

F.A.  
HAYEK

*Entnationalisierung  
des Geldes*

*Schriften zur  
Währungspolitik und  
Währungsordnung*



MOHR SIEBECK

Hayek  
Gesammelte Schriften  
in deutscher Sprache

A 3



Friedrich A. von Hayek

Gesammelte Schriften  
in deutscher Sprache

herausgegeben von

Alfred Bosch, Manfred E. Streit,  
Viktor Vanberg, Reinhold Veit

mit Unterstützung durch die

Friedrich A. von Hayek-Gesellschaft

und das

Walter Eucken Institut

Abteilung A: Aufsätze

Band 3

Mohr Siebeck

Friedrich A. von Hayek

# Entnationalisierung des Geldes

Schriften zur Währungspolitik  
und Währungsordnung

Herausgegeben von  
Alfred Bosch, Reinhold Veit †  
und Verena Veit-Bachmann

Mohr Siebeck

Redaktion: Wendula Gräfin v. Klinckowstroem im Walter Eucken Institut

ISBN 978-3-16-149223-5 / eISBN 978-3-16-162256-4 unveränderte eBook-Ausgabe 2023

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

© für diese Ausgabe: Mohr Siebeck in Tübingen 2011.

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde-Druck in Tübingen aus der Stempel Garamond gesetzt, auf alterungsbeständigem Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden. Umschlagentwurf von Uli Gleis in Tübingen.

## Inhalt

Abgekürzt zitierte Sammlungen.....	VII
1. Was der Goldwährung geschehen ist (1932).....	1
2. Das Goldproblem (1937).....	25
3. Monetärer Nationalismus und internationale Stabilität (1937).....	45
4. Warenreservewährung (1943).....	119
5. Entnationalisierung des Geldes (1976) Eine Analyse der Theorie und Praxis konkurrierender Umlaufsmittel	129
Nachwort der Herausgeber .....	255
Bibliographische Angaben .....	259
Namenregister .....	261
Sachregister .....	263



## Abgekürzt zitierte Sammlungen

Hayek, *Schriften* A1ff. bzw. B 1ff., 2001ff.

Hayek, F.A. v., *Gesammelte Schriften in deutscher Sprache*, hrsg. von Alfred Bosch, Manfred E. Streit, Viktor Vanberg und Reinhold Veit, Tübingen: Mohr Siebeck 2001ff.

Hayek, *Works* Iff. 1988ff.

Hayek, F.A., *The Collected Works of F.A. Hayek*, hrsg. von W.W. Bartley III et al., Chicago und London: Routledge 1988ff.

Hayek, *Profits*, 1939

Hayek, F.A., *Profits, Interest and Investment and Other Essays on The Theory of Industrial Fluctuations*, London: Routledge & Sons 1939. – Wiederabdruck: London, New York: Routledge & Kegan Paul 1969, 1970; Clifton, NJ: Kelley, 1975.

Hayek, *Individualism*, 1948

Hayek, F.A., *Individualism and Economic Order*, Chicago: University of Chicago Press, 1948. – Gateway edition. Chicago: Henry Regnery 1972. – Midway reprint. Chicago und London 1980.

Hayek, *Individualismus*, 1952

Hayek, F.A., *Individualismus und wirtschaftliche Ordnung* [Originaltitel: *Individualism and Economic Order*], übersetzt von Helene Hayek, Erlenbach-Zürich: E. Rentsch 1952. – 2., erw. Aufl., fotomechanischer Nachdruck der 1. Aufl. 1952, mit einem bibliographischen Anhang von Kurt R. Leube, Salzburg: Neugebauer 1976.

Hayek, *Studies*, 1967

Hayek, F.A., *Studies in Philosophy, Politics and Economics*, Chicago: University of Chicago Press 1967.

Hayek, *Freiburger Studien*, 1969

Hayek, F.A. v., *Freiburger Studien: Gesammelte Aufsätze*, Tübingen: Mohr Siebeck, 1969. (Walter Eucken Institut, Wirtschaftswissenschaftliche und



wirtschaftsrechtliche Untersuchungen 5). – 2. Aufl., fotomechanischer Nachdruck der 1. Aufl. 1969, Tübingen: Mohr Siebeck 1994.

Hayek, *Drei Vorlesungen*, 1977

Hayek, F.A. v., *Drei Vorlesungen über Demokratie, Gerechtigkeit und Sozialismus*, Tübingen: Mohr Siebeck 1977 (Walter Eucken Institut, Vorträge und Aufsätze 63).

Hayek, *New Studies*, 1978

Hayek, F.A., *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas*, Chicago: University of Chicago Press 1978.

Hayek, *Money*, 1984

Hayek, F.A., *Money, Capital and Fluctuations: Early Essays*, übersetzt und hrsg. von Roy McCloughry, London: Routledge & Kegan Paul 1984.

Hayek, *Anmaßung*, 1996

Hayek, F.A. v., *Die Anmaßung von Wissen: Neue Freiburger Studien*, hrsg. von Wolfgang Kerber, Tübingen: Mohr Siebeck 1996. (Walter Eucken Institut, Wirtschaftswissenschaftliche und wirtschaftsrechtliche Untersuchungen 32).

# Was der Goldwährung geschehen ist\*

Ein Bericht aus dem Jahre 1932 mit zwei Ergänzungen

## *Inhaltsübersicht*

Vorbemerkung . . . . .	2
<i>[I. Teil]</i>	
Das Vordringen des Stabilisierungsgedankens . . . . .	3
Der Anfang der Schwierigkeiten Englands. . . . .	5
Die Gefahren der Stabilisierungspolitik . . . . .	7
Amerika und die Kooperation der Notenbanken . . . . .	8
<i>[II. Teil]</i>	
Englands »Goldknappheit« . . . . .	10
Die Stabilisierungspolitik und die Krise . . . . .	13
Der Zusammenbruch der Goldwährung in England. . . . .	15
Die Aussichten der Goldwährung. . . . .	16
<i>1. Ergänzung (1931/1965):</i>	
Ein unveröffentlichter Brief an den Herausgeber von <i>The Times</i> , London . . . . .	19
<i>2. Ergänzung (1965):</i>	
Bemerkungen über die Funktion von Währungsreserven und den Begriff der internationalen Liquidität . . . . .	22

---

\* Erstveröffentlichung unter dem Titel »Das Schicksal der Goldwährung« in zwei Teilen in: *Der deutsche Volkswirt*, 6. Jahrgang, Nr. 20, 12. Februar 1932, 642–645 und Nr. 21, 19. Februar 1932, 677–681. Neuausgabe 1965 unter dem Titel »Was der Goldwährung geschehen ist«; sie liegt diesem Abdruck zugrunde.

## Vorbemerkung

Dieser Aufsatz, der nun unter seinem ursprünglichen Titel wieder erscheint, ist zuerst in zwei Teilen in »Der deutsche Volkswirt« vom 12. und 19. Februar 1932 unter dem von der Schriftleitung gewählten Titel »Das Schicksal der Goldwährung« erschienen. Der Einfluß, den Mißverständnisse über die Ursachen des damaligen Zusammenbruches der Goldwährung auch heute noch auf die Politik ausüben, ließ es mir angezeigt erscheinen, ihn in gesonderter Form wieder zu veröffentlichen. Wie es wohl bei einem solchen Wiederabdruck nach dreiunddreißig Jahren angemessen ist, habe ich aller Versuchung widerstanden, an dem Text irgend etwas zu ändern, und will nur erklärend bemerken, daß in den Umständen der Zeit der in dem Aufsatz wiederholt gebrauchte Ausdruck »Stabilisierungspolitik« sich ausschließlich auf die Bemühungen bezieht, die nationalen Preisspiegel der einzelnen Länder gesondert zu stabilisieren, ein Versuch, der zum Zusammenbruch der Goldwährung führen mußte. Die diesbezüglichen Ausführungen habe ich später in meinem Buch »Monetary Nationalism and International Stability« (London, 1937; Nachdruck New York, August M. Kelley, 1964) weiter ausgeführt.\*\* Diesem Abdruck sind zwei Ergänzungen beigelegt: erstens der Text eines aus ungefähr der gleichen Zeit stammenden, aber unveröffentlicht gebliebenen Briefes an den Herausgeber von »The Times«, London; zweitens einige Bemerkungen über die Funktion von Währungsreserven und den Begriff der internationalen Liquidität.

Freiburg i. Brg., Februar 1965

---

\*\* [Diese Schrift ist in diesem Band: Hayek, *Schriften* A 3, S. 45–117, in deutscher Übersetzung enthalten unter dem Titel »Monetärer Nationalismus und internationale Stabilität«, d. Hrsg.]

## [I. Teil]

Es wird viel vom Versagen der Goldwährung gesprochen, besonders in England, wo zum Erstaunen jedes fremden Beobachters in den weitesten Kreisen das Aufgeben der Goldwährung als Befreiung von einem peinlichen Zwang begrüßt wurde. Tatsächlich ist es jedoch kaum zweifelhaft, daß die erneuerten Wahrungsschwierigkeiten fast der ganzen Welt nichts mit den der Goldwährung innewohnenden Tendenzen zu tun haben, sondern im Gegenteil das Ergebnis beharrlicher, von vielen Seiten und Jahre hindurch fortgesetzter Versuche sind, das Funktionieren der Goldwährung überall dort zu unterbinden, wo darin für das betreffende Land unerwünschte Tendenzen zum Ausdruck kamen. Es waren darum auch keineswegs, wie vielfach angenommen wird, die wirtschaftlich starken Länder Amerika und Frankreich, deren Maßnahmen die Goldwährung unwirksam machten, sondern die in einer verhältnismäßig schwächeren Position befindlichen Länder, voran England, die mit dem schließlichen Zusammenbruch ihrer Goldwährung für ihre fortgesetzte Verletzung der »Spielregeln der Goldwährung« zahlten.

Daß die sonst so konservativen Leiter der Zentralbanken verhältnismäßig leichten Herzens von den traditionellen Regeln der Währungspolitik abgewichen sind, ist dem Einfluß neuer, von wissenschaftlicher Seite propagierter wahrungspolitischer Ideen zuzuschreiben, die in den Nachkriegsjahren große Verbreitung erlangten. Um die tatsächliche Entwicklung zu verstehen, ist es daher unentbehrlich, zuerst kurz auf die Entstehung und Bedeutung dieser neuen Ideen einzugehen.

*Das Vordringen des Stabilisierungsgedankens*

Zunächst muß daran erinnert werden, daß als Folge der allgemeinen Papiergeldinflation in Europa und der damit verbundenen Abwanderung des Goldes nach Amerika nach Ende des Weltkrieges eine solche *Entwertung des Goldes* eintrat, daß gerade zu der Zeit, als in den meisten europäischen Ländern die Rückkehr zur Goldwährung das dringendste Bedürfnis war, in Amerika die Tatsache, daß auch das Gold nicht unter allen Umständen eine völlig befriedigende Wahrungsgrundlage bildete, stärker empfunden wurde als je zuvor. Es wurde wenig beachtet, daß freilich auch dieser Fall des Goldwertes nur eine Folge des Aufgebens der Goldwährung in Europa war und selbst so nie jenen Umfang erreicht hätte, wenn die wenigen Staaten, die Goldzahlungen beibehalten hatten, das Aufhören der Konkurrenz um das Gold nicht auch zu einer, wenn auch schwächeren Inflation benützten hätten.

Das zweite wichtige Moment, das die Entwicklung der währungs politischen Ideen bestimmte, ist, daß die eben erwähnten Vorgänge dazu beitragen, namentlich zwei Vertretern der mechanistischen Quantitätstheorie und des Gedankens einer planmäßigen Stabilisierung des Preisniveaus, Prof. Irving Fisher und Prof. Gustav Cassel, außerordentlichen Einfluß zu verleihen. Die erwähnten Schwankungen des Geldwertes mußten in weiten Kreisen Interesse für Prof. Fishers schon lange vorher vertretenen Vorschlag zur Stabilisierung des Geldwertes wecken, und die lebhafteste, namentlich von der von ihm gegründeten Stable Money Association entfaltete Propaganda hat dem Gedanken der Preisstabilisierung als Ziel der Währungspolitik fast die Stellung eines unangreifbaren Dogmas verschafft. Und Prof. Cassel, der sich um die Stabilisierung der europäischen Währungen die größten Verdienste erworben hat, hat durch seine Voraussage, daß die Goldproduktion nicht für den jährlichen Zuwachs des Weltbestandes an monetärem Gold von 3 Prozent ausreicht, der nach seiner Berechnung zur Stabilerhaltung des Preisniveaus erforderlich sei, ein weiteres außerordentlich wirkungsvolles Argument zugunsten der Stabilisierungspolitik beigetragen, dessen Einfluß auf die tatsächliche Entwicklung gar nicht überschätzt werden kann.

Die Angst vor der drohenden Goldknappheit und der Wunsch nach einer planmäßigen Politik zur Stabilisierung des Geldwertes führten zu den zwei weiteren beherrschenden Ideen der Periode, die namentlich in den Beschlüssen der Weltwirtschaftskonferenz von Genua im Jahre 1922 ihren Ausdruck fanden, der Bevorzugung der *Golddevisenwährung* als Ziel der Stabilisierung in den einzelnen Ländern und die Empfehlung einer »*Kooperation der Notenbanken*«. Beide Wünsche sollten von allergrößter Bedeutung für die währungspolitische Entwicklung der nächsten Jahre werden. Es ist darum vielleicht auch angezeigt, hier den Mann zu nennen, der als Propagator der Ideen der Konferenz von Genua – wenn nicht, wie man vermuten darf, auch als ihr Anreger – besonderen Einfluß gewonnen hat: Mr. R. G. Hawtrey vom britischen Treasury Department. Mit den beiden schon genannten Männern und mit dem gleich zu nennenden einflußreichsten Mann der Gruppe gehört wohl auch Mr. Hawtrey zu den eingangs erwähnten Stabilisierungstheoretikern, deren Einfluß es zuzuschreiben ist, wenn die Leiter der Zentralbanken williger als je zuvor von den traditionellen Regeln der Notenbankpolitik abwichen.

Noch an zwei weitere Punkte der Vorgeschichte muß kurz erinnert werden, bevor wir versuchen können, die Entwicklung in den letzten sechs Jahren zu verstehen. Ende 1923 erschien J.M. Keynes' *Tract on Monetary Reform*, mit dem sich sein, durch seine Schriften über den Friedensvertrag rasch zur internationalen Berühmtheit gelangter Verfasser nicht nur der Gruppe der Geldwertstabilisierer zugesellte, sondern auch eine der, wie mir scheint, irrigen Interpretationen der gleichzeitigen Ereignisse ins Leben setzte, die in England

allgemein angenommen wurde und eine der Grundlagen der Währungspolitik bildete, die schließlich zur Einstellung der Goldeinlösung führte. Keynes behauptete nämlich, daß die amerikanischen Federal Reserve-Banken eine planmäßige Politik der »Sterilisierung« des einströmenden Goldes verfolgten, das heißt verhinderten, daß sich der Geldumlauf in Amerika entsprechend dem Goldzufluß vermehrte, und damit den ausgleichenden Mechanismus der Goldwährung unwirksam machten. Obwohl dieser Behauptung sofort von sachverständiger amerikanischer Seite (namentlich Dr. B.M. Anderson) entschieden widersprochen wurde und, wie wir sehen werden, in der seither verstrichenen Periode das Federal Reserve-System gewiß nicht nach der Richtung einer zu restriktiven Politik irrte, blieb in England die Behauptung, daß Amerika ständig den anerkannten Regeln der Goldwährung zuwidergehandelt habe, unwidersprochen. Der Schluß, der daraus gezogen wurde, war, daß England gegenüber den Goldabziehungen machtlos geworden sei, da Amerika ein bodenloses Loch darstelle, in dem das Gold der ganzen Welt versinken könne, ohne auf das dortige Preisniveau zu wirken.

Der letzte Punkt, der kurz erwähnt werden muß, ist, daß der *Federal Reserve Board* in seinem rasch berühmt gewordenen *Jahresbericht* für 1923, wenn er auch die Politik einer vollkommenen Stabilisierung des Preisniveaus ablehnte, sich doch insofern den Stabilisierungstheoretikern anschloß, als er seiner Überzeugung Ausdruck gab, daß Krisen und Depressionen wesentlich gemildert werden könnten, wenn nicht nur, was kaum bestritten werden dürfte, jede Hochkonjunktur rechtzeitig durch Heraufsetzen der Diskontsätze bekämpft, sondern auch, was für das Verständnis seiner weiteren Politik sehr wichtig ist, *jeder Rückgang der allgemeinen Geschäftstätigkeit sofort durch eine energische Herabsetzung der Diskontsätze beantwortet würde*. Der Federal Reserve Board ist dieser Programmschrift, wie wir sehen werden, nicht nur strikt gefolgt, sondern es sind ihm überdies, wie hier noch erwähnt sei, die Forderungen der extremen Vertreter des Stabilisierungsgedankens während der ganzen folgenden Periode in fortgesetzten parlamentarischen Enqueten (»Stabilization Hearings«) ständig von neuem eingeschärft worden.

### *Der Anfang der Schwierigkeiten Englands*

Die eigentlichen Probleme, bei deren Lösung diese Ideen eine zum Teil verhängnisvolle Rolle spielen sollten, begannen mit *Englands Rückkehr zur Goldwährung* im Jahre 1925. Ob es weise war, mit Hilfe eines schwierigen Deflationsprozesses zur Vorkriegsparität zurückzukehren, ist recht fraglich. Die seither eingetretenen Ereignisse lassen es wahrscheinlich erscheinen, daß England besser getan hätte, wenn es sich des Rates Ricardos erinnert hätte, der

mehr als hundert Jahre vorher schrieb, daß er einer Regierung niemals empfehlen würde, eine um 30 Prozent entwertete Währung wieder auf *Pari* zu heben. Jedenfalls mußte England dadurch in eine recht schwierige Lage kommen, da es stets einige Zeit dauert, bis sich die inneren Preise dem neuen Stand der Wechselkurse anpassen, und in England überdies infolge der Stabilisierung am Ende eines Deflationsprozesses die internen Preise zu einer Zeit über dem internationalen Niveau standen, als gleichzeitig und noch mehrere Jahre hindurch in den verschiedenen kontinentalen Ländern, so wie sie sich allmählich am Ende eines Inflationsprozesses stabilisierten, die internen Preise *unter* dem Weltniveau standen. Diese Situation hätte zur dauernden Sicherung der Goldwährung eine Fortsetzung des Deflationsprozesses bis zu dem Punkt notwendig gemacht, an dem auch das innere englische Preisniveau ein Gleichgewicht mit dem Rest der Welt erreicht hatte. Dazu war man aber in England nichts weniger als gewillt, und die neuen Ideen der Preis- und Konjunktur Stabilisierung als Ziel der Währungspolitik gaben die willkommene Rechtfertigung für ein Abweichen von den orthodoxen währungspolitischen Regeln. Die Lage der englischen Wirtschaft zeigte zweifellos alle Symptome, die nach den Lehren der Stabilisierungstheoretiker eine Politik der Kreditexpansion angezeigt erscheinen ließen. Fallende Preise, wachsende Arbeitslosigkeit und andauernd ungünstige Lage der wichtigsten Industrien ließen in England auch die Jahre vor 1929 als Depressionsperiode erscheinen. Für die Leiter der Währungspolitik ergab dies ein ernstes Dilemma, das tatsächlich so gelöst wurde, daß alle die Jahre hindurch bis zum schließlichen Zusammenbruch der Goldwährung die Bank von England sich auf das Minimum der zur Erhaltung eines momentanen, höchst labilen Gleichgewichtes der Währung unvermeidlichen Maßnahmen beschränkte und von jeder Möglichkeit Gebrauch machte, die von der internationalen Situation diktierte Kreditverknappung zu vermeiden. Fortdauernd wurden, entgegen dem Grundgedanken der Goldwährung, die abströmenden Goldmengen durch Ausdehnung der Leihfähigkeit der Bank kompensiert und so der gesamte Umlauf zu einer Zeit konstant gehalten, da er sich bei Bestehen einer echten Goldwährung hätte verringern müssen.<sup>1</sup> Es ist nur natürlich, daß die Bank von England in dieser Situation die begeistertste Vorkämpferin der »Kooperation der Notenbanken« wurde, die sie ganz von diesen unangenehm-

---

<sup>1</sup> Das wurde von dem Vertreter der Bank vor dem Macmillan-Ausschuß offen zugegeben, anscheinend ohne daß sich jemand bewußt geworden wäre, daß dies eine flagrante Verletzung der vielbesprochenen Regeln der Goldwährung darstellt. Der Deputy Governor der Bank of England Sir Ernest Harvey erklärte vor diesem Ausschuß (*Minutes of Evidence taken before the Committee on Finance and Industry*, London 1931, Vol. I, Q. 353): »Wenn Sie eine Folge von Bankausweisen betrachten, werden Sie feststellen, daß der Verlust von Gold fast vollständig durch eine Zunahme des Bestandes an Wertpapieren ersetzt worden ist.«

men Notwendigkeiten entheben sollte. Und die Diskussion über die relative Bedeutung der nationalen Bestimmungsgründe der Währungspolitik ist in diesen Jahren in England immer mehr in den Vordergrund getreten und hat mit der Veröffentlichung des Berichtes des Macmillan-Ausschusses einen gewissen Höhepunkt erreicht, der gleichzeitig einen starken Erfolg für die von Keynes geführte nationalistische Richtung in der Währungspolitik darstellt.

### *Die Gefahren der Stabilisierungspolitik*

All dies ruht aber theoretisch auf recht schwachen Füßen. Die Theorie der Preis- und Konjunktur Stabilisierung war – abgesehen von ihren sonstigen Mängeln – für ein geschlossenes Wirtschaftsgebiet entwickelt worden und war nicht ohne weiteres auf ein einzelnes Land anwendbar, das Glied eines internationalen Systems ist. Gerade England war aber noch weniger als irgendein anderes Land in der Lage, seine innere Situation als etwas von seinen internationalen Beziehungen grundsätzlich Verschiedenes zu betrachten. Schon der Beginn seiner Schwierigkeiten war in erster Linie seiner verschlechterten internationalen Situation zuzuschreiben, die wieder eine Folge des nach der Deflation noch immer verhältnismäßig zu hohen Preis- und Lohnniveaus war. Im Laufe der Jahre seit 1925 dürfte sich aber die internationale Position Englands noch weiter verschlechtert haben, wozu die vergebliche Stabilisierungspolitik der Bank von England nicht wenig beigetragen hat. Es kann kaum ein Zweifel bestehen, daß in diesem Zeitraum zumindest in den Vereinigten Staaten das Tempo des Fortschrittes der Produktionstechnik und der damit verbundenen Kostensenkung wesentlich schneller war als in England. Auch wenn anfänglich ein Gleichgewicht zwischen dem inneren Geldwert in England und den Vereinigten Staaten bestanden hätte, würde diese Entwicklung bei Bestehen eines gemeinsamen Währungssystems, also insbesondere bei Bestehen der Goldwährung in beiden Ländern, eine andauernde Tendenz zu Abwanderungen von Gold nach Amerika und damit einen anhaltenden Druck auf das englische Preisniveau unvermeidlich gemacht haben. Diese Vorgänge sind ein notwendiges Glied in dem Mechanismus, durch den sich die Verteilung des Goldes der Welt den geänderten Produktionsverhältnissen anpaßt.

Es braucht kaum erwähnt zu werden, daß die Zahlung der Kriegsschulden ein weiteres höchst bedeutungsvolles Moment darstellte, das eine relative Preisenkung und deshalb Kreditkontraktion in Europa im Vergleich zu Amerika notwendig machte, wenn auch im Fall Englands, das für diese Zahlungen nur eine Durchgangsstation bildete, seine Bedeutung wesentlich geringer war.

Der Versuch, angesichts all dieser Umstände doch die unvermeidliche Senkung des nationalen Preisniveaus zu vermeiden, hätte nicht so lange verhältnis-



mäßig erfolgreich sein können, wenn er nicht infolge der Herrschaft des Stabilisierungsgedankens in den Vereinigten Staaten verständnisvolles Entgegenkommen und gleichgerichtete Bemühungen angetroffen hätte. Der schon erwähnte Prozeß der Kostensenkung, der dort vor sich ging, hätte, wenn er nicht durch eine gewaltige Kreditexpansion kompensiert worden wäre, zu einer entsprechenden Preissenkung führen müssen, die einerseits, da sie ja nur eine Folge der Kostensenkung gewesen wäre, die Produktion in keiner Weise geschädigt hätte, und andererseits durch das Mittel der Goldansaugung von Europa die hier schließlich unausweichliche Kostenreduktion erzwungen hätte. Daß ein solcher der Kostensenkung entsprechender Preisfall ohne Schaden für die Produktion vor sich gehen kann, wurde deutlich durch die Entwicklung in den Vereinigten Staaten in den Jahren 1925–1927 demonstriert, in denen trotz ständig fallender Preise Hochkonjunktur herrschte. Es lag nahe, damals, das ist bis 1927, gerade aus dem Fallen der Preise zu schließen, daß es den Vereinigten Staaten gelingen würde, eine inflationistische Kreditexpansion und damit auch die folgende Krise zu vermeiden und die günstige Konjunktur zu verewigen. Es zeigte sich jedoch, daß auch vor 1927 der Preisfall durch eine planmäßige Kreditexpansion hinter dem Maß der Kostensenkung zurückgehalten wurde, so daß 1927 eine Reaktion drohte. Und die ersten Anzeichen dieser Reaktion gaben Anlaß zu einer ungeheuren Beschleunigung dieser Kreditexpansion, zu der die Politik Europas und namentlich Englands Amerika die Möglichkeit bot und die direkt zu der Krise von 1929 führte.

#### *Amerika und die Kooperation der Notenbanken*

Daß bis 1927 die Vereinigten Staaten das einfließende Gold nicht, wie vielfach behauptet, sterilisierten, sondern zur Grundlage einer ganz ausgiebigen Kreditexpansion machten, geht aus allen Statistiken, besonders aber aus der Entwicklung der Depositen bei den Mitgliedsbanken des Federal Reserve-Systems hervor, die von 1925 bis 1927 von rund 18 auf über 20 Milliarden Dollar stiegen. Der beste Beweis dafür, daß die Vereinigten Staaten in diesen Jahren stärker Kreditexpansion trieben, als ihnen gut tat, sind jedoch die unverkennbaren Anzeichen eines Konjunkturrückschlages, die sich 1927 geltend machten. Wahrscheinlich wäre schon diese Expansion vor 1927 geringer ausgefallen, wenn nicht die andauernde »cheap money policy« der Bank von England das Federal Reserve-System jeder Sorge vor zu großen Goldabhebungen enthoben hätte. Von 1927 an kann jedoch über die Bedeutung dieses Momentes kaum ein Zweifel bestehen. Daß die Federal Reserve-Banken eine im Umschlagen begriffene Konjunktur durch neuerliche gewaltige Kreditinjektionen wieder anfa-chen und dann durch weitere zwei Jahre auf einer vorher nie gekannten Höhe

erhalten konnten, obwohl in dem Augenblick, da sie diese Politik begannen, die Goldbewegungen sich umgekehrt hatten, und daß trotzdem dieser Goldabflu nach einigen Monaten zu einem Stillstand kam, ohne die Federal Reserve-Banken zu einer Aufgabe ihrer Expansionspolitik zu zwingen, war nur möglich, weil die europäischen Notenbanken nur allzu willig waren, auf dem Pfad der Kreditexpansion zu folgen. Sicher hat in diesem kritischen Zeitpunkt bewußte Kooperation der Notenbanken eine große Rolle gespielt. Es wird sogar behauptet, scheint mir aber kaum glaublich, daß bei der im August 1927 in Washington abgehaltenen Besprechung der Zentralbanken vereinbart wurde, daß künftighin keine Zentralbank der anderen ohne deren Zustimmung Gold entziehen dürfe.<sup>2</sup> Welche Form dieses Einverständnis aber tatsächlich auch genommen haben mag, kein Zweifel kann wohl darüber bestehen, daß dank einer solchen stillschweigenden oder ausgesprochenen Kooperation in den Jahren 1927–1929 eine Kreditexpansion ermöglicht wurde, die unter der automatischen Goldwährung der Vorkriegszeit unmöglich gewesen wäre.

Der Vorwurf, daß die Vereinigten Staaten durch das Horten von Gold die Schwierigkeiten Englands verursacht hätten, ist angesichts dieser Entwicklung absurd; er bedeutet nichts anderes, als daß Amerika noch mehr Inflation treiben und dadurch eine noch schwerere Krise hätte verursachen sollen. Es ist etwas viel verlangt, daß Amerika in einseitiger Weise und um den Preis schwerer Erschütterungen seines Produktionsapparates das internationale Gleichgewicht ausschließlich durch Kreditausweitung auf seiner Seite hätte herbeiführen sollen, während auf der anderen Seite kein Versuch gemacht wurde, eine entsprechende Kreditverknappung durchzuführen. Daß diese Forderung gestellt werden konnte, ist nur der Herrschaft des Stabilisierungsgedankens zuzuschreiben, dem die Vorstellung zugrunde lag, daß eine Kreditausweitung, die nur dazu diene, das Preisniveau stabil zu erhalten, auch wenn es sich nur um das lokale Preisniveau des in seiner Produktivität am schnellsten fortschreitenden Glieds eines internationalen Systems handelte, keine schädlichen Wirkungen haben könne. Ebenso gut hätte man behaupten können, daß eine Kreditausweitung, die gerade nur ausreiche, um den Preis jener Ware stabil zu erhalten, deren Produktionskosten am schnellsten fielen, keine schädlichen Wirkungen haben könne. Daß der Stabilisierungsgedanke in diesem Punkt völlig zusammengebrochen ist und die gegenwärtige Krise vor allem der bis 1929 andauern-

---

<sup>2</sup> So Einzig, P., *Behind the Scenes of International Finance*, London: Macmillan 1931, S. 36. Wenn man freilich die Aussagen Gouverneur Normans vor dem Macmillan-Ausschuß liest, in denen er nicht nur die Bemühungen um Kooperation der Zentralbanken als eine der beiden wichtigsten Tätigkeiten der Bank von England in dieser Periode bezeichnet, sondern auch deren Aufgabe als »Beseitigung des Kampfes um das Gold« kennzeichnet, wird diese Behauptung schon weniger unwahrscheinlich. Vgl. *Minutes of Evidence*, [op.cit., vgl. Anm. 1], Vol. I, Q. 3490.

den Inflation zuzuschreiben ist, die nicht einmal ausreichte, um das Preisniveau völlig stabil zu halten, wird in Amerika heute allgemein anerkannt. Den besten Beweis dafür bildet wohl der jüngst erschienene Bericht eines Ausschusses des Federal Reserve-Systems, der empfiehlt, zur Verhinderung der Wiederkehr einer solchen Inflation eine wesentliche Verschärfung der bestehenden Reservevorschriften für die Mitgliedsbanken des Systems durchzuführen.

Etwas eher scheint auf den ersten Blick der Vorwurf systematischer Goldhortung im Falle Frankreichs zuzutreffen. Frankreich hat tatsächlich, nachdem die Stabilisierung des Franc auf einem Niveau erfolgt war, das ihn international gegenüber seiner internen Kaufkraft beträchtlich unterbewertete, eine äußerst vorsichtige Politik verfolgt und eine dem Betrag des einfließenden Goldes *proportionale* Kreditexpansion verhindert. Frankreich hat jedoch nicht verhindert, daß – und dies allein ist zum Funktionieren der Goldwährung erforderlich – sich sein Geldumlauf absolut um den Betrag des einströmenden Goldes vermehrte. Das einzige, was daher über Frankreichs Währungspolitik in diesem Zusammenhang gesagt werden muß, ist, daß Frankreich aus den Erfahrungen der übrigen europäischen Länder gelernt hatte, die, nachdem sie nach der Stabilisierung ihrer Währungen zunächst eine sehr schnelle Anpassung ihres Preisniveaus an das Weltpreisniveau und die damit verbundene Kreditexpansion zugelassen hatten, alle von einer mehr oder minder heftigen »Stabilisierungskrise« heimgesucht wurden, die Frankreich auf diese Weise tatsächlich vermied. Auch hier war es also der Versuch einer Abwehr der namentlich durch Englands Währungspolitik geförderten Gefahr einer Inflation, der Frankreichs Währungspolitik bestimmte.

### [II. Teil]

#### Englands »Goldknappheit«

Für die Zeit vor 1929 kann ernstlich kaum behauptet werden, daß in irgendeinem Sinn eine Goldknappheit die wirtschaftliche Entwicklung der Welt beeinträchtigte. Wir haben im Gegenteil in diesen Jahren eine Kreditexpansion in einem Umfang mitgemacht, wie sie in Ländern mit Goldwährung kaum je früher dagewesen ist. Es ist daher auch höchst unwahrscheinlich, daß seither der Goldvorrat der Welt, der zu jener Kreditexpansion ausreichte, plötzlich unzureichend geworden und eine Goldknappheit die Ursache des gegenwärtigen Preisfalles sein sollte. Tatsächlich war es ein einziges Land, in dem es damals eine ständige Goldknappheit gab, nämlich England, und hier war die Goldknappheit wesentlich den gleichen Ursachen zuzuschreiben, die bei jedem Privaten Geldknappheit verursachen können, dem Umstand nämlich, daß Eng-

land ständig mehr ausgab, als es einnahm. Wäre England nicht das Land gewesen, von dem der Rest der Welt seit einem Jahrhundert gewohnt war, seine währungspolitischen Ansichten zu beziehen, so wäre es kaum dazu gekommen, daß das Bestehen einer Goldknappheit in England ohne weiteres als hinreichender Beweis für die Notwendigkeit einer Politik der Bekämpfung der Goldknappheit in der ganzen Welt hingenommen worden wäre. Englands dominierender Einfluß auf dem Gebiete der Geldtheorie, der ein Segen für die übrige Welt gewesen war, solange England sich in einer starken Position befand, mußte der Welt zum Schaden gereichen, sowie die internationale Position Englands ungünstig wurde. Denn die Goldwährung und in der Tat jede internationale Währung ist nur das Mittel, durch das sich Änderungen der relativen wirtschaftlichen Position eines Landes auf seinen Anteil am Welteinkommen auswirken. Während daher jedes Land, das sich in einer günstigen Lage befindet, stets gesunde währungspolitische Grundsätze vertritt, wird in einem Land, in dessen internationalen Beziehungen ungünstige Umstände zum Ausdruck kommen, sich die Stimmung immer gegen die Goldwährung wenden, obwohl diese doch nur das Mittel ist, durch das sich Tendenzen auswirken, die auf keinen Fall beseitigt werden können.

Von dem Wunsch, der unangenehmen Notwendigkeit enthoben zu sein, durch Preis- und Lohnsenkungen den allgemeinen Lebensstandard dem verringerten Nationaleinkommen anzupassen, zu einer theoretischen Rechtfertigung einer Währungspolitik, die die dahin gehenden Tendenzen der Goldwährung unwirksam machte, war es nicht weit. Eine eingehendere Darstellung und Kritik der heute schon weit verbreiteten Irrtümer über das Funktionieren der internationalen Goldwährung und den Mechanismus der internationalen Kapitalbewegungen, die der Politik der Bank von England zugrunde liegen, würde einen besonderen Aufsatz erfordern. Der wichtigste Irrtum ist die Unterscheidung von bloß temporären Goldbewegungen, die keinen tieferliegenden Ursachen, sondern nur momentanen Umständen zuzuschreiben sind und daher keine Änderung des internen Kreditvolumens veranlassen sollen, von den »echten« Kapitalbewegungen, die allein eine Ursache für Zinsfuanderungen darstellen sollen. Warum freilich Goldbewegungen unter irgendwelchen Bedingungen nicht echte Kapitalbewegungen darstellen sollen und warum ein Land, das nicht in der Lage ist, seine laufenden Verpflichtungen durch seine laufenden Leistungen zu decken und darum genötigt ist, zum Teil in bar zu zahlen, also das Defizit der laufenden Rechnung durch Kapitalleistungen auszugleichen, trotzdem nachher noch in der Lage sein soll, der heimischen Industrie ebensoviel Kapital wie vorher zu Investitionszwecken zur Verfügung zu stellen, wird nicht erklärt. Diese Theorien sind weder neu, noch nehmen sich auch ihre Vertreter die Mühe zu zeigen, daß ihre Widerlegung, die von den klassischen Nationalökonomien vor mehr als hundert Jahren – wie man glauben

durfte, endgültig – erfolgte, unzutreffend ist. Das hinderte jedoch nicht, daß sie von den Praktikern mit Freude aufgegriffen und in die Praxis umgesetzt wurden; ja man kann sagen, daß die Währungspolitik ihnen folgte, bevor sie noch in klarer Weise formuliert worden waren. J.M. Keynes' *Treatise on Money*, das den großangelegten Rechtfertigungsversuch dieser Politik darstellt, ebenso wie der ganz in Keynes' Geist gehaltene und vorwiegend von ihm beeinflusste Bericht des Macmillan-Ausschusses sind in diesem Punkt viel weniger revolutionär, als es scheinen mag, wenn man sie mit den traditionellen Regeln der Währungspolitik vergleicht. Sie erheben im wesentlichen nur die Verstöße gegen die traditionellen Regeln der Goldwährung zum Prinzip, die die Bank von England in den letzten sechs Jahren ständig begangen hat.

Die Bank von England stand natürlich mit ihren Bemühungen, die Goldbewegungen unwirksam zu machen, in dieser Periode nicht allein. England ist nur das wichtigste Land, in dem solche Versuche gemacht wurden, und das einzige Land, in dem diese Politik nicht nur konsequent fortgeführt, sondern auch der Versuch unternommen wurde, sie theoretisch zu rechtfertigen. Man muß aber, um verständlich zu machen, warum diese Versuche nach dem Kriege so allgemein wurden, hier noch ein Moment erwähnen, das die Zentralbanken zu solchen Versuchen geradezu verleiten mußte: das allgemeine Verschwinden des Goldes aus dem Umlauf und die Konzentration des gesamten Goldbestandes bei den Zentralbanken, mit einem Wort, die allgemeine Einführung des Systems der *Goldkernwährung*. Solange sich Gold im Verkehr befand und daher Gold für den Export nicht unmittelbar der Zentralbank entzogen werden mußte, ergab sich eine Verknappung des Geldumlaufes unmittelbar als Folge dieser Goldexporte, ohne daß die Zentralbank, die davon gar nicht direkt betroffen werden mußte, einen Anlaß hatte oder in die Versuchung kam, dies durch vermehrte Kreditgewährung zu kompensieren. Die Verknappung des Umlaufes führte vielmehr direkt zu einer Erhöhung der Marktzinssätze und auf diesem Weg schließlich auch zur Erhöhung des offiziellen Diskontsatzes. Wenn dagegen das Gold für den Export ausschließlich der Zentralbank entnommen wird, so ist die Versuchung für sie überaus groß, es gar nicht zu einer Verknappung der Kreditbasis kommen zu lassen, sondern den Goldabfluß sogleich durch vermehrte Kreditgewährung auszugleichen.

In der Praxis wurde dieses Vorgehen meist in zwei bekannte Regeln zusammengefaßt, die an sich durchaus richtig sind, aber in einer Weise gedeutet wurden, die dem Sinne ihrer klassischen Urheber durchaus widersprach. Es sind dies die beiden Sätze, daß der *Zweck von Goldbewegungen die Ausgleichung internationaler Saldi* ist und daß *Goldreserven dazu da sind, im Bedarfsfall gebraucht zu werden*. Nun soll aber weder der erste Satz sagen, daß die Goldbewegungen die endgültige Regelung internationaler Differenzen darstellen, sondern nur, daß sie ein Glied in dem Mechanismus sind, der schließlich zu

einer effektiven Leistung in Gütern führt. Noch bedeutet der zweite Satz, daß Goldreserven dazu da sind, um die Notwendigkeit der Einschränkung des heimischen Geldumlaufes im Fall einer Goldausfuhr zu umgehen. Beide Sätze gelten für den Fall einer Goldkernwahrung und den Fall eines gemischten Geldumlaufes in genau dem gleichen Sinn, in dem sich Goldbewegungen in dem Fall eines ausschließlichen Geldumlaufes auswirken würden. Nicht umsonst haben die großen Geldtheoretiker der klassischen Periode von Ricardo an immer darauf bestanden, daß ein nichtmetallischer Geldumlauf stets so reguliert werden sollte, daß sich die gesamte Menge alles umlaufenden Geldes ebenso ändert, wie dies geschehen würde, wenn ausschließlich Gold im Umlauf wäre. Jeder Versuch, Goldbewegungen durch entgegengesetzte Änderungen des Kreditvolumens zu kompensieren, kann nur die Wirkung haben, den Mechanismus der internationalen Kapitalbewegungen unwirksam zu machen und schließlich auch das Instrument, das sie ermöglichen soll, die Goldwährung, zu zerbrechen.

### *Die Stabilisierungspolitik und die Krise*

Es ist wohl klar, daß sich die Behauptung, daß die künstliche Verhinderung des durch die Kostensenkung bedingten Preisfalles schädlich gewirkt habe, auf die Periode bis zum Jahre 1929 bezieht und nicht den seither eingetretenen Preisfall als unschädlich darstellen will. Im Gegenteil, dieser Preisfall ist eben eine der schwersten schädlichen Folgen der Stabilisierungspolitik der vorausgegangenen Periode. Anstatt die Preise langsam fallen zu lassen, so wie dies ohne Schädigung der Produktion möglich gewesen wäre, wurden solche Mengen zusätzlicher Kredite in den Umlauf gepumpt, daß das Preisniveau selbst in jenen Ländern annähernd stabil erhalten wurde, wo der schnellere technische Fortschritt eine Tendenz zum Sinken des Preisniveaus im Verhältnis zum Rest der Welt hervorrief. Ob eine solche Inflation bloß dazu dient, die Preise stabil zu erhalten oder ob sie zu einer Preissteigerung führt, macht dabei wenig Unterschied. Die Erfahrung hat nun bestätigt, was die Theorie schon wußte, daß auch eine solche Inflation zu Fehlleitungen der Produktion in einem solchen Ausmaß führen kann, daß schließlich ein Zusammenbruch in Form einer Krise unausbleiblich wird. Damit ist aber die Unmöglichkeit einer absoluten Stabilisierung des Preisniveaus in einer dynamischen Wirtschaft auch praktisch erwiesen. Die Stabilerhaltung in einer Zeit, in der die natürliche Tendenz abwärts gerichtet war, hat schließlich zu einem Preissturz geführt, der die Preise zweifellos weit unter jenes Niveau herunterbrachte, das erreicht worden wäre, wenn die Preise langsam durch die ganze Periode hindurch gefallen wären – gerade so, wie unter sonst stationären Verhältnissen die Reaktion auf eine Inflation,

die in einer Preissteigerung zum Ausdruck kam, weit unter das anfängliche Preisniveau herunterführen kann.

Obwohl aber kein Zweifel bestehen kann, daß der Preisfall seit 1929 überaus schädlich war, so sagt dies doch nicht, daß die seither gemachten Versuche, ihn durch planmäßige Kreditexpansion zu bekämpfen, nicht mehr Schaden als Nutzen angerichtet haben. Es ist jedenfalls eine Tatsache, daß in der gegenwärtigen Krise zum erstenmal in großem Stil der Versuch gemacht worden ist, unmittelbar nach dem Umschlagen der Bewegung durch eine planmäßige Politik der Zinsverbilligung – verbunden mit allen möglichen anderen Maßnahmen zur Verhinderung des normalen Liquidationsprozesses – eine Wiederbelebung der Wirtschaft hervorzurufen, und daß in der Folge die Depression verheerendere Formen annahm und länger dauerte als je zuvor. Die währungspolitischen Maßnahmen selbst, namentlich in der Form, wie sie am klarsten von den Federal Reserve-Banken verfolgt wurden, entsprachen völlig dem Rezept der Stabilisierungstheoretiker. Und sie wurden in Amerika von allen Arten nicht währungspolitischer Maßnahmen ergänzt, die fast durchweg von dem Wunsch nach »Erhaltung der Kaufkraft« diktiert wurden, der, obwohl ursprünglich auf die Unterkonsumtionstheorien der Krisen gestützt, von seiten der Stabilisierungstheoretiker eine wichtige Unterstützung erhielt. Von Präsident Hoovers Appell an die Unternehmer im Herbst 1929, Arbeiterentlassungen zu vermeiden, bis zur eben erfolgten Gründung der Reconstruction Finance Corporation, die in Schwierigkeiten geratenen Firmen helfen soll, den Zusammenbruch zu vermeiden, hat sich in den Vereinigten Staaten eine Maßnahme zur Verhinderung oder Hinausschiebung des normalen Liquidationsprozesses an die andere gereiht.

Wenn es auch kaum möglich ist, in der hier gebotenen Kürze den Beweis für diese Behauptung zu bringen, so muß doch bemerkt werden, daß es recht wahrscheinlich ist, daß wir längst aus dem Schlimmsten heraus wären und der Preisfall nie jenen katastrophalen Umfang angenommen hätte, wenn man nach der Krise von 1929 dem Liquidationsprozeß seinen Lauf gelassen hätte. Nur eine recht oberflächliche Erklärung der Krise, wie sie von den meisten Stabilisierungstheoretikern vertreten wird, konnte zu der Annahme führen, daß eine gründliche Reorganisation des ganzen Produktionsapparates vermieden werden könne. Nur wenn man glaubte, daß die Ursache der Krise allein in einem monetären Deflationsprozeß liege, und die in der vorangegangenen Hochkonjunktur eingetretenen Fehlleitungen der Produktion völlig vernachlässigte, konnte man glauben, daß durch eine solche Bekämpfung der Symptome die Krise überwunden werden könne. Wenn aber, woran kaum ein Zweifel bestehen kann, die unmittelbare Ursache der Krise eben in diesen realen Fehlleitungen der Produktion liegt und der Deflationsprozeß nur eine dadurch ausgelöste sekundäre Erscheinung, ein Glied in dem Prozeß darstellt, durch den die not-

wendige Neuanpassung der Produktion erzwungen wird, dann konnten die von den Stabilisierungstheoretikern vertretenen Maßnahmen zur Verhinderung des Liquidationsprozesses nur die Wirkung haben, die Depression und den Preisfall wesentlich zu verlängern.

Es besteht dann auch keinerlei Anlaß, die Goldwährung in irgendeiner Weise für den gegenwärtigen Preisfall verantwortlich zu machen. Alle aufgezählten Momente, die wirklich eine ursächliche Rolle gespielt zu haben scheinen, stellen vielmehr Versuche dar, den normalen Mechanismus der kapitalistischen Wirtschaft im allgemeinen und der Goldwährung im besonderen unwirksam zu machen. Nur ein Argument, übrigens wohl das schwächste seiner Art, das bisher nicht ausdrücklich erwähnt, wohl aber implicite beantwortet wurde, muß noch kurz berührt werden: die vermeintliche schädliche Wirkung der bestehenden ungleichmäßigen Verteilung des Goldes in der Welt. Wer der bisherigen Argumentation gefolgt ist, muß wohl ohne weiteres sehen, daß es sich hier durchaus um eine Folge der schon besprochenen Umstände, um eine Wirkung der Nichtbefolgung der Regeln der Goldwährung seitens einer Reihe von Ländern und nicht um eine selbständige Ursache handelt. Und der Druck, der heute von dieser ungleichmäßigen Verteilung ausgeht, stellt nichts anderes als die unausbleibliche Verstärkung jener Tendenzen dar, denen sich jene Länder so lange widersetzt haben.

### *Der Zusammenbruch der Goldwährung in England*

Die Weltkrise und der dadurch ausgelöste Deflationsprozeß machten die Lage der Bank von England nicht leichter und verringerten eher ihre Entschlossenheit noch mehr, durch ein Hochhalten der Zinssätze die inneren Schwierigkeiten zu vergrößern. Mit den Federal Reserve-Banken um die Wette beeilte sie sich nach der Krise von 1929, den Zinssatz zu senken, der innerhalb weniger Monate von  $6\frac{1}{2}$  Prozent auf 3 Prozent heruntergebracht wurde. Die eigentliche Zuspitzung der Lage trat jedoch erst ein, als die Bank von England, nachdem sie den Satz von 3 Prozent durch zwölf Monate beibehalten hatte, im Mai des abgelaufenen Jahres, als schon der Zusammenbruch der Osterreichischen Credit-Anstalt das erste Sturmzeichen geboten hatte, ihren Satz weiter auf  $2\frac{1}{2}$  Prozent ermäßigte und bis in den Juli hinein beibehielt, obwohl schon gewaltige Goldabziehungen einsetzten. Von da an wurden kaum mehr ernstliche Versuche gemacht, das Pfund zu retten, und die Bank schien sich damit abgefunden zu haben, daß die Einlösung früher oder später aufgegeben werden müsse. Nur so ist es zu erklären, daß weder die eigene Goldreserve der Bank noch die nach und nach in Frankreich und Amerika aufgenommenen Kredite dazu benützt wurden, um durch den Verkauf dieser Goldguthaben den heimischen



Umlauf einzuschränken. Mehr noch, um die Bank von der sonst bestehenden Notwendigkeit einer solchen Reduktion des Umlaufes zu befreien, wurde Ende Juli die gesetzliche Grenze für den »fiduziären« (ungedeckten) Notenumlauf erhöht und im Juli auch der tatsächliche Notenumlauf stärker als saisonmäßig begründet, vermehrt. Daß unter diesen Umständen die zu Interventionszwecken zur Verfügung stehenden Kredite sich wirkungslos erschöpfen mußten, ist selbstverständlich. Allein dieser offenbare Mangel an Entschlossenheit, etwas zum Schutz des Pfundes zu tun, hätte wahrscheinlich zu beträchtlichen Abziehungen von Krediten geführt. Als jedoch im September noch die bekannten weiteren Vertrauenserschütterungen die Abziehungen verstärkten, kam das Ende so kampflos, wie man es selbst nach der Politik der Bank von England in den vorangegangenen Jahren nicht erwartet hätte. Daß die Bank von England bei einem offiziellen Diskontsatz von nicht mehr als  $4\frac{1}{2}$  Prozent die Barzahlungen einstellte, ist sicher das überraschendste und mit allen traditionellen Regeln der Währungspolitik am meisten im Widerspruch stehende währungspolitische Ereignis der abgelaufenen Epoche.

Dieses Aufgeben des Goldstandards bedeutet zweifellos einen endgültigen Bruch mit der einzigartigen, mehr als zweihundertjährigen Tradition, nach der England auch nach Zeiten vorübergehender Erschütterung seiner Währungseinheit immer wieder unter großen Opfern zum alten Standard zurückgekehrt ist. Diesmal waren die seit 1921 gebrachten Opfer umsonst, weil die verantwortlichen Stellen nicht gewillt oder nicht in der Lage waren, die wahrscheinlich nur mehr geringen Opfer zu erzwingen, die notwendig gewesen wären, um die Position des Pfundes dauernd zu sichern. Die größte Verantwortung dafür tragen aber wohl die ursprünglichen Gegner der Rückkehr zur Goldwährung, die ihre damals wahrscheinlich berechtigte Position auch nach Wiederherstellung der Goldwährung zur alten Parität nicht aufgaben und alle zur endgültigen Sicherung der Goldwährung notwendigen Maßnahmen aufs heftigste bekämpften. Daß sie damit bei der Leitung der Bank immer mehr und mehr Gehör fanden, ist nicht zu bezweifeln. Ich glaube, J.M. Keynes würde es heute noch nicht als Vorwurf, sondern als Lob betrachten, wenn man, wozu viel Anlaß vorliegt, die Aufgabe der Goldwährung in England als »the economic consequences of Mr. Keynes« bezeichnen wollte.

### *Die Aussichten der Goldwährung*

So dringend unter diesen Gesichtspunkten eine baldige allgemeine Wiederherstellung einer freien, nicht manipulierten Goldwährung scheinen muß, die Chancen, daß England in naher Zukunft zur Goldwährung zurückkehrt – und dies wäre natürlich die Vorbedingung für eine allgemeine Wiederherstellung

der Goldwährung – sind leider sehr gering. Dieselben Vertreter einer nationalistischen Währungspolitik, die, solange die Goldwährung bestand, mit Erfolg verhinderten, daß die durch sie zum Ausdruck kommenden internationalen Einflüsse sich in England auswirkten und zur Herstellung eines Gleichgewichtes führten, sträuben sich nun mit aller Kraft dagegen, daß England die »Fessel« wieder auf sich nehme, die es glücklich abgestreift habe. Alles spricht von *Bedingungen*, unter denen allein England zur Goldwährung zururckkehren könne, und diese Bedingungen bedeuten meist nichts anderes, als daß England nur zur Goldwährung zururckkehren könne, wenn ihm die anderen Staaten Sicherheit böten, daß es in Zukunft auch dann die Goldwährung dauernd beibehalten könne, wenn es fortfährt, die Spielregeln der Goldwährung zu verletzen. Man sieht dort vorläufig nicht, daß jede internationale Währung, jedes System stabiler Wechselkurse – und dieses kann England auf die Dauer weniger als irgendein anderer Staat entbehren – England von Zeit zu Zeit dieselbe unangenehme Notwendigkeit interner Kreditkontraktion aus Gründen, die im Ausland liegen, auferlegen würde. Und gleichzeitig hofft man, vielleicht mit mehr Berechtigung, daß in nicht zu ferner Zeit Amerika und in der Folge die übrige Welt Inflation treiben würden, so daß der Wert des Goldes so gesenkt würde, daß England ohne Opfer in ehrenvollerer Weise, und vielleicht gar zur alten Parität, zur Goldwährung zururckkehren könnte. Inzwischen werden Pläne einer »Empire Currency« geschmiedet – geschehen wird aber wahrscheinlich längere Zeit hindurch gar nichts.

Selbst eine de facto-Stabilisierung des Pfundkurses ist in nächster Zeit wohl nur zu erwarten, wenn sich diese leicht und ohne interne Kontraktion des Umlaufes durchführen läßt. Das heißt mit anderen Worten, daß aller Wahrscheinlichkeit nach die Politik der Bank von England auf eine Stabilität des inneren Preisniveaus abzielen und wenig oder keine Rücksicht auf die Änderungen des Pfundkurses nehmen wird. Die Schwierigkeiten einer solchen Politik in einem Land, in dem fast alle Lebensmittel importiert werden und daher im Preis mit den Wechselkursen schwanken, sind nicht gering. Bedeutet doch Stabilhaltung des Preisniveaus bei Steigen der Preise der Importartikel, daß die Preise der heimischen Produkte gesenkt werden müssen, was zweifellos Klagen über die Kontraktionspolitik der Bank und damit die Gefahr eines inflationistischen Druckes auf die Bank auslösen würde. Noch größer wird diese Gefahr, wenn zeitweilig, wie dies immerhin möglich ist, das Pfund infolge großer Abziehung kurzfristiger Guthaben des Auslandes stark im Kurs gedrückt werden sollte. Und eine Senkung des Pfundkurses ist, solange die Bank mit einer Politik der Stabilhaltung des Preisniveaus fortfährt, die einzige Weise, in der solche Kapitalleistungen an das Ausland tatsächlich durchgeführt werden können.

Aber wenn auch die Aussichten einer baldigen Rückkehr Englands zur Goldwährung gering sind, so hat doch wohl der währungspolitische Nationa-

lismus als geistige Strömung, wie schon angedeutet, wahrscheinlich seinen Höhepunkt erreicht oder gar überschritten. Daß das Aufgeben der Goldwährung die industrielle Lage entgegen den hochgespannten Hoffnungen kaum geändert hat, hat vielfach ernüchternd gewirkt. Wichtiger ist aber, daß das Erscheinen des Berichtes des Macmillan-Ausschusses und von Keynes' *Treatise*, in denen zum erstenmal eine theoretische Fundierung jener Politik versucht wird, auch der Kritik, die sich nun zu regen beginnt, die Anhaltspunkte für eine Widerlegung jener Lehren bietet. Es ist zu hoffen, daß in diesem Punkte diese beiden Werke nicht, wie viele glaubten, den Beginn einer neuen, sondern den Schlußstein einer höchst verhängnisvollen vergangenen Epoche der Währungspolitik darstellen.

Die Geschichte der Goldwährung im letzten Jahrzehnt hat viel Ähnlichkeit mit der jüngsten Geschichte des Kapitalismus. Man hat sich so lange bemüht, ihr Funktionieren im einzelnen zu unterbinden, wo immer man mit den durch sie zum Ausdruck kommenden Tendenzen unzufrieden war, bis man schließlich mit einem Anschein von Recht behaupten konnte, daß sie völlig unwirksam geworden sei. Neben die rein sozialpolitischen Motive, die anfänglich dabei die Hauptrolle spielten, sind dabei in jüngster Zeit immer mehr offen nationalistische Gesichtspunkte getreten, die heute auf dem Gebiete der Währungspolitik schon fast gefährlicher geworden sind als selbst auf dem Gebiete der Handelspolitik. Darf man hoffen, daß sie sich darum schneller ad absurdum führen werden?

## 1. Ergänzung (1931/1965)

*Ein unveröffentlichter Brief an den Herausgeber von  
»The Times«, London*

Der folgende Brief wurde am 25. November 1931 an »The Times« gesandt aber zunächst nicht gedruckt. Anfang April 1932 erhielt ich von »The Times« einen Korrekturabzug, auf dem das ursprüngliche Datum weggelassen war. Nachdem ich es bei der Korrektur wieder eingesetzt hatte, erhielt ich mit Brief vom 10. April den Abzug mit der Mitteilung zurück, daß es gegen die »unabänderliche Regel« der »Times« sei, einen Brief mit einem alten Datum zu veröffentlichen. Der Brief ist daher bisher nicht veröffentlicht worden und wird nun nach der Korrekturfahne abgedruckt.

Gehrter Herr,

während einiger Wochen nach der Aufhebung des Goldstandards schien in England eine so vollkommene Übereinstimmung hinsichtlich der Ursachen dieses Ereignisses zu bestehen, daß es kaum eine Wirkung gehabt hätte, darauf hinzuweisen, daß den meisten ausländischen Beobachtern die wahre Erklärung genau das Gegenteil zu sein schien. Kürzlich scheinen jedoch die Zweifel an der Richtigkeit dieser Theorie zugenommen zu haben, und die in den Spalten Ihres Blattes erschienenen Berichte über die Meinungen, wie sie von dem bekannten amerikanischen Ökonomen Dr. B.M. Anderson und von Mr. F.C. Goodenough, dem Vorsitzenden der Barclays Bank, geäußert wurden, werden sicherlich manchen veranlassen, die ganze Frage noch einmal zu überdenken. Es mag deshalb hilfreich sein, dem englischen Publikum kurz die Ansicht darzulegen, die eine beträchtliche Zahl ausländischer Beobachter vertritt, deren allgemeine Einstellung diesem Land gegenüber nicht als unfreundlich bezeichnet werden kann.

1. Es gibt keinerlei Beweis dafür, daß die Vereinigten Staaten oder Frankreich »das Spiel des [Gold-]Standards nicht nach seinen Regeln gespielt«, sondern das ihnen zufließende Gold »sterilisiert« haben. Zwar hat Frankreich – das ist richtig – von den Erfahrungen anderer kontinentaler Länder profitiert und nicht zugelassen, daß der Geldumlauf nach der Stabilisierung so schnell expandierte, wie dies möglich gewesen wäre, und es hat auf diese Weise die ernste Stabilisierungskrise, zu der es in anderen Ländern kam, vermieden; aber Frankreich hat nichts von dem zuströmenden Gold »vergraben«, sondern seinen Geldumlauf ständig um mehr ausgeweitet als dem Goldzufluß entsprach. In