

# WIRTSCHAFTSDIENST

## »WELTWIRTSCHAFTLICHE NACHRICHTEN«

Herausgegeben vom Hamburgischen Welt-Wirtschafts-Archiv an der Universität Hamburg  
in Verbindung mit dem Institut für Weltwirtschaft und Seeverkehr an der Universität Kiel

Bezugspreis vierteljährlich 9 Mark :: In Kommission bei Otto Meißners Verlag, Hamburg  
Schriftleitung: Hamburg 36, Poststraße 19 :: Fernsprecher: Elbe 5052 und 4456, Merkur 422 und 2614

9. Jahrgang

*Wirtschaftspolitische Gedanken, die in Aufsätzen des „Wirtschaftsdienst“ entwickelt werden, stehen allein* **Nr. 30** *unter der Verantwortung der Verfasser. Sie stellen keine Meinungsäußerungen der Herausgeber dar.*

## Die Politik der Bank von England

Von John Maynard Keynes (Cambridge)

*Nachdruck verboten.*

### I. Die neue Deflationsdrohung.

In den letzten Wochen haben zwei einflußreiche Direktoren der Bank von England, Sir Charles Addis und Sir Robert Kindersley, und der Vorsitzende des Verwaltungsrats der Westminster-Bank Dr. Leaf, eine sofortige Deflationspolitik befürwortet, zwecks rascher Wiederherstellung der Vorkriegsparität des Sterlingfundes mit dem Gold — also die Umkehrung der Politik der berühmten Baldwischen „nonflatistischen“ Rede vor gerade einem Jahr, in welcher dieser erklärte, es sei die richtige Politik, alles zu tun, was in unserer Macht steht, um die Preise stetig und auf gleichem Stand zu halten.

Von diesen drei Autoritäten hat nur Dr. Leaf Einzelheiten auseinandergesetzt. Seine Ideen von finanzieller Strategie bewegen sich auf denselben Linien, wie die des Herrn Poincaré und würden sich ungefähr ebenso erfolgreich erweisen. Er glaubt, daß das Problem der intervalutarischen Kurse durch eine zeitweilige heftige Aufregung der Spekulanten gelöst werden kann. Herrn Poincarés Heilmittel für den Frank war, die „Bären“ (Baissiers) zu veranlassen, in Deckung zu stürzen; Dr. Leafs Heilmittel für das Sterlingfund ist, die „Bullen“ (Haussiers) aufzuregen, ins Offene zu stürzen. Er glaubt, daß die Sache gemacht werden kann, wenn man schwimmende Kapitalien nach London zieht und den Glauben bewirkt, daß das Pfund steigen wird; wie es scheint, ohne andere grundlegende Anordnungen. Es war beunruhigend, die Poincaristische Mentalität an hoher Stelle hier zu entdecken; aber beruhigend, ein wenig später zu finden, daß Dr. Leafs Leichtsinns<sup>1)</sup> in der City nicht weithin geteilt wird.

Während ein paar Tagen erfreute sich Dr. Leaf eines Als-Ob-Erfolges in den Tageszeitungen. Herr Snowden „sitzt allerdings immer noch auf dem Zaun“, mit dem Bemerkung, daß er nicht „auf das Eis tanzen gehen darf“ („rush in where angels fear to tread“), — indem er eine Geschichte erzählt, „daß nur zwei Men-

schen die intervalutarischen Kurse verstehen, von denen der eine tot und der andere im Irrenhaus ist“, und ablehnt, in eine Erörterung gezogen zu werden, — enttäuschende Bekenntnisse eines Arbeiterpartei-Schatzsekretärs zu einem Streitpunkt, den fast alle Autoritäten, vom Cunliffeausschuß angefangen, einstimmig als von vitaler Bedeutung für den Beschäftigungsgrad betrachtet haben. Aber in anderen Vierteln erhoben sich klare und entschiedene Stimmen rasch zum Widerspruch. Der Verband der britischen Industrien petitionierte die Bank von England, die Ansicht der Industrie anzuhören, ehe man handele. Die „fünf Großen“, geführt von der Midland-Bank, haben, wie man annimmt, zur Vorsicht gedrängt. Die Wochenschriften (denn die Scheidung der Meinungen ist heute bei wirklich wichtigen Streitpunkten oft nicht zwischen den Parteien, sondern zwischen der Tagespresse und der Wochenpresse zu suchen) die „Nation“, der „Spectator“, der „New Leader“ und der „New Statesman“ legten einstimmige Proteste in die Wagschalen.

Es ist als wahrscheinlich anzunehmen, daß fürs erste die deflationistische Bewegung einige Schrammen erhalten hat. In der Tat würde es eine verrückte Politik sein, in dieser Jahreszeit und bei den gegenwärtigen Tendenzen des Arbeitsmarktes und des Preisstandes sich auf einen Feldzug für rapide Deflation im Umfang von 10 bis 12 % zu begeben. In den ersten Stadien könnte die Erregung der Haussiers eine rasche Aufwärtsbewegung hervorrufen; bevor aber das Endziel erreicht wäre, würden viele andere schwierige und schädliche Dinge sich ereignen müssen. Wir wollen — zur Befestigung unserer Stellung — hier vier von den offenkundigen Folgen einer absichtlichen und raschen Steigerung des Realwerts unseres Währungsmaßstabes um 10 Prozent betrachten.

1. Die wirkliche Last der Staatsschuld würde um 10 Prozent verstärkt werden, gleichbedeutend mit fast 40 Mill. £ im Staatshaushalt; denn die Zahlung der festen Geldzinsen auf die Schuld würde ein größeres

<sup>1)</sup> Anmerkung des Übersetzers: lightheadedness ist doppelsinnig, es kann auch Mangel an Verstand ausdrücken.

wirkliches Opfer des Steuerzahlers bedeuten. Dies würde zustandekommen, indem die Staatseinnahmen mit den Preisen sinken, während die Ausgaben für Verzinsungsdienst unverändert bleiben würden.

2. Die Geldlöhne in der ganzen Industrie würden um 10 Prozent herabgezwungen werden müssen; dies würde durchaus keine Veränderung der Reallöhne bedeuten; trotzdem kann man sich leicht die Störung des industriellen Friedens vorstellen.

3. Wenn die Besserung des intervalutarischen Kurses des Pfundes der Anpassung der inneren Preise zuvorkommen und in rascherem Tempo voranschreiten würde, so würden für ausländische Käufer die Kosten für den Bezug unserer Stapelausfuhr, Kohlen, Textilien und Eisen- und Stahlwaren vergrößert werden, und die niedrigen Preise würden durch Depression und vermehrte Arbeitslosigkeit in unseren Ausfuhrindustrien erzwungen werden müssen.

4. Alle Warenproduzenten würden Warnung erhalten, daß ihre Waren (im Durchschnitt) während der Produktionsperiode im Preise sinken werden, so daß sie besser daran tun würden, ihre Erzeugung fürs erste einzustellen oder zu beschränken. Allen künftigen Warenkäufern würde gesagt werden, daß sie billiger kaufen würden, wenn sie warteten und ihre Aufträge zurückhielten. Alle Personen und Gesellschaften, die neue Kapitalisierungen erwägen, würden ihre Projekte zurückstellen; denn die Furcht vor den fallenden Preisen ist schlimm genug; — die Gewißheit muß die Arbeitslosigkeit verschlimmern und die produktive Aktivität verzögern.

Ein fröhliches Programm! Ist es den Aspirationen der Arbeiterregierung angemessen? Würde seine Ausführung das Prestige und die Autorität der City erhöhen? Würde die Öffentlichkeit niederfallen und die Goldwährung mit Dankbarkeit und Ehrfurcht verehren?

Diese Ergebnisse würden aus einer Steigerung des Pfundkurses selber folgen, wenn diese langsam durch eine Entwertung des Goldes herbeigeführt werden würde — das heißt durch steigende Preise in Amerika. Sie sind aber das zugestandene Ergebnis eines erklärten Programms erzwungener Deflation.

Eine neue Theorie kann auf dem Feld der Praxis sich niemals ihren Weg bahnen, wenn sie nicht durch lebhaftere Tatsachen illustriert und durch die Ereignisse gestützt wird. Diejenigen, die sich der Preisstabilität als einer bewußten Politik verschreiben, sind noch in der Minderheit; aber die letzten Wochen haben gezeigt, welches Gewicht populärer Meinung in ihre Wagschale geworfen wird, wenn es ans Handeln geht.

## II. Der Bankdiskont.

Der Politik der Währungsregelung (policy of monetary control) wird ein schlechter Dienst geleistet werden, wenn wir erlauben, daß das Instrument des Bankdiskonts in der Stimmung der Öffentlichkeit mit der verhaßten Deflationspolitik verkoppelt wird. Früher oder später — und vielleicht recht bald — wird ein höherer Bankdiskont erforderlich sein, um unsere Stellung zu verbessern. Wenn diese Zeit kommt, so wird der Gouverneur der Bank von England jede Unterstützung brauchen, die er bekommen kann. Es sind immer starke natürliche Kräfte vorhanden, die zur Inflation

neigen. Bei dieser Gelegenheit hatten die Geldreformer ihren Einfluß gegen die Fanatiker der Deflation geltend zu machen, die uns am liebsten mit Messern traktierten; das nächste Mal stehen sie möglicherweise auf der anderen Seite — gegen diejenigen, die uns mit der Inflation berauschen wollen. Man muß nur auf die Diskontpolitik seit dem Kriege zurückblicken, um zu sehen, daß der meiste Schaden dadurch entstanden ist, daß man den Bankdiskont nicht früh genug erhöht hat.

Es würde ein schwerer Schnitzer sein, den Bankdiskont jetzt zu erhöhen; — und ein verhängnisvoller, wenn er als erster Schritt zur Deflation gedeutet werden müßte. Aber ich würdige den zugrunde liegenden Zug der Dinge, der die verantwortlichen Autoritäten veranlaßt, auf die Zeit zu warten, wo teureres Geld notwendig werden wird. Ich glaube, daß sie im Recht sind, besorgt zu sein, und daß promptes Handeln unterstützt werden sollte, wenn die Zeit kommt.

Das Hauptkriterium für die Erhöhung des Bankdiskonts unter den gegenwärtigen Umständen kann ganz kurz auseinandergesetzt werden. Die inneren Bedingungen — Beschäftigungsgrad, Kreditmarkt, Preisbewegung — begünstigen im Augenblick billiges Geld.

Es ist nicht wahrscheinlich, daß sich in der nahen Zukunft im Innern Bedingungen entwickeln werden, die Restriktionsmaßnahmen fordern. Die Gefahr signale müssen bei dieser Gelegenheit vom Auslande erwartet werden. Wenn der Bankdiskont erhöht werden muß, so wird es sein, weil unsere finanziellen und wirtschaftlichen Beziehungen zu fremden Ländern sich so entwickeln, daß sie eine Entwertung der Pfundwährung bewirken werden, wenn man sie nicht durchkreuzt.

Die außerordentliche Billigkeit von Geldkapital in New York ist für uns eine wertvolle Hilfe und mag die Lage für einige Zeit durch Ablenkung von Kapitalien von New York nach London retten. Diese Tatsache und die große Bedeutung billigen Geldkapitals für die innere Lage sind mächtige Gründe für nicht vorzeitiges Handeln.

Doch gibt es auch starke Einflüsse, die in der anderen Richtung wirken. Trotz reichlicher Kapitalien leiht New York sehr wenig ans Ausland, und London bleibt das Hauptzentrum, aus dem sich die Bürger der ganzen Welt zu versorgen bemühen. Geld mag abnorm billig in New York sein, aber es ist abnorm teuer in vielen Teilen Europas; und die europäischen Bürger sind eher geneigt, in Pfundwährung zu borgen, als die amerikanischen Geldleiher, in Pfundwährung zu leihen. Das Schatzamt hat große Beträge von Dollars zu kaufen, um seinen amerikanischen Verpflichtungen zu genügen, und es ist zweifelhaft, ob wir unsere Lage dieser neuen Bürde bereits angepaßt haben. Wir nähern uns überdies einer Jahreszeit, wo die Finanzierung unserer Einfuhr, besonders Baumwolle, immer gewichtig ist.

Als Resultat dieser Einflüsse kann der Pfundkurs, sich selbst überlassen — wahrscheinlich, nicht gewiß — eine Neigung zur Entwertung zeigen. Wenn diese Bewegung lediglich fallende Dollarpreise in Amerika widerspiegelte, — wie in der jüngsten Vergangenheit — so wäre kein Grund zur Klage. Wenn aber eine ungünstige Bewegung der Valutakurse sich mit einer Tendenz der Dollarpreise zum Steigen verbände, so wäre eine Schutzaktion unsererseits erforderlich. Ein solches Zusammentreffen ist nicht unwahrscheinlich. Es ist schwer

zu glauben, daß einige Monate sehr billigen Geldkapitals in den Vereinigten Staaten nicht eine Aufwärtsbewegung der Dollarpreise einleiten werden.

Das Kriterium für Restriktionsmaßnahmen muß also in gleichzeitigen Tendenzen des Pfundkurses zum Sinken und der Dollarpreise zum Steigen gesehen werden. Wenn sich dies nicht ereignet, — und vielleicht wird es nicht — so ist keine Handlung nötig. Wenn es sich ereignet, so sollte die besondere Korrekturmaßnahme, die anzuwenden ist, so beschaffen sein, daß sie die Kreditgewährung an ausländische Borger so viel wie möglich drosselt, an inländische Geschäftsborger so wenig wie möglich. Eine Lage, in der die äußere Situation auf teures Geld, die innere auf billiges Geld deutet, ist notwendigerweise verdrießlich und schwer zu handhaben. Es ist ein Problem der Heilung eines Fehlgehens weniger im Betrag als in der Richtung des Kredits, wobei

so wenig indirekter Schaden wie möglich während des Prozesses der Wiedergewinnung des Gleichgewichts angerichtet werden sollte.

Von jedem Gesichtspunkt aus ist die einzig vernünftige Politik im Interesse des Landes, die „non-inflationistische“ Politik des Herrn Baldwin in der Gegenwart fortzusetzen. In der Tat wird eine Fortsetzung dieser Politik wahrscheinlich — auf Grund der Entwertung des Dollars — die Pfundwährung in angemessener Zeit auf ihre alte Parität zurückbringen. Erst dann wird die Kontroverse zwischen den verschiedenen geldtheoretischen Schulen wirklich als praktische Auseinandersetzung beginnen. In der Zwischenzeit möchte der größte Teil vernünftiger Meinung Handel und Industrie eine Chance des Gedeihens geben, gleicherweise befreit von der Hungerpolitik doktrinärer Deflationisten und von der Berauschungspolitik kurzsichtiger Inflationisten.

# Rentenmark, deutsche Wirtschaft und Sachverständigengutachten (III)

## Eine Entgegnung

von Professor Dr. Bernhard Harms (Kiel)

### 4. Vom richtigen Wege.

Nachträglich über den „richtigen Weg“ zu sprechen, hat gewiß Bedenken. Wer vom Rathaus kommt, ist klüger als wer hingeht. Da mir jedoch wiederholt ausdrücklich nahegelegt worden ist, meine Auffassung über das, was hätte geschehen können und sollen, „nicht für mich zu behalten“, so will ich diesem Wunsche stattgeben. Dabei bietet sich zugleich Gelegenheit, gewisse Kernpunkte, auf die es ankommt, noch schärfer hervortreten zu lassen, obwohl in allem wesentlichen auf die früheren Aufsätze verwiesen werden muß. Ausdrücklich sei bemerkt, daß die folgenden Darlegungen nichts enthalten, was erst später eronnen wurde, sondern lediglich das wiederholen, was ich zur Zeit der Inflationskrise auch schon vertreten habe.

Als Ausgang der Betrachtung drängt sich die Zeit des Ruhrkampfes auf, der schon im Sommer des letzten Jahres ziemlich allgemein als verloren galt. Es kam im Grunde nur noch darauf an, einen erträglichen Abschluß herbeizuführen. Ich persönlich habe mich bis zum letzten Augenblick für die Fortführung des Kampfes eingesetzt und halte seinen bedingungslosen Abbruch noch jetzt für einen Fehler. Immerhin erkenne ich nicht, daß die von Anfang an trostlose Finanzierung des Unternehmens, die das Heil allein in der Notenpresse sah, die Lage schließlich aufs äußerste gefährdet hatte. Das endgültige Urteil möge jedoch der künftigen Geschichtsschreibung überlassen bleiben. Im Augenblick kommt es mir lediglich auf die Feststellung an, daß im Sommer des Jahres 1923 mit dem unglücklichen Ausgang gerechnet wurde und somit die Zeit nach dem Kampfe in den Gesichtskreis trat. Helfferich darf das Verdienst für sich in Anspruch nehmen, hieraus die Konsequenz gezogen zu haben. Als die dringendste Aufgabe erkannte er die Neuordnung des Geldwesens, die noch vor Beendigung des Kampfes bis ins einzelne vor-

bereitet werden müsse. So kam er dazu, der Reichsregierung im Sommer sein Projekt der rogenorientierten Rentenmark zu unterbreiten. Ihn leiteten hierbei ebensosehr politische wie wirtschaftliche Gründe. Daß sein Projekt der Roggenmark, mit fester Relation zur Papiermark, der Bodenmark an Bedenklichkeit nicht nachstand, obwohl es die für die Übergangszeit unerwünschte absolute Starrheit der Wechselkurse vermieden hätte, tut nichts zur Sache. Wichtig ist vielmehr, daß die zuständigen Stellen beizeiten auf die Dringlichkeit der Aufgabe hingewiesen waren. Um so bedauerlicher ist es, daß bis zum Ende des Ruhrkampfes tatsächlich nichts Abschließendes geschah, sondern, wie Helfferich später sagte, die Zeit mit „endlosen Beratungen“ verloren ging, die ihn zur Verzweiflung brachten, darüber hinaus aber nichts Positives zutage förderten. Die Folge war, daß im Augenblick des Abbruchs des Ruhrkampfes es nicht nur an jedweder geldpolitischen Zielsetzung fehlte, sondern auch keine Maßnahmen getroffen waren, die dem katastrophalen Zusammenbruch der deutschen Währung hätten begegnen können. Havenstein und Glasenapp, als die zunächst Verantwortlichen, ließen im Gegenteil die Zügel am Boden schleifen.

Welches hätten damals die Ziele der deutschen Währungspolitik sein müssen? Die Antwort ergibt und ergab sich zwingend aus den Verhältnissen. Erforderlich war die Schaffung eines Geldsystems, das 1. jegliche Art neuer Inflation vermied, das 2. zwar zunächst nur provisorisch war, aber von Anfang an den Dauerzustand einer regelrechten Goldwährung aus eigener Kraft vorbereitete, das 3. dem völligen Darniederliegen der deutschen Wirtschaft und der Armut des deutschen Volkes Rechnung trug, das 4. die Krisis der Übergangszeit in denkbar geringstem Umfang hielt, dem Ausfuhrhandel gerade während dieser Zeit Impulse gab und in weiterer Folge dazu beitrug, die deutsche Wirtschaft von ihrem