen Banken ergeben, die Teile des Geldsystems geworden sind. Ebenso wie vor hundert Jahren die Notenbanken sich einem gesetzlich festgelegten besonderen Statut unterwerfen mußten, das ihrer geschäftlichen Tätigkeit einen bestimmten Rahmen zog, ebenso wird sich eine solche Sonderregelung für die Depositenbanken entwickeln müssen. Es ist nicht gesagt, daß alles gesetzlich und statuarisch festgelegt sein muß. Das Beispiel der Bank von England und darüber hinaus der großen englischen Depositenbanken zeigt, wie Gewohnheit und Tradition gesetzliche Bestimmungen ersetzen kann. In England ist in keinem Gesetz ein staatlicher Einfluß auf die Bank von England festgelegt, trotzdem ist sicherlich in keinem Land die Zusammenarbeit zwischen Schatzamt und Notenbank enger als dort und ähnliches gilt dort hinsichtlich des Verhältnisses zwischen Notenbank und Kreditbanken, die im übrigen durch die traditionelle Festlegung des Liquiditätssatzes von ungefähr 11 % sehr eng mit der Kreditpolitik der Notenbank verknüpft sind. Ein ähnliches System der Kooperation und Kontrolle wird sich auch in anderen Ländern, natürlich immer in Anknüpfung an die nationale Tradition, ausbilden müssen. In Deutschland spielt dabei natürlich der Aktienbesitz des Staates eine gewisse Rolle, aber er kann und darf nicht maßgebend sein für den Grad des Einflusses, den der Staat oder in seinem Auftrag die Notenbank auf die Kreditbank ausüben. Es wird also der Einfluß bei denjenigen Banken, bei denen der Staat keine oder nur eine Minderheitenbeteiligung hat, nicht geringer sein dürfen, als bei den Banken, bei denen der Staat Mehrheitsaktionär ist.

Wenn wir nun die Frage aufwerfen, nach welcher Richtung die Geschäftsgebarung der Depositenbanken gelenkt werden muß, so stößt man zunächst auf die unter dem Eindruck der Geldkrise von 1931 gemachten Vorschläge, daß der Gegenposten aller täglich fälligen Guthaben in hochliquiden Aktiven, wie Wechsel, Schecks usw., bestehen müßte, daß entsprechend dem Umfang der längerfristigen Guthaben auch weniger liquide Anlagen gemacht werden dürfen. Diesen Vorschlägen liegt die Vorstellung zugrunde, daß es von Natur liquide und von Natur illiquide Anlagen gibt. Die Betrachtungen in den vorausgehenden Kapiteln haben gezeigt, daß die Liquidität der Aktiven von der Bereitschaft der

Notenbank abhängt, sie anzukaufen, zu rediskontieren oder zu lombardieren. Gerade in der Freiheit der Notenbank, ihre Bedingungen in dieser Hinsicht zu ändern, liegt ihre Macht, das Kreditsystem durch Diskontpolitik und Open-Market-Politik zu steuern. Dadurch bestimmt sie den unter gegebenen Umständen erwünschten Liquiditätsgrad. Diese Freiheit würde eingeengt sein, wenn man gewisse Anlagen als unbedingt notenbankfähig erklären würde. Allein dies könnte aber den Depositenbanken die Einhaltung einer Vorschrift, wie sie eben kennzeichnet wurde, möglich machen. Die Notenbank müßte also, wenn sie bestimmte Anlagen als notenbankfähig bezeichnet hat, an diese Erklärung immer gebunden sein. Sonst würde es möglich sein, daß plötzlich ordnungsmäßig als Gegenposten für kurzfristige Depositen erworbene oder geschaffene Aktiva nicht mehr der Gesetzesvorschrift entsprechen. Eine solche Einengung der notenbankpolitischen Entscheidungsfreiheit würde im Falle eines konjunkturellen Überschwanges, wo sich Wechselmaterial leicht beschaffen läßt, die Möglichkeit verringern, die Kreditfreudigkeit der Banken durch Restriktionen zu hemmen. Wichtiger noch als diese vielleicht nicht völlig überwindliche Schwierigkeit ist die andere, daß zwischen täglich fälligen und längerfristigen Guthaben kein so deutlicher Unterschied besteht, wie es nach der Trennung in den Bankbilanzen den Anschein hat. Es sind dauernd Verschiebungen zwischen beiden Arten möglich, solche finden auch täglich statt. Sowohl in England wie in Deutschland besteht die Übung, ein längerbefristetes Guthaben im Bedarfsfall auch vor Fälligkeit auszuzahlen. Würde man diese Übung wirksam unterbinden, so würden gerade in Depressionszeiten die Bankguthaben mehr täglich fällige Guthaben unterhalten, ohne sie als Zahlungsmittel zu verwenden. Die Banken würden gerade dann gezwungen sein, ihre Zurückhaltung in der Kreditgewährung zu verstärken. Derartige Anlagevorschriften wären also geeignet, die dem Kreditsystem innewohnende Tendenz zur Überausdehnung im Aufschwung und übermäßigen Einengung in der Depression zu verschärfen.

Sie gehen von der irrigen Vorstellung einer anzustrebenden volkswirtschaftlichen Liquidität aus, die es in der modernen Wirtschaftsweise nicht geben kann.⁷¹ In welcher Weise die Liquiditätsanforderungen zur Steuerung des Kreditsystems verwendet werden kann und muß, wurde im vorigen Kapitel auseinandergesetzt. Von den Depositenbanken eine hundertprozentige Liquidität zu verlangen,

⁷¹ Siehe hierzu die überzeugenden Ausführungen bei A. Hahn:

Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits. Dritte Auflage, Seite 53 ff.

soweit ihre Anlagen täglich fälligen Guthaben entsprechen, ist eine ebenso praktisch unerfüllbare wie theoretisch unsinnige Forderung.

Mit der Ablehnung solcher auf einer irrigen Vorstellung von „Solidität im Bankgeschäft“ beruhenden Vorschläge ist nun keineswegs gesagt, daß es im Depositenbankwesen alles beim alten, d. h. im wesentlichen so wie vor der Geldkrise von 1931 bleiben kann. Es muß als richtig anerkannt werden, daß "vom Staat beschirmte Banken"⁷² nicht dieselbe Freiheit in der Übernahme von Risiken gestattet werden kann wie solchen privaten Banken, die daraus alle Konsequenzen, gegebenenfalls auch die der Existenzvernichtung, auf sich zu nehmen haben. Wenn es sich hierbei, wie wir sahen, nicht um das Liquiditätsrisiko handeln kann, dessen Normierung nach den jeweiligen Umständen der Führung der Kreditpolitik überlassen bleiben muß und eines ihrer wichtigsten Instrumente darstellt, so bleibt doch immer noch das Verlustrisiko übrig. Dieses ist bei den deutschen Depositenbanken in ihrer bisherigen Gestalt nicht unerheblich durch die enge Verbindung mit industriellem Finanzierungs- und Emissionsgeschäft gegeben, die eine Besonderheit der deutschen Bankgeschichte ist. Es ist heute allgemein anerkannt, wieviel diese Verbindung für die deutsche Wirtschaftsentwicklung geleistet hat. Damit ist aber keineswegs erwiesen, daß sie auch heute und in Zukunft heilsam ist. Die starke Konzentration im Bankwesen hat dies sowieso zweifelhaft gemacht. Denn sie führte zu einem Zustand der Konkurrenzbeschränkung, zu einer Annäherung an das Monopol der Finanzierungsmacht. Das einzelne Finanzierungsprojekt steht damit nicht nur unter den Bedingungen, die in seinen eigenen Chancen und Risiken begründet ist, sondern wird auch nach den sonstigen mannigfachen industriellen Interessen der Finanzierungsmächte beurteilt. Ergeben sich hieraus unter Umständen Hemmungen, die nicht gerade dem Allgemeininteresse entsprechen müssen, so kann andererseits aus der konzentrierten Kapitalmacht und monopolähnlichen Stellung der Depositenbanken eine gewisse Laxheit in der Finanzierung um sich greifen, sei es, daß als unwirtschaftlich erwiesene Objekte finanziert werden. Daß derartige Mängel durch die Krise und Depression von 1929/1932 offenbar geworden sind, wird auch derjenige nicht bestreiten, der überzeugt ist, daß die furchtbare Deflation auch bei der sorgfältigsten Kredit- und Finanzierungs politik die Banken in Schwierigkeit bringen mußte.

⁷² Dieser Ausdruck bürgerte sich seit 1931 ein. Er zeigt, wie man empfand, daß sich etwas Wesentliches endgültig verändert hatte.

Zu diesen Gesichtspunkten tritt nun als besonders schwerwiegender hinzu, daß nach dem heutigen Zustand die Risiken des Finanzierungsgeschäftes durch die latente Garantie für die Unversehrtheit der Bankguthaben auf den Staat fallen können. Dadurch wird die Gesamtheit der Steuerzahler am Finanzierungsrisiko beteiligt. Nun kann es weder wünschenswert sein, daß das Interesse der Steuerzahler leicht genommen wird, noch kann es ratsam erscheinen, daß aus jedem Finanzierungsprojekt eine feierliche Staatsangelegenheit wird. Deswegen dürfte die Entwicklung, sei es durch Gesetze oder verwaltungsweise Anordnung, sei es, einfach durch praktische Übung dahin gehen, daß die Depositenbanken kein Finanzierungs- und Emissionsgeschäft mehr betreiben und auch sich aus denjenigen Kreditgeschäften herauszuhalten, die als Vorstufen oder Anschlußgeschäfte der Finanzierung zu betrachten sind. Ebenso wie sich für die Notenbanken aus ihrer besonderen Stellung im Geldwesen Beschränkungen der geschäftlichen Tätigkeit ergeben, wird dies früher oder später bei den Depositenbanken der Fall sein müssen.

Selbstverständlich kann es nicht dabei sein Bewenden haben. Wie wichtig die Finanzierung von Investitionen für eine gedeihliche Wirtschaftsentwicklung ist, geht aus den Darlegungen der vorangegangenen Kapitel hervor. Es müssen also Träger der Investitionsfinanzierung gefunden werden. Hierfür kommen kapitalkräftige Personen, vor allem die Zusammenschlüsse kapitalkräftiger Personen in Frage - mit anderen Worten - eine neue Art von Privatbanken. Wesentlich würde sein, daß diese nicht das Depositengeschäft betreiben, dagegen Einlagen auf langfristige Kündigung annehmen, vor allem aber, daß sie bei den Depositenbanken Kredit nehmen dürfen. Sie würden die Brücke darstellen zwischen der Investition und dem geldschöpfenden Kredit. Ihre Kreditmöglichkeit bei den Depositenbanken würde abhängen von der sachlichen Sicherheit, die ihre Vermögenswerte darstellen und der persönlichen Sicherheit, das in ihrer kaufmännischen Qualität begründet ist. Man könnte einwenden, daß auf diese Weise die Depositenbanken indirekt mit der Investition verbunden sind. Dies ist aber nicht nur unvermeidlich, sondern notwendig, da die Steuerung des Kreditsystems im Endziel immer auf eine Steuerung des Investitionsgrades hinausgeht. Der wesentliche Unterschied besteht darin, daß mit dem Investitionsrisiko bei dieser Art der Finanzierung im Falle verfehlter Investition Ernst gemacht werden kann, ohne daß wesentliche Teile des Geldsystems berührt werden. Gerade hierdurch werden in die qualitative Auswahl der Investitionen mit aller Strenge die Gesichtspunkte wirtschaftlicher Rationalität eingeführt. Es würde damit eine der Grundbedingungen des

Leistungswettbewerbs im Kreditwesen, die im Laufe der Entwicklung verloren gegangen war, wieder hergestellt werden und es wäre wichtig, darauf zu achten, daß sie nicht durch Kartellierung der neuen Finanzierungsbanken wieder beseitigt wird.

Wenn auf diese Weise die Depositenbanken auf ein risikoarmes, wenn auch sehr umfangreiches, Normalgeschäft, bei dem es mehr auf die sorgfältige Einhaltung gesunder Regeln als auf kaufmännische Wendigkeit ankommt, beschränkt sind, so liegt es nahe, als letzte Konsequenz die Fusionierung der wenigen noch vorhandenen Depositengroßbanken zu einer einzigen zu fordern. Natürlich würde diese wegen ihres Monopolcharakters ganz unter staatliche Führung zu stellen sein. Eine ziemlich enge Verkoppelung mit der Zentralnotenbank würde sich von selbst ergeben. Eine Entwicklung würde ihren logischen Schlußpunkt erreichen: Die Zahlungsmittelversorgung würde wieder direkt in den Händen des Staates gelegt. Es lassen sich viele Gründe für eine derartige Maßnahme anführen. Dagegen spricht eigentlich nur einer: Daß man historisch Gewachsenes nur soweit verändern soll, als eine Notwendigkeit dazu auf der Hand liegt.⁷³ Von einer solchen kann hinsichtlich der Zusammenfassung der Depositenbanken zu einer einzigen nicht gesprochen werden. Sicherlich wäre es zweckmäßig, mit einem solchen Schritt zu warten, bis man das private Bankwesen, das die Aufgabe der Investitionsfinanzierung zu übernehmen hätte, entwickelt und hochgepflegt hat. Die Regulierung der Giralgeldschöpfung hat der Staat, wie im vorigen Kapitel auseinandergelegt wurde, auch ohnedies durch die Regulierung der Bankliquidität in der Hand.

Wenn hier Betrachtungen aufgestellt werden über die staatliche Garantie und Kontrolle des Giralgeldsystems, wie sie sich bisher entwickelt haben und daraus Folgerungen für die wahrscheinliche Weiterentwicklung gezogen wurden, so dürfen sie weder als Prophezeiungen noch als Reformvorschläge gewertet werden. Prophezeiungen können, selbst wenn sie noch so gut fundiert sind, durch neu eintretende Umstände zuschanden gemacht werden. Reformvorschläge hätten nur einen praktischen Sinn, wenn sie im einzelnen auf eine bestimmte politische und wirtschaftliche Situation zugeschnitten wären. Hier wurden lediglich

⁷³ Von sehr sachverständiger Seite bin ich bei Erörterung dieser Fragen auf die Gefahr politisch bestimmter Kreditgewährung durch ein solches staatliches Institut hingewiesen worden. Ich leugne sie nicht, es ergeben sich überhaupt dieselben Gefahren wie beim Notenbankkredit aber auch dieselben Möglichkeiten, einen gewissen satzungsmäßigen Schutz zu schaffen.

die in den letzten Jahren sichtbar gewordenen Entwicklungslinien herausgearbeitet und gezeigt, in welche Richtung sie deuten. Ob sie tatsächlich in dieser Richtung weitergezogen werden, darüber wird nicht in Büchern und Schriften entschieden.

4. Staat und Zentralnotenbank

Für das Verhältnis des Staates zur Notenbank bedeutet die dargelegte Wandlung der Beziehungen zu den Kreditbanken weniger eine Veränderung den Tatsachen nach als die endgültige Zerstörung einer Illusion. Schon zu Beginn des vorigen Kapitels wurde daran erinnert, daß bei den Notenbanken von dem Ideal der Nichteinmischung des Staates bereits zu einer Zeit abgewichen wurde, als man ihm auf allen übrigen Gebieten eifrig nachstrebte. Trotzdem ist bis in die jüngste Zeit versucht worden, den Zentralnotenbanken einen privaten Charakter zu bewahren. Am schärfsten ist dies in England gelungen, wo die Notenbank immer noch eine private Aktiengesellschaft mit völlig selbständiger Verwaltung ist, die auch den „Governor“ formell völlig selbständig wählt. Die Einflußnahme des Staates vollzieht sich in der Form der „Kooperation“; sie ist deswegen nicht geringer als irgendwo sonst. Das Beispiel Englands, das in einer starken Tradition wurzelt und tatsächlich nur für dieses Land paßt, ist nirgends vollständig nachgeahmt worden. Trotzdem hat man sich fast überall bemüht, die Zentralnotenbanken nicht als reine Staatsinstitute zu errichten, sondern durch private Beteiligungen am Grundkapital, Beiräte und ähnliche Einrichtungen einen privatwirtschaftlichen Zug hineinzutragen.

Nun ist hierfür allerdings keineswegs allein die Tradition und die Anhänglichkeit an das Ideal der Fernhaltung des Staates von wirtschaftlicher Tätigkeit maßgebend gewesen. Vor allem anderen wollte man einen Mißbrauch der Notenbankemission für Zwecke der Staatsfinanzen durch die „Unabhängigkeit“ der Zentralnotenbanken verhüten. Zu solchem Mißtrauen berechtigten allerdings bittere Erfahrungen, die seit der Entstehung des Papiergeldes periodisch immer wieder gemacht worden sind und die im Krieg und der unmittelbaren Nachkriegszeit sich in einer Form und in einem Umfang wiederholten, daß begrifflicherweise die weitestgehende Unabhängigkeit der Notenbank vom Staat als das A und O der Geldverfassung erschien. Natürlich konnte und wollte man deswegen der Notenbank nicht das Recht geben, einfach zu tun, was ihr gut erscheinen könnte. Im Gegenteil, ihre Tätigkeit wurde unter ein sehr strenges Gesetz gestellt: Sie hatte einfach nach den Regeln der Goldwährung zu handeln, unter deren Herrschaft die

einzelnen Volkswirtschaften wie auch die gesamte Weltwirtschaft sich wunderbar entwickelt hatten. Die ideale Notenbank war nach dieser Vorstellung ein gut funktionierender Automat, dessen Konstruktion nach dem Goldwährungssystem angelegt war.

Die Bindung an die Goldwährung ist zugleich eine Bindung in der Lenkung des gesamten Kreditsystems. Es ist nicht etwa so, daß mit einer Ausrichtung der Notenbankpolitik nach den Goldwährungsregeln die in den vorigen Kapiteln dargelegten Einflüsse nicht vorhanden wären. Sie sind lediglich durch einen anderen Gesichtspunkt als den von uns gedachten, den der „Ausnutzung des Kapitalfonds“, bestimmt, im wesentlichen vom Goldvorrat, seiner Zunahme und Abnahme. Es ist natürlich durch lange Perioden hindurch so, daß beide Gesichtspunkte in dieselbe Richtung weisen und im wesentlichen beruht darauf das gute Funktionieren der Goldwährung in den Jahrzehnten vor 1914. Oft genug aber ist auch damals schon ein Gegensatz zwischen den Bedürfnissen der Volkswirtschaft und den zur Erhaltung der Goldparität notwendigen Maßnahmen hervorgetreten. Man hat im Laufe der Zeit eine Reihe von Hilfsmitteln entwickelt, um diesen Gegensatz zu überbrücken. Auf diese näher einzugehen, würde uns zu weit vom Thema abführen, da wir die Währungsfragen nur insoweit erwähnen wollen, als sie die Steuerung des Kreditsystems berühren. Unter diesem Gesichtswinkel ist zu sagen, daß der Spielraum, den die Goldwährung der Kreditpolitik eines einzelnen Landes ziemlich eng ist.

Dieser mögliche Gegensatz zwischen der von der wirtschaftlichen Lage einerseits und den Regeln der Goldwährungspolitik andererseits verlangten Kreditpolitik wurde natürlich gar nicht oder doch nur schwach und gelegentlich empfunden, solange das internationale Goldwährungssystem im Zeichen der Ausdehnung von Kredit und Umlaufmitteln stand. Das war in den Vorkriegsjahrzehnten⁷⁴ infolge ausreichenden Goldflusses und Wachstum des Depositensystems der Fall. Die Einhaltung der Goldparitäten und der Golddeckungsvorschriften erforderten keine Einschränkung, gestatteten vielmehr eine Ausdehnung des Kreditvolumens in den Goldwährungsländern. Erst in dem nach dem Kriege neu aufgebauten Goldwährungssystem wurde in einer Reihe von Fällen die Frage akut, ob man eine den inneren Wirtschaftsbedürfnissen entsprechende leichte Kreditpolitik unter Aufgabe der übernommenen Goldparität, vielleicht des Goldwährungsprinzips überhaupt, betreiben oder ob man unter allen Umständen an Goldwährung und Goldparität

⁷⁴ Jahrzehnte vor dem 1. Weltkrieg (1914-1918) [Anm. CGB].

festhalten wolle. Es gehört nicht mehr zu unserer Aufgabe zu untersuchen, wie es zu dieser Alternative gekommen ist, wie man sich dazu in den einzelnen Ländern gestellt hat und welche Lösungsmöglichkeiten für die Zukunft denkbar sind. Für unsere Fragestellung ist nur von Bedeutung, daß das vorbehaltlose und unbedingte Festhalten an der Goldwährung keine Selbstverständlichkeit mehr ist. Ebenso wenig aber ist es selbstverständlich geworden, daß man ohne weiteres beim Auftreten der Alternative die Goldparität oder - was auch denkbar ist - eine andersartig festgelegte Wechselparität aufgibt. Eine Entscheidung von solcher Tragweite kann nur der Staat fällen. Ihm kann allerdings das Recht, zwischen den Möglichkeiten zu wählen, nicht abgesprochen werden.⁷⁵ Damit, daß eine solche Alternative sich überhaupt ergeben kann, erweist es sich als Illusion, daß die Zentralnotenbank wirklich unabhängig vom Staat sein könnte. Man kann es nicht den Gutdünken einer noch so qualifizierten Bankleitung überlassen, ob sie der nationalen Volkswirtschaft die Opfer einer Deflation auferlegen oder die Wechselkursparität herabsetzen will. In solchen Schicksalsfragen kann nur die Staatsführung, die auch die sozialen und politischen Folgen zu tragen hat, die Entscheidung treffen. Allzusehr sind heute die Wirkungs- und Erfolgsmöglichkeiten der allgemeinen Wirtschaftspolitik von Kreditpolitik abhängig, allzusehr ist dies ins allgemeine Bewußtsein gedrungen. Deswegen muß heute mehr denn je die Zentralnotenbank ein Organ des Staates sein.

Dies bedeutet keineswegs, daß man auch organisatorisch die Notenbank in den Apparat der allgemeinen Staatsverwaltung einbauen muß. Es wird immer äußerst zweckmäßig sein, die Führung der Kreditpolitik aus dem politischen Tagesgetriebe herauszuhalten und ihr dadurch innerhalb der vom Staat bestimmten, wirtschaftspolitischen Grundrichtung eine sachliche Selbständigkeit und Kontinuität zu sichern. Aus diesem Grund ist die Beibehaltung der privaten oder halbprivaten Organisationsform für die Notenbank zu befürworten. Nur darf man sich nicht darüber

⁷⁵ Es ist von Interesse, daß auch dieses Recht des Staates der Macmillan Report - der vor der Loslösung des Pfundes von der Goldparität abgeschlossen und veröffentlicht worden ist - festgestellt hat, ebenso wie er die Bedenken gegen einen solchen Entschluß unterstrichen hat. S. 110: „It is no doubt true that an essential attribute of a sovereign state is a power at any time to alter the value of currency for any reasons deemed to be in the national interest.“

hinwegtäuschen, daß die eigentliche Entscheidung über die Grundrichtung der Kreditpolitik beim Staat liegen muß, daß er, wie die Erfahrung gezeigt hat, sich auf die Dauer dieser Macht gar nicht entäußern kann.

5. Staatsfinanzen und Kreditsystem

Es ist eine schwere Verantwortung, die damit der Staatsführung zugefallen ist. Die Herauslösung aus dieser Verantwortung durch die Festlegung auf die Goldwährung war nur eine scheinbare und vorübergehende. Sie galt nur, solange die Goldwährung die Kreditpolitik leicht und bequem machte. Mit dem Jahre 1931 hat diese Epoche auch in anderer Beziehung ihren Abschluß gefunden. Der Staat hat in großem Umfang seinen Kredit eingesetzt, um das Banksystem zu reorganisieren und die Wirtschaft aus der Depression herauszuführen. Aber er konnte dies mit Erfolg nur unter Heranziehung der Notenbank tun, die direkt oder indirekt⁷⁶ die verwendeten Staatsschuldtitel als notenbankfähig erklären mußte, damit sie bei den Kreditbanken als liquide Anlagen gelten konnten. Auf diese Weise ist jene Verbindung wieder hergestellt, die in der Geschichte des Geld- und Kreditwesens schon so oft eine unheilvolle Rolle gespielt hat, die man mit größter Sorgfalt gerade in Deutschland gesetzlich auszuschalten bestrebt war: Die Verbindung zwischen Notenbank und Staatsfinanzverwaltung. War also das Resultat der Inflation ihre zwangsweise Entfernung von einander, so war das Resultat der Deflation ihre zwangsläufige Wiederausführung. Wenn demnach einerseits eine vollständige Ausschaltung des Staates vom Notenbankkredit sich als unmöglich erwiesen hat, wenn andererseits die Gefahr einer übermäßigen Ausnutzung dieser Kreditquelle durch die Staatsfinanzverwaltung groß ist, so wird man versuchen müssen, Regeln und Normen zu finden, in welchem Umfang der Staat diesen Kredit ausnutzen darf und soll. Solche Regeln müssen aus dem fachlichen Zusammenhang heraus entwickelt werden, als noch so scharfe gesetzliche Bestimmungen, über die man unter dem Motto: „Not kennt kein Gebot“ hinwegzuschreiten genötigt ist, wenn sie der Sachlage nicht gerecht werden.

⁷⁶ Auf indirektem Wege mußte dies in Deutschland bis zur Bankgesetznovelle von 1933 geschehen. Die gewählten Auswege über Akzeptbank, Öffa [Öffa-Wechsel zur Forcierung der Beschäftigung – siehe auch: Detlev Humann: *Arbeitsschlacht. Arbeitsbeschaffung und Propaganda in der NS-Zeit 1933-1939*. Göttingen 2011. S. 43 ([online](#)), Anm. CGB] usw. sind bekannt.

Wenn hier von der Inanspruchnahme des Notenbankkredits durch den Staat gesprochen wird, so muß dies heute in einem erweiterten Sinne aufgefaßt werden. Es handelt sich nicht nur um diejenigen Staatsschuldtitle, die tatsäc hlich bei der Notenbank rediskontiert, lombardiert oder verkauft werden, sondern auch um alle diejenigen, für die die Notenbank die Annahme als Kreditinstrument in irgendeiner Form z u g e s a g t hat. Denn mit allen diesen Schuldtitlen kann sich der Staat bei den Kreditbanken Geld verschaffen, weil diese sie sowohl als vollkommen sicher, wie auch als vollkommen liquide ansehen können. Daß auch diese Art der Kreditausdehnung eine Ausdehnung der Zahlungsmittel ist, haben wir ausführlich dargelegt. Sie muß daher im wesentlichen ebenso betrachtet werden, wie eine direkte Inanspruchnahme der Notenbank.

Die Forderung, die hinsichtlich der Kreditgebarung des Staates aufzustellen ist, geht dahin, daß er in dem Umfange Kredit in Anspruch nehmen soll, der zur Aufrechterhaltung und gegebenenfalls Ausdehnung des Kreditvolumens bis zur richtigen Ausnutzung des Kapitalfonds notwendig ist. Wir kommen hiermit auf die am Schluß des Kapitels IV begonnene Betrachtung zurück und führen sie unter staatsfinanziellem Gesichtspunkt fort. Was unter „Ausnutzung des Kapitalfonds“ zu verstehen ist, geht aus unseren im Kapitel III gemachten Darlegungen hervor. In der Sprache von Keynes würde es heißen müssen, daß der Staat durch seine Kreditbeanspruchung die „Investitionsrate“ aufrechterhalten oder erhöhen muß, bis sie der „Sparrate“ entspricht. Demnach ist also die Kreditgebarung des Staates, wenn sie dieser Forderung gerecht werden soll, konjunkturbedingt (soweit nicht die im vorigen Abschnitt erwähnten Gesichtspunkte in den Vordergrund treten). Kreditinanspruchnahme durch den Staat, überhaupt Investitionstätigkeit des Staates⁷⁷ ist demnach erwünscht, unter Umständen sogar notwendig in der Depression, dagegen unerwünscht und unter Umständen geradezu unverantwortlich im konjunkturellen Hochschwung. Diese Regel hat den Vorzug, einfach und einleuchtend zu sein. Man kann nicht einwenden, daß von der

⁷⁷ Es muß sich nicht immer unbedingt um n e u e Verschuldung des Staates handeln. Es ist ebenso gut möglich, daß die Finanzverwaltung angesammelten Reservefonds ausgibt. Daß dies dieselben Wirkungen hat, wie die Beschaffung neuer Mittel durch Kredit, ergibt sich ohne weiteres aus dem, was wir über die Bedeutung von Hortung und Enthortung von Depositen mehrfach dargelegt haben.

staatlichen Verwaltung ein Übermaß von volkswirtschaftlicher Einsicht als Unterbau für ihre konjunkturpolitische Intervention verlangt wird. Zwischen Hochkonjunktur und Depression zu unterscheiden, ist ziemlich einfach. Es gehören dazu weniger wirtschaftliche Kenntnisse, als sie etwa bei Handelsvertragsverhandlungen verlangt werden. Es wird auch unschwer zu merken sein, wann die Depression überwunden ist und es Zeit ist, die öffentliche Investitionstätigkeit erst einzuschränken und dann einzustellen. Ist einmal die staatliche Kreditgebarung und die Vergebung öffentlicher Arbeiten bewußt unter konjunkturpolitische Gesichtspunkte gestellt, so ist die Anwendung derselben nicht übertrieben schwierig. Auch die Gefahr, daß man unmerklich in eine Inflation geraten könnte, erscheint, solange nur nach konjunkturpolitischem Gesichtspunkte gehandelt wird, gering. Denn die Preisbewegung gibt hier rechtzeitig so deutliche und unverkennbare Hinweise, daß eine Umkehr ohne weiteres möglich ist, wenn nur Neigung und Willenskraft vorhanden sind, der volkswirtschaftlichen Einsicht zu folgen.

Die eigentliche Schwierigkeit liegt darin, daß der konjunkturpolitische Gesichtspunkt nicht der einzige ist, der für Kreditgebarung und Investitionstätigkeit des Staates maßgebend ist. Nehmen wir an, daß die währungspolitischen Voraussetzungen einer aktiven Konjunkturpolitik gegeben sind oder sich schaffen lassen,⁷⁸ so tritt hinzu und vielleicht auch entgegen der Gesichtspunkt einer ordentlichen Haushaltsgebarung. Es ergibt sich die Frage, in welchem Verhältnis die beiden Gesichtspunkte zueinander stehen, wann sie einander entsprechen, wann widersprechen, welcher von beiden im einen oder im anderen Fall das Übergewicht haben soll. So schwierig es im ersten Augenblick scheint, auf diese Fragen Antworten von auch nur annähernder Allgemeingültigkeit zu finden und so wenig man behaupten kann, für jede denkbare Konstellation die richtige Handlungsweise im voraus bestimmen zu können, so kann man sich doch auf Grund des allgemeinen Bildes der Konjunkturphasen einigermaßen deutliche Vorstellungen davon verschaffen, wie sich die konjunkturpolitische Aufgabe vom Standpunkt der staatlichen Haushaltsgebarung ansieht. Wir begnügen uns damit, dies für die Depression einerseits, für den Hochschwung andererseits zu tun. Zwischen diesen beiden Gegensätzen liegende Abwandlungen können dann leicht von Fall zu Fall nachkonstruiert werden.

⁷⁸ Mit dieser Frage habe ich mich auseinandergesetzt in der Broschüre *Geldpolitik und Weltwirtschaft* ([PDF; 7,8 MB](#)) Berlin 1934, insbesondere S. 29 ff.

In der Depression wird die Lage der Staatskasse bestimmt sein durch rückgängige Steuereinnahmen, die dem sinkenden Einkommen der Steuerpflichtigen entsprechen, einerseits, durch mindestens gleichbleibende, wahrscheinlich aber steigende Ausgaben andererseits. (Man kann steigende Ausgaben als in der Depression normal ansehen, weil wohl kaum ein moderner Staat sich in wirtschaftlichen Notzeiten sozialen Fürsorgeverpflichtungen entziehen kann.) Es besteht also mindestens tendenziell ein Defizit, das nach einiger Zeit sicherlich auch Tatsache wird. Dem Finanzminister wird es also kassenmäßig nicht unwillkommen zu sein brauchen, wenn ihn der Wirtschaftsminister aus konjunkturpolitischen Gründen ersucht, für den Staat Kredite aufzunehmen. Es fragt sich nur, ob dies mit gesunden Haushaltsgrundsätzen vereinbar erscheint. Denn Kredite sind eine Erleichterung für den Augenblick, aber sie sind für die Zukunft eine Belastung des Haushalts mit Zinsen und Tilgungsraten. Dabei reichen ja in der Depression auch schon ohne diese zusätzliche Last die laufenden Einnahmen nicht aus. Gerade ein in den Traditionen solider Haushaltsgebarung ausgewachsener Finanzminister wird sich dann die Frage vorlegen, ob er den Haushaltsausgleich nicht durch Erhöhung der Steuern und Beschneidung der Ausgaben zu suchen hat. Solche Finanzpolitik wird ihm dann besonders angebracht erscheinen, wenn aus der Vergangenheit her noch eine beträchtliche Schuldenlast vorhanden ist. Dagegen würde er vielleicht eher geneigt sein, einen in guten Zeiten angesammelten Reservefonds zur Deckung des laufenden Defizits zu verwenden.

Hier besteht also ein Konflikt zwischen der finanzpolitischen Tradition und der Forderung einer konjunkturpolitischen Orientierung der Finanzpolitik. Daß die rigorose Defizitdeckung durch Steuererhöhung und Ausgabenkürzung die Depression vertieft und - falls nicht irgendeine von anderer Seite kommende Anregung der Konjunktur auf die Beine hilft - das Haushaltsdefizit immer von neuem erzeugt, haben eine Reihe europäischer Staaten in der Periode von 1930-1935 nacheinander erfahren müssen; besonders Deutschland bis 1933, wo sich besonders gewissenhafte Finanzpolitiker wegen der bereits in den Jahren vorher aufgetürmten Schuldenlast zu solcher Haushaltsgebarung verpflichtet fühlten. Dieser Weg sollte daher in der Depression **k e i n e s f a l l s** eingeschlagen werden, mindestens das laufende Defizit sollte durch Kreditaufnahme gedeckt werden.

Eine andere Frage ist, ob darüber hinaus der Staat sofort Schulden machen soll, um durch Vergebung öffentlicher Arbeiten die Konjunktur anzuregen. Es darf dies nicht zur selbstverständlichen Forderung erhoben

werden. Denn öffentliche Aufträge sind nicht immer notwendig, um den circulus vitiosus der Depression zu brechen. Häufig werden Geldverflüssigung und sinkender Zins genügen, um die private Unternehmungslust zu beleben, besonders wenn man diese Mittel reichzeitig angewendet hat und die Depression nicht zu lang dauern und zu tief hat wirken lassen. Weiter ist nicht zu vergessen, daß bereits die staatliche Kreditaufnahme zur Deckung des laufenden Defizits den Prozeß der Schrumpfung des Kreditvolumens mildert und, wenn er nicht gar zu heftig ist, ausgleicht und vielleicht sogar in eine Ausdehnung verwandeln kann. Schließlich darf auch die Vergebung öffentlicher Aufträge nicht völlig vom Bedarf gelöst werden und, gerade wenn man damit vorher vielleicht zu großzügig verfahren ist, wird man sich damit zunächst eine gewisse Zurückhaltung auferlegen. Trotz alledem: Wenn die Depression sich sehr tief eingetreten hat, wird sich der Staat dazu verstehen müssen, als Kreditnehmer und als Auftraggeber voranzugehen, selbst wenn der Bedarf an öffentlichen Bauten usw. nicht gerade dringlich ist, selbst wenn er bereits schon große Schulden aus der Vergangenheit mitschleppt. Denn deren Last wird bei Fortdauer der Depression nur noch größer.

Diese bewußte Verschuldung des Staates muß noch fortgesetzt werden, bis die wirtschaftliche Tätigkeit einen Grad erreicht hat, daß die Konjunktur sich selbst trägt. Zwar erhöht sich dabei die Schuldenlast des Staates und sein Haushalt hat sich für eine Reihe von Jahren mit zusätzlichen Beträgen für Verzinsung und Tilgung belastet. Dem steht jedoch eine Verbesserung der Steuereinnahmen und eine Entlastung von sozialen Fürsorgeausgaben gegenüber. Bei einem bestimmten Grad der Hebung der wirtschaftlichen Tätigkeit gelangen Entlastung und Belastung zum Ausgleich. Dann ist es Zeit, wieder energisch nach einem Ausgleich der Einnahmen und Ausgaben zu streben.

Es kann sein, daß die private Investitionstätigkeit längere Zeit auf sich warten läßt, weil in der vorhergehenden Konjunkturperiode der Produktionsapparat so durchrationalisiert ist, daß die großen Investitionsaufgaben fehlen. Es ergibt sich dann der eigenartige Zustand, daß die private Wirtschaft für den Teil des Konsumgüterstroms, der normalerweise die Investitionstätigkeit ermöglicht (siehe Kapitel III), keine Verwendung hat. Weil die Unternehmer keine Arbeiter in der Investition beschäftigen, fehlen die Konsumenten. Dem entspricht die von uns mehrfach erwähnte Ansammlung unverwendeter Guthaben und ihre depressive Wirkung, d. h. der verwendbare Güterstrom wird gar nicht erzeugt, bleibt potentiell. Dem könnte nur eine Ausdehnung des laufenden Konsums abhelfen. Dazu ist aber in der Depression nur der Staat imstande. Er tut dies durch Vergebung öffentlicher Aufträge, läßt vielleicht

an sich nicht dringend notwendige Bauten ausführen. Mit den dabei beschäftigten Arbeitern sind die Konkurrenten wieder da und der entsprechende Güterstrom kann wieder erzeugt werden. Damit haben wir auch schon die Frage beantwortet, ob die Krisenausgaben des Staates „produktiv“ sein müssen, d. h. auf Errichtung von Anlagen verwendet werden müssen, die Zinsen und Tilgung der dafür aufgenommenen Schulden erbringen. Konjunkturell ist dies nicht nötig, da es für die Konjunktur darauf ankommt, Abnehmer für den soeben gekennzeichneten Konsumgüterstrom zu schaffen. Es ist aber gleichgültig, ob diese Abnehmer beim Bau von Fabriken oder von öffentlichen Gebäuden beschäftigt sind. Für den strukturellen Aufbau der Volkswirtschaft auf lange Sicht wäre es unsinnig, den vorhandenen Produktionsapparat zu vermehren, wenn er lückenlos oder überreichlich ausgebaut ist. Das dürfte nur in Ausnahmefällen zutreffen. Dann - aber nur dann - brauchen die Staatsaufgaben nicht auf produktive Anlagen auszugehen. Sind dagegen sichtbare Lücken im Produktionsapparat vorhanden - was in der Regel der Fall ist - so ist es nur vernünftig und zweckmäßig, die Krisenaufträge zur Ausfüllung der Lücken zu benutzen. Wenn der produktive Investitionsbedarf der Wirtschaft nach einer Depression, wie wir soeben skizziert hatten, gering ist, so ergibt sich in der gesamten Kreditverschuldung eine eigenartige Verschiebung. Der Staat muß dann ziemlich lange seine Politik der öffentlichen Aufträge durchhalten und entsprechende große Schulden machen. Die private Unternehmerschaft kann dagegen ihre alte Verschuldung zu einem großen Teil abbauen. Es vollzieht sich dann insgesamt das Anwachsen der Gesamtkredite, das dem notwendigen Investitionsgrad entspricht, vermindert um die Tilgung alter Kredite. Das ist der Vorgang, der sich in jeder gewöhnlichen Konjunktur abspielt. Das Besondere ist nur der hohe Anteil des Staates an der Neuverschuldung und das Anwachsen der Staatsschuldenlast im Gegensatz zu der zunehmenden Entschuldung der Unternehmerschaft. (Diese Entwicklung war in den Jahren nach 1933 in Deutschland und den Vereinigten Staaten zu beobachten.) Das Anwachsen der Staatsschuld hat seit jeher zu düsteren Prophezeiungen Anlaß gegeben und sie sind auch in unserem Fall nicht ausgeblieben. Es kann zwar hier nicht das Inflationsgespenst wirksam erscheinen - obwohl es natürlich Versuche macht - wohl aber wird das Anwachsen der staatlichen Zinsen und Tilgungslast als äußerst bedenklich angesehen. Denn auf lange Sicht müssen ja die Mittel dazu aus Steuern kommen. Das ist richtig, aber es ist nicht vollständig. Denn es muß weiter erwähnt werden, daß die privaten Zins- und Tilgungsverpflichtungen zugleich zurückgehen. Der ganze Vorgang läuft also darauf hinaus, daß Beträge, die im Falle einer auf Privatinvestition beruhenden Konjunktur als Zinsen

und Amortisationsraten für private Kredite aufgebracht werden müßten, im Falle einer durch Staatsaufträge entwickelten Konjunktur als Steuern der Staatskasse zufließen müssen, die sie zum Schuldendienst verwendet. Die Gesamtbelastung wird also bei der „Staatskonjunktur“ nicht größer als bei der Privatkonjunktur und für die Sparer (Effektenbesitzer) dürfte es keinen so großen Unterschied machen, ob sie ihre Zinsen aus Staatsanleihen oder aus Industrieobligationen beziehen. Gefährlich wäre es nur, wenn sich die Staatsfinanzverwaltung durch das Anwachsen der Schulden davon abschrecken läßt, die Konjunktur bis zu dem Punkt zu führen, von dem aus sie sich selbständig weiter entwickeln kann. Dann würde der wirtschaftliche Aufstieg abgebrochen und in sein Gegenteil verkehrt werden - und dann wäre die hohe Schuldenlast in der Tat recht unangenehm.

Es darf also nicht verkannt werden, daß es schwierig ist und eine starke Erkenntnis, Tatkraft und Vorsicht erfordert, die Konjunkturpolitik mit einer gesunden Staatsfinanzgebarung in Übereinstimmung zu bringen. Waren unsere bisherigen Darlegungen darauf gerichtet, daß in einer Depression der Staat Schulden machen und seine Ausgaben steigern darf und muß, so muß auch umgekehrt darauf verwiesen werden, daß in der Hochkonjunktur die Zeit ist, wo gerade das Umgekehrte richtig ist.

Wenn wir dies nicht in gleicher Ausführlichkeit darlegen, so geschieht dies nur deswegen nicht, weil wir durch viele Wiederholungen den Leser langweilen müßten. Wenn die Wirtschaft in lebhaftige Tätigkeit gerät, so ist die „Ausnutzung des Kapitalfonds“ von selbst gegeben und von einem gewissen Punkt an muß sie sogar zinsmäßig eingeschränkt werden. Es besteht also kein konjunkturpolitischer Grund für staatliche Kreditaufnahmen und für eine Vergebung von Staatsaufträgen. Vielmehr ist bei solcher Lage in dieser Hinsicht größtmögliche Zurückhaltung am Platz, da ja dann tatsächlich ein produktiver Investitionsbedarf besteht, für den der Kapitalfonds so weit wie möglich reserviert werden sollte. Es ist die Zeit, wo die Staatsfinanzverwaltung ihre günstigen Einnahmen zum Abbau alter Schulden, vielleicht auch zum Aufbau eines Reservefonds benutzen sollte.

Eine Vermehrung der Staatsschulden in diesem Stadium ist bedenklich, weil man niemals auf ewige Dauer der Hochkonjunktur rechnen darf; gerade dann ist wohl zu überlegen, ob man zusätzliche Zins- und Tilgungslasten auf den Staatshaushalt legen darf. Die Hochkonjunktur ist auch die Zeit, wo man ohne konjunkturpolitische Schädigung unrationelle Teile des Staatsapparates ausmerzen kann; wo man sich nicht durch die günstigen Einnahmen zum Aufbau mehr oder weniger überflüssiger Behörden und

Dienststellen verleiten lassen darf. Alles dies ist nach dem Gesagten ziemlich selbstverständlich. Nur darf man nicht denken, daß dies für den Finanzpolitiker so einfach durchzuführen ist. Gerade in Hochkonjunkturzeiten, wenn die Einnahmen reichlich fließen, werden die strengen Sparsamkeitsgrundsätze finanzpolitischer Tradition nicht so stark wirken und der Finanzminister wird es nicht leicht haben, sich der aus den Schreibtischladen seiner Ministerkollegen auftauchenden „langgehegten Lieblingsprojekte“ zu erwehren. Hier liegen schwere Gefahren, besonders auch die oft zur unrechten Zeit gesehene Inflationsgefahr.

Die konjunkturpolitische Staatsfinanzkunst beruht darauf, daß man wie Till Eulenspiegel beim Aufsteigen schon das Bergab denkt und im Abstieg an das kommende Bergauf. Es mutet zunächst merkwürdig an, daß der Staat reichlich ausgeben soll, wenn er schwache Einnahmen hat. Kein noch so reicher Privatmann könnte dies als Grundsatz akzeptieren. Der Unterschied ist der, daß der Staat sich Geld machen kann. Es ist richtig, daß ihm damit eine gefährliche Macht in die Hand gegeben ist. Aber gibt es nicht auch Medikamente, die, richtig angewandt, heilen und retten, falsch angewandt, vergiften und vernichten?

Schlußbetrachtung

Wenn wir die Wandlungen des Kreditsystems am Schluß unserer Eigendarlegungen zusammenfassend betrachten, so kommen wir zu dem Resultat: Das Geld- und Kreditsystem bedarf dauernder Beobachtung und Pflege, damit es gut funktioniert und die sichere Grundlage einer Wirtschaft des Leistungswettbewerbes bildet. Diese Aufgabe gehört zur Wahrung des Allgemeininteresses und fällt daher notwendig dem Staat zu, auch wenn dieser sie auf eine organisatorisch selbständige Notenbank delegiert.

Man kann diese Feststellung nicht ohne Sorge machen. Wir sind uns bewußt geworden, daß durch Fehler in der Steuerung des Geld- und Kreditsystems Krisen und Arbeitslosigkeit hervorgerufen, verlängert, vertieft, zur Katastrophe gesteigert werden können. Die Steuerung des Kreditsystems wird eine Aufgabe von schicksalhafter Bedeutung. Wird der Staat dieser Aufgabe gewachsen sein? Wird bei einer derartigen Beeinflussung der Wirtschaft durch den Staat noch Raum bleiben für eine Bestätigung freier starker Persönlichkeiten in der Wirtschaft? Wie wird das gesamte Kulturleben durch diese Wandlungen in der Sphäre der Wirtschaft beeinflußt?

So wenig es angebracht wäre, die Berechtigung und Tragweite solcher Fragestellung anzuzweifeln, so verfehlt wäre es, wenn man gleich in düstere Prophezeiungen ausbrechen wollte, weil man entdeckt hat, daß die moderne wirtschaftliche Welt etwas anders aussieht, als man sie sich vorzustellen gewöhnt war. Erinnern wir uns daran, daß die geschilderten Wandlungen seit langem in Gang sind, daß sie uns in der Gegenwart nur bewußt geworden sind. In Wirklichkeit ist das Geldwesen nie ein sich selbst zum Optimum steuernder Organismus gewesen. Immer wieder ist es, sich selbst überlassen, in Verwirrung geraten, immer wieder hat der Staat mit ordnender Hand eingreifen müssen, zur Ordnung des Münzwesens und zur Ordnung des Notenbankwesens. So wäre z.B. die Notwendigkeit, auch das Depositenbankwesen als einen Teil des Zahlungsmittelsystems zu ordnen und zu regeln, überhaupt keine grundsätzlich neue Aufgabe für den Staat? Das ist richtig und wenn auf Mißbrauch der Staatsgewalt bei der Herrschaft über Münz- und Papiergeld hingewiesen wird, so ist die Gefahr ähnlichen Mißbrauchs natürlich in moderner Form nicht zu leugnen, aber es ist keine neue Gefahr und sie ist durch Kenntnisse und Charakterstärke ebenso zu vermeiden wie Münzverschlechterung und Papiergeldinflation. Trotzdem ist doch ein wesentlicher Unterschied gegenüber früheren Zeiten vorhanden. Während die früheren ordnenden Eingriffe des Staates

nur gelegentlich waren, nach deren Durchführung er Geld- und Kreditwesen wieder sich selbst überließ, handelt es sich bei der Steuerung des Kreditsystems, die sich aus der jüngsten Entwicklung ergeben hat, um eine dauernde Aufgabe der Beobachtung, Führung und Eingriffsbereitschaft des Staates. Es ist eine Temperamentfrage, ob man glauben will, hierdurch sei die Gefahr des Mißbrauchs oder - gelinder gesagt - verfehlter Eingriffe gesteigert oder verringert. Der Optimist kann sagen, daß gerade die dauernde Beschäftigung mit Geld und Kredit Sachverständnis, Erfahrung und Verantwortungsgefühl steigern und damit die Gefahr der Mißgriffe verringern wird. Für diese Auffassung ließe sich beispielsweise geltend machen, daß in dem Deutschland der unmittelbaren Nachkriegszeit weder an den maßgebenden noch an den nicht maßgebenden Stellen erkannt und anerkannt wurde, daß die Geldvermehrung Ursache der Geldentwertung war. Diese Erkenntnis setzte sich erst fünf Jahre nach Kriegsschluß durch. Wenn auch die Hauptursache der Inflation die Überlastung des Reichsetats mit wahnwitzigen Reparations- und anderen Kriegslasten war, kann man doch vermuten, daß Tempo und Ausmaß der Entwertung bei besserer Erkenntnis fehlte, weil Politiker und Beamte in den Vorkriegsjahrzehnten unter der Herrschaft der unter günstigsten Bedingungen arbeitenden Goldwährung nicht mit Geld- und Währungsfragen befaßt waren und weder eine theoretische noch eine praktische Beherrschung der Probleme des Geldwesens erworben hatten. Demgegenüber könnte eine laufende Verfolgung und Behandlung geld- und kreditpolitischer Probleme allmählich zu einer immer besseren Beherrschung dieses Gebietes führen. Andererseits kann der Pessimist anführen, daß die ständige Eingriffsmöglichkeit lediglich die Versuchung zum Mißbrauch chronisch macht und daß es direkt unvermeidlich sei, daß die Finanzgebarung des Staates nur allzuoft dieser Versuchung erliegt.

Man kann weder die eine noch die andere Auffassung als richtig beweisen noch als falsch widerlegen. Es wäre auch ganz überflüssig, irgendwelche Versuche dazu zu machen. Denn es ist gar nicht mehr zur Wahl gestellt, ob der Staat sich an die Steuerung des Kreditsystems heranwagen soll oder nicht. Diese Aufgabe ist ihm einfach durch die Entwicklung der Dinge gestellt und er kann sich ihr nicht mehr entziehen. Es wird auch in Zukunft nicht an Leuten fehlen, die die Vorkriegsjahrzehnte als Beweis anführen, daß im Geld- und Kreditsystem alles zum besten geht, wenn sich der Staat nicht darin einmischet. Aber dieses historische Beispiel beweist nur, daß Volkswirtschaften, die noch Entwicklungsmöglichkeiten in sich tragen, im Zeichen ständiger Geld- und Krediterweiterung prosperieren. Die ständige Erweiterung der Goldbasis und ihre Ausnutzung sowie die Ausbreitung des Depositenbankwesens

schuf im Goldwährungssystem der Vorkriegszeit diese Bedingung. Irgendwelchen Einflüssen, die n i c h t aus seiner inneren Gesetzmäßigkeit kommen, unterliegt das Geld- und Kreditwesen immer. Zufällig waren diese Einflüsse in den Vorkriegsjahrzehnten so günstig, daß in der Tat eine bewußte staatliche Führung unnötig und überflüssig war. Aber man kann und darf sich nicht erträumen, daß immer solche günstigen Einflüsse obwalten werden, wenn man nur das Goldwährungssystem wiederherstellt und seine goldenen Regeln anwendet. In dieser Hinsicht haben Theoretiker und Praktiker des Bankwesens aus der Wiederherstellung eines neuen Goldwährungssystems und seinem Verfall innerhalb des Jahrzehnts von 1925-1935 viel lernen müssen. Die Lehre ist: Der Staat kann nicht gelassen beiseitestehen, wenn die Bedürfnisse des Goldwährungssystems die Volkswirtschaft in einen mörderischen Deflationsprozess verwickeln. Er kann sich der Aufgabe einer rationellen Steuerung des Kreditwesens nicht entziehen, er kann sie auch nicht auf andere nicht staatliche Organe abwälzen, denn sie muß immer im Einklang mit den sonstigen Aufgaben der Staatspolitik gelöst werden. Gerade wenn man dies als unausweichlich anerkennt, wird man betonen müssen, daß diese Aufgabe nur mit einem hohen Maß von Sachkenntnis, Verantwortungsgefühl und Mut erfüllt werden kann.

Mit der Steuerung des Kreditsystems geht in die Hand des Staates eine ziemlich weitgehende Beeinflussung des Wirtschaftsablaufs über. Das ist nicht etwa ein Nebenergebnis, sondern Zweck und Ziel der Heranziehung des Staates. Es erhebt sich die Frage, wieviel noch von einer freien Wirtschaft übrig bleibt, in der Unternehmerpersönlichkeiten im Kampf der Leistungen auf ein Höchstmaß des Ertrages aller Aufwendungen an Arbeitskraft und Kapital hinarbeiten. In dieser Hinsicht ist aber der Übergang zu einer zielbewußten Steuerung des Kreditsystems sogar ein Fortschritt in Richtung auf S i c h e r u n g d e r G r u n d l a g e n einer freien Wettbewerbswirtschaft. Diese Steuerung reguliert lediglich die Gesamtmengen des zur Verfügung stehenden Kredits, bedeutet aber keineswegs eine bürokratische Verteilung der einzelnen Kredite. Noch weniger ist ein Zwang zum Aufbau einer verwaltungsmäßig beherrschten Wirtschaft gegeben. Vielmehr ist der Zwang dazu bei einer durch Steuerung des Kreditsystems beeinflussten Wirtschaft auf ein Mindestmaß reduziert. Zu verwaltungsmäßigen Eingriffen in die Wirtschaft sehen sich die Staatsorgane gezwungen, wenn in extremen Konkunkturausschlägen außergewöhnliche Preisbildungen schwierige Anpassungsprobleme hervorrufen, womöglich verbunden mit ernstlichen sozialen Schäden. So kommen in schweren Wirtschaftskrisen Zwangskartelle, Produktionskontingentierung, Investitionsverbote und ähnliches zustande,

wogegen bei Hochkonjunkturen Höchstpreise, Lieferungszwang und ähnliche Maßnahmen hervorgerufen werden. Gerade die Steuerung des Kreditsystems läßt aber derartige Zuspitzungen gar nicht erst entstehen. Indem sie das gesamte Preisniveau beeinflußt, kann sie die Entwicklung der Einzelpreise sich selbst überlassen und damit den unleugbaren Vorteil freier Preisbildung, die unter den gegebenen Bedingungen beste Verteilung der Produktivkräfte zu bewirken, unangetastet bestehen lassen. Durch eine rationelle Steuerung des Kreditwesens wird ein Milieu geschaffen, in dem die individuellen Kräfte im Wirtschaftsleben zu höchster Gesamtleistung befähigt werden.

Eine solche bewußte Beeinflussung des Wirtschaftslebens, die der individuellen Leistung einen günstigen Boden bereitet und weitestgehende Freiheit läßt, ist auch von einer schwerlich zu überschätzenden Bedeutung für die abendländische Kultur. Nichts kann den zerfetzenden Angriffen auf diese Kultur besser den Boden bereiten, als der heftige Überschwang der Konjunkturen. Die kommunistische Propaganda kann kein besseres Material finden als die spekulativen Ausschreitungen einer übermäßigen Hochkonjunktur und die wahllos Gerechte und Ungerechte treffende Existenzvernichtung durch eine langdauernde Krise und Depression. Die Vermeidung solcher konjunkturellen Ausschreitungen verhindert das Wachstum von kulturbedrohenden Tendenzen, deren Nahrung Hoffnungslosigkeit und Verzweiflung sind. Keineswegs will der Staat dem Individuum den Kampf um Existenz und Aufstieg abnehmen, aber er kann einen Kampfplatz schaffen und schützen, wo dem tüchtigen Kämpfer die Aussicht auf einen seiner Leistung entsprechenden Erfolg sicher ist.