

Zwei Abwertungen¹⁾

Von Prof. Dr. Manuel Saitzew, Zürich

Durch lange Monate hindurch, ja schon seit einigen Jahren, befassten sich in den Ländern des ehemaligen Goldblocks die Fachleute — Praktiker und Theoretiker — mit dem Problem der Abwertung: ihrer Möglichkeit, Notwendigkeit, Zulässigkeit, Unvermeidlichkeit, mit der Frage ihrer Folgen und Wirkungen. Die Meinungen gingen weit auseinander, die Prognosen widersprachen einander sehr stark. Kein Wunder. Aber auch heute, bald vier Monate nach erfolgter Abwertung, lässt sich kaum eindeutig feststellen, ob und in welchem Mass die Abwertung konjunkturpolitisch einen Erfolg bedeuten wird. Die Erklärung liegt auf der Hand. Man bedenke einmal, dass Nah- und Fernwirkungen der Abwertung auseinandergehalten werden müssen und dass die Fernwirkungen auf Grund der Nahwirkungen allein nicht mit Sicherheit vorausgesehen werden können. Wie wollte man also heute, nach knapp vier Monaten, definitiv auch über die Fernwirkungen urteilen? Dazu kommt zweitens, dass in unseren Tagen die Konjunktur sehr wesentlich, unter Umständen entscheidend, durch rein politische Entwicklungsfaktoren bestimmt wird; die schönste wirtschaftlich bedingte Konjunkturfaltung kann so über Nacht — oder über Samstag! — über den Haufen gerannt werden; wer aber hätte heute den Mut, die politische Entwicklung der nächsten Jahre vorauszusagen und sie in den konjunkturpolitischen Kalkül einzusetzen? Dazu drittens: entgegen der Auffassung der rein monetär-kreditären Konjunkturpolitiker vertrete ich den Standpunkt, den ich durch ein erdrückendes Tatsachenmaterial belegen kann, dass in allen Abwertungsländern die Besserung der Wirtschaftslage nach der Abwertung, insoweit sie sich zeigt, durchaus nicht ausschliesslich als Folgewirkung der Währungsmanipulierung eintritt, sondern aus dem Zusammenwirken der Abwertung mit anderen, mit der nationalen Währung an sich ursächlich nicht zusammenhängenden Faktoren. Das war ja auch das Argument, das man in den letzten Jahren immer wieder jenen entgegenhalten musste, die die Abwertung für ein Universalmittel halten und die, fasziniert vom Konjunkturaufstieg eines Landes, z. B. Schwedens, die Abwertung auch in anderen Ländern verlangten, ohne zu erkennen, dass die treibenden Faktoren des schwedischen Konjunkturanstieges durchaus nicht überall latent vorhanden sind.

¹⁾ Überarbeitetes Stenogramm eines am 19. Januar 1937 in Wien, in der Gesellschaft Österreichischer Volkswirte, gehaltenen Vortrages. Da in den inzwischen vergangenen drei Monaten einige wichtige Daten sich nicht unwesentlich verändert haben, werden beim folgenden Abdruck in Anmerkungen einige Ergänzungen angefügt.

Dass solche Verallgemeinerungen und Übertragungen von Land zu Land unzulässig sind, brauche ich hier nicht des längeren zu beweisen. Denn über eines wollen wir im klaren sein. Der Erfolg, der Misserfolg oder auch nur ein Unwirksambleiben der Abwertung hängt wesentlich ab: einmal vom Zeitpunkt der Abwertung (Preisanstieg oder -abstieg auf dem Weltmarkt, Grad der industriellen Aktivität); zweitens vom Verhalten der anderen Länder (der Abwertungsgewinn geht eben zu einem wesentlichen Teil auf Kosten des Auslandes!); sodann von der Grösse der nationalen Wirtschaft, von ihrem — weltwirtschaftlich gesehen — spezifischen Gewicht, von ihrer Struktur (von der Intensität ihrer Verflechtung mit der Weltwirtschaft, von der Art der ein- und ausgeführten Güter sowie dem Güterangebot und der Güternachfrage auf dem Weltmarkt, von der Struktur der Zahlungsbilanz usw.); ferner vom Stand der öffentlichen Finanzen; vom Mass und der Art der Erkrankung der nationalen Wirtschaft; weiter wesentlich von der staatlichen Wirtschaftspolitik, in deren Rahmen die Abwertung erfolgt; nicht zuletzt — vielleicht entscheidend — von der politischen Lage und gewissen psychologischen Faktoren, darunter auch dem nationalen Temperament. Noch einmal: je nachdem, wie diese Voraussetzungen liegen, kann die Abwertung einen Erfolg oder einen Misserfolg bedeuten oder auch einfach ohne wesentliche Wirkung bleiben.

Und eben diese Tatsache will ich am Beispiel von zwei Abwertungen — der Abwertung des Schweizer Francs und des französischen Francs im September 1936 — vorführen, wobei ich die Verhältnisse in der Schweiz in den Vordergrund rücke und die Entwicklung in Frankreich mehr nur zum Vergleich heranziehe. Dass ich heute nur von den ersten Nahwirkungen sprechen kann, die die Fernwirkungen nicht unbedingt präjudizieren, weder in der Schweiz noch in Frankreich, ist selbstverständlich.

Ein rascher Blick zunächst auf die weltwirtschaftliche Situation. Etwa seit 1933 bzw. 1932/1933 zeigen die meisten massgebenden Konjunkturindices in allen wichtigen Ländern — mit Ausnahme der Länder des ehemaligen Goldblocks — einen mehr oder weniger deutlichen, 1935 und 1936 einen ausgesprochenen, zum Teil stürmischen Aufstieg. So die Produktionsmengen, namentlich der Güter des reproduktiven Konsums, die Warenpreise, die Aktienkurse. Die industrielle Aktivität der Welt nähert sich ihrem Höchststand von 1929, hat ihn in einigen Ländern, so in England und Schweden, nicht unwesentlich überschritten. Dass sich daneben andere Indices weniger günstig entwickeln, gehört zu den Arteigenheiten der Nachkriegswirtschaft, auf die ich hier nicht näher einzugehen habe: so die immer noch sehr grosse Arbeitslosigkeit selbst in den Vereinigten Staaten und in England, so auch das Darniederliegen des Aussenhandels der Welt und des Weltverkehrs. Die übrigen Indices aber, neuestens besonders auch gewisse Rohstoffpreise, weisen nach oben. Dass diese Hochkonjunktur der Gegenwart zu einem gewissen Teil, in einzelnen Ländern zu einem entscheidenden Teil, keine sogenannte «echte», sondern eine Aufrüstungskonjunktur mit relativ niedrigen Löhnen und wenig gestiegenem,

in einzelnen Ländern, so in Deutschland, sogar gesunkenem Konsum ist, und ferner, dass sie zu einem Teil nicht durch die private Initiative, sondern durch die öffentliche Hand entfacht ist, ändert an der Tatsache des Aufstieges nichts.

Wie lagen nun die Dinge in der Schweiz? Die Krise setzte hier zwar etwas später ein, und die Rückschläge in den weltwirtschaftlichen Beziehungen konnten noch eine Zeitlang durch die günstige Gestaltung der Binnenwirtschaft kompensiert werden. Doch etwa seit 1932 beginnt die Konjunktur scharf abzufallen. Ich bringe nur einige wenige Indices. Die Arbeitslosigkeit stieg von 23 000 Ende 1930 auf 82 000 Ende 1932 und auf 119 000 Ende 1935: Zunahme um über 400% in 5 Jahren. Die Zahl der erstellten Wohnungen in 30 grossen Städten sank von 13 200 im Jahre 1932 auf 3200 im Jahre 1936; Abnahme um über 75% in 4 Jahren. Der Aussenhandel (Ein- und Ausfuhr zusammengerechnet) ging wertmässig von 4,8 Milliarden im Jahre 1929 auf 2,1 Milliarden im Jahre 1935 zurück, d. h. um beinahe 60%. Die öffentlichen Aufgaben wuchsen, die öffentlichen Finanzen spannten sich an, die Defizite nahmen zu, die steuerliche Belastung stieg an. Der Geld- und Kapitalmarkt versteifte sich. Und mit der von England ausgelösten und in Amerika fortgesetzten Abwertung setzte die Diskussion über die Stabilität der Währungen des Goldblocks ein. Es begannen die Angriffe auf den Schweizer Franken (und in einem noch stärkeren Ausmass auf den französischen Franc). Im Frühjahr 1935, unter dem frischen Eindruck der Abwertung in Belgien, kam ein besonders starker Angriff der Spekulanten, gleichzeitig setzten sehr grosse Angstverkäufe in festverzinslichen Papieren aus dem In- und Ausland ein; Hunderte von Millionen von Obligationen wurden auf den Markt geworfen, die Kurse wurden sehr stark gedrückt. Die Schweizerische Nationalbank musste innerhalb von fünf Monaten beinahe 40% ihres Goldbestandes abgeben: von 1910 Millionen Ende 1934 ging der Goldbestand auf rund 1200 Millionen Ende Mai 1935 zurück. In der Folge trat zwar eine Erholung ein, im Frühjahr 1936 wiederholte sich aber der Angriff. Übrigens sank nicht nur der Obligationenindex; auch der Aktienmarkt lag darnieder, der Gesamtindex der Aktien ging von 210 Ende 1928 bis auf 96 Ende 1935 zurück, d. h. um mehr als die Hälfte. Die Dividenden begannen auch bei ersten Produktionsgesellschaften auszubleiben. Das Misstrauen gegenüber den Banken, die schwere Verluste durch Einfrieren ihrer Guthaben im Ausland, namentlich in Deutschland, erlitten hatten, nahm zu. Das Publikum wurde ängstlich, es zog die Depositen zurück. Die Thesaurierung von Gold und Banknoten setzte ein. Die Bankbilanzen schrumpften von Quartal zu Quartal zusammen, schon 1931 beginnt die lange Reihe der Bankzusammenbrüche. Die Schweiz, die wie kaum ein anderes Land in der Welt mit dem Weltmarkt verbunden ist, sah sich durch die Währungsabwertungen beinahe des ganzen Auslandes seit 1931 in eine überaus schwierige Lage versetzt. Ihr Export und ihr Fremdenverkehr waren durch die entstandene Preisdisparität unterbunden, und daneben wirkten ebenfalls ungünstig die Verarmung der Welt, die restriktiven handelspolitischen Massnahmen des Auslandes sowie gewisse ausländische Ausreiserschwerungen. Die schwere Belastung der Zahlungsbilanz durch Transfererschwerungen und -verbote habe ich schon erwähnt.

Insoweit das Remedium die schweizerische Wirtschaftspolitik liefern sollte, öffneten sich ihr zwei Wege (daneben noch gewisse dritte, die aber kaum beschritten werden konnten): Abbau oder Abwertung, Deflation oder Devaluation, wie man sagte. Ich verwende in diesem Zusammenhang das Wort Deflation nicht gern, hat es doch an sich einen ganz anderen Sinn; denn man sprach von Deflation, meinte aber nicht eine restriktive Bankpolitik mit Einschränkung des Notenumlaufs und des Kreditvolumens, sondern eben den Abbau: den Abbau der Preise und Löhne zur Anpassung des Preisniveaus und der Produktionskosten der Schweiz an das Niveau des Sterlingblocks und Amerikas. Und eben dieser Weg wurde zunächst beschritten. Es lohnt heute kaum mehr, darüber zu streiten, ob die zum Zweck des Abbaues ergriffenen Massnahmen richtig waren. Hier ist auch nicht der Ort, die offizielle schweizerische Wirtschaftspolitik zu kritisieren. Beiseite lasse ich auch die theoretisch sicher interessante Frage, ob man nach den bisher befolgten Methoden einen so starken Abbau, wie er erforderlich war, d. h. bis um 40% seit 1931, überhaupt erzwingen kann. Man übersehe nicht, dass nur ein Teil der Produktionskosten sich mehr oder weniger unmittelbar herabdrücken lässt, dass aber die fixen Kosten, die in der stark kapitalgüterintensiven Industrie eine sehr grosse Rolle spielen, sich nicht senken lassen; im Gegenteil, sie steigen bei Nichtausnutzung der Betriebskapazität; und ferner müssten ja auch die steuerlichen Lasten und Zölle gesenkt werden, während in Wirklichkeit in jener Zeit, wie schon gesagt, diese Belastung zunahm. Doch dies alles nur am Rande. Tatsache ist, dass der Abbau die Preise wohl etwas drückte, aber weit nicht in erforderlichem Mass. Zwar gingen die Grosshandelspreise, im Einklang mit der Weltmarktlage, von 1928/29 bis 1932 stark zurück: ihre Indexziffer fiel von 145 auf 96, aber in den folgenden Jahren — und eben sie kommen in diesem Zusammenhang in Frage —, nämlich in der Zeit seit der Abwertung des Dollars und dem Weiterabgleiten des Pfunds, sanken die Preise in der Schweiz nur noch sehr schwach: die Indexziffer der Grosshandelspreise ging von 96 im Jahre 1932 nur auf 91 im folgenden Jahre und auf 90 in den Jahren 1934 und 1935 zurück, alles in allem nur um etwa $6\frac{1}{2}\%$. Die Hoffnung, die mancher hegte, der Aufstieg der Weltmarktpreise auf der einen Seite und die Senkung der Preise in der Schweiz auf der anderen würden sich irgendwo begegnen und würden so die Preisdisparität beheben, wollte nicht in Erfüllung gehen. Zumal seit Anfang 1936 die schweizerische Grosshandelsindexziffer, im Einklang mit den Weltmarktpreisen, wieder zu steigen begann: von 91 im Januar auf 93 im Juli und August — der Weg zurück.

Immerhin ist zu sagen — und das ist auch für die Beurteilung der gegenwärtigen Verhältnisse von grosser Bedeutung —, dass die ersten neun Monate des Jahres 1936 eine gewisse Besserung mit sich gebracht haben. Insgesamt nahm in dieser Zeit bei weitersinkendem Import der Export etwas zu: um etwa 6%, immerhin kein Rückgang mehr. Und auch auf dem Kapitalmarkt fing es an, etwas weniger trostlos auszusehen: die Rendite der 12 repräsentativen Anleihen des Bundes und der Bundesbahnen, die Ende Dezember 1935 auf 5% angestiegen war, sank namentlich in den Sommermonaten 1936 bis auf

4,6% am Vorabend der Abwertung. Der Aktienindex stieg in den gleichen neun Monaten von 96 auf 109, der Industrieaktienindex etwas schwächer. Die Bankbilanzen zeigten ebenfalls Merkmale der Entspannung. Und trotzdem blieb ein Faktor weiter wirksam, ja seine Wirkung verstärkte sich zusehends, ein Faktor, über den zwar in der Öffentlichkeit, verglichen etwa mit Frankreich, weniger gesprochen wurde, der aber trotzdem bleiern über dem Ganzen lastete: das Misstrauen zur Währung, die Angst vor der Abwertung und die Spekulation auf die Abwertung. Immer wieder richteten sich die Blicke nach Frankreich, die Entwicklung der französischen Volkswirtschaft, namentlich seit dem Juni 1936, wurde mit wachsendem Misstrauen verfolgt. Und wengleich von massgebender Stelle immer wieder erklärt wurde, dass das Schicksal des Schweizer Frankens von dem des französischen in keiner Weise abhängt, und wengleich — was wichtiger ist — durch die Ankurbelungspolitik der Regierung Blum die Entwicklung in Frankreich ihre eigenen Wege einschlug und in der Tat eine gewisse Entlastung für den Schweizer Franken entstand — viele Leute dachten anders. Die Thesaurierung der Banknoten und des Goldes nahm zu (man schätzte diese Beträge auf 1 Milliarde Schweizer Franken), daneben die Anlage in fremden Devisen und vor allem in ausländischen, namentlich amerikanischen Wertpapieren. Die Wirtschaft schrumpfte weiter ein, die Arbeitslosigkeit stieg stark an, die Umsätze wollten nicht zunehmen — wer kauft bei Aussicht auf sinkende Preise? —, die Wirtschaft verkrampfte sich immer mehr.

So präsentierte sich die Lage an jenem denkwürdigen 26. September 1936, an dem der Schweizer Franken abgewertet wurde, ein Tag nach der Abwertung des französischen, 5 Jahre und 5 Tage nach der Loslösung des Pfund Sterlings vom Gold. Die Ereignisse sind noch so frisch in der Erinnerung, dass ich wohl nicht auf alle Einzelheiten der Abwertung hier einzugehen habe. Nur das folgende hebe ich hervor. Der Abwertung des französischen Francs ging der Abschluss eines Abkommens zwischen England, den Vereinigten Staaten und Frankreich voraus, dessen Sinn, nach der authentischen Interpretation durch den englischen Schatzkanzler, der ist, dass die Angleichung der französischen Währung an Pfund und Dollar zwar nicht unmittelbar zu einer de-facto-Stabilisierung der Währungsrelationen führe, aber auch nicht zu einer absichtlichen Senkung des Dollars und des Pfunds Anlass geben dürfe. Eben dieses Versprechen war auch für den schweizerischen Bundesrat entscheidend: die Möglichkeit, abzuwerten ohne Repressalien erwarten zu müssen. Jenes Abkommen war auch für das Mass der Abwertung wegweisend: 30% statt der 40%, mit denen man in weiten Kreisen rechnete und die für eine weitgehende Behebung der Preisdisparität gegenüber England und den Vereinigten Staaten wahrscheinlich erforderlich waren. Die Schweiz erhielt — provisorisch — eine sogenannte Spielraumwährung, der Franken ist von 290 Milligramm Feingold um 26—35%, im Durchschnitt um 30%, abgewertet worden, sein Feingoldgehalt liegt heute zwischen 215 und 190, im Durchschnitt bei 203 Milligramm. Ich hebe ferner hervor, dass die Schweiz in einem Augenblick abgewertet hat, der rein währungspolitisch keinerlei Gefahren für das Land zeigte: die Goldreserve der Schweizerischen Nationalbank betrug am 30. September 1554 Mil-

tionen, die Noten waren zu 113%, die Noten und die täglich fälligen Verbindlichkeiten zu 85% durch Gold gedeckt. So wertete denn die Schweiz — auch nach der massgebenden Erklärung des Bundesrates — nicht aus währungspolitischen Nöten ab, sondern aus gesamtwirtschaftlichen Überlegungen: die Abwertung als Mittel einer aktiven Konjunkturpolitik. Ein letztes, was von Bedeutung ist: der Goldhandel im Inland wie auch die Ein- und Ausfuhr von Gold wurden nicht für einen Augenblick unterbunden, und von der ersten Stunde an kaufte die Nationalbank (wie auch die Privatbanken) Gold von Privaten zu einem dem Abwertungs- bzw. Aufwertungssatz entsprechenden neuen Preis, ohne sich auch nur nach dem Namen des Verkäufers zu erkundigen.

Wie wirkte sich die Abwertung in den seither abgelaufenen Monaten aus? Doch ob die tatsächliche Entwicklung die ausschliessliche Folge der Abwertung ist, wollen wir zunächst nicht präjudizierend sagen. Ich lasse zuerst die Tatsachen sprechen.

Ein Ergebnis vor allem lässt sich seit den allerersten Tagen sofort und sehr deutlich erkennen: die Entwicklung des Kapitalmarktes. Ein persönliches Erlebnis zunächst. Ein bescheidener Universitätsprofessor gehört natürlich nicht zu den regelmässigen Börsenbesuchern. Ich suche mir aber gelegentlich einen interessanten Tag aus, an dem ich an die Börse gehe, dann freilich unmittelbar hinter den Ring. So ging ich natürlich auch am Mittwoch, 30. September 1936, am ersten Börsentag nach der Abwertung, hin. Die Herren, mit denen ich vor der Eröffnung der Sitzung sprach, waren alle sehr optimistisch. Aber schon der erste notierte Kurs, der Kurs der repräsentativen A-K-Obligation der Schweizerischen Bundesbahnen, der unter einem wirklich erschreckenden Geschrei und einer ungewöhnlichen Gestikulation zustande kam, übertraf alle Erwartungen: pari (100%) gegenüber 89% am 26. September, vor der Abwertung; die Aktienkurse stiegen aber schon am ersten Tag wesentlich höher, um 50% und mehr. Es gab zwar in den folgenden Wochen noch einige schwächere Rückschläge, aber insgesamt — im Trend — dauert die Hausse ununterbrochen bis auf den heutigen Tag an. Der Index der 12 ersten Obligationen stieg von 96 Ende September (vor der Abwertung) auf 125 Ende Dezember, Zunahme um rund 30%; der Aktienindex erhöhte sich von 109 auf 160, das ist um 47%, also wesentlich über den Aufwertungssatz¹⁾. Dass einzelne Werte besonders brillierten, liegt auf der Hand. Auch bei repräsentativen Aktien sind Zunahmen bis um 100% und mehr festzustellen. Der Kuriosität halber sei erwähnt, dass einige sogenannte Nonvaleurs oder Quasinonvaleurs bis um 700% und 900% gestiegen sind.

¹⁾ Die kaum unterbrochene Hausse hielt bis in den Februar 1937 an; Mitte März erreichte der Index der 12 ersten Obligationen sein Maximum mit 126, der Aktienindex Ende Februar sein Maximum mit 174, d. s. Zunahmen um 31% bzw. 60% gegenüber Ende September. Die letzten mir zur Verfügung stehenden Zahlen zeigen pro Ende März einen leichten Rückschlag, mindestens einen ersten deutlichen Stillstand (Indices: 126 bzw. 170). Der erste Elan ist offenbar zu Ende; dass dabei auch die Unsicherheit der ausländischen Börsen mit von Bedeutung ist, liegt auf der Hand.

Die Wirkung: Senkung des massgebenden Zinsfusses. Der offizielle Diskontsatz der Schweizerischen Nationalbank beträgt seit Ende November 1,5% (mit New York der tiefste in der Welt, der tiefste übrigens seit Gründung der Schweizerischen Nationalbank), der private für bestes schweizerisches Bank- und Handelspapier 1,25%¹⁾; die Rendite der 12 ersten Obligationen ging von 4,6 auf 3,6% zurück; Grossbanken zahlen für ihre Kassaobligationen nur noch 3%. Starke Verflüssigung, Entkrampfung des Kapitalmarktes. Ferner: weitere Stärkung der Lage der Nationalbank. Aus inländischen Horten, in der Folge auch wesentlich aus dem Ausland, flossen ihr in den ersten drei Monaten nach der Abwertung viele hundert Millionen Gold zu; gegenüber 1537 Millionen im Augenblick der Abwertung, die, umgerechnet in neue Franken, 2076 Millionen entsprechen, verfügt die Nationalbank Ende Dezember 1936 über 2709 Millionen Franken neuen Wertes, was eine Zunahme um 633 Millionen neue Franken (469 Millionen alte Franken), das ist um 30%, bedeutet. Dazu kommen die 539 Millionen des Währungsausgleichsfonds, die aus der Aufwertung des Goldbestandes der Nationalbank entstanden und die heute — ich habe Grund zu dieser Annahme — so gut wie zu 100% aus Gold bestehen. Insgesamt flossen somit der Nationalbank in diesen drei Monaten 1172 Millionen Gold in neuen Franken (gleich 868 Millionen in alten) zu, das sind fast 57% ihres Bestandes im Augenblick der Abwertung, — ein enormer Betrag. Die Deckung der Noten durch Gold ist von 113 auf 183, die der Noten und der täglich fälligen Verbindlichkeiten von 85 auf 95% gestiegen²⁾. Die währungspolitische Lage ist damit ungemein stark, das Vertrauen zur neuen Währung im In- und Auslande sehr gross, was man auch daraus erkennen kann, dass die Depotsätze für den Franken, die übrigens auch vor der Abwertung im Vergleich etwa zu denen des französischen Francs nicht sehr hoch waren, seit der Abwertung völlig verschwunden sind und der Schweizer Franken seit der Abwertung einen gleichmässigen Reportsatz von etwa ½% (aufs Jahr gerechnet) aufweist. Eine Entlastung der Nationalbank ist auch insoweit eingetreten, als die Schatzanweisungen des Bundes, der Kantone und der Städte, die Ende September auf 140 Millionen angestiegen waren, Ende Dezember bis auf einen kleinen Rest von 9 Millionen zurückgezahlt waren³⁾; seit November hat die Nationalbank überhaupt keine Reskriptionen des Bundes im Portefeuille; im Gegenteil, der Bund hat ein hohes neunstelliges Guthaben bei der Nationalbank. Das glänzende Ergebnis der Wehranleihe, die dem Bund 335 Millionen eingebracht hat, hat sowohl dazu beigetragen wie auch zur neuerdings erfolgten Kündigung von rund 200 Millionen Franken 4%iger Anleihen der Bundesbahnen, die nächstens, zunächst ohne Konversion, zurückgezahlt werden sollen⁴⁾ — ein weiterer Druck auf den Zinsfuss.

¹⁾ 1% seit dem 20. Februar 1937.

²⁾ Bis Ende März 1937 stieg der Goldbestand der Nationalbank auf 2718 Millionen an. Die Golddeckung der Banknoten erhöhte sich bis Ende März auf 195%, die der Noten und der täglich fälligen Verbindlichkeiten auf 97%.

³⁾ Ende März 1937 wurden nur noch 0,1 Millionen ausgewiesen.

⁴⁾ Inzwischen erfolgten weitere Kündigungen; insgesamt sind bis Mitte April 1937 rund 460 Millionen gekündigt, davon am 15. April rund 125 Millionen zurückbezahlt worden.

Ich will nun für einen Augenblick diese Darstellung unterbrechen und die Frage aufwerfen, wie denn die gleichen Dinge sich in Frankreich entwickelt haben. Was zunächst die Banque de France betrifft, so war ihre Lage 1936 sehr viel kritischer. Der Goldbestand, der Ende 1934 sich auf der enormen Höhe von 82 Milliarden bewegte, schrumpfte bis Ende 1935 auf 66 Milliarden zusammen, die Deckung der Banknoten durch Gold ging von 98 % auf 82 % zurück — das Ergebnis massiver Goldabzüge, der Thesaurierung, der Kapitalflucht ins Ausland wie auch spekulativer Angriffe. 1936 ging es weiter abwärts, und namentlich im Frühjahr und insbesondere im September, jetzt auch stark innerpolitisch verursacht, verlor die Bank weitere 16 Milliarden Gold. Unmittelbar vor der Abwertung hatte die Banque de France nur noch 50 Milliarden Gold bei einer Deckung der Noten von 60% (in der Schweiz 113%). Die Abwertung wurde von der Volksfrontregierung insofern nach einer anderen Methode durchgeführt, als die Realisierung der Aufwertungsgewinne den Goldbesitzern zunächst gänzlich verunmöglicht wurde; Gold musste zum alten Preis an die Banque de France abgeliefert werden, der private Goldhandel im Inlande wurde verboten, die Ausfuhr des Goldes ins Ausland Privaten de facto unmöglich gemacht. Das Publikum weigerte sich aber zum allergrössten Teil, das Gold abzuliefern, und da auch aus dem Ausland kein Gold zuffloss und überdies im November und Dezember der englische Kredit in der Höhe von 4 Milliarden in Gold zurückbezahlt werden musste, ist die Lage der Banque de France heute gespannter als vor der Abwertung. Sie besitzt Ende Dezember 1936 nur rund 60 Milliarden Gold neuer Währung, d. h. in alten, d. h. in Poincaré-Francs, weniger als vor der Abwertung; die Notendeckung ist in neuen Francs nur auf 68% gestiegen (183% in der Schweiz), die Deckung der Noten und der täglich fälligen Verbindlichkeiten beträgt nur 57% (95% in der Schweiz). Und kein Geheimnis ist, dass die dem Ausgleichsfonds aus dem Aufwertungsgewinn überwiesenen 10 Milliarden kaum Gold enthalten.

In dieser Richtung wirkte aber nicht nur die in Aussicht gestellte Konfiskation der Goldaufwertungsgewinne, deren ungünstige Wirkung die französische Regierung neuerdings, freilich mit sehr geringem Erfolg, durch die Emission eigenartiger Anleihen zu paralysieren sucht, die dem Zeichner die Auszahlung der Aufwertungsgewinne in einigen Jahren in Aussicht stellen. Es wirken auch weitere Faktoren¹⁾. Die von der Regierung Blum im Sommer eingeleitete Kon-

¹⁾ Den Beweis für die Richtigkeit dieser Feststellung liefert nachträglich die Tatsache, dass die durch Gesetz vom 11. März 1937 erfolgte Freigabe des privaten Goldhandels im Inland und mit dem Ausland und die zugleich erfolgte Hinaufsetzung der Goldankaufspreise der Banque de France entsprechend dem Ab- bzw. Aufwertungssatz in dieser Beziehung so gut wie gänzlich wirkungslos blieben. Die Goldbestände der Bank von Frankreich, die im Januar 1937 auf 57 Milliarden sanken, stiegen im März, nach dem Inkrafttreten der soeben erwähnten gesetzlichen Massnahmen, nicht an. Daran änderte übrigens auch die Anleihe vom März 1937, die an sich einen sehr schönen Erfolg der Regierung Blum bedeutete, gar nichts. So hat sich denn die Lage der Banque de France in den letzten Monaten weiter verschlechtert: Ende März sind die Banknoten nur zu 67% (in der Schweiz: 195%), die Noten und die täglich fälligen Verbindlichkeiten nur zu 55% (in der Schweiz: 97%) durch Gold gedeckt, verglichen mit 60% bzw. 54% vor der Abwertung.

junkturanfurbelungspolitik brachte eine wesentliche Steigerung der Preise und Produktionskosten mit sich; bei einem Abwertungssatz von nur 30% war ein sehr grosser Teil der durch die Abwertung zu erwartenden Entlastung durch jene Teuerung vorweggenommen (ich komme darauf noch zurück). Die finanziellen Schwierigkeiten der Regierung erfuhren kaum eine Erleichterung; die auf Grund des Gesetzes vom 23. Juni durch den Tresor bei der Bank eingegangene Schuld, die am 25. September 2 Milliarden betrug und die unmittelbar nach der Abwertung aus dem Anteil des Tresors am Aufwertungsgewinn beglichen wurde, ist wieder im Steigen begriffen: sie beträgt Ende Dezember 1936 nicht weniger als 5,4 Milliarden¹⁾. Die soziale Gärung trägt ebenfalls wesentlich zur Nervosität bei. Und das Ergebnis? Die Leute bleiben misstrauisch, die Horte — die enormen Horte — und die Kapitalanlagen im Ausland (der französische Finanzminister schätzte im Juni 1936 die inländische Noten- und Goldthesaurierung auf 30—40, die Guthaben der Franzosen im Ausland auf etwa 25, alles in allem etwa 60 Milliarden Francs), nur zu einem verschwindend kleinen Teil lösen sie sich auf bzw. finden den Weg nach Frankreich zurück. So fiel denn der Auftrieb an der Börse, im Vergleich zur Schweiz, sehr mager aus: der Index der festverzinslichen Werte an der Pariser Börse stieg zwischen Ende September und Ende Dezember von 75 nur auf 78, d. h. nur um 4% (30% in der Schweiz), der Aktienindex von 153 auf 221, d. h. um nur 44%, knapp um den Aufwertungssatz²⁾. Ob zu Recht oder nicht, die Leute befürchten eine weitere Abwertung oder eine Inflation. Symptom: der Deport für den französischen Franc für einen Monat, der in den Sommermonaten des Jahres 1936 zeitweise bis auf 70% (aufs Jahr gerechnet) angestiegen war und am 25. September, dem Tag der Abwertung, die phantastische Höhe von 118% erreichte, ging seither zwar zurück, verschwand aber nicht an einem einzigen Tag; er bewegte sich im Dezember um 10% herum, was doch sehr deutlich für die Stimmung spricht.

Schon aus dieser Gegenüberstellung lässt sich deutlich erkennen, wie verschieden die Abwertung in der gleichen Höhe, am gleichen Tag, bei der gleichen Einstellung des Auslandes wirken kann, und wie sehr ihre Auswirkungen generell von der Gestaltung und Mitwirkung jener anderen Faktoren, die ich zum Teil schon einleitend angedeutet habe, abhängen. Für Frankreich habe ich die hemmenden Momente soeben im Überblick zu nennen versucht.

Und in der Schweiz? Für die Schweiz kann man wohl die Behauptung aufstellen, dass objektiv die Lage vor der Abwertung eher günstiger war und jedenfalls lange nicht so trostlos, wie Viele in den Jahren des Konjunkturabstieges glaubten. Was gedrückt hat — zunächst einmal auf den Kapitalmarkt —, war nicht etwa ein ausgesprochener Kapitalmangel, sondern mehr der psychologische Faktor: die Angst vor der Abwertung, die

¹⁾ Ende März 1937: 7,8 Milliarden.

²⁾ Und wenn auch der Aktienindex bis Ende März 1937 auf 261, d. h. um 71% gegenüber Ende September, anstieg, so sinkt der Obligationenindex ununterbrochen und sehr erheblich: Ende März erreicht er das Niveau von 74,6, d. h. er steht in neuen Franken tiefer als vor der Abwertung (75,2).

Annahme, dass der Schweizer Franken dem Schicksal der anderen fünfzig oder mehr abgewerteten Währungen nicht werde entgehen können. Dass dabei nicht nur die festverzinslichen Werte gedrückt, sondern auch erste Aktien zu zum Teil sinnlosen Preisen verschleudert wurden, erklärt sich wiederum nur zu einem Teil aus dem Ausfall bzw. Rückgang der Dividenden, mehr hingegen aus der allgemeinen Mutlosigkeit, daneben wohl auch aus den Bereicherungsmöglichkeiten, die zur gleichen Zeit die New Yorker Börse bot. Und Tatsache ist: sobald die Angst behoben war, ergoss sich aus dem In- und Ausland über die Schweiz ein Geldstrom, eine Geldflut, die besonnenen Beobachtern jetzt schon Sorgen zu bereiten beginnt; denn vagabundierende Fluchtkapitalien sind auch für die Empfangsländer nicht immer angenehm. Noch einmal: es ist nicht so sehr die Abwertung, als vielmehr die durch die vollzogene Abwertung behobene Angst vor der Abwertung und ein neuer, beinahe schrankenloser Optimismus, die das Wunder der letzten Monate bewirkten; daneben vielleicht auch die gleichzeitige Kapitalflucht aus Frankreich, die für den schweizerischen Kapitalmarkt von einer gewissen Bedeutung ist.

Zu sehen sind auch weitere Entwicklungsfaktoren, von denen ich zunächst einen nenne, der sich etwa seit Weihnachten erkennen, heute freilich noch nicht zahlenmässig erfassen lässt. Das ist die sehr starke Belebung des Fremdenverkehrs an den schweizerischen Wintersportplätzen¹⁾. Freilich, bei den tiefen Preisen im wesentlichen eine Mengenkonzunktur, immerhin eine Belebung, deren günstige Auswirkung auf die Zahlungsbilanz, auf die Binnenwirtschaft, auf den Arbeitsmarkt, nicht zuletzt wiederum auf den psychologischen Faktor nicht zu unterschätzen ist. Auch beim Fremdenverkehr bin ich geneigt, nicht in der Abwertung selbst die eigentliche Ursache der Belebung zu suchen, sondern in einem Moment, das mit ihr ursächlich kaum zusammenhängt: in der wesentlich gebesserten Wirtschaftslage vieler Länder, in der Tatsache, dass im abgelaufenen Jahr viele und hohe Gewinne im Ausland realisiert worden sind, was den Leuten wieder ermöglicht, sich Winterferien zu leisten. Die Abwertung in der Schweiz bedeutete für sie mehr einen Anstoss, mehr Auslösung als Ursache, und dazu natürlich einen Rabatt von 30% (sofern es nicht Franzosen, Holländer oder Italiener sind); selbstverständlich auch einen Anreiz für die Schweizer, die, statt mit abgewerteten Franken ins Ausland zu gehen, jetzt ganz gerne zu Hause bleiben. Der Fremdenverkehr wird nicht allein und nicht einmal an erster Stelle durch schweizerische Faktoren bestimmt, vielmehr

¹⁾ Die inzwischen veröffentlichten Zahlen zeigen, dass die optimistischen Berichte sich als richtig erwiesen. Im Februar 1937 betrug die Zahl der Logiernächte insgesamt 1,2 Millionen gegenüber 0,97 Millionen im Februar 1936, sie stieg somit um 24% (bei den Auslandsgästen allein von 0,49 Millionen auf 0,7 Millionen, d. i. um 42%); in einzelnen Landesgebieten war die Zunahme noch erheblich stärker: sie erreichte 28% in Graubünden und sogar 46% im Berner Oberland. — Ein weiteres Kennzeichen der Umkehr der Konjunktur bieten die Betriebsergebnisse der Schweizerischen Bundesbahnen: in den ersten drei Monaten des Jahres 1937 betrugen die Einnahmen aus dem Personenverkehr 27,9 Millionen Franken, die aus dem Güterverkehr 44,7 Millionen Franken gegenüber 26,0 Millionen bzw. 35,0 Millionen Franken in den gleichen Monaten des Vorjahres; d. s. Zunahmen um 7% bzw. 28% (die vorausgegangenen Jahre zeigten bekanntlich einen anhaltenden Rückgang des Verkehrs und der Einnahmen aus dem Verkehr).

strahlt er die Konjunktur des Auslandes wider. Um mich eines in Wien sicher angebrachten klassischen Paradigmas von Eugen v. Böhm-Bawerk — in etwas freier Abwandlung — zu bedienen: Wie der Mond das fremde Sonnenlicht auf die Erde, so reflektiert die Lage des Fremdenverkehrs in einem Land die ökonomische Lage des Auslandes.

Und in Frankreich? Ein Urteil ist vorderhand nicht gut möglich, da saisonal der Fremdenverkehr an der Côte d'Azur in der Regel später einsetzt. Die Aussichten scheinen mir aber vergleichsweise eher weniger günstig zu sein. Die vom Ausland her wirkenden Momente sind natürlich an sich gleich. Aber erstens sind die Preise in Frankreich seit dem Sommer wesentlich gestiegen (und noch mehr — was beinahe wichtiger ist — das Gerede über die gestiegenen Preise), zweitens wirkt der Druck der binnenwirtschaftlichen Lage wie auch der wenig günstigen innen- und aussenpolitischen Konstellation, drittens spielt für die gesamte Volkswirtschaft und für die Zahlungsbilanz der Fremdenverkehr in Frankreich wohl eine geringere Rolle als in der Schweiz.

Ich gehe zu einer dritten, der letzten hier zu behandelnden, an sich sehr wichtigen Entwicklungsreihe über, die bei der gegebenen Wirtschaftsstruktur der Schweiz für die Beurteilung der Abwertung von entscheidender Bedeutung ist. Das ist die Einwirkung auf den Aussenhandel, vor allem auf den Export, und mithin auf die inländische Industrie und damit auf den Beschäftigungsgrad im Inlande und also auf die Arbeitslosigkeit. Die Entwicklung des Aussenhandelsverkehrs in den letzten drei Monaten entscheidet natürlich nicht: denn sehr bedeutende Teile der schweizerischen Industrie arbeiten nicht auf Lager, sondern auf direkte Bestellung. Wichtiger ist somit die Frage, ob in diesen Monaten vermehrte Aufträge einliefen. Urteilen kann man darüber einmal auf Grund privater Informationen und sodann auf Grund der Arbeitslosenstatistik. Die Informationen lauten überwiegend günstig. Die Maschinen-, die Uhren-, die chemische Industrie, aber auch die schwer darniederliegende Textilindustrie sollen eine zum Teil stark vermehrte Aktivität zeigen: zuerst vermehrte Aufträge aus der Schweiz, aus Angst, dass die Preise steigen werden, daneben auch als Folge des Runs auf die Detailgeschäfte in den ersten Tagen nach der Abwertung; in der Folge auch vermehrte Aufträge aus dem Ausland. Die Handelsbilanz des Jahres 1937 wird dies deutlich zeigen; doch kann man schon jetzt darüber auf Grund der Statistik des Arbeitsmarktes urteilen. Bis zur Abwertung stieg die Arbeitslosigkeit in der Schweiz ununterbrochen an. Schon seit Jahren lagen alle Monatswerte über den entsprechenden Monatswerten des Vorjahres, und ginge es so weiter, so hätten wir Ende Dezember 1936 eine Arbeitslosigkeit von 125 000—135 000 erreicht, eine für die Schweiz noch nie dagewesene Zahl. Wie haben sich die Dinge in Wirklichkeit entwickelt? Die saisonale Zunahme der Arbeitslosigkeit im Oktober, November und Dezember blieb natürlich auch 1936 nicht aus; die Zahl der Arbeitslosen stieg von 83 000 Ende September auf 105 000 Ende Dezember, d. h. um 22 000. Aber: erstens ist diese Zunahme um 22 000 wesentlich kleiner als im letzten Jahr (sie betrug damals in den entsprechenden Monaten 50 000, d. h. mehr als das Doppelte), die andere Komponente der Arbeitslosigkeit ist offenbar günstig gerichtet

und hebt die saisonale Komponente zu einem grossen Teil auf; zweitens ist zum erstenmal seit Jahren die Zahl der Arbeitslosen Ende Dezember wesentlich kleiner als Ende Dezember des Vorjahres (die Novemberzahl stand noch etwas über der des November 1935): 105 000 gegen 119 000, d. i. ein Rückgang um 14 000 oder um 12 %; dazu eine starke Abnahme der Teilarbeitslosigkeit: die Zahl der Teilarbeitslosen sank von 37 000 Ende Dezember 1935 auf 18 000 Ende Dezember 1936, d. h. um etwas mehr als die Hälfte. Und das ist wohl das in jeder Beziehung erfreulichste Ergebnis¹⁾.

Ist es ein Ergebnis der Abwertung? Wohl nur zu einem Teil. Denn aus privaten Informationen lässt sich feststellen, dass ein bedeutender Teil der neueinlaufenden Aufträge nicht so sehr der Preisanpassung zuzurechnen ist als vielmehr ganz anderen Ursachen. Erstens der Tatsache, dass bei dem sehr hohen Stand der industriellen Aktivität für Friedenszwecke, der in manchem Land, so vor allem in England, erreicht ist, die vermehrten Rüstungsaufträge eine Überbelastung der Industrie in manchem Land erzeugen, die die Übernahme weiterer Aufträge bezw. das Einhalten halbwegs vernünftiger Lieferfristen verunmöglicht; so wandern viele Aufträge ins Ausland, darunter auch in die Schweiz. Ebenso wirkt zweitens, und heute verstärkt, die stark zunehmende Kaufkraft des Auslandes, vor allem gewisser Rohstoffländer, ein Moment, das sich schon vor der Abwertung des Frankens in der Vergrösserung der Ausfuhr seit dem Beginn 1936 zeigte (ich habe einleitend schon darauf hingewiesen). Und in derselben Richtung wirken drittens oder werden nächstens zu wirken beginnen die Investitionen zur Verstärkung der Wehrmacht der Schweiz, für die das Schweizer Volk im Herbst 1936 in einem bewundernswerten patriotischen Elan 335 Millionen zur Verfügung stellte.

Dies die Nahwirkung. Und die Dauer- und Fernwirkung? Die berufsmässige Prophetie ist heute der letzte Beruf. Die meisten Prognosen gehen fehl. Immerhin kann mit einiger Sicherheit angenommen werden, dass in mehreren Industrien die Aktivität weiter steigen und die Arbeitslosigkeit weiter sinken wird. Nicht zuletzt wird das natürlich auch von der künftigen Entwicklung der Preise und Kosten abhängen. Ich komme darauf gleich zurück. Vorher will ich nur noch darauf hinweisen, dass man bei allem Optimismus einen Teil der Arbeitslosigkeit doch mit einer grösseren Besorgnis zu betrachten hat, das ist die Arbeitslosigkeit im Baugewerbe, auf die im Dezember 1936 rund 50% der gesamten Arbeitslosigkeit entfielen (im September 1936 rund 40%). Sie erklärt sich zu einem wesentlichen Teil aus der vorausgegangenen Überproduktion an Wohnungen (in Zürich heute ein Leerwohnungssatz von 3,7%, was entschieden zweimal zuviel ist), dann aber auch durch die Sparpolitik der öffentlichen Hand (ein Beispiel: die Schweizerischen Bundesbahnen, die normal

¹⁾ In den inzwischen verflossenen drei Monaten zeigt sich leider eine gewisse Verlangsamung in der Abnahme der Arbeitslosigkeit: die Zahl der teilweise Arbeitslosen geht zwar weiter zurück: 16 000 Ende Februar 1937 gegen 38 000 Ende Februar 1936, Abnahme um beinahe 60 %; die Zahl der gänzlich Arbeitslosen liegt aber Ende März 1937 mit 89 000 nur um 9000 unter der des Vergleichsmonats des Vorjahres und zeigt also eine Abnahme um nur 9 % (12 % Ende Dezember).

ein Baubudget von 60—80 Millionen hatten, stellen heute nur noch 15 Millionen in ihr Budget ein, d. s. etwa 20 %). Um die Arbeitslosigkeit im Baugewerbe wesentlich zu mildern, wird man weiter und verstärkt mit Subventionen arbeiten müssen. Vor einigen Wochen hat die Bundesversammlung für 1937 für diesen Spezialzweck 30 Millionen bewilligt, zu denen noch entsprechende Beiträge der Kantone und der Gemeinden hinzukommen. Damit hofft man alles in allem Bauaufträge in der Höhe von etwa 200 Millionen Franken auszulösen, was mit den normalen Aufträgen von weiteren 200 Millionen zusammen 400 Millionen gegenüber 1 Milliarde in guten Jahren der Vergangenheit ergeben würde. So wird man denn, selbst wenn der latent vorhandene Mehrbedarf an Wohnungen durch eine allgemeine Belebung der Wirtschaft zahlungsfähig werden würde, auch nach der Abwertung mit öffentlichen Mitteln weiter stützen und anregen müssen ¹⁾.

Günstiger können unter Umständen die Aussichten in der Industrie, jedenfalls in einigen ihrer Zweige, beurteilt werden. Erstens, wenn die heutige Hochkonjunktur in der Welt anhält. Und sie ist hoch, die heutige Weltkonjunktur, Roheisen lässt sich heute auf dem Weltmarkte nicht mehr so leicht wie noch vor kurzem auftreiben. Zweitens wird das Schicksal der Industrie und des Exportes auf die Dauer von der Preislage abhängen. Wie ist sie zu beurteilen? Zwei Grenzüberlegungen zunächst: Erhöht der exportierende Unternehmer den Preis in neuen Franken um 42 %, dann muss der ausländische Käufer in seiner Währung den bisherigen Preis zahlen, und es besteht die alte Preisdisparität mit allen ihren Hemmnissen fort. Fordert aber der Schweizer Exporteur den bisherigen Preis in neuen Franken, dann erhält der ausländische Importeur die Ware um 30 % billiger; darin läge der maximale Anreiz zum Mehrbezug aus der Schweiz. Zwischen diesen zwei Grenzmöglichkeiten wird der wirkliche Preis zu liegen kommen, ich hoffe es wenigstens; denn bei der ersten bleibt die Abwertung absolut wirkungslos, und bei der zweiten kann der Schweizer Unternehmer nicht bestehen. Ich sehe dabei ganz davon ab, dass seine bisherige Gewinnmarge in den letzten Jahren sehr gering war, ja in vielen Fällen negativ ausfiel. Ich sehe ferner davon ab, dass ein gewisser, freilich nicht grosser Teil des Exportes bis zur Abwertung Fabrikationszuschüsse als produktive Arbeitslosenfürsorge aus öffentlichen Mitteln erhielt, die jetzt natürlich fortfallen und deren Fortfall seine Gestehungskosten bis um 25 % und mehr erhöhen. Wesentlicher hingegen für den Export als Ganzes ist, dass die Schweiz so gut wie alle Rohstoffe aus dem Ausland beziehen und daher jetzt in abgewerteten Franken teurer bezahlen muss. Gewiss, schon an sich braucht die Verteuerung der importierten

¹⁾ Dass die Arbeitslosigkeit im Baugewerbe als besonders gefährlich zu betrachten ist, geht auch daraus hervor, dass sie neuerdings im Steigen begriffen ist: während sie Ende 1936 nicht unwesentlich unter der des Vergleichsmonats des Vorjahres lag (50 000 gegen 54 000, also um 7 %, bei einem Rückgang der Arbeitslosigkeit insgesamt um 12 %), ist sie Ende März 1937 selbst absolut noch etwas grösser als im Vorjahr: 42 000 gegen 40 000, d. i. eine Zunahme um 5 %, und dies bei einer Abnahme der Gesamtarbeitslosigkeit (einschliesslich der Arbeitslosigkeit im Baugewerbe) um 9 %.

Rohstoffe dem Aufwertungssatz nicht voll zu entsprechen (zu einem gewissen Teil, etwa zu 30 % stammt übrigens die Einfuhr aus Ländern, die mit der Schweiz zugleich abgewertet haben); ferner kann die Bundesregierung durch Lockerung der Kontingente und Herabsetzung der Zölle die Auslandswaren verbilligen (freilich ist der Bund auf die Zolleinnahmen angewiesen, so dass der Zollherabsetzung gewisse Grenzen gezogen sind). Alles in allem: die Preise der Einfuhrgüter und generell die Grosshandelspreise werden steigen müssen. Die grosse Unbekannte ist: um wieviel? Vorläufig ist ihre Zunahme nicht sehr gross. Setzt man den Preisdurchschnitt August-September gleich 100, so beträgt die Grosshandelsindexziffer Ende Oktober 108, Ende November 111, Ende Dezember 112, immerhin eine Zunahme um 12%; bescheiden freilich im Vergleich zu Frankreich, wo die Grosshandelsindexziffer von 407 Ende September auf 499 Ende Dezember, das ist um 23%, zunahm; und gegenüber Ende Juni — Experiment Blum! — ist sie Ende Dezember um nicht weniger als 34% gestiegen, gegenüber 16% in der Schweiz¹⁾.

Ein letztes: die Arbeitslöhne. So wie die Dinge liegen, hängen sie wesentlich von den Kosten der Lebenshaltung ab. Durch eine sehr wirksame amtliche Preiskontrolle einerseits, durch Lockerung der Kontingente, Zollherabsetzungen und gewisse Importzuschüsse andererseits gelang es bisher, sie nahezu stabil zu halten. Von 130 Ende September stieg die Indexziffer der Lebenshaltungskosten bis Ende Dezember nur auf 132, weniger als um 2%²⁾. Aber die inländischen Lager werden eines Tages ausverkauft sein, die Reproduktionskosten werden zunehmen müssen, und wengleich einige Kostenelemente stabil gehalten werden können und einige andere, etwa die mit der Schuldenlast und dem Zinsfuss zusammenhängenden, sogar sinken werden, allmählich wird das ganze Preis- und Kostengebäude doch in Bewegung geraten. In welchem Mass? Ich enthalte mich jeder Voraussage. Dass aber generell Kosten und Preise auch noch weiter werden steigen müssen, nicht nur im Ausmass einer eventuellen weiteren Zunahme der Weltmarktpreise, sondern darüber hinaus, steht ausser Zweifel. Und je nach der verbleibenden Marge zwischen dem durch die Abwertung entstandenen Exportvorteil und den gestiegenen Inlandspreisen und -gestehungskosten wird sich auch das Mass der Wirkung der Abwertung auf den Export, also auch auf die Industrie und also auch auf die Gesamtwirtschaft bemessen. Hier liegt eine Gefahrenquelle, eine Gefahrenquelle unter vielen. Dass sie nicht die einzige ist, dass auch in anderen Entwicklungsmöglichkeiten Gefahrenquellen liegen — etwa in der zu

¹⁾ In den ersten Monaten des Jahres 1937 stiegen die Grosshandelspreise weiter an. Ende März stand die Grosshandelsindexziffer in der Schweiz um 19 % über dem Durchschnitt August-September 1936, in Frankreich freilich betrug sie 537 gegenüber 407 Ende September und 372 Ende Juni 1936, d. s. Zunahmen um 32% bzw. 44% — hier sind die Aufwertungssätze erreicht und überschritten, was ich weiter oben schon unterstrichen habe.

²⁾ Sehr viel stärker in Frankreich, wo die Indexziffer der Detailhandelspreise von 461 Ende Juni 1936 auf 550 Ende Dezember und auf 576 Ende März 1937, d. h. um 19% bzw. 25%, angestiegen ist. Demgegenüber wuchs die Indexziffer der Lebenshaltungskosten in der Schweiz bis Ende 1936, wie gesagt, von 130 auf 132 und bis Ende März 1937 auf 136, d. h. insgesamt um nicht ganz 5% an.

weit getriebenen Geldverbilligung, die zu ausschweifenden Spekulationen und überflüssigen Investitionen, also zu Kapitalfehlleitungen, Anlass geben kann —, um nur diese eine zu nennen, möchte ich abschliessend, gleichsam am Rande, bemerken.

Zum Schluss einige wenige Worte zur Beantwortung einer Frage, die ich an mich gerichtet fühle, das ist die Frage: Was ist also von Abwertungen zu halten? Weltwirtschaftlich zunächst. Statt einer Antwort eine Metapher. Man denke an eine Katze, die, im Kreise jagend, ihren eigenen Schwanz zu erwischen versucht; und nun stelle man sich ein Karussell von 50 oder noch mehr Katzen aller Grössen, Farben und Rassen vor, die im rasenden Tempo hintereinander im Kreise rennen, um einander zu überholen, mindestens einzuholen. Eine auf die Dauer wenig produktive Beschäftigung, fett werden sie von dieser Jagd jedenfalls nicht. Nationalwirtschaftlich? Ich habe am Beispiel von zwei Abwertungen zu zeigen versucht, dass sie — in ihren Nahwirkungen (die Fernwirkungen kennen wir heute noch nicht) — von geringerem oder grösserem Erfolg sein können, je nach der Konstellation. Verallgemeinern darf man ihre Auswirkung in keinem Fall, es sei denn in einer Beziehung: in der Feststellung, dass durch Abwertungen allein die Länder nicht genesen werden. Man wird sich Atempausen sichern — heute ist man schon dafür dankbar —, man wird in ihnen — mit dem schweizerischen Bundespräsidenten — vielleicht das kleinere Übel erkennen. Stabilere Verhältnisse auf die Dauer wird man aber durch fortwährende Änderungen des Masses aller ökonomischen Dinge nicht schaffen. Man wird schon an die Dinge selbst, nicht an die Masse heranzutreten haben. Und eine wirkliche Wendung zum Besseren darf man nach wie vor nur von einer Rückkehr der Welt zur Vernunft erwarten. Und diese Hoffnung, die Hoffnung, dass von neuem eines Tages die Ökonomie in die Wirtschaft ihren Einzug halten wird, wollen wir nicht verlieren. Sonst wäre das Leben nicht wert, gelebt zu werden.
