

Auslandskapital als Katalysator?

Wilhelm Lautenbach, Gutachten vom 8. Mai 1931

Die Gutachter-Kommission zur Arbeitslosenfrage¹ ist jetzt mit einem Gutachten über die Bekämpfung der Arbeitslosigkeit durch Arbeitsbeschaffung an den eigentlichen Kern des Arbeitslosenproblems herangegangen. Der Gedankengang des Gutachtens und seine programmatische Forderung stellt sich etwa folgendermaßen dar:

Die deutsche Wirtschaft befindet sich heute in einer Erstarrung, die zum Teil auf weltwirtschaftlichen und weltpolitischen Ursachen beruht und zum anderen Teil innerpolitisch und innerwirtschaftlich zu erklären ist. Auf die weltwirtschaftlichen und weltpolitischen Zusammenhänge konnte die Gutachterkommission nur hinweisen, um Umfang und Tragweite der außenpolitischen Aufgaben der Gegenwart zu kennzeichnen. Ihre praktischen Vorschläge mußten sich beschränken auf die Möglichkeiten unmittelbarer oder mittelbarer Arbeitsbeschaffung, die von innen heraus in Angriff genommen werden können. Sie mußte nach wirtschaftspolitischen Maßnahmen suchen, die geeignet erscheinen, jene Erstarrung, in der sich unsere Wirtschaft heute befindet, zu lösen und in Deutschland brachliegende Arbeitskräfte, Produktionsmittel und Warenvorräte produktiv zu nutzen.

Die Überlegung und die Erfahrung früherer Krisen zeigen, daß die Lösung einer solchen Erstarrung regelmäßig dadurch erfolgt, daß neue Investitionen vorgenommen werden, durch die brachliegende Produktivkräfte wieder in Bewegung kommen. Diese Bewegung ging früher regelmäßig von der Bauwirtschaft aus, indem private Bauunternehmer die in der Depression günstige Selbstkostenlage

¹ Lautenbach bezieht sich auf das 2. Gutachten der ab Ende Dezember 1930 eingesetzten „Brauns-Kommission“ zur Milderung der wirtschaftlichen „Erstarrung“ sowie der prekären Arbeitslosensituation – die Kommission hatte Lösungsvorschläge auszuarbeiten und übergab ihren ersten Teilbericht Ende März 1931 an die Reichsregierung (was in Folge zu Brüning's zweiter Notverordnung vom 5. Juni 1931 führte – vgl. [Akten der Reichskanzlei](#)). Die „Brauns-Kommission“ ging davon aus, 400.000 Arbeitslose wieder beschäftigen zu können. Während der ersten drei Monate der Tagungen waren zusätzliche 360.000 arbeitslos geworden. Vgl. Gerhard Schulz (1992): *Von Brüning zu Hitler, Zwischen Demokratie und Diktatur, Band 3* [Anm. C.G.BRANDSTETTER].

ausnutzten. Die Bauwirtschaft spielte auf diese Weise gewissermaßen die Rolle einer automatischen Selbstfangvorrichtung für die niedergehende Konjunktur. Dieser glückliche und sinnreiche Mechanismus ist heute ausgeschaltet.

Unter diesen Umständen erscheint es fast wie ein unmittelbares Gebot der wirtschaftlichen Logik, wenn man sich entschließt, die gehemmte oder ausgeschaltete private Initiative durch Gemeinschaftsinitiative zu ersetzen, indem man auf Gebieten, die ohnehin mehr oder minder die Domäne der öffentlichen Initiative sind, Investitionen vornimmt. Wenn auf diesem Wege mehr als eine nur zeitweilige Milderung der Arbeitslosigkeit erreicht werden soll, das heißt wenn also wirklich die Gesamtwirtschaft dadurch belebt werden soll, so muß es sich selbstverständlich um ein großzügiges Investitionsprogramm unter Einsatz großer Mittel handeln.

„Die Durchführung eines solchen Programms“ - so sagt das Gutachten - „bedingt keineswegs, daß Kapital an anderer Stelle der deutschen Wirtschaft entzogen wird; vielmehr soll Kapital nutzbar gemacht werden, welches ohne diese Maßnahmen nicht zur Verfügung stehen würde. Das technische Mittel zur Bereitstellung des Kapitals sind langfristige Kredite.

Große Erschwerungen liegen allerdings darin, daß zur Zeit in Deutschland die Aufnahme von Kapital in ausreichendem Umfange nicht möglich ist. Die Heranziehung von Auslandskapital - vorausgesetzt, daß es zu erträglichem Zinsfuß zu erhalten ist - ist darum erforderlich.

Ähnliche Wege sind auch in früheren Jahren vor der Verschärfung der Krisis beschritten worden. Der grundlegende Unterschied zugunsten der gegenwärtigen Lage beruht auf folgenden Gesichtspunkten:

Einmal würden die aus den Anleihen uns zufließenden Devisen voraussichtlich nicht wie früher sofort zur Bezahlung einer

steigenden Einfuhr, sondern bei Fortdauer der zur Zeit günstigen Zahlungsbilanz in erheblichem Ausmaß zur Abdeckung kurzfristiger Auslandsschulden dienen können, deren gegenwärtige Höhe lähmend auf die deutsche Wirtschaft, insbesondere auf die deutsche Bankpolitik, wirkt. Das hindert natürlich nicht, daß bei fortschreitender Konjunktur auch der internationale Warenaustausch eine entsprechende Steigerung erfährt. Ferner fällt heute günstig ins Gewicht der planmäßig eingeleitete Abbau unserer überhöhten Produktionskosten und der Tiefstand der Depression, welcher einer Belebung der Wirtschaft bessere Aussichten bietet, als sie in vorhergehenden Jahren bestanden."

Dies wirtschaftspolitische Programm bedarf freilich einer erläuternden Interpretation, um richtig und in seiner vollen ökonomischen Tragweite verstanden zu werden.

Die Beobachtung aller Konjunkturen und Krisen bestätigt immer wieder, daß der Konjunkturverlauf in seinem Auf- und Abschwung nur der Reflex größerer oder geringerer Investitionstätigkeit ist und daß die Bedingung des Aufschwungs stets Kreditexpansion ist. In Deutschland ist die entscheidende Rolle des Kredits besonders anschaulich in den Schriften von Albert Hahn, vor allem in seiner „Volkswirtschaftlichen Theorie des Bankkredits“ dargestellt worden. Wenn allerdings die entschiedensten Verfechter der monetären Krisentheorie, zu denen auch Hahn zu zählen ist, so weit gehen, im Kredit die alleinige Ursache und den zureichenden Grund für den Konjunkturanstieg zu sehen, so scheint uns gerade die gegenwärtige Situation deutlich zu zeigen, daß hierin eine Übertreibung liegt. Es erscheint uns zum mindesten außerordentlich zweifelhaft, ob heute durch eine starke Liquidität am Geld- und Kapitalmarkt ohne weiteres wieder die Konjunktur belebt werden würde. Um unsere Ansicht ganz deutlich zu machen: Wenn es uns heute gelänge, den größten Teil unserer kurzfristigen Auslandsschulden durch langfristige Auslandsanleihen zu konsolidieren, so würde sich dadurch unzweifelhaft das Bild unseres Geld- und Kapitalmarktes grundlegend und vollkommen

wandeln und zwar in einem kaum vorstellbaren Ausmaß. Trotzdem wäre es, selbst wenn langfristiges Geld zu 6% in Menge zu haben wäre, heute doch noch außerordentlich zweifelhaft, ob der Motor wieder anspränge, d. h. ob Unternehmer lediglich auf Grund der eingetretenen Zinsverbilligung und Krediterleichterung wieder neue Chancen sähen, die sie zur Wiederaufnahme der Produktion veranlassen würden. Die Absatzlage auf dem inneren Markt würde ja durch diese Zinssenkung zunächst in keiner Weise verändert werden. Da aber die meisten Produktionen gerade direkt oder indirekt von dieser Absatzlage abhängig sind, so würden wir aller Wahrscheinlichkeit nach auch ziemlich lange auf das Wiederanlaufen der Produktion warten können.

Der theoretisch geschulte Leser wird unschwer in den oben dargestellten Thesen des Gutachtens gewisse Anklänge an die monetären Krisentheorien erkennen, freilich nur in dem erwähnten Sinne, daß die Kreditexpansion als unumgängliche Voraussetzung, nicht aber als zureichende Bedingung des Konjunkturaufschwungs anerkannt wird. Allerdings ist diese Grundvorstellung gewissermaßen nur indirekt zum Ausdruck gebracht worden, was zum Teil wohl durch die Rücksichtnahme auf Allgemeinverständlichkeit, zum anderen Teil aber auch durch die Schwierigkeiten zu erklären ist, die erfahrungsgemäß regelmäßig bei Kommissionsberichten einer prägnanten und dezidierten Formulierung entgegenstehen. Wir wollen versuchen, die in den zitierten Sätzen gewissermaßen knospenhaft verschlossene ökonomische Grundansicht voll zu entwickeln und dürfen dabei im Interesse der Anschaulichkeit eine etwas größere Breite nicht scheuen.

Wir beobachten in der gegenwärtigen Depression - wie übrigens überall und bei jeder Depression -, daß trotz stark gedrosselter Produktion die Unternehmungen ziemlich allgemein unter Absatzmangel leiden und daß infolgedessen die Produktion, in einem scheinbar hoffnungslosen Versuch, sie dem Markt anzupassen, immer weiter eingeschränkt wird. Offensichtlich erreicht die fortgesetzte Drosselung nie das erstrebte Ziel, sondern

reproduziert das Mißverhältnis zwischen Angebot und Nachfrage auf dem Markt nur immer wieder auf tieferem Niveau. Was sonst von Wirtschaftspolitikern im Interesse eines gesunden Wachstums der Wirtschaft so sehr gewünscht und erstrebt wird, nämlich Überschuß der Produktion über den laufenden Bedarf = Ersparnisse, erscheint hier als ein fatales Krankheitssymptom. Warum? Wir sehen keine andere Antwort als folgende: Weil von ihnen nicht entsprechend Gebrauch gemacht wird, das bedeutet, weil sie nicht für Investitionen nutzbar gemacht werden. Diese Produktionsüberschüsse über den laufenden Bedarf können nur dann im eigentlichen Sinne „Ersparnisse“ oder „Sparkapital“ werden, wenn von ihnen auch kapitalmäßig, das heißt durch Verwertung als reales Betriebs- oder Anlagekapital, Gebrauch gemacht wird. Damit dies geschehen kann, sind zwei Voraussetzungen erforderlich:

1. es muß genügend Unternehmer geben, die neu investieren wollen und zu diesem Zweck Kapital und Kredit nachfragen;
2. der Kredit muß zur Verfügung gestellt werden, und zwar durch die in der kapitalistischen Wirtschaft hierzu berufene Organisation, nämlich die Banken. Ihre Aufgabe ist es, als Vermittler zwischen Produzenten, die Ware anzubieten haben, einerseits und solche Unternehmer andererseits zu treten, die direkt oder indirekt Waren kaufen wollen, ohne über eigene Mittel zu verfügen, also Kredit brauchen. Legitimiert zur Kreditaufnahme sind sie allerdings nur, wenn sie den Kredit produktiv verwenden, das heißt als Betriebs- und Anlagekapital verwerten wollen. Wenn die Banken ihnen auf ihr Verlangen Kredit geben, so werden diese Unternehmer damit Debitoren der Banken und die Lieferanten dieser Kreditnehmer Kreditoren, das Kreditvolumen wächst. Dies ist der bekannte von Praktikern so oft mißverständene Prozeß der Kreditschöpfung. Die Kreditexpansion ist eine unumgängliche Voraussetzung für die Wiederausdehnung der Produktion unter Nutzbarmachung der brachliegenden Produktionskräfte.

Nichts zeigt deutlicher, daß an sich die materiellen Voraussetzungen für eine Kreditexpansion seitens der heimischen

Banken vorlägen als gerade die Tatsache, daß Produktionsmittel und Arbeitskräfte brachliegen und Absatzmangel herrscht. 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. Die eingefrorenen Kredite und die hohe kurzfristige Verschuldung der Banken gegenüber dem Ausland, deren Gefahren durch die Kapitalflucht im Herbst vorigen Jahres den Banken drastisch vor Augen geführt wurde, sind die Ursache dieser Illiquidität.

Wir haben somit folgende verhängnisvolle Schlußkette: Um aus der Depression herauszukommen, bedarf es erneuter Kapitalinvestitionen, welche Unternehmer mit Hilfe von Kredit in Angriff nehmen. Es gibt heute weder solche Unternehmer, weil nämlich für sie nirgends irgendwelche Chancen zu erblicken sind, noch gäbe es Kredit.

Wenn unter diesen Umständen die öffentliche Hand heute wagt und unternimmt, was nach Lage der Dinge durch private Initiative nirgends unternommen werden kann, nämlich Kapital nachzufragen und für solche produktive Aufgaben zu verwerten, die nicht unmittelbar durch die gegenwärtige schlechte Absatzlage berührt werden, so ist das ökonomisch rationell, und im übrigen zieht man damit nur die logische Konsequenz daraus, daß die öffentliche Hand durch die Politik der vergangenen Jahre gerade die private Initiative auf dem in der Depression dazu prädestinierten Gebiet der Bauwirtschaft ausgeschaltet hat. Denn die von solchen Investitionen ausgehenden Aufträge an die Industrie sowie die Kaufkraft der neueingestellten Arbeiter (die absolut zusätzlich wäre, weil die Löhne durch zusätzlichen Kredit finanziert sind) würden das Verhältnis von Angebot und Nachfrage mit einem Schlage ändern. Der Markt würde der Gesamtproduktion wieder Richtung und Ziel geben. Aus dem gewaltigen Arbeitslosenheere würde in mehr oder minder schnellem Tempo, über die ganze Wirtschaft verteilt,

die Arbeit von den Betrieben gewissermaßen wieder angesaugt werden. Die Bewegung, einmal eingeleitet, pflanzt sich selbständig fort, da jedes Hunderttausend von Arbeitern, die wieder regulär in Arbeit und Verdienst kommen, sofort wieder neue Absatzmöglichkeiten und damit neuen Anlaß zur Produktionsvermehrung und abermaligen Neueinstellung von Arbeitern erzeugt.

Aber auch die öffentliche Hand ist nicht imstande, mit ihrer Initiative als Unternehmer ohne weiteres den zweiten Widerstand, nämlich das technische Versagen der heimischen Kreditorganisation, von heute auf morgen zu überwinden. Auf lange Sicht wird sie hier durch gesunde Staatswirtschaft, kräftige und zielbewußte Innen- und Außenpolitik zwar den Krankheitskeim des Mißtrauens abtöten können. Sie muß aber schon lange bevor diese Politik ihre Früchte trägt, aktiv einzugreifen versuchen und sie wird, gerade wenn ihr dies gelingt, ihre anderen Aufgaben sicher durchführen können.

Es bleibt ihr darum nichts anderes übrig als der Versuch, langfristig vom Ausland das erforderliche Kapital heranzuziehen, und wenn ihr dies gelingt, so kann mit einem Schlage die Verkrampfung in der deutschen Kreditwirtschaft gelöst werden und die deutsche Produktion unter dem belebenden Energiestrom, der von der Durchführung der öffentlichen Arbeiten einerseits und der wiederhergestellten Leistungsfähigkeit des heimischen Kreditwesens andererseits ausgeht, wieder anlaufen und allmählich auf Normalgang kommen.

Insgesamt wird die Aufnahme einer langfristigen Auslandsanleihe im Verhältnis zu dem Auslandsmarkt unsere Auslandsschulden per Saldo nicht vermehren - denn die Devisen werden entweder zur Rückzahlung kurzfristiger Schulden verwendet werden oder dem Devisenfonds der Reichsbank zufließen -, die Form unserer Auslandsverschuldung wird aber dadurch in außerordentlich erfreulicher Weise verbessert, weil kurzfristige Schulden in langfristige umgewandelt werden.

Im weiteren Verlauf wird allerdings die größere Flüssigkeit auf dem inländischen Geldmarkt den Produktionsanreiz, den die öffentlichen Institutionen ausgeübt haben, noch verstärken und damit in mehr oder minder schnellem Tempo die Wiederaufnahme der Produktion auf der ganzen Linie anregen. Es könnten neue Anleihen für die geplanten Investitionen emittiert werden, zum mindesten könnten diese Investitionen durch großzügige Kreditausdehnung der Banken vorfinanziert werden. Dies hat selbstverständlich zur Folge, daß nunmehr die Einfuhr von Rohstoffen und Halbfabrikaten mehr oder weniger rasch zunimmt, während bei ansteigender Konjunktur die Ausfuhr regelmäßig eine träge Tendenz zeigt. Damit entsteht dann ein erhöhter Devisenbedarf, der mindestens für einige Zeit wieder durch wirklich zusätzliche (also nicht der bloßen Konsolidierung dienende) Auslandskredite gedeckt werden müßte. Ein solcher Devisenbedarf entsteht aber erst dann, wenn die Konjunktur im kräftigen Ansteigen ist, und er entsteht in einer solchen Situation in jedem Falle, einerlei ob man vorher eine langfristige Auslandsanleihe genommen hat oder nicht.

Wer sich diesen Zusammenhang in allen seinen Wechselwirkungen, also sowohl hinsichtlich der inländischen Auswirkung sowie hinsichtlich der Wirkung gegenüber dem Ausland richtig vor Augen hält, der wird auch klar erkennen, daß das Ausland selbst im eigenen Interesse handelt, wenn es einer solchen Finanztransaktion, die ein Musterstück internationaler Kooperation wäre, zustimmt. Denn solange Deutschland diese ausländischen Kredite gewissermaßen nur zur belebenden Galvanisierung seiner eingeschlafenen und erstarrten Wirtschaft benutzt, ohne sie zunächst zur Bezahlung erhöhter Einfuhr zu verwenden, so wird die Wirtschaft des Auslandes materiell überhaupt nicht in Anspruch genommen. Das Ausland wird nur aus einem kurzfristigen Gläubiger ein langfristiger, und da dies in ganz eminentem Sinne zur Konsolidierung und Auflockerung der verkrampften deutschen Wirtschaft beiträgt, wächst die Sicherheit seiner Kapitalanleihe in Deutschland. Sobald aber Deutschland im Verlauf der ansteigenden Konjunktur wieder mehr importiert, gewinnt das

Ausland, selbst durch die Aufnahmefähigkeit des deutschen Marktes, für seine Produktion eine Vermehrung seiner Absatzmöglichkeiten.

Diese Zusammenhänge und dieses Kräfte- und Bewegungsspiel muß sich jeder vor Augen halten, der überhaupt das Programm der Gutachterkommission beurteilen will.

Wenn dies Programm sich auch äußerlich nicht von früheren Arbeitsbeschaffungsprogrammen und Betätigungen der öffentlichen Hand unterscheidet, so ist es doch nach seiner innersten Bedeutung, seiner wirtschaftlichen ratio und seinen Erfolgsmöglichkeiten von Grund aus verschieden.

Die vorstehende ausführliche Erörterung des Werts und der Notwendigkeit der Beschaffung von Auslandskapital wird vielleicht manchen an eine Reutersche Pointe erinnern: „Rindfleisch und Plumen sind ein schön Gericht, man blot wi kriegen kein.“ Woher und wie sollen wir die Auslandsanleihen heute bekommen?

Als ein erstes erfreuliches Symptom dafür, daß die Notwendigkeit einer vernünftigen Internationalen Kapitalverteilung immer mehr erkannt wird, sind zunächst die Gründungen und Projekte, die in dem letzten Halbjahr in dieser Beziehung vorgenommen oder vorgeschlagen sind.

Alle diese Projekte haben im übrigen zur Zeit mehr symptomatische als unmittelbar materielle Bedeutung, denn offensichtlich bedarf es zur Lösung der gestellten Aufgaben ganz anderer Kräfte und Massen. Ihnen gegenüber zeichnet sich der Plan von Montagu Norman² gerade dadurch aus, daß er an die große Aufgabe der internationalen Kapitaldrainage auch in ganz großem Stil herangeht.

Denn unzweifelhaft würde die entschlossene Inangriffnahme eines Projekts nach Art der „Norman-Bank“ weit über die unmittelbare Emissions- und Vermittlungstätigkeit dieser Bank hinaus Stimmung

² Montagu Norman – Gouverneur der britischen Zentralnotenbank (Bank of England) [Anm. C.G.BRANDSTETTER].

und Bewegung auf dem internationalen Kapitalmarkt beeinflussen; ja, diese indirekten Wirkungen wären aller Wahrscheinlichkeit nach vielleicht die entscheidenden. Denn an sich bedarf es natürlich, wie die Erfahrung vergangener Jahre zeigt, gar keiner neuen besonderen Organisation, um das Kapital international von den Stellen relativen Überflusses zu den Stellen relativen Mangels zu leiten. Es bedarf nur der Beseitigung und Überwindung psychologischer und politischer Widerstände, um die Kommunikation zwischen den verschiedenen Kapitalmärkten wieder zu verbessern.

Die Durchführung des „Norman-Planes“ wäre in dieser Beziehung eine starke und wirksame politische Demonstration, eine eindrucksvolle Bekundung der internationalen Solidarität des Kapitals gewesen. Wichtiger und von grundlegender Bedeutung wäre es freilich, wenn diese internationale Solidarität sich auch auf einem anderen Gebiete, nämlich in der internationalen Geldpolitik der Zentralnotenbanken, weit stärker als bisher bekundete.

Es ist vollkommen hoffnungslos, die Wiederbelebung des internationalen Kapitalmarktes in größerem Stile zu erwarten, solange die nationalen Kapitalmärkte nicht wieder ganz kräftig aufleben. Der wichtigste Markt der Welt, der amerikanische Kapitalmarkt, hat zur Zeit noch ein außerordentlich unbefriedigendes Aussehen. Im Jahre 1930 blieben die Emissionen um ca. 30% hinter denen des Vorjahres zurück. Mag dies auch nach der Übersteigerung des Jahres 1929 und mit Rücksicht auf die erheblichen Vorratsemissionen jenes Jahres noch nicht allzusehr verstimmen, so ist es doch ein immerhin bedenkliches Symptom, daß immer noch nichts von einer entschiedenen Wendung zu verspüren ist. Dabei arbeiten die Federal Reserve Banken durch Offenmarkt-Politik (durch Ankauf von Staatsobligationen) bereits seit geraumer Zeit bewußt darauf hin den Markt in Fluß zu bringen. Wenn von manchen Beobachtern gefürchtet wird daß das Defizit im amerikanischen Haushalt und die Ansprüche, die in Ausführung des Gesetzes über die Beleihung der Veteranenpolizzen an die Treasury herantreten, zu einer unwillkommenen Belastung des Kapitalmarktes

führen werden, so erscheint das unbegründet. Es ist vielmehr zu erwarten, daß gerade umgekehrt die Notwendigkeit der Deckung dieser Ansprüche noch zu einer stärkeren Offenmarkt-Politik und damit zu einer planmäßigen entschiedenen Kreditausdehnung führt, die ein wichtiges Stimulans für die Gesamtwirtschaft werden kann. Da es sich hierbei im ganzen um sehr erhebliche Beträge - nämlich um etwa 1 Milliarde Dollar, die auf Veteranenpolizzen ausgezahlt werden, und um Deckung eines Staatsdefizits von 800 Millionen bis 1 Milliarde Dollar - handelt, so ist die Annahme einer stimulierenden Wirkung durchaus begründet. Eine solche Entwicklung wäre für die ganze Welt von entscheidender Bedeutung. Denn solange sich in der amerikanischen Wirtschaft die Tendenz fallender Preise fortsetzt, werden unvermeidbar auch die übrigen Länder, insbesondere England und Deutschland, in die Richtung weiteren Preisabbaues und weiterer Selbstkostensenkung gedrängt, und es wäre in der Tat für ein einzelnes Land wie Deutschland vermessen und verfehlt, wenn es den Versuch machen wollte, auf dem von der Brauns-Kommission vorgeschlagenen Wege gegen diese Entwicklung anzugehen. In dieser Beziehung hat jedoch der Vorschlag der Brauns-Kommission ein Selbstkorrektiv: Dadurch, daß die Ausführung von der Hereinnahme von Auslandskapital abhängig ist, dieses Auslandskapital aber wiederum erst verfügbar sein wird, wenn die nationalen Kapitalmärkte wieder in große Bewegung kommen, ist automatisch vorgesorgt, daß wir nicht quasi aus der Reihe tanzen, sondern erst, wenn die anderen antreten, selbst losschlagen.

Die Überwindung der Weltdepression hängt zu einem großen Teil von der Entschlußkraft und der Energie der zentralen Notenbanken ab, die Möglichkeiten der Offenmarkt-Politik auszunutzen. Die deutsche Reichsbank hat bekanntlich diese Möglichkeiten nicht, aber unter den gegebenen Umständen ist es außerordentlich fraglich, ob man das bedauern soll. Da kaum zu erwarten ist, daß die Politik der Reichsbank mitreißend und beispielhaft auf die übrigen zentralen Notenbanken einwirken würde, würde der Mut, das an sich Richtige zu tun, unter Umständen teuer bezahlt werden, nämlich dann, wenn die anderen am längeren Hebel Sitzenden anders verfahren.