

Keynes, John Maynard
Signatur

Datum 27. Feb. 1925 192

DUPLIKAT

09467 J 0018 K46

Wirtschaftsdienst Hamburg

№ 9

Die Rückkehr zum Golde

Von John Maynard Keynes (Cambridge)

Nachdruck verboten.

Wieder einmal haben die Londoner Bankleiter ihre finanziellen Modekupfer zu unserer Besichtigung ausgehängt. Die Inschriften unterscheiden sich voneinander, aber die Stiche selbst sind einander fast gleich. Der erste stellt die Ehe mit der Goldwährung als den ersehntesten, dringlichsten, tugendhaftesten und gesegnetsten aller denkbaren Zustände dar. Der andere ist dazu bestimmt, den angehenden Bräutigam daran zu erinnern, daß der Ehestand schwere Fesseln mit sich bringt, von denen der Kandidat jetzt noch frei ist, daß Ehen auf Glück und Unglück geschlossen werden, daß er den Schwur achten und ihm gehorchen muß, daß die glücklichen Tage, an denen er diejenigen Preise und den Diskontsatz haben konnte, die dem Haushalt seines Jungesellendaseins gemäß waren, vorbei sind — obgleich er natürlich, wenn er erst verheiratet ist, häufiger eingeladen werden wird, daß Fräulein G. zufällig eine Amerikanerin ist, so daß in Zukunft die Preise von grape-fruits und Frühstücksmais für ihn wahrscheinlich wichtiger sein werden als die von Eiern und Speck, kurz, daß er besser daran täte, sich nicht zu übereilen. Dabei verhielten sich einige unserer Direktoren wie jener Mann, der, als er gefragt wurde, ob er glaube, daß er nach seinem Tode die Freuden der ewigen Seligkeit genießen würde, antwortete, daß er das natürlich glaube, es aber vorzöge, sich nicht über einen solchen unerquicklichen Gegenstand zu unterhalten.

Wie im vorigen Jahre stehen zwei deutlich getrennte Punkte zur Diskussion — der Wert der Goldwährung in abstracto und der Zeitpunkt sowie die Art für die Rückkehr Englands zu ihm. Der erste Punkt ist eine Frage, von der Mc Kenna mit Recht sagte: „Wir befinden uns zurzeit noch mehr im Stadium einer Überprüfung als in dem einer feststehenden Meinung, und es gibt darüber noch keine formulierte Lehrmeinung, die allgemein als rechtgläubig betrachtet wird“. Die Befürworter der Geldreform, die in mir nach weiterem For-

schon und Nachdenken einen noch überzeugteren Anhänger als vorher gefunden hat, als die wichtigste und bezeichnendste Maßnahme, die wir treffen können, um die wirtschaftliche Wohlfahrt zu steigern, müssen ihre Argumente noch vollständiger, klarer und einfacher vorbringen, ehe sie die Mächte des Altgewohnten und der allgemeinen Unwissenheit bezwingen können. Es ist dies keine Schlacht, die an einem Tage gewonnen oder verloren werden kann. Wer glaubt, das Problem könne endgültig mit einem heftigen Zurückhasten zum Golde gelöst werden, verkennt die Situation. Dies wird nur der Anfang sein. Die Lage wird nicht durch die amtlichen Entscheidungen des kommenden Jahres bestimmt werden, sondern durch die gemeinsamen Wirkungen einerseits der unmittelbaren Erfahrung dessen, was nach ihnen geschehen wird, und andererseits durch den Grad der Klarheit und Vollständigkeit der Argumentation der streitenden Parteien. Die Leser der einschlägigen Werke, etwa der des großen Lord Overstone, werden sich daran erinnern, wie vieler Jahre und welch bitterer und verhängnisvoller Erfahrungen es bedurfte, ehe die Geldreformer vor 100 Jahren die Vorkriegspolitik des Diskontsatzes und der Bankreserven (was seinerzeit einen großen Fortschritt darstellte) trotz der Gegnerschaft der Bank von England durchsetzten.

Der zweite Streitpunkt ist von praktischer und unmittelbarer Bedeutung. Letztes Jahr war es die Frage, ob es klug sei, die Dinge durch absichtliche Kontraktion zu beschleunigen, dieses Jahr ist es die Frage, ob es klug ist, die Dinge durch Aufhebung des Goldausfuhrverbotes zu beschleunigen. Dieses wie voriges Jahr sind die britischen Bankiers gegenüber dem praktischen Problem etwas nervös. Ich glaube, daß die folgenden Gründe die Nervosität rechtfertigen.

Gemeinsam mit vielen anderen habe ich seit langem die Meinung vertreten, daß die Geldverhältnisse in den

Wenden

Vereinigten Staaten wahrscheinlich früher oder später einen steigenden Preisstand und einen ansetzenden Aufschwung verursachen würden, und daß es unter solchen Umständen die richtige Politik für England sei, die üblichen Mittel anzuwenden, um sein eigenes Preisniveau im Zaun zu halten und seine eigenen Kreditverhältnisse daran zu hindern, im Kielwasser der amerikanischen zu schwimmen. Das Ergebnis einer solchen Politik, wenn sie erfolgreich wäre, würde eine schrittweise Verbesserung des Sterlingkurses sein, und es wäre keine allzu große Hausse in den U. S. A. erforderlich, um ein Steigen des Sterlingkurses wenigstens auf die Höhe der Vorkriegsparität zu rechtfertigen. Ich habe daher seit den letzten zwei Jahren behauptet, daß eine frühere oder spätere Rückkehr des £ zu seiner Vorkriegsparität sowohl eine wünschenswerte wie auch wahrscheinliche Folge einer gesunden Geldpolitik von seiten der Bank von England im Verein mit einer weniger gesunden von seiten des Federal Reserve Boards sein würde.

Was hat sich in Wirklichkeit ereignet? Im Frühjahr 1923 schienen sich Aufschwungsverhältnisse in den Vereinigten Staaten zu entwickeln, hauptsächlich infolge einer Aktion des Federal Reserve Board wurde dieser Bewegung Einhalt getan. Seit Juli 1924 vollzieht sich eine starke und anhaltende Aufwärtsbewegung, von der man, immer vorbehaltlich der Politik des Federal Reserve Boards, annimmt, daß sie fortdauern wird. Dem früheren Aufschwung der amerikanischen Preise folgte getreulich eine Verbesserung des Sterlingkurses und dem Rückschlag ein Rückschlag. In der gleichen Weise wurde die amerikanische Preisbewegung der letzten sechs Monate von einer Verbesserung des Sterlingkurses begleitet, die die öffentliche Aufmerksamkeit auf sich gezogen hat. Wie Mc Kenna ausführt, sind die Sterlingpreise etwas beständiger gewesen als die Dollarpreise, und diese größere Stetigkeit hat als notwendiges Gegenstück eine gewisse Unstetigkeit der Währung ausgelöst. Die Bewegung der letzten sechs Monate ist jedoch durch anormale Faktoren kompliziert worden. Die Verbesserung des Sterlingkurses ist nicht vollständig auf die Rechnung der britischen Geldpolitik zu setzen. Es ist richtig, daß die Zinssätze für kurzfristige Kredite in London um tatsächlich 0,5 % höher gehalten wurden als diejenigen in New York und daß die britischen Preise etwas weniger als die amerikanischen gestiegen sind. Aber es wird allgemein zugestanden, daß diese Einflüsse nicht stark genug waren, als daß ihnen alles zugerechnet werden könnte. Die Ausweise des Board of Trade geben an, daß im vergangenen Jahr Kapitalsübertragungen von New York nach London stattgefunden haben (und wahrscheinlich größtenteils in der zweiten Jahreshälfte), die sich in der Größenordnung von etwa 100 Mill. £ bewegen. Dies ist zurückzuführen (in schwer zu berechnenden Verhältnissen) auf die Rückwanderung von früher in London gehaltenen auswärtigen Guthaben und auf amerikanische Kapitalsanlagen in Europa, die von dem größeren Vertrauen, das der Dawes-Plan hervorgerufen hat, herrühren, im Zusammenhang mit einer Wertpapierhausse in Wall Street, endlich auf spekulative Sterlikaufe in Erwartung der Verbesserung des Pfundwertes gegenüber dem Dollar. Diese präzedenzfalllose Bewegung bringt ein Element der Unsicherheit in die Situation; wir können nicht erwarten, daß sie im gleichen Aus-

maße andauert und sie kann zu jedem Augenblick umgekehrt verlaufen. England braucht deshalb eine Zwischenpause, um seine Verbindlichkeiten neu zu ordnen, entweder durch eine relative Steigerung des Exports gegenüber dem Import oder durch Einführung eines Zinssatzes für langfristige Anleihen, der hoch genug ist, um den gegenwärtigen (m. E. übermäßigen) Strom von Kapitalsanlagen im Ausland einzudämmen. Zurzeit ist England in Gefahr, langfristig auszulieihen (etwa nach Australien), was es kurzfristig in New York borgte. Die Stärke seiner Vorkriegsposition lag in dem Umstand, daß es mit Hilfe des Wechselmarktes beträchtliche Summen kurzfristig ausgeliehen hatte, die jederzeit eingezogen werden konnten. Im Augenblick ist das Verhältnis teilweise, wenn vielleicht auch nur zeitweilig, umgekehrt — und das ist an sich ein Grund zur Vorsicht. Was wird sich zunächst ereignen? Es gibt zwei Möglichkeiten. Es mag sein, daß das Federal Reserve Board zu dem Schlusse kommt, daß die Aufschwungsverhältnisse in den U. S. A. gefährlich werden und daß es dann die Lage fest in die Hand nimmt, gerade so wie es das vor zwei Jahren tat. Das ist ziemlich sicher das, was das Board tun sollte. In diesem Fall würde die Lage etwa wieder so sein, wie sie vor 18 Monaten war, und wir ständen wie damals vor der Alternative, uns entweder für relativ stabile Sterlingpreise mit einem Dollarkurs unter der Parität oder für unnachgiebige Kontraktion, um die Währung auf Parität zu halten, zu entscheiden. Eine vorzeitige Ankündigung der Aufhebung des Goldausfuhrverbots würde uns im voraus auf die zweite Möglichkeit festlegen — die Möglichkeit, die wir absichtlich vor zwei Jahren zurückwiesen. Das ist es, was die Fanatiker wünschen. Aber bei den britischen Arbeitslosenzahlen, wie sie jetzt noch sind, würde eine solche Handlung nicht weise sein.

Die andere Möglichkeit ist die, daß das Federal Reserve Board den Dingen ihren gegenwärtigen Lauf läßt, in diesem Falle steht zu erwarten, daß die Dollarpreise um ein gut Teil weiter anziehen. Während eines Teils des Jahres 1924 war die Geldmarktpolitik des Board ausgesprochen inflationistisch und sie war weitgehend verantwortlich für das scharfe Anziehen der Preise, das wir erlebt haben. Im gegenwärtigen Augenblick ist seine Politik vorsichtiger, aber es gibt kein sicheres Anzeichen dafür, daß es eine stetige oder durchdachte Politik verfolgt. Es ist möglich, daß eine unangebrachte Sympathie für unsere Anstrengungen zur Hebung des Sterlingkurses einen Beweggrund dafür bildet, daß von seiner Seite ein Eingriff hinausgeschoben wird; und wenn das Board noch länger zögert, so kann der Aufschwung zum Zustand werden. In diesem Falle brauchten wir keine Anstrengungen zur Hebung des Pfundes auf Vorkriegsparität zu machen. Mit einer straffen Geldpolitik, mit dem Ziel, ein sympathisierendes Steigen der Sterlingspreise zu hindern, sollte ohne positive Kontraktion die Sache gehen. Daraus folgt aber nicht, daß deshalb das Ausfuhrverbot für Gold aufgehoben werden sollte. Die Sterlingspreise an die Dollarpreise zu binden in einem Augenblick der Konjunktur, wo die letzteren ihrem Höchststand nahe sind, als Ergebnis eines Aufschwungs, an dem wir nicht voll teilgenommen haben, würde Schwierigkeiten herausfordern. Denn wenn die amerikanische Hausse zusammenbräche, würden wir die

ganze Wucht der Baisse zu tragen haben. Die Bedingungen, unter denen wir die Sterlingpreise ohne augenblickliche Gefahr für unser eigenes Wohlergehen an die Dollarpreise zu binden vermögen, werden nur dann gegeben sein, wenn das Durchschnittsniveau der Dollarpreise auf einem etwas höheren Stande als in letzter Zeit stabilisiert sein wird.

Die Aufhebung des Ausfuhrverbotes für Gold ist gleichbedeutend mit der Anknüpfung, daß das Pfund in Parität mit dem Dollar ist und bleiben wird. Ich halte es für die richtige Reihenfolge des Vorgehens, erst den Tatbestand herzustellen und ihn dann bekannt zu geben, statt erst die Anknüpfung zu erlassen und es dann auf ihre Verwirklichung ankommen zu lassen. Auf diese Weise würde die Aufhebung des Ausfuhrverbotes die letzte Stufe zur Wiederherstellung des Vorkriegszustandes sein, und nicht die erste. Die einzig kluge Erklärung zu diesem Gegenstand würde in dem Sinne abzugeben sein, daß das Ausfuhrverbot erst dann aufgehoben werden wird, wenn das Pfund geraume Zeit die Parität gehalten habe, und alle grundlegenden hieraus folgenden Änderungen ordnungsgemäß stattgefunden haben. Gleichzeitig müßten — wenn wir zur Parität ganz zurückzukehren wünschen — Maßnahmen zur Erreichung dieses Zieles getroffen werden durch Erhöhung des Diskontsatzes und Einstellung ausländischer Emissionen. Ich glaube — ohne dabei der Rückkehr zur Parität irgendwelche Bedeutung beizulegen — daß sehr vieles für diese Maßnahmen spricht im Interesse der Festigung unserer eigenen Lage. Ich glaube nicht, daß ein etwas höherer Bankdiskont, angesichts der gegenwärtigen Tendenzen des Preisniveaus, der Größe des Güterumschlags und dem Beschäftigungsgrade irgendwelchen Schaden tun wird; in jedem Fall wird die Aufrechterhaltung unseres Gleichgewichtszustandes bald der Unterstützung durch einen höheren Diskontsatz bedürfen. Mehrere Bankleute erklärten, daß sie die Aufhebung des Ausfuhrverbotes billigten, vorausgesetzt, daß dies nicht die Gefahr einer Erhöhung der Bankrate mit sich brächte. Wenn dies nicht bloß eine höfliche Form dafür war, daß sie die Aufhebung des Verbotes mißbilligten, vermag ich mich ihrer Analyse der augenblicklichen Lage nicht anzuschließen.

Es würde nutzlos für mich sein, auf dem zur Verfügung stehenden Raum zu versuchen, meine Gründe für den Wunsch nach dauernder Beibehaltung einer nicht automatischen Währung anzuführen. Die wichtigsten derselben entstammen meiner Überzeugung, daß die Schwankungen im Güterumschlag und in der Beschäftigung gleichzeitig zu den ernstesten und heilbarsten wirtschaftlichen Krankheiten der modernen Gesellschaftsordnung zählen, daß sie in der Hauptsache Krankheiten unseres Kredit- und Banksystems sind und daß die Anwendung von Heilmitteln leichter sein wird, wenn wir die Verfügung über unsere Währung in unseren eigenen Händen behalten. Aber, abgesehen von diesen grundlegenden Fragen, möchte ich abschließend ein praktisches Argument anführen, welches ebenfalls in Zusammenhang mit dem oben Gesagten steht.

Die Goldwährung bedeutet für Großbritannien praktisch nichts anderes als die Tatsache, denselben Preisstand und dieselben Zinssätze (ganz allgemein gespro-

chen) wie die Vereinigten Staaten zu haben. Die ganze Sache ist die, City und Wall Street s t a r r aneinander zu koppeln. Ich bitte den Schatzkanzler und den Gouverneur der Bank von England und die unbekannteren Andern, welche unser Geschick im Verborgenen leiten, zu bedenken, daß dies ein gefährliches Vorgehen sein kann.

Die Vereinigten Staaten befinden sich in starkem und unaufhörlichem Crescendo. Große Schwankungen, welche für England Arbeitslosigkeit und Elend bedeuten würden, werden für sie von dem allgemeinen Aufstieg überflutet. Ein Land, dessen gesamte wirtschaftliche Betätigung Jahr für Jahr um mehrere Prozent zunimmt, kann zeitweilige Rückschläge nicht vermeiden, aber gleichzeitig auch ertragen. Dies war Englands Zustand während eines Teiles des 19. Jahrhunderts. Das Tempo seiner Entwicklung war so rasch, daß Gleichmaß im einzelnen weder möglich noch erforderlich war. Gegenwärtig ist dies nicht mehr sein Zustand. Das Tempo der Entwicklung ist zum mindesten verlangsamt, und Fehler des wirtschaftlichen Aufbaus, die im Vorwärtsstürmen übersehen werden durften und die die Vereinigten Staaten heute noch übersehen dürfen, wirken jetzt verhängnisvoll. Die Krise von 1921 war in den Vereinigten Staaten eher noch heftiger als hier, und dennoch war die Gesundung gegen Ende des Jahres 1922 fast vollendet. Wir dagegen schleppen uns 1925 immer noch mit einer Million Arbeitsloser. Die Vereinigten Staaten werden in den kommenden Jahren vielleicht finanzielle und industrielle Stürme erleben, aber diese werden ihnen kaum etwas anhaben; wir in England dagegen werden beinahe darin untergehen, falls sie uns treffen.

Und noch eine weitere Überlegung ist anzustellen. Großbritannien hatte vor dem Kriege der ganzen Welt große Summen geliehen, welche kurzfristig zurückgefordert werden konnten; die in Amerika angelegten Gelder machten England zum Gläubiger der Vereinigten Staaten, es hatte einen für auswärtige Anlagen verfügbaren Kapitalüberschuß, der weit größer war als der irgendeines anderen Landes; ohne das Federal Reserve System waren die amerikanischen Banken sehr schwach. Großbritannien war in der Tat der vorherrschende Partner im Goldwährungsbund. Aber diejenigen, welche glauben, daß eine Rückkehr zum Goldstandard auch eine Wiederkehr jener Verhältnisse bedingen werde, sind blinde Toren. Großbritannien ist jetzt Schuldner der Vereinigten Staaten. Deren Kapitalanlagen im Ausland waren vergangenes Jahr doppelt so hoch wie die britischen und ihr wirklicher für solche Zwecke verfügbarer Reinüberschuß war wahrscheinlich zehnmal so hoch wie der britische. Sie verfügen über sechsmal soviel Gold wie Großbritannien. Allein die Z u n a h m e in den Depositen der Banken des Federal Reserve Systems betrug im vergangenen Jahre nicht viel weniger als die Hälfte der gesamten britischen Depositen. Eine Bewegung von Gold oder kurzfristigen Krediten in der einen oder anderen Richtung zwischen London und New York, die für sie nur eine Kränzelwelle bedeutet, wird für England eine Atlantische Woge sein. Ein Modewechsel der amerikanischen Bankiers und Kapitalisten bezüglich auswärtiger Anleihen — von nur geringen Folgen für sie — könnte uns erschüttern. Wenn das Gold, die kurzfristigen Gelder

und die fremden Effekten ohne Schranken und ohne Verlustgefahr über den Atlantischen Ozean hin und her gesandt werden können, so werden Schwankungen von einer bestimmten Größe Folgen für uns haben, die in gar keinem Verhältnis zu ihren Folgen für die Amerikaner stehen. Es paßt den Vereinigten Staaten, daß England zur Goldwährung übergehen soll und sie werden bereit sein, uns im Anfang behilflich zu sein. Aber es würde ein Irrtum sein zu glauben, daß sie auf die Dauer ihre Angelegenheiten so regeln würden oder sollten, wie es uns bequem ist.

Welche greifbaren Vorteile könnte man diesen Gefahren gegenüber stellen? Ich weiß es nicht. Unsere Bankiers sprechen von „psychologischen“ Vorteilen. Aber es wird nur ein schwacher Trost sein, daß „neun Leute von zehn“ Vorteile erwarteten, wenn in Wirklichkeit keiner eintrifft.

Daß unsere Bankpräsidenten nichts besseres zu rufen haben sollten als „Zurück zu 1914“ und daß sie glauben sollten, dies stelle das beste dar, was erreicht werden könnte, ist keineswegs befriedigend. Die Mehr-

zahl derjenigen, die die Sache durchforschen, stimmen allmählich darin überein, daß Fehler unseres Kredit-systems zum mindesten teilweise verantwortlich sind für die Verwirrungen, die in dem Paradox der Arbeitslosigkeit inmitten von Mangel gipfeln. Die „großen Fünf“ haben ungeheure Verantwortung gegenüber der Öffentlichkeit. Aber sie sind so groß und, in mancher Beziehung, so verwundbar, daß es für sie eine große Versuchung bedeutet, sich an Grundsätze, Herkommen und Routine zu klammern; und wenn ihre Direktoren grundlegende ökonomische Probleme erörtern, dann bewegen sich die meisten von ihnen auf einem Boden, der ihnen nicht vertraut ist. Es bleibt nichtsdestoweniger zweifelhaft, ob allzuviel Konservatismus in diesen Dingen und allzuwenig Forschungsgeist ihnen auf die Dauer zu Frieden und Sicherheit verhelfen. Der individualistische Kapitalismus hat in England den Punkt erreicht, wo er nicht länger mehr auf der Kraft bloßer Ausdehnung beruhen kann, er muß sich der wissenschaftlichen Aufgabe zuwenden, den Bau seiner Wirtschaftsmaschine zu verbessern.