

# Elemente einer volkswirtschaftlichen Theorie des Kapitalmarktes

Von

Otto Veit, Frankfurt a. M.

**Inhaltsverzeichnis:** I. Das traditionelle Schema S. 15 — II. Die Anlage von Vermögen S. 16 — III. Funktion der Börse und der Banken S. 19 — IV. Kapitalmarkt und Güterwirtschaft S. 24 — V. Einflüsse auf das Kreditvolumen S. 27 — VI. Einflüsse auf den Zins und durch den Zins S. 30 — VII. Der internationale Kapitalmarkt S. 37.

## I. Das traditionelle Schema

Werden alteingewurzelte Grundüberzeugungen, die in Praxis und Wissenschaft seit Jahrhunderten gefestigt sind, durch neue Erkenntnisse erschüttert oder überholt, so dauert es geraume Zeit, bis man sich ganz auf den Wandel einstellt. Selbst im engsten Kreise der Erkennenden halten sich Residuen der traditionellen Denkweise. Meist treten sie auf Nebengebieten zutage. Trotz der Einsicht in die Unhaltbarkeit der Tradition fällt es schwer, sich von dem zu lösen, was das Denken vieler Generationen geprägt hat.

Wer den Wandel der Grundvorstellungen in der Physik theoretisch begriffen hat, kann sich den Kosmos durchaus noch nicht nach der Axiomatik der Relativitätstheorie und der Quantenmechanik anschaulich vorstellen. Daß Zeit und Raum begrifflich nicht zu trennen sind, daß die klassischen Begriffe von Masse, Materie und Substanz aufgegeben werden müssen, daß auf die Feststellbarkeit der Dinge im Raum verzichtet werden muß, ja daß die kleinsten Teile der Natur, die Elektronen, überhaupt nicht Dingcharakter haben, sondern als Energie-

---

*Anmerkung der Schriftleitung:* Der Aufsatz wurde Ende 1944 abgeschlossen und für Schmollers Jahrbuch Bd. LXVIII, Heft 3 gesetzt, aber nicht mehr ausgedruckt, da die Zeitschrift infolge der Zuspitzung der Kriegereignisse ihr Erscheinen einstellen mußte. Teile desselben wurden inzwischen in einen Exkurs zu dem Buche des Verfassers „Volkswirtschaftliche Theorie der Liquidität“ aufgenommen, das 1948 im Verlage Vittorio Klostermann in Frankfurt a. M. erschienen ist. Da jedoch der Aufsatz als Ganzes einen selbständigen Wert besitzt, so wird seine Veröffentlichung jetzt nachgeholt. Die Paragraphenhinweise sind neu und beziehen sich auf das genannte Buch.

ladung, als Schwingungsfunktion anzusehen sind – dies und anderes mögen wir theoretisch begreifen. Aber selbst Physiker von Fach bekennen, daß wirkliche Anschauung in der nachklassischen Bahn ihnen schwer fällt.

Um wieviel schwerer muß es dem Betrachter der Wirtschaft fallen, von den überholten Grundaxiomen der klassischen Schule sich so weit zu befreien, daß er sie auf Einzelgebieten nicht doch stillschweigend zugrunde legt. Dies um so mehr, als die nachklassische Nationalökonomie bei namhaften Wissenschaftlern noch nicht voll anerkannt wird – im Gegensatz zur fast einhelligen Anerkennung des Neuen in der Physik! Dazu kommt, daß die Abgrenzung gegen die klassische Lehre in der Nationalökonomie durchaus nicht summarisch vollzogen werden kann. Was bestehen bleibt und was nicht, ist nur durch präzise Definitionen zu erfassen.

Ein Beispiel für das Beharrungsvermögen der klassischen Denkweise liefert die Vorstellung, die bis heute über das **W e s e n d e s K a p i t a l m a r k t e s** anzutreffen ist. Daß es sich um einen „Markt“ handelt, auf dem die Ware „Kapital“ von Sparern angeboten und von investierenden Unternehmern oder von der öffentlichen Hand<sup>1</sup> nachgefragt wird – das wird oft auch von denen unterstellt, denen die prinzipielle Getrenntheit des Spar- und des Investitionsprozesses längst klar geworden ist. Auch von der Ausgleichsfunktion des Zinses und der an der Börse ausgehandelten Kurse wird dabei gesprochen, selbst wenn man theoretisch erkannt hat, daß die Bewegung des Zinses von ganz anderen Faktoren abhängt und daß die Bewegung der Kurse ganz unabhängig ist von dem, was man sich unter unternehmerischer Kapitalnachfrage vorstellt.

Ist nun, wie wir heute wissen, der klassische Harmoniegedanke, der Sparen und Investieren in einen marktmäßigen Zusammenhang bringt, grundsätzlich unhaltbar<sup>2</sup>, so ist daraus nicht zu folgern, daß es einen Markt für Kapital überhaupt nicht gibt. Gerade hier zeigt es sich, daß der klassische Gedankengang einen Kern richtiger Anschauung birgt. Inwieweit er dennoch nicht haltbar ist oder zu falschen Folgerungen verleitet, wird erst bei näherem Zusehen erkennbar.

## II. Die Anlage von Vermögen

Die wirtschaftlichen Vorgänge, die das „Kapitalmarkt“ genannte Phänomen ausmachen, sind der Kauf und Verkauf von Grundstücken,

<sup>1</sup> Der kreditfinanzierte Aufwand des Staates ist hier und im Folgenden der unternehmerischen Investition gleichzuachten.

<sup>2</sup> Unter der Voraussetzung der geschlossenen Wirtschaft. In Abschnitt VII führen wir die offene Wirtschaft als Datenvariante ein, wobei die klassische Theorie mehr Wirklichkeitsnähe gewinnt.

Hypothesen, Unternehmungsbeteiligungen und Wertpapieren verschiedenster Art. Terminologisch wäre es besser, von einem „Vermögensanlagemarkt“ zu sprechen. Aus Gründen der Verständigung bleiben wir indessen bei dem traditionellen Ausdruck, unbeschadet der theoretischen Vorbehalte zum Kapitalbegriff (§ 71). In diesem Sinne gehören auch der Kauf und Verkauf von unbebauten Grundstücken und anderen Vermögenobjekten zum Kapitalmarkt. Gegenstand der Anlage sind Kapitalgüter oder Anrechte auf solche. Der Erwerb gilt jedoch als Kapitalmarktvorgang nur dann, wenn beim Erwerber die Anlage von Vermögen und nicht die Verwendung zu unternehmerischer Tätigkeit, zur Güterproduktion<sup>1</sup> im Vordergrund steht. Werden Kapitalgüter als Produktionsmittel verwendet, so ist der Bereich des Kapitalmarktes verlassen. Praktisch sind die Grenzen zwischen Kapitalmarktanlage und produktiver Verwendung vielfach fließend. Die meisten Kapitalgüter, die grundsätzlich als Produktionsmittel anzusehen sind und die daher zum unternehmerischen Bereich gehören, können auch als bloße Vermögensanlage erworben und betrachtet werden. So kann ein spekulativer Anleger Maschinen oder Rohstoffvorräte erwerben, die er nicht zur Güterproduktion, sondern lediglich zur Sicherung oder Vermehrung seines Vermögens zu nutzen beabsichtigt. In solchen Fällen werden Produktionsmittel als Kapitalmarktwerte behandelt, während sie im Regelfall nicht zum Kapitalmarkt gehören<sup>2</sup>.

Der nicht organisierte Kapitalmarkt, auf dem die Anlage von Vermögen je nach Gelegenheit (gegebenenfalls durch Vermittlung von Maklern oder von Inseraten) stattfindet, unterscheidet sich im Prinzip nicht von dem organisierten, der in der Einrichtung der Effektenbörse zusammengefaßt ist. Die Vorgänge des Kapitalmarktes erhalten an der Börse realtypische Deutlichkeit. Auch den Erwerb von Sparkassenguthaben und die Zahlung von Versicherungsprämien kann man zum Kapitalmarkt rechnen, da Sparkassen und Versicherungs-

<sup>1</sup> Würde an Stelle von „Güterproduktion“ im vorliegenden Zusammenhang von „Investition“ gesprochen, so wären Unklarheiten zu befürchten, da der englische Begriff „Investment“ sowohl die Kapitalmarktanlage wie die unternehmerische Nutzung von Kapital umfaßt.

<sup>2</sup> Die Abgrenzung entspricht den zwei Möglichkeiten, die in dem Begriff „Sachkapital“ stecken: Das Sachkapital besteht aus Gütern (Kapitalgütern), die der Produktion anderer Güter oder der dauernden Nutzung gewidmet sind. Soweit die erstere Möglichkeit (Produktionsmittel) in Betracht kommt, ist der Handel in Kapitalgütern kein Kapitalmarktvorgang. — Wenn Walter Eucken das Phänomen des Kapitals auffaßt als unternehmerische Verfügungsmacht über Konsumgüter, die zum Unterhalt der an der Produktion Beteiligten benötigt werden, so greift diese Definition weiter zurück, ist aber mit der hier vorgetragenen Auffassung durchaus vereinbar. Verfügungsmacht über Konsumgüter ist die Voraussetzung der Produktion von Kapitalgütern.

gesellschaften ihre Mittel regelmäßig in Grundstücken oder Wertpapieren anlegen. Der Kapitalmarktvorgang wird nur durch Zwischenschaltung der Institute verhüllt.

Ausgehen ist von dem Entschluß des Vermögensbesitzers, eine Anlage vorzunehmen, die weder dem unmittelbaren Verbrauch noch unmittelbar der Güterproduktion gewidmet ist. Solche Vermögensbesitzer können *Unternehmer* oder *Nichtunternehmer* sein. Nichtunternehmer, die sich entschließen, eine Kapitalmarktanlage vorzunehmen, handeln als *Sparer*. Jeder Sparakt ist ein Akt der Kapitalmarktanlage, sofern nicht in liquidester Form gespart, also „gehörtet“ wird. Wie auch immer man den Begriff der *Hortung* bestimmen mag, immer ist eine Haltung von Einkommensteilen in liquidester Form, also in Geld gemeint<sup>1</sup>. Da unbefristete Bankdepósitos als Geld (Giralgeld, Buchgeld) anzusehen sind, können auch Ersparnisse in Sichtdepósitos als Hortung aufgefaßt werden („Depósitoshortung“). Dagegen ist die Einzahlung auf Sparkonten und befristete Konten bei Kreditbanken (Festgeld) der Kapitalmarktanlage zuzurechnen. Der Errichtung solcher Konten steht gegenüber, daß die Kreditbanken stets einen gewissen Bestand an Wertpapieren halten. In diesem Fall ist ersichtlich, daß es auch zwischen Kapitalmarktanlage und Hortung – ebenso wie zwischen Kapitalmarktanlage und unternehmerischer Nutzung – fließende Grenzen gibt. In der Theorie wird die Hortung meist als Sonderform des Sparens angesehen, die dadurch gekennzeichnet ist, daß dem Geldvorgang kein güterwirtschaftlicher Vorgang, keine entsprechende Güterproduktion gegenübertritt (inaktives Geld). Diese Auffassung kann akzeptiert werden, sofern sie nicht mit der naheliegenden Annahme verbunden ist, daß *andere Sparakte* eine entsprechende Produktion automatisch auslösen<sup>2</sup>.

Die Grade der Liquidität von Vermögensanlagen bilden eine Skala von vielen Stufen (§ 12), unter denen der Anleger seine Wahl trifft. Dauernd finden Übergänge und Umschichtungen von Stufe zu Stufe statt. Besonders sinnfällig sind allerdings die Übergänge von Vermögensanlagen der liquidesten Stufe zu den Stufen, die wir zum Kapitalmarkt rechnen, und umgekehrt. Jeder Kauf und Verkauf von Kapitalmarktwerten stellt einen solchen Übergang dar.

Dabei handelt es sich nicht nur um Käufe aus *Sparvermögen*, das gehörtet war, sondern auch aus *Unternehmervermögen*, das in Kassenreserven und Geschäftsdepósitos gehalten wurde. Der Kapitalmarkt ist keine Domäne des Sparer. Auch Unternehmer treten als An-

<sup>1</sup> Vgl. die sechs möglichen Begriffsinhalte des Hortens, die Joan Robinson aufzählt: The Concept of Hoarding. The Economic Journal. June 1938, S. 231 ff.

<sup>2</sup> Zur grundsätzlichen Verwendbarkeit des Sparbegriffes vgl. § 72.



leger auf, indem sie Betriebsüberschüsse und Reserven verwerten. Gelegentlich können solche Anlagen auch gespeist sein aus Krediten, die ursprünglich zu Produktionszwecken aufgenommen waren. Das wird der Fall sein, wenn etwa ein geplantes Produktionsvorhaben, für das eine Anleihe aufgenommen wurde, nicht oder nicht sogleich zur Ausführung kommt, so daß es lohnt, in der Zwischenzeit Wertpapiere zu halten. Werden solche Unternehmerüberschüsse als Ersparnisse bezeichnet (Unternehmersparen), so wird dadurch nicht nur der Sparbegriff unzulässig erweitert, sondern es wird auch der vorübergehende Charakter der Anlage nicht zur Geltung gebracht. Nur soweit eine unternehmerische Verwendung von Vermögen auf längere Sicht tatsächlich nicht beabsichtigt ist, empfiehlt es sich, von Sparvermögen zu sprechen. Dieses kann natürlich auch aus Unternehmergewinnen entstanden sein.

### III. Funktion der Börse und der Banken

Hat sich nun ein Vermögensbesitzer entschlossen, auf den Höchstgrad an Liquidität zu verzichten, den die Haltung von Geld bietet, so kann er eine der genannten kapitalmarktmäßigen Anlagen vornehmen. Hier stehen ihm wiederum verschiedene Grade der Liquidität zur Verfügung. Am wenigsten liquide ist in der Regel die Anlage in Grundstücken, am liquidesten die Wertpapieranlage. Ihre relative Liquidität wird erzielt durch die Organisation der Börse, in der ein ständiger Ausgleich zwischen Nachfrage und Angebot in den meisten Wertpapieren stattfindet. An der Börse ist für Wertpapiere stets Geld erhältlich. Jedoch gibt es auch hier Abstufungen der Liquidität je nachdem, ob die Papiere an der Börse zugelassen sind oder nicht, ob sie amtlich notiert werden und ob sie einen kleinen oder großen „Markt“ haben, das heißt, ob regelmäßig wenige oder viele Interessenten für das Papier vorhanden sind.

Vom Anleger aus gesehen ist die Börse eine Einrichtung zur Schaffung von Liquidität. Ebenso wie die Einrichtung selbst hat aber die geschaffene Liquidität nur technischen Charakter. Sobald der börsenmäßige Handel fortfällt, hört die Liquidität der Wertpapieranlage auf. Das zeigt sich sogleich, wenn der Handel durch angeordnete Höchst- oder Mindestkurse erschwert wird. Die Repartierung der Käufe oder Verkäufe, die der Kurseingriff zur Folge hat, wirkt sich als Liquiditätsminderung aus. Die Praxis der deutschen Börsen seit Mai 1943 hat das sehr anschaulich gemacht. Abgesehen davon ist die Tatsache, daß die von der Börse bewirkte Liquidität lediglich technischen Charakter hat, für den Anleger nicht von Nachteil. Einzelwirtschaftlich ist die Liquidität durch die Börse voll gesichert. Es kann dem Anleger gleichgültig sein, daß es gesamtwirtschaftlich zum Wesen der

Wertpapieranlage gehört, *illiquide* zu sein<sup>1</sup>. Würden alle Wertpapiere auf einmal zum Verkauf angeboten, so würde die Mechanik der Börse versagen und die Gesamtiliquidität der Effektenanlagen wäre evident.

Hinter der relativen Liquidität für den Gläubiger steht die Tatsache, daß die Emittenten der Papiere langfristige Kredite erhalten haben, die erst zum Termin der Emissionsbedingungen oder überhaupt nicht fällig werden. Hat die Emission den Rechtscharakter einer festen Schuld (Anleihe, Obligation, Pfandbrief), so ist ein langfristiger Rückzahlungs- oder Tilgungstermin vorgesehen oder die Rückzahlung steht im Belieben des Schuldners. Hat die Emission Beteiligungscharakter (Akte, Anteil, Kux), so kommt eine Rückzahlung überhaupt nicht in Frage. Daß es trotz solcher langfristigen Festlegung gelingt, stets große Sparsummen zur Wertpapieranlage heranzuziehen, beruht auf der Fähigkeit der Börse, Langfristigkeit beim Schuldner in Liquidität beim Gläubiger zu verwandeln.

Dieser Wandlungserfolg wird erzielt durch die an der Börse vollzogene Kommerzialisierung, die Entpersönlichung, die Versachlichung<sup>2</sup> der Schuld- und Beteiligungsverhältnisse. Der Gläubiger kennt seinen Schuldner nicht. Er kennt oft nur sehr ungenau seinen geschäftlichen Status. Wenn er sich für diesen interessiert, so erlangt er zwar eine bessere Kenntnis des Wertes seiner Forderung. Aber er benutzt diese Kenntnis nur, um sich ein zuverlässiges Bild darüber zu machen, wie andere Anleger seine Forderung bewerten und in naher Zukunft bewerten werden. Ob solche Bewertung auf wirklicher Kenntnis der Verhältnisse beim Schuldner beruht oder etwa auf krassestem Irrtum, kann ihm gleichgültig sein. Aus der Meinung anderer Anleger zieht er seine Schlüsse. Erweist diese Meinung sich als verfehlt, so darf er nur nicht der letzte sein, der dies bemerkt. *Keynes*<sup>3</sup> spricht von einem „game of Snap, of Old Maid, of Musical Chairs – a pastime in which he is victor who says Snap neither too soon nor too late, who passes the Old Maid to his neighbour before the game is over, who secures a chair for himself when the music stops. These games can be played with zest and enjoyment, though all the players know that it is the Old Maid which is circulating, or that when the music stops some of the players will find themselves unseated“.

Wer nur diesen Spielcharakter der Börse betrachtet, wird geneigt sein, denen zuzustimmen, die das Börsenspiel als Entfernung von ge-

<sup>1</sup> Vgl. J. M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London 1936 S. 153: „Investments which are ‚fixed‘ for the community are thus made ‚liquid‘ for the individual.“

<sup>2</sup> Treffende Ausdrücke von *Sombart*.

<sup>3</sup> a. a. O. S. 155 f.

sunden wirtschaftlichen Verhältnissen ansehen. Die Glossierung durch Keynes, die hier nur teilweise wiedergegeben wurde, gibt solcher Kritik Nahrung. So bezeichnet Keynes den „Fetisch der Liquidität“ der Börsenanlagen als höchst „anti-sozial“. Dem steht aber gegenüber, daß die Börse die Funktion hat und die Fähigkeit besitzt, liquide gehaltenes Vermögen produktionswirtschaftlich zu erfassen und zu lenken.

Dieser paradox anmutende Sachverhalt wird verständlich, wenn man die theoretischen Grundlagen der Arbeitsweise des Kapitalmarktes untersucht. Daß die Versachlichung des Gläubiger-Schuldner-Verhältnisses durch die Börse spielerisch übersteigert werden kann, ist nicht nur zu erklären aus der Eigenart der Börse selbst, sondern es erklärt sich aus dem Wesen des Liquiditätsproblems.

Worauf es hier ankommt, ist die wiederholt gemachte Feststellung, daß in einer Wirtschaftsordnung, die den Naturaltausch überwunden hat, Liquidität die eigentliche Voraussetzung unternehmerischer Investition darstellt. Terminologisch unzweckmäßig ist es, in der Theorie von einem „Kapital“bedarf des Unternehmers zu sprechen, selbst wenn dem eine richtige Vorstellung zugrunde liegt<sup>1</sup>. Unternehmerkapital ist grundsätzlich Sachkapital. Als solches ist es Ergebnis, nicht Voraussetzung der Produktion. Voraussetzung sind die liquiden Mittel, die der Unternehmer zur Bezahlung der Produktivkräfte während der Produktionsdauer braucht. Diese Mittel werden ihm zur Verfügung gestellt von Kreditbanken<sup>2</sup>, die sie durch Geldschöpfung bereitstellen. Dazu sind die Banken im Rahmen ihrer Liquidität befähigt. Zu dem Vorgang der Geldschöpfung stellt der Vorgang bei der Selbstfinanzierung eine Parallele dar. Auch die eigenen Mittel des Unternehmers müssen von einer Bank abdisponiert werden. Dabei werden, ebenso wie bei der Kreditfinanzierung, Mittel aktiviert, die sonst inaktiv, also dem Kreislauf entzogen gewesen wären. Hinsichtlich der aktiven und daher güterwirtschaftlich wirksamen Geldmenge steht die Selbstfinanzierung der Kreditfinanzierung gleich.

Durch diese Funktion erhalten die Kreditbanken eines geschlossenen Geldsystems eine autonome Stellung im Wirtschaftsprozess. Sie besteht unbeschadet dessen, daß man die Rolle der Banken auch als bloße Vermittlung im Güterkreislauf ansehen kann. So findet eine bankmäßige Vermittlung etwa statt, wenn der investierende Unternehmer seine Lieferanten oder seine Arbeiter mit Mitteln bezahlt, die

---

<sup>1</sup> Vgl. meinen Aufsatz: Der Einfluß des Geldes auf den Güterkreislauf. Weltwirtschaftl. Archiv. März 1944 Bd. 59, S. 211 ff., besonders S. 220 f.

<sup>2</sup> Die Kreditbanken eines geschlossenen Geldsystems werden (nach dem häufig konstruierten Modell der Universalbank) als theoretische Einheit behandelt, in die auch die Notenbank einbezogen ist.

er durch Bankkredit erhalten hat. Lieferanten und Arbeiter nehmen das Zahlungsversprechen der Bank entgegen an Stelle von Gütern, auf die sie als Äquivalent ihrer Leistung Anspruch erheben. Hier tritt die Bank als Schuldnerin auf. Gleichzeitig ist sie aber Gläubigerin des Investors, dem sie Kredit gegeben hat. Diese Zweiseitigkeit, die das Eigentümliche der Bankenfunktion darstellt, wird auch deutlich im Verhältnis von Vermögensbesitzer (Sparer) und Investor. Die Bank ist Schuldnerin des Sparer, der auf Güter verzichtet, und Gläubigerin des Investors, der Güter in Anspruch nimmt. Wenn im Fall der Selbstfinanzierung Sparer und Investor in Personalunion stehen, so wird auch hier die Vermittlung der Bank gebraucht, da die Investitionszahlungen nicht im gleichen Schritt mit dem Anfall der Unternehmerüberschüsse fällig werden. Auch bei der Selbstfinanzierung sind Sparen und Investieren theoretisch getrennte Prozesse, die erst in Zusammenhang gebracht werden durch Zwischenschaltung der Bank, bei welcher die stillgelegten Gelder aktiviert werden.

Die Kreditierung der von der Bank als Schuldnerin vorgestreckten Mittel erfolgt nun in der Regel in kurzfristiger Form. Will der investierende Unternehmer sich langfristige Mittel verschaffen, so emittiert er Schuld- und Beteiligungspapiere irgendwelcher Art. Diese werden nicht unmittelbar im Publikum untergebracht, sondern sie werden zunächst von der Bank übernommen. Auch wenn der Unternehmer selbst mit den Anlegern in Verbindung tritt, die seine Emissionen übernehmen, ist eine Bank zur zahlungstechnischen Abwicklung eingeschaltet. Dabei hat die Bank – ähnlich wie bei der Selbstfinanzierung – die Aufgabe des Geldbereitstellens. Der Vorgang spielt sich genau so ab, als hätte die Bank die Emissionen für einen theoretischen Augenblick übernommen und dann erst an die Anleger weitergegeben.

Am klarsten und wirklichkeitsnächsten ist es nun, den Fall zu verfolgen, daß die Emission effektiv von einer Bank übernommen wird und daß damit ein offener Kredit der Bank an den Unternehmer abgelöst wird. Durch die Übernahme bleibt die durch den Kredit erhöhte Bilanzsumme der Bank unberührt. Während sich auf der Passivseite der Bankbilanz überhaupt nichts ändert, wird auf der Aktivseite der Posten Debitoren um dieselbe Summe gesenkt, wie der Posten eigene Wertpapiere anschwillt. Man kann sich den Vorgang auch so denken, daß die Bank zur Übernahme der Emission neues Geld ausgibt, mit dem der Unternehmer in den Stand gesetzt wird, den anfangs kurzfristig aufgenommenen Kredit zurückzuzahlen. Dann verringert der Unternehmer sein Guthaben auf der Passivseite der Bankbilanz in demselben Maße, als er es durch die ihm neu zugeflossenen Mittel wieder erhöht.

An der Finanzlage des Unternehmers selbst hat sich ebenfalls nichts geändert. Nur kann er besser schlafen. Was er anfangs von der Bank



in der Rechtsform des Kurzkredits (Kontokorrentkredit, Wechselkredit) erhalten hatte, wird ihm in der Rechtsform der Anleihe oder der Beteiligung langfristig belassen. Ob die Bank die emittierten Papiere im eigenen Portefeuille behält oder am Kapitalmarkt unterbringt, kann ihm gleichgültig sein. Von größtem Gewicht ist aber die *Unterbringung am Kapitalmarkt* für den Status der Bank. In dem Maße als die Bank Wertpapiere abstößt, verkürzt sich ihre Bilanz. Auf der Aktivseite gehen die eigenen Wertpapiere zurück, auf der Passivseite die Verpflichtungen an Depositenkunden, die nunmehr Wertpapiere kaufen. Dadurch bessert sich die Liquidität der Bank. Sie hat wieder Luft, um neue Kredite zu geben. Der ganze Prozeß der Investitionsfinanzierung mit nachfolgender Konsolidierung durch Wertpapieremission kann von vorn beginnen.

Wir sehen, daß bei diesem Prozeß der Bereich des Kapitalmarktes nur berührt wird von den Banken und den Anlegern, nicht vom Unternehmer. Die Bank ist Gläubigerin des Unternehmers – sowohl *v o r* wie *n a c h* der Konsolidierung. Als solche schiebt sie sich zwischen den Unternehmer und den Kapitalmarkt ein. Die Liquidität, die der Unternehmer durch die Emission erhält, ist von der Bank geschaffen, die *a n f a n g s* den Kredit gab und die nunmehr die Schuldpapiere übernimmt und weitergibt. Auch wenn der Unternehmer sich unmittelbar an den Kapitalmarkt wendet, ist der theoretische Vorgang im Prinzip der gleiche. Die Bank ist als geldschaffende Stelle eingeschaltet, indem sie von dem Guthaben des Anlegers, der die Papiere erwirbt, eine Zahlung auf das Konto des Unternehmers leistet.

Schließlich ändert sich an dem Verhältnis von Unternehmer zu Bank und von Anleger zu Bank auch nichts, wenn der zeitliche Ablauf umgekehrt ist, wenn der Unternehmer sich zuerst durch die Emission finanzielle Mittel beschafft und dann erst investiert. Der einzige Unterschied ist dann, daß eine kurzfristige Vorfinanzierung sich erübrigt.

Um die theoretische Normalsituation (mit zulässiger Überspitzung) möglichst zu vereinfachen:

Wir haben folgende Etappen. Zunächst wird investiert und dafür kurzfristiger Kredit von Banken zur Verfügung gestellt. Dann übergeben die Investoren den Banken Wertpapiere, um Kreditverlängerungen zu erhalten. Die Banken leiten die Papiere gegebenenfalls dem Kapitalmarkt zu. Hier gehen die Papiere zwischen Vermögensbesitzern und Banken hin und her. Die Teilnahme der Unternehmer am Kapitalmarkt beschränkt sich jedoch darauf, den Banken rechtliche Unterlagen für langfristigen Kredit überlassen zu haben. Eine unmittelbare Berührung von Vermögensbesitzer und Investor am Kapitalmarkt kommt theoretisch nicht zustande.

#### IV. Kapitalmarkt und Güterwirtschaft

Durch unternehmerische Investitionen wird ein Bestand an Kapitalgütern gebildet, die das Sachkapital der Wirtschaft darstellen. Der Vermögensbesitzer dagegen – sofern er nicht selbst investiert, sondern sein Vermögen in Kapitalmarktwerten anlegt – bildet Geldkapital. So ist der Kapitalmarkt als Domäne des Anlage suchenden Vermögens ein Markt für Geldkapital. Daß die Vorgänge auf einem solchen Markt von ganz anderen Antriebsmomenten bestimmt werden als die Vorgänge, die die Sachkapitalbildung bestimmen, ist eine Konsequenz der grundsätzlichen Trennung des Investitions- und des Geldbereichs. Der Wert des einzelnen Geldkapitalpostens hängt nicht davon ab, daß ihm eine Investition entspricht. So haben auch solche Geldkapitalposten einen Wert, die sich auf ein ertragloses Vermögensobjekt, ein unbebautes Grundstück, einen Edelmetallhort, eine Liebhabersammlung oder dergleichen beziehen. Auch der Gegenwert eines Verbrauchskredits kann Geldkapital darstellen. Das trifft insbesondere bei den vom Staat ausgegebenen Kapitalmarktpapieren zu. Ihr „innerer“ Wert richtet sich nach dem Kapitalisierungswert der zu ihrer Bedienung aufkommenden Steuern.

Unaufhörlich finden auf dem Kapitalmarkt Umschichtungen des angelegten Geldkapitals statt. Die Erleichterung solcher Umschichtungen, die der Mechanismus der Börse bewirkt, ist wiederum der Grund dafür, daß die börsenmäßige Anlage für den Anleger Liquidität darstellt, während der Gesamtbestand aller Geldkapitalanlagen ebenso wenig liquide ist wie der Gesamtbestand der Vermögensobjekte, auf die die Gläubigerrechte des Geldkapitalbesitzers sich richten. Für den Anleger kommt es nur darauf an, daß er seinen Effektenbesitz jederzeit an einen anderen Anleger verkaufen kann. Demnach braucht er sich bei der Bewertung seines Besitzes nur nach den Wertvorstellungen seiner potentiellen Abnehmer zu richten. Der spekulative Wert der Papiere muß ihm wichtiger sein als der „innere“ Wert. Die Spekulation ist seine natürliche Orientierung. Durchaus verständlich ist es daher, wenn die Masse der Effektenbesitzer von der Lage der Unternehmungen, die Effekten emittiert haben, nicht viel weiß. Ist doch, wie wir gesehen haben, nicht der Effektenkäufer Geldgeber des Emittenten, sondern die Bank, die die stillgelegten Mittel der Effektenkäufer aktiviert. Mit dem Bezirk der Güterwirtschaft, in welchem Geld zu Investitionen verwendet wird, hat der Effektenkäufer theoretisch ebenso wenig zu tun wie der Sparer, der mit Geldstilllegung sich begnügt, weil er der Anlage in Effekten die noch liquidere Anlage in Geld vorzieht.

Die technische Losgelöstheit des Kapitalmarktes von den güterwirtschaftlichen Vorgängen, die sich daraus

ergibt, zeitigt Erscheinungen, die unter menschlich-pädagogischen Gesichtspunkten zweifellos unerfreulich sind. Die Güterwirtschaft ist der Kern des wirtschaftlichen Lebens. Jede Loslösung vom Kern eines Lebensbereiches führt zur Verantwortungslosigkeit, gegebenenfalls zur Frivolität. Hat man aber im Fall der Börse den Grund der Losgelöstheit erkannt, so wird das Bedauern darüber befreit von jenem moralisierenden Oberton, der bei Urteilen über die Börse oft mitschwingt und den auch K e y n e s nicht unterdrückt hat.

Ein berechtigter Einwand gegen die Bewegung an der Börse könnte dagegen auf einen ganz anderen Zusammenhang sich stützen. Durch eine Aufwärtsbewegung der Kurse fallen den Effektenbesitzern Gewinne zu, die der Nachfrage nach Gütern Nahrung geben. Sowohl Kapitalgüter wie Verbrauchsgüter werden in verstärktem Maße gefragt. Sozialwirtschaftlich ist das im Prinzip zu begrüßen – es sei denn, daß die Aufwärtsbewegung in eine Periode fällt, in der ohnehin Güterknappheit herrscht. Das ist bei aufsteigender Konjunktur regelmäßig in gewissem Maße der Fall, ganz besonders bei einer Hochspannung der Produktion, wie sie ein moderner Krieg zeitigt. Gerade in einer solchen Periode ziehen aber auch die Börsenkurse an. Güterknappheit und Tendenz zur Preiserhöhung werden dadurch in sehr unerwünschter Weise verschärft.

Aus diesem Grunde hat man während des Krieges in Deutschland und in anderen Ländern Zwangsmaßnahmen angewandt, um den Kursanstieg zu unterbinden. Der Erfolg ist freilich nie greifbar geworden. Zwar konnte man sich abfinden mit der Stockung des Börsengeschäfts, die durch Kursstop und Repartierung der Papiere eintrat, da die außergewöhnliche Flüssigkeit der Gesamtwirtschaft die Unterbringung aller staatlichen und im Interesse der Kriegführung zugelassenen privaten Emissionen ermöglichte. Indessen war am Warenmarkt kein Nachlassen des Kaufdranges zu spüren. Der Kaufdrang wurde dauernd gespeist aus der gleichen Quelle, aus der auch die Nachfrage nach Wertpapieren ihre Verstärkung erfuhr: aus der kriegsbedingten Kreditausweitung des Staates mit ihrem hohen Anteil an kurzfristigem Kredit. Ergab sich daraus ein ständig wachsender Geldüberschuß, so wurde dieser besonders aktiviert durch die Zusammenballung in Händen der Verbraucher dank der Rationierung fast aller Waren, die nun durch die Rationierung von Wertpapieren noch eine Ergänzung erfuhr. Mit dieser Ergänzung war aber ein letztes Ventil für die Verwertung des Geldüberschusses verstopft, wodurch der Kaufdrang am Warenmarkt nur noch verschlimmert wurde.

Das Ausbleiben eines greifbaren Erfolges der gegen eine Kurssteigerung an der Börse gerichteten Maßnahmen besagt natürlich nicht, daß der Eingriff im Prinzip falsch war. Im Gegenteil, man kann annehmen,

daß bei einem Spielenlassen der Börsenbewegung ein noch größerer Kaufdrang am Warenmarkt aufgetreten wäre.

Als Begleiterscheinung eines Konjunkturrückganges tritt nun das Umgekehrte ein. Das Absinken der Börsenkurse zeitigt Verluste, welche die Nachfrage nach Waren dämpfen. Das ist besonders dann der Fall, wenn Papiere mit Bankkredit erworben oder durchgehalten werden, sodaß Kursverluste Schwierigkeiten bei den Schuldnern hervorrufen. Da bei abfallender Konjunktur ohnehin die Warenpreise sinkende Tendenz haben, kann sich daraus eine kumulative Verschlimmerung entwickeln. In USA hat man das in den Krisenjahren erlebt. Aber auch bei Eigenfinanzierung der Börsenkäufe können Kursverluste dazu führen, daß die Betroffenen ihren Verpflichtungen nicht nachkommen können. Außer der Wirkung des Verbrauchsrückganges treten dann noch weitgreifende Schwierigkeiten auf, durch die andere Kreise der Wirtschaft in die Folgen des Börsenspiels verwickelt werden. Sieht man von den Sonderverhältnissen des Krieges ab, so sind die güterwirtschaftlichen Folgen von Kursverlusten in der Regel bedeutsamer als die von Kursgewinnen. Trotzdem scheinen Verluste meist weniger anstößig zu wirken als Gewinne.

Wenn die spekulative Orientierung der Börse zu Einwänden Anlaß gibt, so beruht das schließlich auch darauf, daß man zum Warenmarkt eine zu enge Parallele zieht. Durch Spekulation am Warenmarkt kommt eine Unstetigkeit in die Preisverhältnisse, die den Verbraucher einseitig trifft. Spekulative Preissteigerungen werden den Verbrauchspreisen mehr zugeschlagen, als spekulative Preissenkungen dem Verbrauch zugute kommen. Darüber hinaus ist jede Unstetigkeit der Warenpreise mit sozialwirtschaftlichen Nachteilen verknüpft.

Das ist bei der Spekulation an der Effektenbörse grundsätzlich anders. Ob Aktien oder Rentenpapiere teuer oder billig sind, ist an sich sozialwirtschaftlich ohne Belang. Sozialwirtschaftliche Probleme werden erst berührt, wenn eine spekulative Verteuerung oder Verbilligung in der soeben dargestellten Weise das Auf und Ab der Konjunktur verschärft, was durchaus nicht immer der Fall ist und was von denen, die gegen die Börse zu Felde ziehen, meist gar nicht als einzig sinnvoller Einwand gegen die Spekulation erkannt wird<sup>1</sup>. Im übrigen werden durch die Spekulation die Kursausschläge an der Börse viel weniger verstärkt als beschleunigt. Der Spekulant „liegt“ richtig, wenn er Kursänderungen, die wegen der allgemeinen Marktlage eintreten werden, als erster voraussieht und antizipiert. Häufig wirken spekulative Käufe und

<sup>1</sup> Von dem Einfluß einer Veränderung des Gesamtkursstandes auf den Zins, der mittelbar sozialwirtschaftliche Probleme aufwerfen kann, wird hier abgesehen. Er kommt in Abschnitt VI zur Sprache.



Verkäufe sogar als Ausgleich oder jedenfalls als Einebnung von Kurschwankungen. (Hier liegt die wichtige Aufgabe der Börsenbesucher auf eigene Rechnung, der sogenannten Kulisse. Für eine relative Stabilität der Börsenkurse ohne Zwangseingriff ist eine potente Kulisse sehr nützlich. Ihre Stärkung sollte ein Programmpunkt zur künftigen Reorganisation der Börse sein.)

## V. Einflüsse auf das Kreditvolumen

Sehr eigenartig ist die Beurteilung des Einflusses, den der Kapitalmarkt auf das der Güterwirtschaft zur Verfügung stehende Kreditpotential ausübt. Wir hören hier entgegengesetzte Thesen. Die einen glauben, daß der Kreditspielraum der Güterwirtschaft durch Beschreiten des Kapitalmarktes *beengt*, die anderen, daß er *erweitert* wird. Im ersten Falle haben wir die Behauptung einer *deflatorischen* Tendenz, im zweiten Falle einer *inflatorischen*.

1. Die Behauptung, daß der Güterproduktion durch den Kapitalmarkt Liquidität *entzogen* wird, klingt zunächst paradox. Einleuchtender erscheint sie jedoch, wenn sie darauf bezogen wird, daß ein Teil des Börsengeschäftes getragen ist durch Bankkredite, die an Effektenkäufer gegeben werden. Hier beginnt das Problem; denn nun kann behauptet werden, die Beanspruchung der Bankenliquidität durch solche „Börsenkredite“ beschränke das Gesamtkreditpotential und die produktive Wirtschaft, die Industrie komme dabei zu kurz<sup>1</sup>.

Gehen wir wiederum aus von dem Regelfall, daß eine Emission den Bankkredit des Unternehmers ablöst oder konsolidiert, so ändert sich an dem Gesamtkreditvolumen durch die Emission zunächst gar nichts. An die Stelle eines offenen oder eines Wechselkredites ist ein durch Wertpapiere gedeckter Kredit getreten. Wenn nun die Bank die Papiere im Markt placiert, so steht der Beanspruchung der Effektenkäufer die Entlastung der Bank gegenüber, die in einer Verkürzung der Bilanz zu Buche schlägt. Werden jetzt oder später Börsenkredite gegeben, so bedeutet das, daß die Bilanzverkürzung insoweit *nicht* eintritt. Gleichwohl wird die Liquidität der Bank nicht zusätzlich beansprucht, ja es ergibt sich sogar eine gewisse Besserung der Liquiditätslage bei der Bank, die allerdings nicht das Ausmaß erreicht, um welches die Liquidität der Bank zunimmt, wenn die Effektenkäufer die liquiden Mittel zur Übernahme der Papiere selbst aufbringen. Die Besserung beruht darauf, daß bei der Gewährung von Börsenkredit *zwei* Schuldner für die Anlage der Bank haften: der Emittent der Papiere und der Kredit-

<sup>1</sup> Vor etwa 20 Jahren hat diese Behauptung lebhaft Debatten in Kreisen der Praktiker und Theoretiker des Bankwesens hervorgerufen. Die Frankfurter Zeitung veranstaltete damals eine Umfrage, deren Ergebnisse heute recht eigenartig anmuten.

nehmer (§ 57). Solange die Bank die Papiere im eigenen Portefeuille hält, hat sie nur den Emittenden als haftenden Schuldner. Die Verwertbarkeit und damit die Liquidität einer von zwei Seiten gewährleisteten Anlage ist aber *ceteris paribus* höher als die einer Anlage mit einfacher Gewähr. Es zeigt sich also, daß durch Gewährung von Börsenkredit das Kreditpotential der Banken, aus dem die Investoren versorgt werden, nicht nur nicht belastet, sondern sogar in gewissem Maße entlastet wird – freilich nicht in dem Maße, als es bei voller Übernahme der Emission aus Eigenmitteln von Anlegern der Fall ist. Als Regel gilt das allerdings nur für die Gesamtheit der Banken. Im Einzelfall kann eine Bank durch Gewährung von Börsenkredit liquiditätsmäßig beengt werden, sofern die Börsenpapiere nicht aus ihrem Nostrobestand stammen.

Selbst die teilweise fehlende Liquiditätsentlastung bedeutet aber nicht, daß die produktive Wirtschaft in der Kreditversorgung schlechter fährt. Werden Börsenkredite verlangt, so beruht das nicht etwa darauf, daß die Effektenkäufer ihre eigenen Mittel stilllegen und trotzdem Effekten kaufen wollen, sondern darauf, daß die Effektenkäufer Bankschuldner sind oder daß gesamtwirtschaftlich weniger gespart worden ist. Weniger sparen heißt mehr Liquidität zum Verbrauch verwenden. Zusätzlicher Verbrauch erhöht das Sozialprodukt, ohne daß zusätzliche Investitionen mit zusätzlichem Kredit stattfinden. So ist in dem Maße der Kredithergabe an Effektenkäufer weniger Kredit an Produzenten erforderlich. Der Börsenkredit ersetzt die unmittelbare Kreditgewährung an die Produktion. Er hat denselben güterwirtschaftlichen Effekt wie der Unternehmerkredit. Natürlich gilt das nur hinsichtlich der Gesamtproduktion. Eine Verschiebung kann stattfinden zwischen Konsumgüterindustrie und Investitionsgüterindustrie. Börsenkredite werden primär der ersteren, Unternehmerkredite primär der letzteren zugute kommen.

Insgesamt wird also der Kreditspielraum der Produktionswirtschaft durch Börsenkredite nicht beengt – auch dann nicht, wenn wegen steigender Effektenkurse zusätzlicher Kredit in Anspruch genommen wird. Dem zusätzlichen Kreditaufwand der Bank stehen gegenüber Gewinne der Effektenverkäufer, die zum Güterverbrauch oder zu Kredittilgungen verwandt werden. Beides entlastet das Kreditpotential der Banken in demselben Maße, wie es durch die zusätzlichen Börsenkredite belastet wird.

Um genau zu sein, muß angemerkt werden, daß durch die Geschäftsabwicklung an der Börse – nicht durch eigentliche Börsenkredite – ein gewisser Kreditbedarf entstehen kann. Es kommt vor, daß Effektenkäufer den Kredit der Bank nicht erst in dem Augenblick der Belastung mit dem Gegenwert des Effektenkaufes, sondern schon einige Tage

früher in Anspruch nehmen und sich dadurch ein Kontokorrentgut haben schaffen, ehe der Verkäufer über den Gegenwert verfügen kann. Dieser Vorgang ist aber nicht die Regel. Die meisten Börsenkredite werden nicht vor dem Kaufakt belastet, sondern als Überziehungs-erlaubnis zur Verfügung gestellt, so daß der Kreditaufwand erst am Tage des Effektenkaufs fällig wird. Selbst wenn aber durch vorzeitige Bereitstellung ein zusätzlicher Kreditaufwand entsteht, so fällt dieser auch bei lebhaften Börsenumsätzen nicht sehr ins Gewicht. Darüber hinaus kann keine Rede davon sein, daß von der Börse aus das Kreditpotential der produktiven Wirtschaft beschränkt wird.

2. Die Frage ist nun, wie es mit der entgegengesetzten Behauptung steht: **Kreditförderung durch den Kapitalmarkt**. Auch hier beginnt das Problem erst in dem Augenblick, in dem die Banken eine Emission am Markt unterbringen. Wird die Emission aus eigenen Mitteln der Anleger übernommen, so bessert sich der Status der Bank. Die Bank wird frei für zusätzliche Kreditgewährung. Insofern kann man sagen, daß das Beschreiten des Kapitalmarktes das Gesamtkreditpotential ausdehnt. Dies gilt in gewissem Umfang auch, wenn die Emission von den Anlegern nicht aus Eigenmitteln, sondern mit Hilfe von Bankkredit übernommen wird. Wir haben gesehen, daß bei wertpapiergedeckten Börsenkrediten zwei haftende Schuldner vorhanden sind. Mit wertpapiergedeckten Börsenkrediten können die Banken großzügiger verfahren als mit ungedeckten Unternehmerkrediten. So wird auch bei fremdfinanzierter Übernahme von Emissionen die Kreditversorgung der Wirtschaft verbessert.

Etwas anders sehen die Dinge aus, wenn man das Problem unter dem besonderen Gesichtswinkel der Wirkungen des Sparens betrachtet, wie das etwa in dem posthum erschienenen Buch von Hans Gestrich geschieht<sup>1</sup>. Beim Vergleich der möglichen Anlagearten von Ersparnissen kommt Gestrich zu dem Schluß, daß durch Effektsparen die Kreditgewährung der Banken gefördert wird. Für den Vergleich mit liquideren Formen der Sparanlage, dem Sparen in Bargeld oder in Depositen, das die Liquidität der Banken beengt, ist dieser Schluß unzweifelhaft richtig. Wenn aber im weiteren Verlauf generell von kreditfördernder Wirkung des Effektsparens gesprochen wird<sup>2</sup>, so kann dies unter Umständen zu einer falschen Vorstellung führen. Selbstverständlich ist das Sparen in Effektenform kreditwirtschaftlich günstiger als das Sparen in Geld. Daraus ist aber nicht die weitergehende Folgerung zu ziehen, daß durch solches Sparen das Gesamtkredit-

<sup>1</sup> Hans Gestrich, Kredit und Sparen. Jena 1944 S. 67 ff.

<sup>2</sup> a. a. O. S. 80.

potential höher wird, als es vor der Krediteinräumung der Bank gewesen ist, die durch die Effektenübernahme der Sparer abgelöst wurde<sup>1</sup>.

Man kann das auch anders ausdrücken. Jedes Sparen bedeutet Verzicht auf Verbrauch. Es hat zunächst eine Minderung des Einsatzes von Produktivkräften und eine Senkung des Sozialproduktes zur Folge. Diese Minderung kann ausgeglichen werden durch den Einsatz von Produktivkräften an anderer Stelle. Das wird besonders erleichtert, wenn die Ersparnisse in Wertpapieren angelegt werden. Erleichtert wird aber immer nur der Ausgleich, nicht der Mehreinsatz von Produktivkräften. Nur ein solcher würde die Kreditinanspruchnahme vergrößern.

Allerdings gibt es einen besonderen Sachverhalt, durch den ein solcher Mehreinsatz herbeigeführt werden kann. Gewisse Investitionen sind abhängig von der Finanzierung durch Spezialinstitute, die ihre eigenen Schuldverschreibungen am Kapitalmarkt unterbringen. So beruht der Häuserbau in Deutschland weitgehend auf der Placierung von Pfandbriefen. Käufer von Pfandbriefen sind vorzugsweise echte Sparer. Eine Finanzierung von Pfandbriefgeschäften durch Börsenkredit kommt kaum vor. Da nun die Pfandbriefbanken selbst keine geldschöpfenden Kreditgeschäfte machen, sondern lediglich die in Pfandbriefen angelegten Ersparnisse als Hypotheken ausleihen, ist diese besondere Art der Spartätigkeit tatsächlich Voraussetzung der Kreditgewährung und damit Voraussetzung der Investition. Hinsichtlich der besonders strukturierten Bauwirtschaft trifft also die generelle Feststellung zu, daß das Effektensparen das Kreditvolumen ausdehnt.

## VI. Einflüsse auf den Zins und durch den Zins

Den Ausgleich am Kapitalmarkt bewirkt der Zins. Aber er tut dies nicht nach dem simplen Mechanismus der klassischen Theorie, wonach Angebot von Ersparnissen den Zins senkt und die Investitionen anregt und umgekehrt. Sondern auch hier sind kompliziertere Wege zu verfolgen. Wenn nun selbst unter denen, die das klassische Schema als überholt betrachten, über Wesen und Wirksamkeit des Zinses so wenig Übereinstimmung zu erzielen ist, so offenbart sich gerade hier das eingangs berührte Phänomen, daß Elemente der als überholt erkannten Anschauung sich unversehens wieder einschleichen. Das wird beim Zins-

<sup>1</sup> Auch Preiser kommt in einer sehr interessanten Untersuchung zu dem Schluß, daß vermehrtes Sparen „in nichtliquider Form“ (also Effektensparen) die Liquidität der Banken bessert und damit die Investitionsmöglichkeiten hebt. Hier ist deutlich gemacht, daß dies nur im Vergleich zum Sparen „in liquider Form“ (Horten) gilt. — Vgl. Erich Preiser, Sparen und Investieren. Jahrb. f. Nat. u. Stat. 1944, Bd. 159, S. 285 f.



problem obendrein gefördert dadurch, daß es mehrere Spielarten des Zinses gibt, bei deren Analyse man sich nicht gleich weit vom klassischen Boden zu entfernen braucht. Allzu oft wird aber versäumt, eine klare Verständigung darüber herbeizuführen, welche Spielart jeweils zur Debatte steht.

Für eine Theorie des Kapitalmarktes kommen zwei Erscheinungsformen des Zinses in Frage: 1. der Geldzins oder Leihzins; 2. die Effektivverzinsung oder Rendite der Kapitalmarktwerte, die auch bezeichnet wird als Effektenzins (sofern man sich darüber klar ist, daß nicht nur die Verzinsung von Wertpapieren, sondern auch von anderen Kapitalmarktwerten gemeint ist). Nicht identisch ist diese Spielart des Zinses jedoch mit dem Kapitalzins, obgleich hier sehr enge Zusammenhänge bestehen, auf die sogleich einzugehen ist.

1. Zum Wesen des Bankgeschäftes gehört es, daß die Bereitstellung von Geld von zwei Seiten verlangt wird: von den Debitoren, die Kredit aufnehmen, und von den Kreditoren, die ihr Vermögen in liquidester Form anzulegen wünschen. In welchem Umfang die Bank diesem doppelseitigen Liquiditätsbegehren zu entsprechen vermag, hängt von ihrer eigenen Liquiditätslage ab. Zwischen der Nachfrage nach liquiden Mitteln seitens der Unternehmer und Vermögensbesitzer und dem Angebot an liquiden Mitteln seitens der Banken besteht eine ständige Spannung. Die Banken müssen auf eigene Liquidität verzichten, um den Nachfragenden Liquidität zur Verfügung stellen zu können. Erleichtert wird ihnen die Befriedigung der Liquiditätsnachfrage, indem Vermögensbesitzer durch Anlage in Kapitalmarktwerten zugunsten der Nachfragenden auf eigene Liquidität verzichten. Das Entgelt dieses Verzichts, der bald von der Bank selbst, bald vom Vermögensbesitzer geleistet wird, ist der Geldzins<sup>1</sup>. Seine Höhe ist abgestuft nach dem Grad des Liquiditätsverzichtes. Bargeld bleibt stets zinslos; manchmal auch Sichtguthaben, die höchstens ein sehr geringes Zinsentgelt bringen; für Festgeld und Spareinlagen erhält man bereits ein höheres Entgelt; für Wertpapieranlagen ein noch höheres, das wiederum nach der Art der Papiere abgestuft werden kann<sup>2</sup>. Den höchsten

<sup>1</sup> Die Theorie der „Abstinenz“ oder des „Wartens“, die von Senior ausgeht und die sich auch bei Cassel findet, erklärt den Zins als Entgelt für einen Verzicht auf Verbrauch oder für einen Aufschub von Verbrauch. Zwischen dieser Zinserklärung und der Liquiditätstheorie, die von Hahn und Keynes begründet worden ist, besteht ein bisher nicht beachteter Zusammenhang. Macht man sich den naturalwirtschaftlichen Hintergrund des Liquiditätsphänomens klar, so erscheint Liquidität als Befähigung zu sofortigem Verbrauch. (Zum Gesamtproblem des Zinses vgl. §§ 62—71.)

<sup>2</sup> Bei dem schwankenden Unterschied der Rendite zwischen Aktien und festverzinslichen Papieren wirken z. T. auch Liquiditätsgesichtspunkte mit.

Zinsertrag erzielt man in der Regel bei Anlage in Beteiligungen und Grundstücken<sup>1</sup>.

Auf die Durchschnittshöhe des Zinsspiegels wirken nun die Vorgänge am Kapitalmarkt wiederum von zwei Seiten ein: von seiten der Disposition über Geldvermögen und von seiten des Angebotes an Kapitalmarktwerten. Durch Vermögenshaltung in liquidester Form wird der allgemeine Zinsspiegel gehoben, weil dem Liquiditätsgewinn des Vermögensbesitzers eine Liquiditätseinbuße der Banken gegenübersteht. Der Vermögensbesitzer erhält jedoch ein sehr geringes Zinsentgelt, solange es bei liquider Anlage bleibt. Verschafft sich aber die Masse der Vermögensbesitzer durch Übergang von liquidester zu weniger liquider Anlage höhere Zinserträge, so sinkt der allgemeine Zinsspiegel, weil die Liquidität der Banken wächst. Bietet die Masse der Vermögensbesitzer Kapitalmarktwerte an, so vollzieht sich das Umgekehrte. Da aber ein Teil des gebildeten Vermögens stets in liquidester Form gehalten wird, kann der Geldzins nie so weit sinken, wie er ohne jede Vermögensbildung sinken würde. So erklärt es sich, daß jedes Sparen – als eine der Quellen der Vermögensbildung – ein zinssteigerndes Moment darstellt. Dagegen würde der Geldzins ganz verschwinden in dem irrealen Grenzfall, daß auf Liquidität allgemein verzichtet würde. Das würde voraussetzen, daß alles Einkommen unmittelbar zum Verbrauch oder zur Investition gelangt, und daß nicht einmal für kürzeste Zeit liquide Mittel gehalten werden. Da aber in der wirklichen Wirtschaft nicht nur der Vermögensbesitzer oder Sparer Liquidität nachfragt, sondern auch der Unternehmer, wird von beiden Seiten der Zins hochgehalten. Der Unternehmer kann allerdings seine Liquiditätsnachfrage wieder kompensieren, indem er Wertpapiere ausgibt und dadurch einen Teil der Vermögensbesitzer veranlaßt, auf Liquidität zu verzichten. Zum Wesen der Geldwirtschaft gehört es jedoch, daß niemals ganz auf Liquidität verzichtet wird.

Sowohl die Liquiditätsnachfrage, die dem Zins steigende Tendenz verleiht, wie das Effektenangebot sind abhängig vom Investitionsvolumen des Unternehmers. Damit ist die Investition in die Bestimmung der Zinshöhe eingeschaltet.

Aber wiederum liegt die Beziehung verwickelter, als sie manchmal dargestellt wird. Wenn Gestrich erklärt<sup>2</sup>, für die Zinshöhe sei maßgebend der „Kreditbedarf für Investitionszwecke einerseits, die Kreditbereitschaft der Banken andererseits“, so muß man weiter fragen, wodurch diese zwei Faktoren bestimmt werden. Dabei zeigt sich, daß man

<sup>1</sup> In dieser Abstufung kommt die Korrelation von Geldzins und Effektenzins bereits zum Ausdruck, die weiter unten erklärt wird.

<sup>2</sup> a. a. O. S. 108.

doch wieder anlangt bei der Zurückführung des Zinses auf das Problem der Liquidität. Der „Kreditbedarf für Investitionszwecke“ ist für die Bankenliquidität mitbestimmend, und die „Kreditberetschaft der Banken“ ist von ihr abhängig<sup>1</sup>.

Obendrein unterliegt das Verhältnis von Investition und Kreditbedarf seinerseits gewissen Bedingungen. Wir können die Beobachtung machen, daß im Konjunkturaufschwung das Kreditvolumen nicht immer in dem Maße wächst und daß dementsprechend die Bankenliquidität nicht in dem Maße zurückgeht, wie die Investitionen zunehmen (§ 54). Das Kreditvolumen scheint also nicht eine bloße Funktion des Investitionsvolumens zu sein. Das erklärt sich dadurch, daß ein Prozeß allgemeiner und bei allen Unternehmern etwa gleichmäßiger Zunahme der Investitionen eine weitgehende Selbstfinanzierung ermöglicht. Sie ergibt sich daraus, daß die Zunahme der Investitionen einen Zuwachs an Sozialvermögen bewirkt, der sich als Mehreinkommen der Gesamtheit — verteilt auf Unternehmer und Nichtunternehmer — niederschlägt. Soweit dieses Mehreinkommen nicht zu erhöhten Lohnzahlungen und zu Ersparnissen von Nichtunternehmern verwendet wird, fließt es den investierenden Unternehmern selber zu. Diese finanzieren damit den fortschreitenden Investitionsprozeß, so daß das Anfangskreditvolumen nicht zu steigen braucht. Nur wenn die Investitionen einer Streuung unterliegen, das heißt, wenn die Investitionsrate bei einigen Unternehmern niedriger ist als bei anderen, werden bei den stärker investierenden die liquiden Mittel knapp, weil die schwächer oder gar nicht investierenden in liquider Form sparen, also Bankguthaben und Kassenreserven ansammeln. Dadurch werden die stärker investierenden Unternehmer gezwungen, zusätzlichen Kredit in Anspruch zu nehmen. Dagegen werden bei gleichmäßigem Investitionsfortschritt alle Unternehmer weitgehend von den Banken abhängig. Nehmen sie dennoch Kredite auf — etwa indem sie Wertpapiere emittieren — so können sie die aufgenommenen Mittel zur Tilgung älterer Kredite benutzen. Das führt zu der im Konjunkturaufschwung

<sup>1</sup> Wenn Gestrich gleichwohl der Meinung ist, seine Auffassung des Zinses stünde zu der Zinstheorie von Keynes in „scharfem Gegensatz“ (S. 108), so erklärt sich das offenbar daraus, daß er das Theorem der liquidity preference allzu isoliert auffaßt, ohne auf die Ableitung zu achten, die bei Keynes allerdings recht kompliziert ist. Deutlicher als in der General Theory hat Keynes in der Debatte mit Ohlin um die Vereinbarkeit der Stockholmer Theorie (ex ante- und ex post-Betrachtung von Sparen und Investieren), die 1937/38 im Economic Journal stattfand, den Kreditbedarf des Unternehmers für Investitionszwecke als Bestimmungsgrund des Zinses eingeschaltet. Keynes gibt hier zu, daß der Unternehmer schon bei der Planung der Investitionen eine — von ihm „Finance“ genannte — Geldmenge nachfragt und von den Banken erhält. Dadurch wird aber der Zins ebenso beeinflußt wie durch die Liquiditätsneigung des Sparerers.

üblichen Auftauung alter Kredite, welche die Neuinanspruchnahme von Kredit zum großen Teil kompensiert.

Dieses Schema, das natürlich in der Praxis vielfachen Modifizierungen unterliegt, gilt nur außerhalb des Bereichs der Bargeldzahlungen. Bargeld kann nur aus vorhandenen Kassenreserven oder durch Bankkredit (letzten Endes von der Notenbank) beschafft werden. Da nun der Hauptbestandteil der Investitionskosten auf Arbeitslöhne entfällt, die ganz in bar ausgezahlt werden, bleibt insoweit eine gewisse Abhängigkeit der Unternehmer von den Banken bestehen. Das Volumen des Bargeldumlaufes steigt und fällt mit zunehmender oder rückgängiger Beschäftigung von Arbeitern, die wiederum mit dem Auf und Ab der Investitionen gekoppelt ist. Trotzdem ist natürlich das Bargeldvolumen nicht ein getreues Spiegelbild der Beschäftigung, da jede Bargeldsumme zu vielfachen Zahlungen verwendet wird. Von der Frequenz der Lohn- und Gehaltzahlungstermine sowie von der Umschlagsfrequenz des Bargeldes bei der Verwendung zum Verbrauch hängt es ab, welche Zahlungseffizienz das Bargeld hat. Grundsätzlich ist jedoch der Kreditbedarf für Lohnelder äußerst gering im Vergleich zum Volumen der Beschäftigung, für die vermehrte Lohnzahlungen aufzuwenden sind. Immerhin liefert die Bewegung des Bargeldvolumens einen gewissen Gradmesser der Beschäftigung und dadurch mittelbar der Investitionstätigkeit, wenn man unveränderte Lohntermine und Zahlungsgewohnheiten unterstellt<sup>1</sup>. Dagegen bietet das viel umfangreichere Giralgeldvolumen weder für den Grad der Beschäftigung noch für die Investitionstätigkeit einen Anhalt.

Diese Beobachtung, die Wilhelm Lautenbach<sup>2</sup> erstmals angedeutet hat, führt zu dem Schluß, daß das Kreditvolumen mit dem Investitionsvolumen nicht funktional gekoppelt ist, und zwar um so weniger, je gleichmäßiger investiert wird, je geringer also die Streuung der Investitionen ist<sup>3</sup>. Der Einfluß der Investitionstätigkeit auf die Liquidität der Banken und auf den Zinsspiegel durchmißt mancherlei Umwege, die den Zusammenhang verschleiern. Zwar ist es richtig, daß die Zunahme der Investitionen den Zins mitbestimmt. Aber man darf

<sup>1</sup> Die starke Aufblähung des Bargeldumlaufes während des Krieges ist neben der gestiegenen Lohnsumme einer außergewöhnlichen Verlangsamung der Umlaufgeschwindigkeit zuzuschreiben. Zum Teil handelt es sich bei dieser Veränderung der Zahlungsgewohnheiten um Zwangssparen oder „Zwangshorten“.

<sup>2</sup> Wilhelm Lautenbach, Kreditvolumen und Bankenliquidität. Bankarchiv vom 1. 3. 1939. Derselbe. Liquiditätspolitik. Bankarchiv vom 1. 4. 1939. — Vgl. aber auch den etwas andersartigen Gedankengang von Carl Föhl, Geldschöpfung und Wirtschaftskreislauf. München und Leipzig. 1937 S. 115 und an anderen Stellen.

<sup>3</sup> Die Bewegung des Kreditvolumens hängt nach Lautenbach ab von drei Bestimmungsgründen: von der Streuung der Investitionen, vom Sparen der Nichtunternehmer und von der Lohnsumme.



sich die Verbindung nicht so einfach vorstellen, wie es – in unbewußter Anlehnung an die klassische Theorie – meist geschieht.

Auch das Bedürfnis der Unternehmer nach Ablösung von Bankkrediten durch Appell an den Kapitalmarkt ist nicht unmittelbar mit dem Investitionsvolumen gekoppelt. Gewiß werden im Konjunkturaufschwung am meisten neue Emissionen dem Kapitalmarkt zugeführt. Selbst wenn man aber die Mittelbeschaffung aus anderen Quellen in Rechnung stellen könnte, wäre der Emissionsumfang kein getreues Spiegelbild des Investitionsbedarfs. Auch in Zeiten der Depression können Unternehmer Anlaß haben, an den Kapitalmarkt heranzutreten, etwa weil die Banken illiquider geworden sind<sup>1</sup> und auf Konsolidierung alter Kredite drängen. Kommt dadurch ein Angebot am Kapitalmarkt zustande, so sinken die Preise und Effektenkurse. Die Vermögensbesitzer werden dadurch zur Übernahme der Emissionen angeregt.

Erst recht ist der Reflex der Investitionsbewegung auf dem Kapitalmarkt abgeschwächt und verzerrt, wenn der Staat die Stelle des investierenden Unternehmers einnimmt (§§ 58/59). Nicht nur gilt auch hier die Entlastung des Kreditvolumens durch das Wiederverfügbarwerden des im ersten Anlauf geschaffenen Giralgeldes<sup>2</sup>, sondern es kommt hinzu, daß der Staat praktisch unbegrenzte Möglichkeiten hat, selbst liquide Mittel bereitzustellen. Seinen Bargeldbedarf deckt er durch Schatzwechselbegebung bei der Notenbank. Sind durch die Notenbankverfassung Grenzen gesetzt, so kann der Staat eigene Kassenscheine ausgeben oder er kann für die Ausgabe von Darlehnskassenscheinen und anderen Zahlungsmitteln sorgen. Den anderen Kreditbanken kann er diskontfähige Papiere zuleiten, die länger befristet sind als die Handelswechsel der privaten Unternehmer. Während die Banken bei Kreditgabe an Private zur Wiederherstellung ihrer Liquidität die Unterbringung von Wertpapieren brauchen, tritt diese Notwendigkeit bei Kreditgabe an den Staat nicht auf. Die Liquidität wird den Banken durch die begebenen Staatstitel voll zur Verfügung gestellt. Indem der Staat seine Papiere für diskontfähig erklärt, „verleiht“<sup>3</sup> er den Empfängern Liquidität.

Gleichwohl kann natürlich der Staat Anleihen emittieren, die am Kapitalmarkt untergebracht werden. Er wird dies tun, um seine schwebende Schuld nicht übermäßig anschwellen zu lassen und um durch Heranziehen der Sparer eine inflatorische Entwicklung zu ver-

<sup>1</sup> Das ist wegen des Einfrierens von Krediten in der Depression meistens der Fall.

<sup>2</sup> Daß das Kreditvolumen in Deutschland in den Aufschwungsjahren von 1933 an nur sehr wenig stieg, erklärt sich aus dem dargestellten Sachverhalt. In großem Umfang fanden damals Kredittilgungen statt.

<sup>3</sup> Nach einer Formulierung von G e s t r i c h.

hindern. Anders als bei privaten Kreditnehmern brauchen aber die Banken beim Staat nicht als Mahner der Konsolidierung aufzutreten. Die Staatsverschuldung verweist die Banken an den Geldmarkt (§ 56), der liquiditätsmäßig alles leistet, was sie brauchen<sup>1</sup>. Wir sehen also, daß die These, der Zins werde durch den Kreditbedarf für Investitionen beeinflußt, bei staatlicher Investition erst recht nur bedingt richtig ist.

2. Ziehen wir nun den Problemkreis von Zins und Kapitalmarkt weiter, so kommt zunächst die Eigenverzinsung des Unternehmerkapitals in Betracht, die sich ausdrückt im *Kapitalzins* (§ 71). Er ergibt sich aus den Nettogrenzerträgen, die bei der Anlage in unternehmerischen Investitionen zu erwarten sind. Diese Grenzerträge werden zwar in Geld ausgedrückt; für ihr Zustandekommen sind jedoch primär Vorgänge der Güterproduktion maßgebend, wie sie in prägnanter Form Walter Eucken im Anschluß an Böhm-Bawerk dargelegt hat. Danach ist Grundlage des Kapitalzinses die „Wertschwellung“ der Produktionsfaktoren durch Einschlagen verlängerter Produktionswege sowie die „Rückversetzung“ der in den Produktionsprozeß eingespannten Güter und Leistungen. Sekundär wirkt aber auch der Geldzins an der Höhe der Nettoerträge mit, da er die Kosten der Beschaffung des zur Investition erforderlichen Kredits mit bestimmt. Den so anfallenden Kapitalzins umschreibt Keynes in seiner Theorie der *marginal efficiency of capital*. Der Höhe nach hat der Kapitalzins eine beträchtliche Streuung. Er läßt sich nicht wie der Geldzins auf einen Durchschnittsspiegel bringen. Dagegen ist er darstellbar als Kurve der fallenden Grenzerträge, die an einem bestimmten Punkt – dem Punkt des Wicksellschen Gleichgewichts – von der Horizontale des Geldzinses geschnitten wird<sup>2</sup>.

Der Entstehung nach ist vom Kapitalzins abzuleiten die Effektivverzinsung oder Rendite von Grundstücken, Beteiligungen und Wertpapieren, die sich abgekürzt bezeichnen läßt als *Effektenzins*. Er kommt zum Ausdruck in den Preisen der Kapitalmarktwerte bzw. den Effektenkursen. Diese stellen sich im wesentlichen nach der Höhe des Geldzinses ein, so daß der Kapitalzins für den Stand des Effektenzinses ohne Belang ist. Der Effektenzins ist eine Funktion des Geldzinses.

Die Gründe dafür liegen einerseits in Dispositionen der Unternehmer, anderseits im Verhalten der Vermögensbesitzer. Bei der Wahl,

<sup>1</sup> Der Unterschied von Geldmarkt und Kapitalmarkt läßt sich durch den Liquiditätsgrad der gehandelten Papiere umschreiben.

<sup>2</sup> Myrdal definiert den Kapitalzins im Anschluß an den „realen“ oder „natürlichen“ Zins von Wicksell als „Ertragsquote des Realkapitals“. Gunnar Myrdal, Der Gleichgewichtsbegriff als Instrument der geldtheoretischen Analyse. In: Beiträge zur Geldtheorie. Herausgeg. von Fr. Hayek. Wien 1933 S. 394.

ob er seinen Kreditbedarf durch Bankkredit oder durch Effektausgabe decken soll, wählt der Unternehmer den Weg, der mit den geringsten Zinskosten belastet ist<sup>1</sup>. Der Zins für Bankkredit liegt zwar über dem Geldzins, aber er steht mit ihm in Zusammenhang und bewegt sich parallel zu ihm. Daher richtet sich auch der Zins, den der Unternehmer für Effektenkredit zu zahlen bereit ist, nach dem Geldzins. Von der Seite des Vermögensbesitzers wird der Zusammenhang von Effektenzins und Geldzins dadurch hergestellt, daß bei der Entscheidung über die Anlage von Vermögen in Kapitalmarktwerten der Geldzins als Kapitalisierungsfaktor dient. Da der Zins, der bei Anlage in Bankguthaben erzielt wird, ebenfalls eine Funktion des Geldzinses ist, muß der Effektenzins etwas höher liegen, um den Vermögensbesitzer zu der weniger liquiden Kapitalmarktanlage zu veranlassen. Die Spanne zwischen Effektenzins und Geldzins wird gerade so groß sein, daß sie als Äquivalent für den Verzicht auf den höheren Liquiditätsgrad von Bankguthaben empfunden wird. Entfernt sich der Effektenzins stärker vom Geldzins, so wächst die Nachfrage am Kapitalmarkt. Dadurch steigen die Kurse, und der Effektenzins sinkt. Nähert sich ihm der Geldzins soweit, daß die Differenz für den geringeren Liquiditätsgrad der Anlage in Effekten kein Äquivalent mehr gewährt, so strebt das Geldkapital in die liquidere Depositanlage zurück, und das Spiel des Ausgleichs der Zinssätze beginnt in umgekehrter Richtung.

So wird der Effektenzins auf lange Sicht stets so weit über dem Geldzins liegen, als es durch die Neigung zu liquiderer Anlage bedingt ist. Das erklärt zum Teil den Sinn der liquidity-preference-Theorie von Keynes. Natürlich unterliegt der Liquiditätsdrang erheblichen Schwankungen und Unterschieden. Ganz verliert er aber seine Bedeutung niemals. Sieht man von der so bedingten Spannung zwischen Effektenzins und Geldzins ab, so tendiert der erstere auf die Dauer dazu, dem letzteren<sup>2</sup> sich anzupassen<sup>2</sup>. So ist es doch schließlich der Geldzins, der als eigentlicher Motor der Kapitalmarktbewegungen anzusehen ist.

## VII. Der internationale Kapitalmarkt

Je näher wir den Einzelproblemen kamen, die eine volkswirtschaftliche Theorie des Kapitalmarktes aufwirft, um so mehr mußten Andeutungen genügen, deren Ausarbeitung im breiteren Rahmen vorbehalten bleibt. Das gilt ganz besonders, wenn die bisher eingehaltene

<sup>1</sup> Er hat diese Wahl im praktischen Einzelfall nicht immer. Dennoch macht der Vergleich der Zinskosten für den Finanzierungsweg, im großen gesehen, viel aus.

<sup>2</sup> Vgl. Preiser, a. a. O. S. 277 ff.

Voraussetzung der geschlossenen Wirtschaft verlassen wird zugunsten einer Analyse des offenen Systems, in welchem die Probleme des internationalen Kapitalverkehrs sich anmelden. Bei einem Eingehen auf diese Probleme ist Gegenstand der Untersuchung nicht nur der eigentliche Akt der Kapitalanlage, sondern auch die geldliche Transaktion, die Geldüberweisung von Land zu Land mit ihrem besonderen Fragenkreis. Hier sind wir zu äußerster Knappheit genötigt, weil die Probleme zum Teil in ein anderes Gebiet hineinführen, in das Gebiet der Zahlungsbilanztheorie, dessen Erschließung im gegebenen Rahmen ohnehin nicht möglich und notwendig ist. Lediglich gewisse Unterschiede und gewisse Parallelen zwischen dem Kapitalmarkt der geschlossenen und der offenen Wirtschaft sollen hervorgehoben werden.

Die theoretische Konstruktion der geschlossenen Wirtschaft hat eine unerwartete Wirklichkeitsnähe erlangt durch die hermetische Abdichtung großer Wirtschaftsgebiete, die heute mit Hilfe der Zwangskontrolle des gesamten Zahlungsverkehrs zuwege gebracht wird. Mit einem offenen System ist nur zu rechnen, wenn und soweit eine kommunizierende Verbindung zur Außenwelt durch Goldwährung oder mindestens durch freien Devisenmarkt vorhanden ist. Einen solchen Zustand machen wir im folgenden zur theoretischen Bedingung – wohl wissend, daß in der Praxis mancherlei Zwischenstufen zwischen geschlossener und offener Wirtschaft vorkommen.

Da es kein einheitliches internationales Geldsystem gibt, ist die Geldschöpfungsmacht der Banken begrenzt durch die Notwendigkeit der Rücksicht auf den Stand des Zinses und der Warenpreise im Ausland. Eine Kreditpolitik mit inflatorischem oder deflatorischem Effekt kann im long run nur im Gleichschritt mit dem Ausland betrieben werden. Abweichungen führen zu Verschiebungen der Leistungsbilanz (Tendenz zum Ausfuhr- oder Einfuhrüberschuß). Sie werden bei Goldwährung wieder ausgeglichen durch die Mechanik der Goldpunkte, bei freiem Devisenmarkt durch Spannungen der Zinshöhe und der Güterkaufkraft der Geldeinheit. Wird durch expansive Kreditpolitik der Preisspiegel in einem Lande mehr gehoben als in der Weltwirtschaft, so fließen Gold oder Devisen aus dem Expansionsland ab, und der Zins steigt, wodurch schließlich wieder die entgegengesetzte Tendenz hervorgerufen wird. Daher ist im offenen System die Bereitstellung von Liquidität durch die Banken nicht unbegrenzt möglich. Das Geld als Träger von Liquidität ist knapp. Der Zins wirkt als Knappheitspreis. Er steigt, wenn die Spartätigkeit im Vergleich zur Geldschöpfung zu gering ist. Er sinkt, wenn im Vergleich zur Geldschöpfung reichlich gespart wird.



So ist im offenen System die Wirkungsweise des Sparens auf den Zins grundsätzlich anders als im geschlossenen. Sie entspricht dem Schema der klassischen Spar- und Zinstheorie. Das ändert freilich nichts an der theoretischen Unhaltbarkeit dieses Schemas. Grundsätzlich muß die Theorie zunächst mit dem Modell der geschlossenen Wirtschaft arbeiten. Der internationale Verkehr kann erst nachträglich als Datenvariante eingeführt werden. Allerdings war die Einsicht in die theoretische Beziehung von Sparen und Zins für die Nationalökonomie zur Zeit der klassischen Schule erschwert dadurch, daß der Zahlungsverkehr auch im Inland auf vollwertigem Münzgeld, auf Gold oder Silber beruhte. Kreditgeld wurde nur subsidiär benutzt. Außerdem spielte das internationale Geschäft für England als Ursprungsland der klassischen Lehre eine erhebliche Rolle. Wenn John Stuart Mill die These aufstellte, man müsse die Vermittlung des Geldes beim theoretischen Erfassen des Wirtschaftsprozesses ausschalten, da es als reines Tauschmittel zwischen Ware und Ware keinen Einfluß auf den Gesamtkreislauf habe<sup>1</sup>, so war diese These unter der damals geltenden Geldverfassung immerhin wirklichkeitsnäher als im 20. Jahrhundert. Vollständig würde das naturale Modell auf eine mit Geld arbeitende Wirtschaft allerdings nur passen, wenn das Geld als völlig neutral angesehen werden könnte. Neutralität des Geldes gab es aber zur Zeit der Klassiker nicht und hat es nie gegeben. Voraussetzung dafür wäre nicht nur, daß ausschließlich vollwertiges Edelmetallgeld umläuft, sondern daß man sowohl Schwankungen der Edelmetallzufuhr als auch Hortung und Enthortung, ja sogar Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit ausschaltet. Das Geld dürfte nur als Tauschmittel und Recheneinheit, aber nicht als Wertaufbewahrungsmittel dienen. Eine unmögliche Konstruktion, die dem Modell des neutralen Geldes den realen Boden entzieht. Sobald die wirtschaftliche Entwicklung die Notwendigkeit zur Schaffung eines allgemeinen Tauschmittels zeitigt, ergibt sich auch die Notwendigkeit, bald größere, bald kleinere Tauschmittelvorräte zu halten. Sonst hätte man auch beim Naturaltausch bleiben können. Schon das Anlegen von Warenvorräten führt dazu, daß Geldvorräte angesammelt werden – entweder beim Produzenten, falls die Kaufkraft des Geldes sinkt, oder beim Verbraucher, sofern die Geldkaufkraft erhalten bleibt oder zunimmt.

Will man trotzdem mit dem wirklichkeitsfernen Modell der naturalen Wirtschaft arbeiten, so wird jedenfalls der Zugang verbaut zur Erkenntnis des Geldzinses. Wenn in Gütern gespart wird, die als Produktionsmittel dienen, oder wenn in Gold gespart wird, das unmittel-

---

<sup>1</sup> John Stuart Mill, *Principles of political Economy*. 6th Edition London 1865, Vol. II, S. 8 f.

bar in Kapitalgüter umgetauscht wird, so gibt es natürlich auch keine Liquiditätsminderung der Banken, und das Sparen wirkt nicht zinssteigernd. Das Problem der Liquidität ist überhaupt nicht vorhanden. Der Zins kann nur definiert werden im Zusammenhang mit dem Produktionsertrag. Man erfaßt den Kapitalzins, aber nicht den Geldzins. Es gibt daher keine Spannung der Zinssätze und keinen Wicksellschen Prozeß. Zwar ist auch in der Naturalwirtschaft Kreditgabe möglich, indem der eine auf die Nutzung von Produktivkräften verzichtet, die er dem anderen abtritt. Ein Unterschied zur Geldwirtschaft liegt aber darin, daß kein ökonomischer Zwang zu solchem Verzicht ausgeübt wird, wie es in der modernen Wirtschaft durch die Schaffung von Kreditgeld geschieht. Im naturalen System ist erzwungener Güterverzicht nur möglich bei Anwendung äußerer Gewalt – etwa indem der Stärkere dem Schwächeren Produktivkräfte fortnimmt oder ihn beraubt. Mit Hilfe des Kreditgeldes wird der Zwang zum Güterverzicht in höchst friedlicher Weise ausgeübt.

Heute noch kommt der internationale Wirtschaftsverkehr dem naturalen System relativ am nächsten. Der Welthandel spielt sich so ab, als ob Ware gegen Ware getauscht würde. Wird Kredit gegeben, so wird im Gläubigerland zugunsten des Schuldnerlandes auf Güter verzichtet. Das Gläubigerland erhöht seine Ausfuhr und das Schuldnerland führt mehr Waren ein. Dieser Ablauf des Kreditverkehrs im offenen System bildet die Grundlage des internationalen Kapitalmarktes. Dem Ausland werden Waren und Dienste zur Verfügung gestellt, ohne daß eine entsprechende Gegenleistung in Gütern stattfindet. Statt dessen bleiben im Empfangsland der Güter Guthaben zugunsten der Exporteure des Lieferlandes stehen. Sie stellen einen Kredit des Lieferlandes an das Empfangsland dar, der zunächst kurzfristige Form hat. Ein solcher kurzfristiger Kredit geht in der Regel der Anlage in Kapitalmarktwerten voraus. Ebenso wie in der geschlossenen Wirtschaft ist der Kapitalmarktvorgang eine Konsolidierung des Kredites. Letzten Endes spielt sich aber der Verkehr auf dem internationalen Kapitalmarkt so ab, als würden nur Güter bewegt und Güter kreditiert. Das Geld kann nach der These von Mill gedanklich ausgeschaltet werden. In einem internationalen System der Goldwährung nähert es sich der Neutralität.

Allerdings sind auch hier Einschränkungen zu machen. Neutralität des Geldes bedeutet, daß der Gläubiger mit dem Geld des auswärtigen Schuldners nichts anderes anfangen kann, als Waren und Dienste aus dem Schuldnerland (gegebenenfalls im Dreiecksverkehr) zu beziehen. Das fremde Geld ist ihm uninteressant. Nur die Ware gilt. Zwischen Geld und Ware ist aber das Gold ein Grenzfall. Sieht man von industrieller Verarbeitung ab, so ist zwar Gold reines Zahlungsmittel; geschätzt wird es indessen auch als Ware. Sterile Vorratslager an Gold

werden angelegt. Es wird gehortet<sup>1</sup>. Auf die Dauer wirkt die Goldhortung auf den internationalen Kreislauf ebenso, wie auf den binnenländischen Kreislauf die Stilllegung von Kreditgeld. Auch in der Tatsache, daß Gold jederzeit wieder in Umlauf gebracht oder in Gestalt von goldgedeckten Noten virulent gemacht werden kann, liegt kein Unterschied zur Geldstilllegung; denn auch für jede stillgelegte Geldmenge kann entsprechend der Freisetzung von Produktivkräften eine gleiche Menge neu geschaffen werden. Das Merkmal der Goldhortung ist aber gerade die güterwirtschaftliche Sterilität, die sich zugleich als monetäre Sterilität auswirkt. Goldhortung bedeutet, daß das Kreditvolumen nicht in dem Maße des Goldzuflusses ausgedehnt und daß der Zins nicht dementsprechend gesenkt wird. Die Zinsreaktion des klassischen Schemas, die an sich in einem mit Goldwährung arbeitenden offenen System gilt, wird durch die Sterilisierung des Währungsmetalls gestört. Der Zins hat steigende Tendenz — wie in der geschlossenen Wirtschaft unter der Wirkung des Sparens. Weltwirtschaftlich führt das dazu, daß das goldhortende Land dem Ausland Güter liefert, ohne entsprechende Gegenleistung in Gütern zu verlangen. Es „begnügt“ sich mit der Gegenleistung in Gold.

Solange der Prozeß des Zuflusses und der Sterilisierung von Gold in einem Land andauert, wird in anderen Ländern das Realeinkommen erhöht. Gütermäßig fällt daher dem Ausland ein Vorteil zu, sofern es sich nicht um Länder handelt, die ihrer Struktur nach in besonderem Maße auf Ausfuhr angewiesen sind<sup>2</sup>. Hört aber der Goldzufluß auf und die Horte werden nicht aufgelöst (remonetisiert), so wird das sterile Metall zum Anlaß weltwirtschaftlicher Stockungserscheinungen. Der Zuwachs an Realeinkommen in anderen Ländern entfällt, ohne daß im Hortungsland selbst das Realeinkommen steigt, was bei monetärer Aktivierung der Goldreserven eintreten würde. Das weltwirtschaftliche Ergebnis ist ein Minus an Nutzung von Produktivkräften.

So erfährt auch der internationale Güterkreislauf eine Störung. Er entspricht nicht mehr dem naturalen Modell. Durch die Goldhortung wird auch im internationalen Bezirk die Neutralität des Geldes aufgehoben.

Da diese Störung des Naturaltausches ein Spezifikum des Goldes

<sup>1</sup> Das Ansammeln von Gold ist eine besondere Form des Sparens. Bei ihr und nur bei ihr ist ohne weiteres erkennbar, ob das Kriterium des Hortungsbegriffes — Fehlen einer entsprechenden Investition — zutrifft. So ist der Hortungsbegriff beim Sparen in Gold durchaus brauchbar, während er im übrigen keine scharfe Vorstellung vermittelt (vgl. §§ 80—83).

<sup>2</sup> Das Aufsaugen und Stilllegen großer Teile des Weltgoldes durch die USA war für die übrige Welt — trotz Minderung der Warenausfuhr nach den USA — vorübergehend ein gütermäßiger Gewinn. Der deutschen Wirtschaft kam er in der Zeit der Wiederaufrichtung nach dem ersten Weltkriege durchaus zugute.

darstellt, kann sie bei Devisenverwendung nur eintreten, soweit Devisen als Geldersatz zur Notendeckung dienen, was meist nur in geringem Umfang geschieht und als Provisorium im Hinblick auf künftige Verwendung zum Warenkauf aus dem Ursprungsland betrachtet wird (§§ 75–76). Der Devisen fehlt der Eigenwert, der dem Gold durch seinen Warencharakter anhaftet. Noch weniger ist eine Unterbrechung des Naturaltausches möglich, wenn der Warenverkehr im Verrechnungsweg reguliert wird. Freilich wird auch beim Gold die Unterbrechung nur dann ins Gewicht fallen, wenn der klassische Automatismus der Expansion und Kontraktion des Kreditvolumens gemäß dem Zufluß und Abfluß von Gold nicht mehr funktioniert. Innerhalb dieses Automatismus gibt es kein Horten. Praktisch liegen aber die Dinge so, daß zunächst ein Goldstandard bestehen muß, um für das Horten die Voraussetzung zu schaffen. Irgendwo in der Welt muß Gold monetär verwendet sein, damit es in großer Menge gewonnen, eingeführt und gestapelt wird. So begünstigt letzten Endes der Goldstandard die Rückverwandlung des Goldes zur Ware. Dadurch hebt er zwar sich selbst aus dem Sattel – bei seinem Sturz aber reißt er den naturalen Kreislauf der Weltwirtschaft mit.

Zu dieser selbstmörderischen Konsequenz kann es freilich nicht kommen, solange der Kern der Goldwährung, der klassische Automatismus, in Kraft ist, der die Goldwährung zu einer idealen Geldverfassung macht. Und doch schließt sich der naturale Kreislauf auch unter dem Automatismus nicht vollständig, weil die monetäre Ausnutzung der Goldreserven von Land zu Land verschieden sein kann. Wenn von zwei Ländern mit gleichem Kreditvolumen das eine wegen seiner Deckungsbestimmungen einen größeren Goldvorrat braucht als das andere, so treibt das erstere Land eine gewisse Hortung. Die Störung des naturalen Kreislaufes, die daraus erwächst, ist zwar theoretisch bemerkenswert, praktisch aber irrelevant. Ins Gewicht fallen wird sie erst, wenn die Goldwährung ihres automatischen Kerns entkleidet ist. Dazu wird es erst kommen, wenn die Goldbewegung sich vom Gefälle des Zinses losgelöst hat, wenn das Gold aus politischen Gründen „berg-auf“ fließt, wie man es bei dem Goldzustrom nach USA in größter Dimension erlebt hat. Als Kehrseite des vorübergehenden Gewinns an Realeinkommen, den andere Länder durch die einseitige Aufsaugung des Weltgoldes genossen, zeigte sich, daß ein Gläubigerland dank der Goldwährung in der Lage ist, die Rückzahlung seiner Forderungen in Warenform abzulehnen, indem es nicht nur die Einfuhr durch Schutzzölle erschwert<sup>1</sup>, sondern obendrein die Zahlungen in Gold nicht

<sup>1</sup> Das würde nicht genügen, da Schutzzölle im long run den Saldo der Leistungsbilanz nicht verändern.



entsprechend dem Automatismus verwendet. Durch Sterilisierung des Goldes wird die Einfuhr von Waren ersetzt. Das Gold verliert seinen Geldcharakter; es wird als Ware behandelt. Andererseits bedeutet die Nichtzulassung „echter“ Warenmehreinfuhr, daß das Gläubigerland einen Verzicht auf Nutzung von Produktivkräften dauernd aufrecht erhält, obgleich das Ausland, das mittels Gold seine Schulden zurückzahlt, ebenfalls zu solchem Verzicht gezwungen ist<sup>1</sup>.

Entsprechendes gilt für den Kapitalmarkt. Im Goldabflußland wird das Kreditvolumen kontrahiert und im Goldzuflußland wird es nicht expandiert. In beiden Ländern steigt der Zins, und die Preise der Kapitalmarktwerte sowie die Effektenkurse sinken. So wirkt Goldhortung im offenen System wie ein Sparen im geschlossenen System, bei welchem die Anlage der Spargelder am Kapitalmarkt unterbunden ist.

---

<sup>1</sup> Der Verzicht findet allerdings nur statt, sofern das zur Schuldenzahlung benutzte Gold einem aktiven Deckungsbestand des Schuldnerlandes entstammt — nicht einer sterilen Goldreserve oder einer eigenen Goldproduktion. In den letzteren Fällen wird die Nutzung der Produktivkräfte des Schuldnerlandes durch die Ausfuhr von Gold nicht gemindert.