Kreditpolitik und Weltwirtschaftskrise

Von Privatdozent Dr. *Ed. Kellenberger*, Bern

I.

Die Vorstellung, dass falsche Kreditpolitik die Ursache der Wirtschaftskrisen sei, hat schon ein ehrwürdiges Alter. Nachdem im Jahre 1694 die Bank von England gegründet worden war, begann man jeden Aufschwung, jede Blüte der Volkswirtschaft auf Krediterweiterung durch grössere Notenausgabe und jeden Niedergang, jeden Zerfall der Volkswirtschaft auf Krediteinschnürung durch verminderte Notenausgabe zurückzuführen. Tatsächlich lösten Hausse und Baisse einander schon im 18. Jahrhundert ziemlich regelmässig ab; es ist denn auch nicht verwunderlich, dass die Erklärung des Auf und Ab im Wirtschaftsleben der Völker den Angelpunkt der volkswirtschaftlichen Theorien jener Zeit bildet. Unbestritten war in England sowohl als in Frankreich und Italien bis in das letzte Viertel des Jahrhunderts die Konjunkturwechseltheorie des Geldes herrschend. Ihr bekanntester Vertreter war der berühmte Philosoph und Geschichtsschreiber David Hume, der grosse Vorgänger Adam Smiths[1]).

Als sich anschliessend an die napoleonischen Kriege Jahre der wirtschaftlichen Krise und der Blüte in ununterbrochenem Wechsel reihten, da wurde es wiederum üblich, die Bank von England für den Konjunkturumschwung verantwortlich zu machen. So gab die Krise des Jahres 1839 der Handelskammer von Manchester Anlass, in einer öffentlichen Kundgebung zu behaupten, die Bank von England habe anfänglich kühn den Kredit erweitert, um dann plötzlich angesichts der nahen Erschöpfung ihres Metallschatzes die Erleichterungen, an die man sich gewöhnt hatte, zurückzuziehen; dadurch habe sie eine grosse Erregung von einem Ende Englands zum andern hervorgerufen und die Kaufleute gezwungen, zu Schleuderpreisen zu verkaufen, woraus ein allgemeiner Ruin entstanden sei.

In der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts geriet diese Theorie, die Baisse und Hausse mit der Ebbe und Flut des Geldes in Zusammenhang brachte, in Misskredit und Vergessenheit. Heute hingegen hat sie wieder viele und einflussreiche Anhänger, namentlich in den Vereinigten Staaten (Irving Fisher), England (Keynes), in Schweden (Cassel), Deutschland (Hahn) und Österreich (v. Mises). In der Schweiz sind es die Freigeldler, die sie mit ungestümem Eifer dem Volke beizubringen suchen. Nachdem es so ungeheuer schwer hielt, die verantwortlichen Männer und die breite Masse der meisten Länder davon zu überzeugen, dass jede künstliche Aufblähung des Kredites durch übermässige Notenausgabe zur allgemeinen Teuerung führt, fällt man nun in den entgegengesetzten Fehler und mutet dem Gelde sogar die Macht zu, allen und jeden Aufschwung und Niedergang

[1]) Vgl. mein Buch «Geldumlauf und Thesaurierung. Grundsätze der Notenbankpolitik», Zürich 1920, S. 20 ff.

der Wirtschaft hervorzurufen. Man traut der Quantitätstheorie, die einfach das Gesetz von Angebot und Nachfrage auf das Geld und den Kredit überträgt, mehr zu, als dass sie bloss die Verschiebungen der allgemeinen Preisebene zu erklären vermöge; nein, sie muss überdies dazu herhalten, den periodisch auftretenden Konjunkturumschwung verständlich zu machen. Diese Hausse- und Baissetheorie, diese Konjunkturwechseltheorie des Geldes ist wieder in Mode gekommen.

Wollte Gott, sie wäre richtig! Wir könnten nichts sehnlicher verlangen, als die von ihr behaupteten Zusammenhänge wären tatsächlich vorhanden. Denn wenn es wirklich an den Notenbanken läge, dass eine Hochkonjunktur nicht von der Krise abgelöst würde, dann könnten wir uns gegenseitig aufs wärmste beglückwünschen. Die Notenbanken selbst wären die ersten, die jede Massnahme vermeiden würden, die zur Wirtschaftskrise führt; sollte es aber wider alles Erwarten solche Notenbankleitungen geben, die mit ihrer bisherigen Kreditpolitik nicht brechen wollten, so würden sie von den Regierungen, Parlamenten und vom Volke selbst rasch zur Vernunft gebracht.

Und so fragen wir uns denn: Sind die Notenbanken wirklich am Ausbruch der heutigen Weltkrise wie auch der letzten schuldig? Sind sie es, welche die ungeheure Verantwortung für die Arbeitslosigkeit von 20 Millionen Arbeitern, für die Milliardenverluste ungezählter Unternehmer, Kapitalisten und Sparer trifft?

II.

Es ist höchst merkwürdig, dass die Anhänger der monetären Krisenlehre nie imstande sind, den Beginn eines Konjunkturumschwunges vorauszusagen. Und doch gibt es auf keinem Gebiete so viele regelmässig veröffentlichte Zahlenangaben als gerade auf demjenigen des Geld- und Kreditwesens. Nichts ist leichter, als eine Verminderung der Notenausgabe anhand der wöchentlichen Ausweise unserer Notenbanken zu erkennen. In den meisten Ländern gibt es ausserdem monatliche Statistiken über die Bewegung der Aktiven und Passiven der andern Banken. Wer darauf hinweist, dass eine Krediteinschränkung auch durch Verminderung der Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes platzgreifen könne, dem steht ein überaus weites Feld für unmittelbare, meistens auch zahlenmässige Beobachtungen offen.

Am 15. Juni 1920, 4 Monate vor Ausbruch der grossen Nachkriegskrise in der Schweiz, erschien im Organe der schweizerischen Freigeldler ein Aufsatz unter der bezeichnenden Überschrift: «Warum haben wir in der Schweiz weder Käuferstreik noch Preissturz gehabt?» Auf diese Frage antwortete der Verfasser, Freigeldsekretär Fritz Schwarz, das komme daher, weil die Nationalbank darauf verzichtet habe, durch eine Erhöhung des Zinsfusses den Bezug von Geld zu erschweren, und dafür solle man der Leitung unserer Nationalbank dankbar sein. — Das ungewohnte Lob von dieser Seite macht es einem zur Pflicht, auch die späteren Ausgaben der Freigeldzeitung Nummer für Nummer durchzulesen. Zu unserem grössten Erstaunen erspähen wir kein einziges Warnungszeichen, dass ein Preissturz im Anzug sei, etwa weil entweder die Nationalbank oder die Kapitalisten Geldstreik übten, d. h. das bisher umlaufende Geld zurückhielten. Erst ganze 3 Monate später, nachdem der Preisrückgang bereits in vollem Gange war, begannen die Freigeldler Unterschriften für eine Petition an die eidgenössischen Räte zu sammeln, worin sie behaupteten, die Krise sei verursacht durch den allgemein verbreiteten Glauben

an einen kommenden Preisabbau und durch die Beschränkung des Kredites. War da noch bescheiden von einer blossen Beschränkung des Kredites die Rede, so schrieb Schwarz ein Jahr später in einer «Die Mitschuld der Schweizer Nationalbank an der Wirtschaftskrise» betitelten Broschüre kühner geworden und unumwunden: «Im Sommer 1920 (!) wurde eine Verminderung des Geldumlaufes durchgeführt. Dadurch wurden die Preise auch in der Schweiz zum Sinken gebracht». Also 2 Jahre, nachdem er die Nationalbank ob ihres Verzichtes auf Deflation gelobt hatte, brachte es der Geschäftsführer der Freigeldler fertig, unserem Noteninstitut genau das Gegenteil vorzuwerfen. In einem «Wahlaufruf des Schweizer Freiland-Freigeldbundes zu den Nationalratswahlen 1922» werden neben der Nationalbank auch die Kapitalisten auf die Anklagebank verwiesen; es heisst nämlich darin: «Die Kapitalisten haben ihre Kapitalien zurückgezogen und die Nationalbank ist ihnen getreulich zur Seite gestanden, indem sie die Notenausgabe eingeschränkt hat.» Damit wären wir wieder bei den zwei Lieblingsbehauptungen der Freigeldler angelangt: die allgemeinen Wirtschaftskrisen würden stets durch den Geldstreik der Kapitalisten oder den Geldstreik der Notenbanken hervorgerufen.

Was die eine Behauptung betrifft, der Geldstreik der Nationalbank sei schuld an der Ende 1920 ausgebrochenen Krise gewesen, so stellte die eidgenössische Währungskonferenz, die unter meinem Vorsitz am 8. und 9. Februar 1923 in Bern tagte, einstimmig, d. h. mit Einschluss der freigeldlerischen Mitglieder, fest: 1. dass die Nationalbank unmittelbar vor Ausbruch der Krise ihre Notenausgabe nicht vermindert und die Krise also nicht verursacht hat; 2. dass auch die andern Banken vor Ausbruch der Krise ihre Kredite nicht eingeschränkt, sondern ausgedehnt haben. Die andere Behauptung vom Geldstreik der Kapitalisten vermochten die Freigeldler ebenfalls nicht zu beweisen; im Gegenteil konnte dargetan werden, dass eine private Geldhortung nicht stattgefunden hatte.

Wären die Freigeldler folgerichtige Anhänger der Quantitätstheorie, so müssten sie ohne weiteres die Möglichkeit zulassen, dass ein Preisfall auch von der Warenseite aus eintreten kann. Jedermann, der nicht blind war, konnte denn auch im Laufe des Jahres 1920 beobachten, dass der Preisrückgang seinen Ausgang in den Vereinigten Staaten genommen und dann nach England, Frankreich und schliesslich nach der Schweiz übergegriffen hatte. Dies zugegeben, hätten die Freigeldler immer noch behaupten können, dass wenigstens in den Vereinigten Staaten der Anstoss zum Preisfall von einer Einengung des Geldumlaufes ausgegangen sei. In einem Vortrag, den ich im März 1922 in der Volkswirtschaftlichen Gesellschaft des Kantons Bern über «Wirtschaftskrisis und feste Währung[1])» hielt, ging ich dieser Möglichkeit nach, kam aber angesichts des eindeutigen amerikanischen Zahlenmaterials notgedrungen zum Ergebnis, dass weder die dortigen Notenbanken noch die andern Banken die Krise auf dem Gewissen hätten, sondern dass der Preisfall ausschliesslich von der Warenseite herrühre.

In der Folge untersuchte auch das Internationale Arbeitsamt in Genf den Verlauf der Krise in etwa 20 Ländern und veröffentlichte das Ergebnis unter dem

[1]) Veröffentlicht in der Schweizerischen Zeitschrift für Volkswirtschaft und Sozialpolitik, Jahrgang 1922, S. 33 ff.

Titel «La Crise de Chômage 1920—1923». Für die Schweiz stellte es fest, dass sie eines der Länder Europas sei, das damals im Verhältnis zur Bevölkerungszahl am meisten Arbeitslose aufwies. Die Entwicklung der Arbeitslosigkeit und der Preisabbau seien mit einer auffallenden Regelmässigkeit parallel verlaufen. (Warum dieser Parallelismus auffallend sein soll, ist nicht erfindlich; das Gegenteil wäre erstaunlicher.) Auf die Frage, was ist die Ursache der Krise, antwortete das Internationale Arbeitsamt: «... Dem Beispiele Japans, der Vereinigten Staaten und Englands folgend, ...leitete die Schweizerische Nationalbank Anfang 1920 eine Politik der Deflation ein: Am 31. März betrug der Notenumlauf nur noch 974 Millionen Franken (gegenüber 1036 Millionen Franken am 31. Dezember 1919) und fiel in der Folge auf 954 Millionen am 30. Juni. Trotz einer gewissen Zunahme der Zirkulation im Laufe des zweiten Halbjahres, begann sich die Wirkung dieser Deflation im Oktober 1920 fühlbar zu machen. Die Preise fielen rasch und auf dem Höhepunkt der Wirtschaftskrise im Februar 1922 stand der Index... nahezu auf der Hälfte des Standes zu Anfang 1920 vor Ausbruch der Krise.»

Soweit das Internationale Arbeitsamt. Leider ist es das Opfer einer optischen Täuschung geworden. Der Rückgang der Notenausgabe von Ende 1919 bis Ende des ersten Vierteljahres 1920 und von da an wiederum bis Ende des zweiten Quartals des gleichen Jahres ist zwar unbestreitbar. Aber das Arbeitsamt hat übersehen, dass dieser Rückgang eine durchaus normale Erscheinung im schweizerischen Geldumlauf ist, selbst in den Jahren der Hochkonjunktur regelmässig vorkommt und daher keineswegs als Deflationsmassnahme gedeutet werden darf. Betrug der Rückgang vom 31. Dezember 1919 bis 31. März 1920 62 Millionen Franken, so belief er sich in der gleichen Zeitspanne 1924 auf 81 Millionen, 1925 auf 78 Millionen und 1926 auf 68 Millionen Franken usw., jedesmal mehr als 1920. Dass dieser Rückgang im ersten Quartal jedes Jahres als normale Erscheinung angesprochen werden muss, die ganz einfach im Zusammenhang mit dem geringern Geschäftsumsatze gegenüber dem Herbst- und Winterbedarfe steht, das beweist auch die Vorkriegszeit: 1911 betrug der Rückgang 37 Millionen, 1912 43 Millionen und 1913 49 Millionen bei einer um gut zwei Drittel kleineren Notenausgabe der Nationalbank! Auch die Abnahme im zweiten Vierteljahr 1920 hat mit ihren 20 Millionen Franken nichts Aussergewöhnliches an sich; 1924 betrug sie beispielsweise 24 Millionen Franken.

Da also von einer Deflation im Jahre 1920 gar keine Rede sein kann, so konnten sich auch «die Wirkungen dieser Deflation» im Oktober darauf nicht in Form fallender Preise fühlbar machen, wie das Internationale Arbeitsamt mangels genügender Kenntnis des schweizerischen Zahlungsverkehrs behauptet.

Den Freigeldlern allerdings war die irrtümliche Darstellung einer internationalen Amtsstelle sehr willkommen; sie nützten sie weidlich aus, in ihren Zeitungsorganen sowohl als anderswo: Sie liessen sogar durch den Zürcher Sender einen Rundfunkvortrag über diese abwegigen Untersuchungen verbreiten!

III.

Aber wenden wir uns nun zur gegenwärtigen Weltkrise, die genau neun Jahre später Ende Oktober/Anfang November 1929 mit dem Börsenkrach von New York

ihren Anfang nahm und, wie wir alle wissen, die Schweiz bisher, verglichen mit den Vereinigten Staaten, England und Deutschland, in bescheidenem Masse mitgenommen hat. Während ausser den Freigeldlern jedermann den Anstoss zum Preisfall und zur Arbeitslosigkeit in der Schweiz im abnehmenden ausländischen Absatz sucht und findet, sind die Anhänger des Schwundgeldes überzeugt, dass der Fehler wiederum nicht auf der Warenseite, sondern auf der Geldseite liege. Stellen wir zunächst erneut fest, dass keiner der Freigeldler die Krise herankommen sah und fügen gleich bei, dass sie, nachdem der Preisrückgang längst begonnen hatte, in grösste Verlegenheit kamen, als es galt, den Geldverkehr dafür verantwortlich zu machen. Es zeigt sich nämlich, dass die Notenausgabe der Schweizerischen Nationalbank im Laufe des kritischen Jahres 1929 im Vergleich zum Vorjahre fortwährend stieg, ja sogar noch im Krisenjahre 1930, wo infolge des Verkehrsrückganges eine Abnahme der Geldausgabe zu erwarten gewesen wäre, so dass es mit dem besten Willen nicht gelingen will, die Schuld am Preisfall unserer Notenanstalt in die Schuhe zu schieben.

Es betrug die Notenausgabe der Nationalbank (in Millionen Franken) im Jahre:

	Jahresdurchschnitt	Jahresende
1928	818,3	952,6
1929	855,7	999,2
1930	894,1	1062,1

Die Guthaben der Girokunden wiesen folgende Bestände aus (in Millionen Franken):

	Jahresdurchschnitt	Jahresende
1928	82,4	141,5
1929	89,4	171,7
1930	167,8	213,2

Die vierteljährliche Bewegung der Notenausgabe zeigt folgendes Bild (in Millionen Franken):

	1928	1929	1930
März	858,7	885,8	918,0
Juni	860,2	897,5	928,7
September	891,5	943,5	986,7
Dezember	952,6	999,2	1062,1

und die vierteljährliche Bewegung der täglich fälligen Verbindlichkeiten (Giro usw.):

	1928	1929	1930
März	67,5	110,8	122,0
Juni	94,6	100,8	130,2
September	63,7	70,8	156,7
Dezember	195,5	200,4	242,1

Dieses ununterbrochene Ansteigen der Notenausgabe und der Giroguthaben vor und nach Ausbruch der Krise ist denn auch in den Augen der Freigeldler ganz

programmwidrig. Die freiwirtschaftliche Zeitung, das Organ des Schweizerischen Freiland-Freigeldbundes, fragt sich ganz erstaunt in ihrer 4. Mainummer 1930: «Warum sinkt in der Schweiz der Preisstand?» und kann nicht umhin, zuzugeben: «Es ist auffällig, dass die Notenmenge in der Schweiz nicht zurückgegangen ist, sondern im Gegenteil stieg.» Wenn aber nach der Freigeldtheorie nicht die Notenbank streikte, d. h. der Volkswirtschaft das Geld vorenthielt, so müssen es die Kapitalisten gewesen sein, die solche Machenschaften im Schilde führten. Hat jemand etwas von einem Geldstreik der Kapitalisten im Jahre 1929 und auch 1930 gemerkt? Selbst die Freigeldler nicht und so werden denn die Schuldigen im Ausland gesucht. Ausländer hätten seit längerer Zeit ganze Pakete Noten gehamstert, wahrscheinlich zum Zwecke, die Schweiz besonders stark in die Krise hineinzuziehen, heisst es im angeführten Artikel der freiwirtschaftlichen Zeitung. «Es ist nicht ausgeschlossen,» fügt sie geheimnisvoll bei, «dass Agenten Morgans ihre Hand hier im Spiele haben.» Der bekannte amerikanische Bankier muss wieder einmal die Rolle des deus ex machina spielen; es ist dies nicht das erste Mal; denn schon die grosse Krisis des Jahres 1907 hat dieser, wie es scheint allmächtige und wunderwirkende Geschäftsmann auf dem Gewissen.

Diese offene Bankerotterklärung der Freigeldler hinderte ihr Organ allerdings nicht, zwei Nummern später am Kopf des Blattes und in Fettdruck zu verkünden: «Die Krisen entstehen durch grobe Fahrlässigkeit von Finanzdepartement und Nationalbank!»

IV.

Doch lassen wir die Freigeldler in ihrer Verlegenheit und fragen uns, wie schon vor neun Jahren: Wenn der Herd der Krise nicht in der Schweiz zu finden ist, sondern in Amerika gesucht werden muss, so sind es vielleicht die Amerikaner, die durch eine falsche Währungs- und Kreditpolitik auf die schiefe Bahn gestossen worden sind?

Wiederum stellen wir vorweg fest, dass keiner der Vertreter der monetären Krisentheorie die Krise herannahen sah, obgleich es nicht an den erforderlichen Zahlen gebrach. Im Gegenteil, einer ihrer Hauptvertreter, der amerikanische Professor Irving Fisher, dessen Indexzahlen durch die Tageszeitungen bekannt sind, prophezeite noch im September 1929, einen Monat vor Ausbruch der Katastrophe an der New Yorker-Börse, dass die amerikanische Hochkonjunktur von Dauer sein werde: Die hohen Effektenkurse seien nicht etwa das Ergebnis einer Spekulationsinflation, sondern beruhten auf der sichern Erwartung höherer Gewinne in der Zukunft. Die Steigerung des realen Volkseinkommens, wie sie in der Wirtschaftsgeschichte beispiellos dastehe, sei noch nicht zu Ende, und ihr Ende könne überhaupt nicht abgesehen werden. — Gründlicher konnte man sich nicht täuschen, als es Fisher tat. Der Irrtum beweist aber drastisch, dass damals offenbar niemand, auch der gewiegteste Konjunkturbeobachter nicht, etwas von einer Krediteinschnürung zu spüren vermochte. Anderseits wollen wir nicht vergessen, dass beispielsweise Cassel, der weltbekannte schwedische Nationalökonom, nicht müde wird, zu wiederholen, dass die Notenbanken an der Weltwirtschaftskrise schuldig seien. So oft er jedoch diesen Vorwurf erhebt, niemals habe ich gesehen,

dass er diese Behauptung auch nur versucht hätte, zu beweisen. Lassen wir uns also nicht verblüffen und betrachten nüchtern das erreichbare Zahlenmaterial.

Hat sich die Geldausgabe durch die Federal Reserve Banken vor dem kritischen Oktober 1929 verringert?

Es betrugen die Summe der ausstehenden Noten und der Bestand der Scheckguthaben (Depositen) in Millionen Dollar:

1928	März	Juni	Juli	August	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.
Noten	1603	1645	1615	1686	1719	1710	1792	1838
Depositen. . .	2410	2378	2320	2343	2389	2419	2429	2440
zusammen	4013	4023	3935	4029	4108	4129	4221	4278
1929								
Noten	1691	1713	1779	1880	1863	1899	1950	1910
Depositen. . .	2425	2419	2398	2382	2415	2712	2522	2414
zusammen	4116	4132	4177	4262	4278	4611	4472	4324

Um ja nicht fehl zu gehen, vergleichen wir die Zahlen des Jahres 1929 mit denjenigen des Vorjahres, das sich durch eine ausgesprochene Hochkonjunktur auszeichnete. Ferner behandeln wir die Scheckguthaben auf gleicher Linie mit der Notenausgabe, weil der Scheckverkehr in Amerika immer noch grössere Bedeutung hat als der Notenverkehr. Es zeigt sich dabei folgendes: Vom März bis Juni 1929 vergrösserte sich die Geldausgabe um 16 Millionen Dollar oder 6 Millionen mehr als in der gleichen Zeitspanne des Vorjahres; vom Juni bis September 1929 betrug die zusätzliche Geldausgabe 146 Millionen Dollar oder 61 Millionen Dollar mehr als im Vorjahr. Mit andern Worten: Der amerikanische Verkehr ist 1929 sogar noch in stärkerem Masse mit neuen Zahlungsmitteln versehen worden als im Hochkonjunkturjahre 1928. Nicht genug damit: Von Ende September, dem letzten Monate vor Ausbruch der Krise, bis Ende Oktober, als New York bereits von der Panik ergriffen war, steigerte sich die Geldausgabe der amerikanischen Notenbanken um nicht weniger als 333 Millionen Dollar gegenüber nur 21 Millionen Dollar im Vorjahre. Eindringlicher lässt sich wohl nicht dartun, dass an dem Gerede von der Deflation durch die Notenbanken nichts Wahres ist. (Dass die Geldausgabe dann im November und später zurückging, ist eine naturgemässe Folge des Verkehrsrückganges.)

Aber damit geben wir uns noch nicht zufrieden. Wir wollen sehen, wie sich die Kredite aller übrigen amerikanischen Banken in den kritischen Monaten bewegten.

Es betrugen die ausstehenden Kredite (loans and investments) aller amerikanischen Banken im Jahre 1929 verglichen mit dem Vorjahre (in Millionen Dollar):

31. Dezember 1927	30. Juni 1928	3. Oktober 1928
55,450	57,265	57,219
31. Dezember 1928	**30. Juni 1929**	**4. Oktober 1929**
58,266	58,474	58,835

Die vorstehenden Zahlen deuten darauf hin, dass sich in der ersten Hälfte des Jahres 1929 zwar eine Verlangsamung der Kreditvermehrung, keineswegs aber eine Kreditverkürzung geltend machte, und dass von Ende Juni bis Anfang Oktober eine Krediterweiterung um nicht weniger als 315 Millionen Dollar stattfand, wogegen die Kredite in der gleichen Zeitspanne des Vorjahres gar um 46 Millionen Dollar zurückgegangen waren! Nicht eine Kreditdeflation hatte also stattgefunden, sondern eher eine Kreditinflation.

Ein sattelfester Freigeldler könnte auch jetzt wieder einwenden, dann sei eben von privater Seite, etwa durch Morgan, Geld aus dem Umlauf gezogen und gehamstert worden. Darauf ist zu entgegnen, dass ein solches Hamstern vor der Öffentlichkeit nicht verborgen bleibt; zum allermindesten müsste der eintretende Geldmangel in steigenden Zinssätzen auf dem offenen Geldmarkte zum Ausdruck kommen. Während jedoch im 2. Quartal 1929 in New York für erste Bankakzepte ein Satz von $5^1/_2$% vorherrschend war, sank er im Juli auf $5^1/_8$% und blieb bis in den Oktober hinein auf diesem niedrigen Stande. (Im November, nach Ausbruch der Krise, sank er weiter auf $4^5/_8$—$3^3/_4$%.) Von einer Thesaurierung umlaufenden Geldes ist also nicht die geringste Spur zu entdecken.

Damit wäre die Behauptung zahlenmässig widerlegt, dass die Weltwirtschaftskrise durch eine Deflation der Zahlungsmittel und des Kredites verursacht worden sei.

V.

An diesem Punkte meiner Untersuchung angelangt, könnte man mir entgegenhalten, gut, wenn keine Deflation stattgefunden hat, so vielleicht das Gegenstück dazu, nämlich Inflation. Führt denn nicht die Inflation, wie die Erfahrung der letzten Jahre zur Genüge bewiesen hat, früher oder später, so oder anders notgedrungen zur Krise? Das ist richtig, doch schneide ich die weitere Erörterung dieser Frage mit der Feststellung ab, dass in den Vereinigten Staaten in den der Krise vorangegangenen 3 Hochkonjunkturjahren weder der Index der Lebenskosten noch derjenige der Grosshandelspreise gestiegen ist, was soviel bedeutet, als dass von einer Geld- oder Kreditinflation in jenen Jahren nicht gesprochen werden kann.

Mag sein, dann hat aber, so lässt sich einwenden, möglicherweise eine falsche Verteilung des Kredites stattgefunden? Wurde nicht etwa von den Banken zuviel Kredit in gewisse Sondergebiete der Volkswirtschaft geleitet? Dehnten sich nicht etwa einige Produktionszweige auf Kosten der andern allzusehr aus? Darauf ist zu erwidern, dass sich in der Tat die Entwicklung der amerikanischen Produktion in den vergangenen Hochkonjunkturjahren sehr ungleichmässig vollzog. Den stärksten Drang zur Ausdehnung hatte offenbar die Gruppe der Stahl-, Automobil- und Schiffsfabrikation; denn die Gesamterzeugung war im Jahre 1929 um das 2½fache grösser als 1921! Ist es da verwunderlich, dass der Rückschlag in dieser Gruppe ebenfalls am grössten war? Allein die Erzeugung der Automobilindustrie ging 1930 um 40% gegenüber 1929 zurück, nämlich von 5,360,000 Wagen auf 3,350,000 Wagen. Geringer war der Aufschwung in der Gruppe der Textilwaren, insofern die Gesamtproduktion nicht ganz das 1½fache derjenigen von

1921 betrug. Dementsprechend war der Rückschlag in dieser Gruppe geringer. Sehr bescheiden war die Produktionszunahme in der Gruppe Nahrungsmittel und Tabak. Die Produktionsabnahme war denn auch ganz unbeträchtlich und betraf überdies ausschliesslich die Nahrungsmittel, während die Tabakproduktion 1930 nicht hinter derjenigen von 1929 zurückstand.

Was lehren uns diese wenigen zahlenmässigen Hinweise? Dass offenbar in den Vereinigten Staaten eine sehr ungleichmässige Ausdehnung der Produktion stattgefunden hat, eine Ungleichmässigkeit, die sich hernach in der Krise dadurch rächte, dass die Produktionszweige mit dem stärksten Expansionsdrang auch den kräftigsten Rückschlag erfahren mussten. Geht daraus nicht klar und deutlich hervor, dass eben diese ungleichmässige Produktionsausdehnung die wahre Ursache der Krise ist? Die Amerikaner huldigten einem schrankenlosen Optimismus, waren fest überzeugt, dass die Hochkonjunktur von Dauer sein werde. Sichtbarer Ausdruck dieser Prosperity-Psychose war die Tatsache, dass die 50 führenden Aktien vor Ausbruch der Krise eine Rendite von nur noch 3% abwarfen (so hoch waren die Kurse getrieben worden) gegenüber 5% im Jahre 1926; war die weitere Tatsache, dass in den ersten 3 Vierteljahren 1929 für 5172 Millionen Dollar Aktien emittiert wurden gegenüber nur 1511 Millionen im entsprechenden Zeitraum des Vorjahres; war endlich die Tatsache, dass sich die Börsenkredite allein im 3. Quartal 1929 um den beispiellosen Betrag von 1478 Millionen auf 8549 Millionen Dollar vermehrten. Der blinde Glaube an die Dauerblüte der amerikanischen Volkswirtschaft klammerte sich vornehmlich an diejenigen Produktionszweige, die allem Anschein nach den grössten Aufschwung versprachen, und das waren die Stahl- und namentlich die Automobilindustrie. Deren Produktionskapazität wurde durch immer neue Investitionen gesteigert, deren Lagerbestände wuchsen ins Riesenhafte an. Wer in dieser Zeit des Haussetaumels den Kopf nicht ganz verloren hatte, dem wurde offenkundig, dass das Angebot in diesen besonderen Waren der Nachfrage bei weitem vorausgeeilt war und dass früher oder später ein heftiger Rückschlag erfolgen musste. Die Einsichtigen und auch die Ängstlichen gingen schliesslich hin und verkauften ihre Aktien zu den überhöhten Kursen. Damit war auch den andern Spekulanten und Aktionären das Zeichen zum Losschlagen gegeben. Und wenn die Kurse einmal im Gleiten begriffen sind, so geht es nach der alten Börsenregel: la baisse amène la baisse, d. h. der unaufhaltsame Kurssturz ist da. Anfänglich hoffte man noch, dass es bei der Börsenkrise sein Bewenden haben werde und die Produktion verschont bleibe. Es zeigte sich aber bald, dass der Börsenumschwung nur der warnende Vorbote eines nicht zu vermeidenden Umschwunges in der Gütererzeugung war.

Sobald die Börsenkurse und Warenpreise sinken, hält der Käufer zurück und beschleunigt so den Sturz. Niemand will kaufen, solange man damit rechnen muss, dass man sich später billiger eindecken kann. Das gilt wenigstens von denjenigen Waren, deren Verbrauch oder Gebrauch nicht dringlich, sondern aufschiebbar ist. Die Folge ist, dass sich zur Überproduktion in einzelnen Stapelartikeln eine Unterkonsumtion in den gleichen Gütern gesellt. Während jedoch diese Unterkonsumtion noch nichts zu tun hat mit mangelnder Kaufkraft, sondern einfach der Erwartung weiterer Preisrückschläge entspringt, greift nun eine

weitere Unterkonsumtion um sich, die mit der Einstellung oder Einschränkung der Produktion und der entsprechend zunehmenden Arbeitslosigkeit in Zusammenhang steht und auch die Artikel des täglichen Bedarfs zum Gleiten bringt. Es besteht also heute wirklich eine allgemeine Unterkonsumtion, wie oft behauptet wird, aber sie ist nicht die Ursache, sondern eine Wirkung der Krise. Ganz falsch ist die Anschauung, am Abbruch der Blüte sei eine allgemeine Überproduktion schuld. Eine allgemeine Überproduktion hatten wir schon seit 1921 von Jahr zu Jahr, ohne dass die Krise früher ausgebrochen wäre. Nein, allgemeine Überproduktion, wie sie durch den technischen und wirtschaftlichen Fortschritt, die Rationalisierung auf allen Lebensgebieten hervorgerufen wird, bedeutet Vermehrung des Volkswohlstandes, höhere durchschnittliche Lebenshaltung auf der ganzen Welt. Die Überproduktion führt, solange sie allgemein ist, zur ununterbrochenen Dauerblüte. Wehe jedoch, wenn sie nicht allgemein ist, besser gesagt, sich nicht allgemein gleichmässig auswirkt; denn dann entsteht ein Missverhältnis zwischen der Zusammensetzung der Produktion auf der einen Seite und der Zusammensetzung des Konsums auf der andern. Während sich die Zusammensetzung des Konsums im allgemeinen, der Modebedarf ausgenommen, die Jahre hindurch nur langsam und wenig verschiebt, zeigen sich im Gegenteil in der Zusammensetzung der Produktion innerhalb weniger Jahre grosse Änderungen, die eben gerade durch den unaufhaltsamen technischen Fortschritt bedingt sind. Gewiss hat es seinerzeit Leute gegeben, die den gewaltigen Ausbau des Eisenbahnwesens, die riesige Entfaltung der Elektrizität, das ungestüme Wachstum der Automobilindustrie vorausahnten; wie viele Unternehmer aber können guten Gewissens behaupten, sie hätten zum voraus das genaue Mass dieser Entwicklung gekannt und in ihren Fabrikerweiterungsplänen in Rechnung gestellt? Es ist zwar die Aufgabe des Unternehmers, in die Zukunft zu schauen, aber nur wenigen ist es vergönnt, sich nicht zu irren. Diese Schwierigkeit, ja Unmöglichkeit, die Zukunft zahlenmässig zu erkennen, ist die Ursache, dass der Fortschritt in der Produktion dasjenige Mass durchbricht, von dem man später, nachdem eine Krisis nachträglich für eine Korrektur gesorgt hat, sagen muss, dass es das vernünftige, das gesunde Mass gewesen wäre.

Und wenn schliesslich gefragt wird: Haben es nicht die Banken in der Hand, dem übertriebenen Optimismus des kreditbedürftigen Unternehmers einen heilsamen Dämpfer aufzusetzen und ihn vor allzu starker Ausdehnung seiner Produktionsanlagen zu bewahren, so erwidere ich darauf, dass das auch häufig geschieht, stelle aber die Gegenfrage: Wer will sich anheischig machen, stets zum voraus zu wissen, wieviel Kredit einer offenkundig entwicklungsfähigen Industrie verabreicht werden darf? Wer will die Verantwortung auf sich nehmen, den wirtschaftlichen Fortschritt durch Kreditverweigerung oder auch nur Kreditbeschränkung zu hemmen? Auch dem Bankfachmann ist es nicht gegeben, durch den Schleier der Zukunft alle Umrisse, Masse und gegenseitigen Grössenverhältnisse genau zu erkennen. Die Wirtschaftskrisen sind die Bussen, die wir für unsere Unwissenheit bezahlen, sie sind aber auch das Opfer, das wir auf den Altar des Fortschritts legen.

VI.

Damit könnte ich diese kurze Betrachtung schliessen. Aber ich habe noch etwas auf dem Herzen. Alle Welt ist heute überzeugt, dass es Pflicht der Notenbanken sei, das darniederliegende Wirtschaftsleben wieder anzukurbeln, durch Senkung der Zinssätze auf das Mindestmass künstlich wieder in Gang zu bringen. Diese Politik des Ankurbelns ist nicht neu, sie wurde schon Jahrzehnte vor Ausbruch des Krieges betrieben, und wird auch jetzt wieder allüberall befürwortet und angewendet. Die Federal Reserve Bank von New York setzte ihren Diskontosatz im November 1929 und seither bis zum Dezember 1930 in 7 Malen von 6% auf 2% herab. Die Schweiz, die ihre Währung seit Ende 1924 tatsächlich und seit dem 1. April 1930 auch gesetzlich fest an den Dollar gekettet hat, war gezwungen, diese Politik der Geldverflüssigung mitzumachen, wollte sie nicht aus der Reihe der Goldwährungsländer ausscheiden. Der enge Rahmen dieses Aufsatzes erlaubt es mir nicht, an dieser Stelle alle in Betracht fallenden Zusammenhänge blosszulegen, das soll an einem andern Orte geschehen. Hier will ich nur mit wenigen Worten andeuten, dass meines Erachtens die Politik des Ankurbelns nicht nur nichts nützt, sondern schädlich ist.

Vor neun Jahren hatten wir in der Schweiz im Gefolge der damaligen Weltkrise dieselbe Geldflüssigkeit wie heute. Im März 1923 warnte ich davor und prophezeite für die nächsten Monate ein Steigen der Kleinhandelspreise und entsprechend der sinkenden Kaufkraft des Schweizerfrankens ein Steigen des Dollarkurses, weil sich mit der Überwindung des Höhepunktes der Krise das überfliessende Geld auf den Markt ergiessen werde. Ich empfahl, das überschüssige Geld durch Abgabe von Schatzwechseln des Bundes an den Markt aufzupumpen. Die Voraussage ging tatsächlich in Erfüllung; bis zum Ende des Jahres 1929 stiegen der Kleinhandelsindex und der Dollarkurs um rund 10%, kurzum, eine gelinde Inflation brach sich Bahn, die von einer gewaltigen Kapitalausfuhr und einer Flucht in die Sachwerte begleitet war.

Heute liegen die Verhältnisse allerdings insofern anders, als die Nationalbank aus freien Stücken gewillt ist, auch wenn sie nicht vom Gesetze dazu gezwungen wäre, den Dollarkurs stabil zu halten. Sobald der Dollarkurs auf 5.20 steigt, gibt unser Noteninstitut, das über riesige Bestände an Gold und ausländischen Guthaben verfügt, Devisen an den Markt ab. In dem Masse aber, in dem der offene Geldmarkt Devisen übernimmt, die er der Nationalbank mit Banknoten und durch Gutschrift auf Girokonto bezahlt, schwindet die Geldflüssigkeit und wird ein weiteres Steigen des Dollarkurses und die Neigung zur allgemeinen Preissteigerung beizeiten abgebremst.

Jedoch ist die Sachlage noch in anderer Beziehung anders als 1922 und 1923, nämlich insofern die Amerikaner eben infolge der Ankurbelungspolitik gegenwärtig die gleiche Geldflüssigkeit wie wir in der Schweiz haben, während sie vor neun Jahren diese Politik nicht betrieben und daher nicht entfernt die gleichen Mengen arbeitslosen Geldes herumliegen hatten wie heute. Der amerikanische Privatsatz war im vergangenen Februar bis auf $1^1/_8$% hinuntergeglitten; 1923 dagegen war er niemals unter 4% gesunken. Im Unterschied zur Schweiz stieg denn auch damals die amerikanische Preisebene nicht; es ist jedoch zu befürchten, dass in den Ver-

einigten Staaten, sobald der Höhepunkt der gegenwärtigen Krise überschritten ist, und das dürfte in diesem Frühjahr der Fall sein, eine allmähliche Steigerung der Kleinhandelspreise einsetzt, dass die latente Inflation, die in einer übermässigen Geldflüssigkeit liegt, in eine virtuelle Inflation umschlägt, es sei denn, dass das überfliessende Geld noch beizeiten aufgepumpt werde. Ich behaupte also, gestützt auf die praktischen Erfahrungen der Nachkriegszeit, dass in Amerika vom nächsten Sommer an eine gelinde allgemeine Preissteigerung eintritt (ich meine damit die Kleinhandelspreise, die Grosshandelspreise werden ohnehin konjunkturmässig steigen), oder dass die amerikanischen Zinssätze hinaufgehen und dass die gleichen Erscheinungen sich international, also auch in der Schweiz, geltend machen werden. Denjenigen aber, die des Glaubens sind, dass die Preissteigerung die naturgemässe Voraussetzung oder zum mindesten Begleiterscheinung eines neuen Konjunkturaufschwunges sei, dass sie also gar nicht vermieden werden könne, stelle ich die Frage: Hat nicht gerade die letzte Hochkonjunktur in Amerika bewiesen, dass eine Hausse auch ohne allgemeine Preissteigerung möglich ist? Hat es sich nicht gezeigt, wie unzutreffend es ist, sich Hochkonjunkturen nur in Verbindung mit steigenden Kleinhandelspreisen vorzustellen? Und ich frage mich weiterhin: Ist es nicht unrichtig, künstlich eine übermässige Geldflüssigkeit zu schaffen, die früher oder später zu, allerdings bescheidener, Inflation führt? Dieser Nachteil liesse sich vielleicht dann in Kauf nehmen, wenn die angestrebte Ankurbelung Erfolg verspräche, d. h. wenn der Übergang von der Krise und Depression zum Wiederaufschwung beschleunigt werden könnte. Ich habe diese Überzeugung nicht; denn ob viel oder wenig Geld auf dem Markt liege, es wartet darauf, bis der Preisfall am Ende angelangt ist, um sich dann als Nachfrage auszuwirken. Solange die Unternehmer noch mit einem weitern Preisfall rechnen, lassen sie sich auch durch die billigsten Bankdarlehen nicht zu neuen Käufen bewegen.

Und so schliesse ich meine Untersuchung mit dem Ergebnis, 1. dass nicht die Kreditpolitik für die Wirtschaftskrise verantwortlich gemacht werden darf, und 2. dass die Politik der Ankurbelung der Wirtschaft nicht imstande ist, den Wiederaufstieg zu beschleunigen, dagegen den Keim der Inflation in sich birgt.

Am 1. März 1931.