

Geldumlauf und Kreditpolitik

Von

O t t o K r a u s s , München

I n h a l t s v e r z e i c h n i s : 1. Die Entstehung des Geldes S. 47 — 2. Geldbegriff und Geldfunktion S. 50 — 3. Das gesamte Geldvolumen S. 52 — 4. Die wirksame Geldmenge S. 55 — 5. Die Wirksamkeit kreditpolitischer Instrumente auf die Lenkung des Geldnachfragestromes S. 59

1. Die Entstehung des Geldes

Die Entstehungsgeschichte des Geldes verzweigt sich in mancherlei Varianten, die in ihrer Vielseitigkeit zu dankbaren Objekten wissenschaftlichen Meinungsstreites geworden sind. Es ist natürlich kein geringer Unterschied, ob man die Anfänge des Geldwesens bei den Papuas von Neuguinea und den Ureinwohnern der Südseeinseln, im fernen Orient oder im archaischen Griechenland studiert. Eine allgemeine Theorie vom Ursprung des Geldes aus solchen historischen Berichten und ethnographischen Beobachtungen, die ganz verschiedenen Zeiten und Kulturkreisen entstammen, ist ebenso wenig brauchbar wie eine Staatstheorie, welche die Gemeinwesen der Inkas und Azteken, des alt-persischen Großkönigs, die griechische Polis, das römische Reich und die europäischen Nationalstaaten unter ein und denselben Hut zu bringen versucht.

Die über das Ziel hinaus schießende und dadurch zu wirklichkeitswidrigen Sinnlosigkeiten führende Abstraktion liegt in der Annahme einer über die ganze Welt verbreiteten Einheitsgesellschaft, welche überall dieselbe Wirtschaft, dieselbe Kultur und dieselben Institutionen hervorgebracht haben. Der Vorzug bestimmter Stoffe — vor allem der Edelmetalle — zur Verwendung als Schmuck und Demonstrationsmittel von Reichtum und Macht kann lediglich die spätere Wahl und Bestimmung des Geldstoffes, nicht jedoch die Entstehung der **G e l d f u n k - t i o n e n** erklären.

Für eine Wissenschaft, deren Erkenntnisobjekt die Marktwirtschaft bildet, kann das Geld nur durch seine marktwirtschaftliche Funktion von Interesse und Bedeutung sein. Andere Bedeutungen und Verwen-

dungen des Geldstoffes vor seiner Übernahme dieser marktwirtschaftlichen Funktion in der menschlichen Gesellschaft mögen den Soziologen und Historiker angehen, für die Wirtschaftstheorie sind sie belanglos.

Eine andere Frage ist jedoch die nach dem Zusammenhang zwischen dieser Geldfunktion und der Organisation von Wirtschaft und Gesellschaft im allgemeinen. Gibt es bestimmte Voraussetzungen der Gesellschaftsstruktur, welche gegeben sein müssen, bevor das Geld eine wirtschaftliche Sonderfunktion übernehmen kann, oder ist es umgekehrt eine Wirkung der spezifischen Geldfunktion, die wirtschaftliche Struktur der Gesellschaft zu verändern? Eine genauere Beobachtung der Wirklichkeit läßt den Schluß zu, daß Kausalketten in beiden Richtungen verlaufen. Die Arbeitsteilung ist es, welche den Gebrauch des allgemeinen Tauschmittels vorteilhaft macht und seine Verbreitung begünstigt. Andererseits wird durch die Verwendung des Geldes als Zahlungsmittel der Handel von den Erschwerungen des zweiseitigen Tausches befreit und durch diese Erleichterung des Handelsverkehrs das Absatzrisiko für die arbeitsteilige Produktion herabgesetzt.

Es kann daher durchaus nicht überraschen, daß die Entwicklung des Geld- und Kreditwesens mit der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung nicht nur parallel geht, sondern als ein integrierender Bestandteil in dieselbe eingebettet ist. Es lassen sich in der Geschichte des Geldes allgemein die folgenden Entwicklungsstufen unterscheiden:

1. Das Stoffgeld, auch Waren geld oder Sachgeld (Adolf Weber) genannt, beruht im wesentlichen noch auf der Gleichheit von Stoffwert und Geldwert;
2. das Zeichengeld (Banknoten, Scheidemünze) hat einen vom Stoffwert unabhängigen Nominalwert;
3. das Rechengeld (Buchgeld, Giralgeld, Bankgeld, Depositengeld) ist stofflos, es tritt überhaupt nur als Nominalwert, als abstrakte Zahl in Erscheinung.

Entscheidend ist nun, daß die Menge des Stoffgeldes nicht durch Maßnahmen der Bankpolitik, sondern wie jedes wirtschaftliche Gut nur durch reale Produktion des Geldstoffes (z. B. von Edelmetall) vermehrt werden kann. Eine Expansion des Kredivolumens durch Geldschöpfung ist in einem reinen Waren geldsystem unmöglich, die Finanzierung der Unternehmungen kann nur auf dem Wege der Kreditvermittlung erfolgen. Unter diesen Voraussetzungen kann jedoch die Geldversorgung der Volkswirtschaft größeren Schwankungen des Geldbedarfes nicht angepaßt werden, und das jeweils mögliche Kreditvolumen ist durch die Summe der individuellen Ersparnisse begrenzt.

Aus diesen Gründen erklärt es sich auch, weshalb die Periode des Waren geldes zeitlich mit jener Stufe der allgemeinen Wirtschaftsent-

wicklung zusammenfiel, welche der Historiker als „Handelskapitalismus“ bezeichnet. Im internationalen Verkehr ist ja das Geld für den ausländischen Handelspartner auch heute noch eine Ware, die am Devisenmarkte bewertet wird. Und als das ideale Tausch- und Zahlungsmittel für den Außenhandel und für internationale Kapitalübertragungen kann nach wie vor das Gold betrachtet werden. Solange der Goldvorrat eines Landes ausreicht, um den Bedürfnissen des binnengesetzlichen Zahlungsverkehrs zu genügen und die Importüberschüsse im Außenhandel zu finanzieren, kann der wirtschaftliche Kreislauf von der Geldseite aus kaum behindert werden. Die Gefahr einer solchen Behinderung würde nur im Falle von Goldhortungstendenzen eintreten, wenn Gold das einzige Zahlungsmittel ist. Die Geschichte der Goldwährung hat jedoch gezeigt, daß bei freiem Goldumlauf die effektiven Tendenzen zu einer solchen Hortung relativ gering sind.

Entscheidend für den Übergang von der Geldware zum Warengeld, für die Entstehung und weiterhin für die Erhaltung der Geldfunktion ist jedoch in diesem Stadium der Geldgeschichte das durch Jahrhunderte alte Erfahrung begründete Vertrauen auf die Wertbeständigkeit des Geldstoffes. Diese Wertbeständigkeit beruhte in der Hauptsache auf dem Umstande, daß die jährliche Zunahme des für monetäre Zwecke verfügbaren Goldvolumens der in wirtschaftlicher Konnektion stehenden Kulturwelt im Verhältnisse zum vorhandenen Vorrat sehr gering war. Eine erhebliche Vermehrung des Goldbestandes der europäischen Handelsstaaten durch den Raub der Goldschätze des Inkareiches in Peru und der Azteken in Mexiko und ihre Überführung nach Spanien (Sevilla) hatte dort eine Art von Goldinflation zur Folge. Auch die kalifornischen Goldfunde im 19. Jahrhundert brachten vorübergehend den Wert des Goldes zum Sinken.

Im allgemeinen konnte jedoch das Warengeldsystem bis in die Zeit des beginnenden Industriekapitalismus ziemlich reibungslos funktionieren. Erst den durch die technische Revolution des 19. Jahrhunderts gestellten Finanzierungsaufgaben großen Stils konnte die Geld- und noch mehr die Kreditversorgung des Stoffgeldsystems nicht mehr genügen. An ihre Stelle trat das neue System des Kreditgeldes (Adolf Weber), welches im wesentlichen auf einer Gleichschaltung des Geldvolumens der Volkswirtschaft mit dem Kreditvolumen des Banksystems beruht. Finanztechnisch beginnt diese Entwicklung mit der noch als Depotschein fungierenden Banknote und endet mit dem durch eigene Macht der privaten Geschäftsbanken kreierten Depositengeld.

Somit geht die Entwicklung des Geldwesens parallel und in derselben Weise vor sich wie der Fortschritt der wirtschaftlichen Organisation, der Arbeitsteilung, der Technik und der Vermehrung des Sachkapitals.

2. Geldbegriff und Geldfunktion

Seiner wirtschaftlichen Bedeutung nach ist das Geld ein Wertanspruch. Bei jedem Übergang des Geldes von Hand zu Hand bzw. von einer Kasse zur anderen, bei jedem Besitzwechsel einer Geldeinheit kann dieser Anspruch von neuem „geltend“ gemacht werden.

Für diese Eigenschaft des Geldes, ein abstrakter Wertanspruch zu sein, gibt es verschiedene Voraussetzungen technischer und ökonomischer Natur. Eine technische Voraussetzung ist seine Unverzehrbarkeit, weil durch den physischen Verbrauch die Geldeinheit als solche und mit ihr auch der Wertanspruch unterginge. Diese Unverzehrbarkeit besitzen unter allen irdischen Dingen in relativ grösster Vollkommenheit wohl die Edelmetalle, vor allem das Gold. Da diese Stoffe auch in Jahrhunderten durch den Zahn der Zeit nicht angenagt werden, sind sie auch als Wertaufbewahrungsmittel bestens geeignet.

Ökonomische Voraussetzung für die Geldfunktion ist die allgemeine Annahme des Geldes als Tausch- und Zahlungsmittel. Durchaus unnötig ist der staatliche Annahmezwang. Obwohl die Möglichkeit besteht, daß der Staat in einem militärisch eroberten und besetzten Gebiet durch Zwangsmaßnahmen die Verwendung einer neuen Geldart für bestimmte Zahlungen (aber nur für diese!) durchsetzt, so kann doch trotz staatlichen Annahmezwanges das Geld seine Tauschmittelfunktion verlieren, wenn niemand dieses Geld haben will.

Erzwungen werden kann lediglich die Annahme einer bestimmten Geldart zur Bezahlung einer Schuld. Dagegen kann der Staat niemanden zum Verkaufe von wirtschaftlichen Gütern zwingen, so lange die Freiheit des Vertrages besteht. Die Ausübung von staatlichem Zwang zum Verkaufe von Waren gegen eine vom Verkehr unerwünschte Geldart setzt also die Aufhebung der Freiheit beim Abschluß von Kaufverträgen voraus. Aber auch im Falle des Überganges von der liberalen Demokratie zur totalitären Diktatur müßte der Staat über Organe verfügen, welche die Wege der Erzeugung und Verteilung lückenlos überwachen, wenn er einen fortlaufenden Verkauf des produzierten Warenstromes gegen ein nicht als Geld anerkanntes Zahlungsmittel durchsetzen will.

Es ergibt sich, daß die reale Kaufkraft des Geldes eine unmittelbare Voraussetzung dafür ist, ob und wie das Geld seine Funktionen im Wirtschaftsleben erfüllt. Was die Theoretiker als Kaufkraft bezeichnen, ist ja nichts anderes als ein Maß für die Kaufmittelfunktion der Geldeinheit. Offenbar besteht hier eine Wechselbeziehung massenpsychologischer Natur. Ein allgemeines Kaufmittel kann das Geld nur dann werden, wenn es allgemein begehrt und von den Warenverkäufern zur Zahlung angenommen wird. Dieses allgemeine Begehr nach Geld beruht jedoch im Vertrauen auf

seinen Wert, genauer auf die Beständigkeit dieses Wertes. Umgekehrt ist der Geldwert ja nichts anderes als die Kaufkraft der Geldeinheit.

Die Vertrauensgrundlage der Geldfunktion zeigt sich besonders deutlich bei der Entstehung einer neuen Art des Geldes. Die Entwicklung der Banknote aus einem bloßen Depotschein zum selbständigen Zahlungsmittel und noch mehr die Entstehung des Depositengeldes (Giralgeldes) setzt das Vertrauen auf die Einlösungsfähigkeit (= Liquidität) der Banken in eine andere Geldart voraus: der Banknote in Währungsmetallgeld und der Depositen in Zentralbankgeld. Wenn dieses Vertrauen schwindet, wie es bei der deutschen Bankenkrise im Juli 1931 der Fall war, so bricht das seiner Vertrauengrundlage beraubte Geldsystem zusammen. Dieser Zusammenbruch zeigt sich beim Giralgeldsystem in einem Run der Depositengläubiger auf die Geschäftsbanken, bei der Banknote in einem Run der Notenbesitzer auf die Zentralbank, solange die Goldeinlösungspflicht besteht. Wenn die Möglichkeit der Einlösung in ein vollwertiges Geld fehlt, so tritt die Repudiation des wertlosen Geldes ein.

Das Geld ist kein Geschöpf des Staates, sondern des Wirtschaftslebens. Alle seine Funktionen, unter denen die wichtigste die des allgemeinen Tauschmittels ist, beruhen auf seiner Wertbeständigkeit. Jeder, welcher gegen Bezahlung in Geld ein wirtschaftliches Gut hingibt, tut das in der Erwartung und im Vertrauen darauf, daß er für die erhaltene Geldsumme einen gleichgroßen Güterwert Kaufweise erwerben kann. Das Geld ist also aus einem Bedürfnis des Wirtschaftslebens, insbesondere des Handels nach einem Zwischentauschmittel entstanden, welches folgende Vorteile in sich vereinigt:

1. Es ermöglicht dem Verkäufer eines Gutes den regelmäßigen Absatz an Käufer, welche nicht über ein vom Verkäufer in derselben Menge benötigtes konkretes Wirtschaftsgut verfügen. Das ist eine notwendige Voraussetzung der Produktion für einen unbekannten Käuferkreis.
2. Es ermöglicht den Verkauf gegen einen abstrakten Wertanspruch, also ohne sofortige Inanspruchnahme der Gegenleistung am Markt. Die Wertaufbewahrungsfunktion des Geldes ist Voraussetzung für das sog. Geldsparen, welches die Finanzierung von Neuinvestitionen durch sog. kompensatorischen Kredit möglich macht.

Schon diese beiden Vorteile, welche die Verwendung des Geldes im Wirtschaftsleben mit sich bringt, sind notwendige Voraussetzungen für das Entstehen des Kapitalismus und der modernen Industriegesellschaft. Ohne das Geld hätte sich die Arbeitsteilung bestenfalls bis zur frühmittelalterlichen Fronhofwirtschaft, niemals bis zur Manufaktur in der

Zeit von A d a m S m i t h entwickeln können. Die Funktionen des Geldes sind also Grundlagen unserer wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Ordnung, welche ohne das Geld und seine reguläre Funktionserfüllung zusammenbrechen würde.

3. Das gesamte Geldvolumen

Der Wertanspruch, den das Geld darstellt, kann entweder geltend gemacht oder zurückgehalten werden. Durch die Geltendmachung des Wertanspruches wechselt das Geld seinen Besitzer (die „Kasse“), es kommt in Umlauf. Bei jedem Umsatz einer Geldeinheit wird der durch sie ausgedrückte nominale Wertanspruch von neuem erhoben, und die Summe der durch eine Geldeinheit in einem bestimmten Zeitraum am Markt erhobenen Wertansprüche (A) ist ein Produkt aus dem Nominalwerte der Geldeinheit (W) mal der Zahl seiner Umsätze (U) in diesem Zeitraum:

$$A = W \cdot U \quad (1)$$

Aus der Größe A ergibt sich die gesamte Nachfrage, welche in dem betreffenden Zeitraum an den Märkten geltend gemacht wird. Um diese Nachfrage (N) zu berechnen, muß lediglich die Größe A mit der Anzahl der umgesetzten Geldeinheiten multipliziert werden, also

$$N = G \cdot A = G \cdot W \cdot U \quad (2)$$

Will man dagegen die Wirksamkeit der einzelnen Geldeinheit im Durchschnitt ermitteln, so muß man den Umsatzwert ($G \cdot W \cdot U$) durch die gesamte Zahlungsmittelmenge (das „Geldvolumen“) Z der Volkswirtschaft dividiert, also

$$\text{Geldeffekt} = \frac{G \cdot W \cdot U}{Z} \quad (3)$$

Dabei ist G die wirksame (aktive) Geldmenge, während Z das gesamte Geldvolumen der Volkswirtschaft darstellt. Was aber ist das Geldvolumen? Unter dieser Bezeichnung kann man verstehen

1. die gesamte Geldmenge im Besitz von Nichtbanken. Diese Geldmenge ist verfügbar
 - a) für Wirtschaft und Private;
 - b) für die Kasse der öffentlichen Hand (Bund, Länder, Gemeinden).
2. In einem weiteren Sinn können auch die sog. „Überschußreserven“ der Geschäftsbanken zum Geldvolumen gerechnet werden: Bargeld in der Kasse und Guthaben bei der Notenbank, sowie Nostroguthaben bei anderen Banken — insoweit sie nicht als Mindestreserve zur Deckung des Depositenbestandes benötigt werden. Es empfiehlt

sich jedoch, diese bei den Banken verfügbaren Zahlungsmittel als **Geldreserven** zu bezeichnen.

Wir betrachten im folgenden nur das **Geldvolumen im engeren Sinne**, also die im Besitze von Nichtbanken befindliche Geldmenge. Hier ergibt sich nun die Frage der Abgrenzung hinsichtlich der verschiedenen Arten des Geldes. Während das aus Münzen und Banknoten bestehende **Bargeld** keinerlei Probleme aufwirft, ist die Geldfunktion der Bankdepositen umstritten. Der Internationale Währungsfonds rechnet nur die privaten Sichtguthaben zur „Geldversorgung“ der Volkswirtschaft, während die Bank deutscher Länder alle Depositen mit Ausnahme der Spareinlagen in die Statistik des Geldvolumens einbezieht. Diese Ausgliederung der Spareinlagen erscheint insofern willkürlich, als sie lediglich durch die Bestimmung des Reichsgesetzes über das Kreditwesen von 1934 begründet ist, welche Giroüberweisungen von Sparkonten verbietet. Aus diesem Grunde kann man den Sparguthaben zwar die Girogeldfunktion absprechen; bestehen bleibt jedoch die Tatsache, daß sie sich jederzeit (bis zum Höchstbetrag von 1000,— DM im Monat auf dem einzelnen Konto) in Bargeld umwandeln lassen und daher für ihren Besitzer eine sofort greifbare **Geldverfügungsreserve** bilden¹.

Die verschiedenartige Zusammensetzung des Geldvolumens stellt jedoch ein finanzpolitisches Problem dar, welches besonders die Banken anbetrifft: die Liquidität. Diese Liquidität ist die Fähigkeit der Banken, eine bestimmte Geldart (die sie selbst schaffen können) in eine andere Geldart umzuwechseln, die sie nicht selbst hervorzu bringen vermögen: nämlich in Zentralbankgeld. Von dieser Fähigkeit hängt die Befriedigung eines steigenden Bargeldbedarfes der Volkswirtschaft bei zunehmender Beschäftigung, in der Reisezeit und Weihnachtsverkaufssaison ab.

Von entscheidender Bedeutung ist jedoch das Vertrauen der Bankkundschaft, daß die Banken jederzeit in der Lage sind, jeden gewünschten Betrag eines Guthabens in Zentralbankgeld auszuzahlen. Um diese jederzeitige Zahlbereitschaft zu ermöglichen, bedarf es bekanntlich nicht einer 100%igen Bardeckung der Depositen. Es bedarf sie deshalb nicht, weil die Erfahrung gezeigt hat, daß die Depositengläubiger in ihrer Gesamtheit jeweils nur einen geringen Bruchteil des Depositenbestandes in Zentralbankgeld abzuheben wünschen.

¹ Derselben Meinung ist Leonhard Gleske, Die Liquidität in der Kreditwirtschaft, Frankfurt a. M. (1954), S. 18/19: „Die in der Geldliteratur häufig vertretene Ansicht, daß der Geldcharakter der Bankdepositen durch ihre Überweisungsfähigkeit begründet werde, ist deshalb nicht stichhaltig.“ Vgl. auch Otto Kraus, Kreislauf und Entwicklung der Volkswirtschaft, Berlin 1953, S. 52.

² J. M. Keynes, Vom Gelde (deutsche Übersetzung München 1932 s. 20).

Diese Erfahrungsregel hat indessen einige sehr wichtige Einschränkungen, deren Nichtbeachtung katastrophale Folgen nach sich ziehen kann. Erstens gilt sie nur für die sog. „ursprünglichen Depositen“, die durch Einzahlungen und Einlagen der Bankenkundschaft entstehen. Diesen von Prof. C. A. Phillips („Bank Credit“, New York 1921, p. 40) als „primäre“ Depositen bezeichneten Bankeinlagen stehen jedoch die „abgeleiteten“ Depositen gegenüber, welche durch die Einräumung von Bankguthaben entstehen, denen keine Einzahlung des Depositengläubigers an die Bank vorausgeht. Diese Depositen werden von den Banken aktiv geschaffen für „Kreditnehmer, die im allgemeinen borgen mit der Absicht, die so geschaffenen Guthaben alsbald wieder abzuheben.“

Zweifellos bedeutet jede Entstehung von neuen Depositen eine Vermehrung des gesamten Geldvolumens der Volkswirtschaft. Wenn jemand 1000,— DM bei einer Bank bar einzahlt, so hat das Geldvolumen um diese 1000,— DM zugenommen; denn zu den 1000,— DM Bargeld, die aus der Brieftasche des Einzahlers in den Kassenschrank der Bank gewandert sind, tritt das neue Bankguthaben, welches im Vermögen des Einzahlers den bisherigen Bargeldbestand ersetzt.

Das durch den Bargeldeinzahler erworbene Bankguthaben bleibt in seiner vollen Verfügungsmacht und wächst demzufolge zur Gänze dem gesamten Geldvolumen der Volkswirtschaft zu. Eine andere Frage ist jedoch die, ob es den aktiven oder den inaktiven Kassenbeständen zuwächst.

Eine regelmäßige Barabhebung in kürzester Zeit erfolgt bei den sog. Einkommensdepositen, welche durch Überweisung von den Zahlstellen auf die Bank- (und Postscheck-) Konten der Einkommensbezieher entstehen. Dieser Strom von Lohn- und Gehaltszahlungen wird aber auch durch Barabhebungen von Geschäftsdepositen gespeist, d. h. der Übergang des Geldstromes aus dem Geschäftskreislauf in den Einkommenskreislauf ist meistens auch mit einem Gestaltwandel des Geldes (aus der Depositen- in die Bargeldform) verbunden. Dieses Bargeld fließt nun als Strom der Verbraucherausgaben in die Kassen des Einzelhandels, des Handwerks und Verkehrs, um von dort aus als regelmäßige Bareinzahlungen bei den Banken die Geschäftsdepositen wieder aufzufüllen. Dieser Grundstrom des volkswirtschaftlichen Geldkreislaufs fließt zwar dauernd, aber nur eine relativ kurze Strecke durch das Banksystem — da jeweils nur die Zahlungen von einer Geschäftsfirma an eine andere durch Giroüberweisung von Konto zu Konto erledigt werden.

Aus diesem Sachverhalt ergibt sich ein doppelter Bedarf nach einer Geldart, welche die Geschäftsbanken nicht selbst schaffen können:

1. der Bargeldbedarf für die laufenden Umsätze im Einkommenskreislauf;
2. der Bedarf an Zentralbankgeld für die Mindestreservehaltung der Geschäftsbanken.

Von entscheidender Bedeutung ist es nun, daß durch die Schaffung von „abgeleiteten“ Depositen im Bankensystem sowohl der volkswirtschaftliche Bargeldbedarf für den Einkommenskreislauf als auch der Reservebedarf an Zentralbankgeld vergrößert wird.

4. Die wirksame Geldmenge

Für eine Untersuchung über den Einfluß des Geldes auf die Volkswirtschaft hat sich der Begriff des gesamten Geldvolumens jedoch als wenig brauchbar erwiesen. Die Ansicht der sog. „naiven Quantitätstheorie“, daß die im Besitz der Nichtbanken verfügbare Geldmenge das Preisniveau bestimmen würde, hat sich als unzutreffend erwiesen. Wenn eine Zunahme des Geldvolumens keine Preissteigerung und eine Abnahme desselben keine Preissenkung zur Folge hatte, so konnte diese Erfahrung nur durch den Hilfsbegriff der „Umlaufgeschwindigkeit“ erklärt werden. Die Wirkung der Geldmengenveränderung sei durch eine entgegengesetzte Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit kompensiert worden.

Dies bedeutet jedoch, daß zwischen Veränderungen des gesamten Geldvolumens und solchen des Preisniveaus keine eindeutige Kausalbeziehung besteht. Infolge der Störungsmöglichkeiten durch den Faktor „Umlaufgeschwindigkeit“ kann die Geldpolitik nicht auf die einfache Kausalerfahrung gestützt werden, daß gleiche Ursachen gleiche Wirkungen hervorbringen. Solange das Verhalten dieses zweiten selbständigen Faktors unbekannt ist, kann die wirkliche Reaktion der Güterpreise auf eine Zu- oder Abnahme des gesamten Geldvolumens nicht vorausbestimmt werden.

Infolgedessen ist eine quantitätstheoretische Voraussage über die Wirksamkeit der „Geldmengenpolitik“ nur unter der Annahme möglich, daß die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes konstant bleibt. Fischer hält diese Annahme nicht nur für eine theoretische Hypothese, sondern für einen in der Wirklichkeit bestehenden Zustand. Denn die „Umlaufgeschwindigkeit wird von den Zahlungssitten bestimmt, die institutionell gegeben sind und sich nur langsam verändern“³.

Es läßt sich jedoch zeigen, daß die Zahlungssitten nur einer jener Faktoren sind, welche bei gegebener Umlaufgeschwindi-

³ Valentin F. Wagner, Quantitätstheorie und Geldpolitik in Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik, Festschrift für Alfred Amonn, Bern 1953, S. 147/148.

digkeit den Geldbedarf der Volkswirtschaft bestimmen. Die Zahlungssitten im Geschäftsverkehr und die Länge der Einkommensperioden bestimmen unmittelbar nicht die Umlaufgeschwindigkeit, sondern die Höhe der Mindestkassenbestände, welche die Unternehmer für geschäftliche Zahlungen und die Einkommensempfänger für gleichmäßige Verteilung der Ausgaben über die ganze Einkommensperiode hin halten müssen. Bei einer Verkürzung aller Einkommensperioden auf die Hälfte des bisherigen Zeitabstandes zwischen zwei Zahlterminen würde zweifellos die Hälfte der bisher im Einkommenkreislauf notwendigen Kassenbestände frei verfügbar werden. Eine Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit jedoch findet nur dann statt, wenn das im Einkommenkreislauf nicht mehr benötigte Geld nunmehr für anderweitige Zahlungen Verwendung findet. Das ist möglich, aber nicht notwendig — es kann auch eine entsprechende Vermehrung der „inaktiven“ Kassenbestände erfolgen.

Nicht das gesamte Geldvolumen der Gesellschaft ist bestimmd für die Höhe der Preise und den Ablauf der Produktion, sondern nur jene Geldmenge, die als „wirksame Nachfrage“ den Gütern kaufend gegenübertritt. In Wirklichkeit handelt es sich dabei um einen fortlaufenden Nachfragestrom, der sich zwar aus einzelnen Geldeinheiten zusammensetzt, aber nicht als einfache Summe dieser Geldzeichen, als bloße Geldquantität, gemessen werden kann. Eine Berechnung der effektiven Geldnachfrage kann nur mit Bezug auf die Einheit der Zeit erfolgen, denn die Nachfrage ist eine Strömungsgröße, die sich wie ein Vorgang im Zeitablauf vollzieht. Theoretisch kann sich diese Größe von einer Zeiteinheit zur nächsten verändern. Wenn die der Messung zugrunde liegenden Zeitintervalle jedesmal von gleicher Länge (Dauer) sind, so zeigt sich die Veränderung der Strömungsgröße in einer Zunahme (oder Abnahme) der Anzahl von Geldeinheiten, welche in der Zeiteinheit als Nachfrage wirksam sind. Diese Anzahl von Geldeinheiten, welche die Zahlungsleistung des Geldes in dem als Maßgrundlage gewählten Zeitintervall zum Ausdruck bringen, bezeichnet man als wirksame Geldmenge. Die wirksame Geldmenge verhält sich zum gesamten Geldvolumen etwa wie die Geburtenziffer zur Bevölkerungszahl.

Untersuchen wir nun die Bestimmungsgründe der wirksamen Geldmenge, so finden wir die Summe der verfügbaren Kassenbestände als einen Faktor, welcher nicht so sehr den Entschluß, Geld auszugeben, beeinflußt als die Höhe der in einem bestimmten Zeitraum möglichen Geldausgaben für diejenigen Wirtschaftssubjekte begrenzt, denen kein Rückgriff auf verfügbare Kreditquellen offensteht.

Aus rein wirtschaftlichen Zusammenhängen sind uns nur diejenigen Faktoren ersichtlich, welche das Nachfragepotential der Unter-

nehmer und der privaten Einkommensbezieher bestimmen. Wie verhält sich die Bestandmasse „gesamtes Geldvolumen“ zur Bewegungsmasse „wirkliche Geldmenge“? Um dieses Verhältnis zu erforschen, müssen wir die Kräfte erkennen, welche das ruhende Geld in Bewegung setzen. Diese Kräfte sind unmittelbar die Dispositionen der Geldbesitzer. Aus welchen Gründen entschließen sich nun die Geldbesitzer dazu, aus einem gegebenen Kassenbestand Ausgaben vorzunehmen?

Bei dieser Analyse muß grundsätzlich beachtet werden, ob es sich

- I. um Verbraucherausgaben oder
- II. um Ausgaben im Geschäftskreislauf („Geschäftsausgaben“) handelt.

Wenden wir uns zuerst den Verbraucherausgaben zu, welche den Strom der wirksamen Geldnachfrage an den Märkten der Konsumgüter bestimmen. Unter diesen Bestimmungsgründen wollen wir zwei Gruppen unterscheiden:

1. die Bestimmung des Nachfragepotentials, einer mechanischen Größe, welche die Menge der in der Zeiteinheit möglichen Verbraucherausgaben maximal begrenzt;
2. die Bestimmung der Verbraucherausgaben aus einem gegebenen Geldeinkommen durch den „Hang zum Verbrauch“ (Keynes), auch Verbrauchsfunktion genannt.

ad 1. In diesem Zusammenhang stoßen wir auf die sogenannte Einkommenstheorie des Geldwertes. Ohne auf die Lehrgeschichte dieser Theorie einzugehen, welche Valentin F. Wagner dargestellt hat⁴, soll hier nur auf den wichtigen Unterschied zwischen den Einkommen der Produktionsfaktoren und den Gewinnen der Unternehmer hingewiesen werden. Grundsätzlich kommen zwar beide Arten von Einkünften als Quelle für Verbraucherausgaben in Betracht — die Unternehmergevinne jedoch nur insoweit, als es sich um Geldgewinne, d. h. um einen Überschuß der Geldeinnahmen über die Geldausgaben für die laufende Produktion handelt. „Die Unternehmergevinne sind ein compositum mixtum aus Geldeinkommen und Realvermögenszuwachs. Was von den Gewinnen verbraucht und wieviel davon investiert wurde, kann erst bei Rechnungsabschluß am Ende der Wirtschaftsperiode festgestellt werden. Dabei kann sich natürlich ein weder verbrauchter noch investierter Geldvermögenszuwachs ergeben“⁵.

⁴ Valentin F. Wagner, Geschichte der Kredittheorien, Wien 1937.

⁵ Otto Kraus, Sozialprodukt und Volkseinkommen, Berlin 1952, S. 18.

Während die Empfänger von „kontraktbestimmten“ Geldeinkommen nur zwischen Verbrauchen oder Sparen wählen können, haben die Unternehmer außerdem die Wahl, ihre Gewinne 1. in der laufenden Produktion, 2. in Neuanlagen oder 3. in Lagervorräten zu investieren. Während im Falle 1. das Betriebskapital („Güter im Produktionsprozeß“ nach Keynes⁶) der Unternehmung zunimmt, vermehrt sich im Falle 2. ihr Bestand an Anlagekapital, und zwar entweder durch Bauinvestitionen oder durch Ausrüstungsinvestitionen (Installations). Im Falle 3. endlich haben wir es mit einer Zunahme der realen Kapitalreserven⁷ zu tun, die Keynes auch als „liquides Kapital“⁸ bezeichnet.

ad 2. Schon aus diesen Gründen kann auf die Tendenz zu einer relativ kleineren Konsumquote bei den Unternehmergeinnissen geschlossen werden. Hinzu kommt, daß das Unternehmereinkommen im Durchschnitt höher liegt⁹ als das Einkommen der „Produktionsfaktoren“. Bekanntlich pflegt nun die Konsumquote der individuellen Einkommen mit der Höhe des einzelnen Geldeinkommens abzunehmen¹⁰. Diese Erfahrung berechtigt allerdings nicht zu der Annahme, daß auch mit einer Zunahme der gesamten Geldeinkommenströme in der Volkswirtschaft ein Sinken der gesamten Konsumquote automatisch verbunden ist. „Von Wichtigkeit ist hier ... vor allem die Frage, ob und gegebenenfalls welche Veränderungen in der Einkommensschichtung eintreten, ob sich also insbesondere vorwiegend die niedrigen oder aber die hohen Einkommen verändern und welcher Art die hierbei auftretenden Veränderungen sind“¹¹.

Man darf aber auch nicht vergessen, daß für die effektiven Verbraucherausgaben nicht nur die individuelle Einkommenshöhe und ihr Verhältnis zum aktuellen Bedarf bestimmt ist. In politisch und wirtschaftlich unsicheren Zeiten gewinnen auch Vorstellungen über die Zukunft des Geldwertes und die Versorgungslage mit Konsumgütern Macht auf die Kaufentschlüsse der Einkommensbezieher und Geldbesitzer, und massenpsychologische Befürchtungen und Ängste können sich bis zur Käuferspänik steigern.

⁶ J. M. Keynes, *Vom Gelde* (dtsch. Übers. München 1932, S. 105).

⁷ Otto Kraus, *Der Kapitalzins im Kreuzfeuer*, München 1951 S. 51—54.

⁸ Von den rund 60 000 Gewerbesteuerpflichtigen in München erzielen 10 Prozent einen Gewerbeertrag von über 12 000 DM im Jahr. (Nach den Angaben von Stadtämmerer Erwin Hielsscher, Münchner Stadtanzeiger vom 26. März 1954 S. 1.)

⁹ Vgl. J. M. Keynes, *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*, dtsch. Übers. Berlin 1936 (Neudruck 1952), S. 33 ff.

¹⁰ Albrecht Forstmann, *Neue Wirtschaftslehren*, Berlin 1954, s. 131. Ebenda S. 132: „Nun sind die niedrigen Einkommen grundsätzlich Nichtunternehmer einkommen, während die hohen Einkommen grundsätzlich Unternehmer einkommen sind.“ Vgl. auch Otto Kraus, *Konjunktur und Beschäftigung*, München 1954, § 20, S. 104—106/107.

5. Die Wirksamkeit kreditpolitischer Instrumente auf die Lenkung des Geldnachfragestromes

Die Geschäftsausgaben werden nicht nur aus dem Unternehmer-einkommen — also aus Gewinnen — finanziert. Vielmehr kommen als Finanzierungsquelle die gesamten Betriebseinnahmen, ferner aber auch die inaktiven Kassenbestände des Unternehmens sowie Bankkredit und Emissionskredit in Betracht. Aber durch welche Umstände und Motive wird die Größe dieses Ausgabenstromes und seine Verteilung auf die einzelnen Verwendungszwecke bestimmt?

Entscheidend für das Verhalten der Unternehmer sind die Gewinnerwartungen, d. h. die Vorstellungen hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung der Gelderträge einerseits und der Geldkosten andererseits. Die Gelderträge werden durch zwei Faktoren bestimmt:

1. die Verkaufspreise und
2. die Absatzmenge.

Hinsichtlich der zukünftigen Verkaufspreise sind die Unternehmer auf reine Vermutungen angewiesen, die um so ungewisser und unsicherer werden, in je weiterer Zukunft die Zeit des Absatzes derjenigen Erzeugnisse liegen soll, deren Geldertrag die Rentabilität der heute ins Auge gefaßten Produktion bestimmen wird. Für die Beurteilung der zukünftigen Absatzlage haben diejenigen Unternehmer, welche nicht oder doch nicht überwiegend für einen anonymen Käuferkreis, sondern ganz oder teilweise auf Bestellung produzieren, wenigstens einen unmittelbaren Anhaltspunkt: nämlich die Auftragseingänge.

Während nun das Volumen der Konsumgüterproduktion unmittelbar durch die Nachfrage an den Märkten, d. h. also durch den Strom der Verbraucherausgaben bestimmt wird, hat die Investition ihre eigenen, autonomen Bestimmungsgründe. Investitionen im Bereich der Konsumgüterindustrie mögen zwar durch steigende Nachfrage nach und steigende Preise für Konsumgüter „induziert“ und aus den Gewinnen dieses Produktionszweiges „selbstfinanziert“ werden. Eine andere Art von „induzierten Investitionen“ wird durch die Nachfrage des Staates nach Investitionsgütern besonderer Art verursacht, welche für Zwecke der Rüstung benötigt werden. Als dritter Fall ergibt sich die Möglichkeit, daß der Export von Produktionsmitteln und Investitionsgütern zunimmt.

Ein besonderer Effekt jedoch ergibt sich bei denjenigen Investitionen, welche mit Rücksicht auf den gegenwärtigen Ertragswert ihrer Objekte vorgenommen werden. Wenn wir konstante Gelderträge für die Verwendungszeit (Lebensdauer, Gebrauchsperiode) dieser Investitionsobjekte annehmen, so richtet sich die Möglichkeit,

einen bestimmten Kostenwert für die Anschaffung derselben auszulegen, nach der Höhe der jährlichen Zinsbelastung. Demzufolge würde eine Verminderung der Zinsannuität von 4 % auf 3 % — also um ein Viertel — die Möglichkeit ergeben, einen um $33\frac{1}{3}\%$ (ein Drittel) höheren Kostenwert für die Anschaffung (Herstellung) ein und desselben Investitionsobjektes aufzuwenden. Auf diesen Sachverhalt hat schon Knut Wicksell¹¹ hingewiesen. Aus diesem Grunde hat die Höhe des Kapitalzinses einen recht erheblichen Einfluß auf die Nachfrage nach Investitionskredit.

Durch eine Senkung des Kapitalisierungssatzes entsteht also eine zusätzliche Nachfrage nach Investitionsobjekten (deren auf die Gegenwart diskontierter Ertragswert steigt) und nach Produktionsfaktoren für die Errichtung von neuen Produktionsanlagen. Solche Produktionsfaktoren sind die an den Baustellen beschäftigten Arbeitskräfte sowie Investitionsgüter (Baumaterial) und aktive Produktionsmittel (Maschinen, Armaturen usw. für die Ausrüstung der neuen Produktionsanlagen).

Andererseits handelt es sich bei dem für die Kapitalisierung des Ertragswertes von Investitionsobjekten wie als Kostenfaktor für Investitionskredit maßgeblichen Zinssatz um den sogenannten „landesüblichen“ Zins am Kapitalmarkt. Dieser Kapitalzins errechnet sich aus dem mittleren Kursstand für erstklassige Rentenpapiere (Obligationen), welcher auch den Ausgabekurs für Neuemissionen bestimmt. Eine Einflußnahme auf die Wertpapierkurse und dadurch mittelbar auf den kapitalisierten Ertragswert der Investitionsobjekte ist dem Zentralbanksystem nur durch Offene-Markt-Politik (Ankauf und Verkauf von Effekten) möglich.

Dem Einfluß der Diskontpolitik hingegen sind grundsätzlich nur jene Arten von geschäftlichen Transaktionen zugänglich, welche durch den Bankkredit finanziert werden. Nun gibt es zwar eine Vorfinanzierung der Investitionen durch kurzfristigen Bankkredit, aber die dafür berechneten Sätze (Provision und Kontokorrentdebetzins) werden nur als Anlaufskosten der Investition betrachtet und sind daher für den Entschluß zur langfristigen Anlageinvestition nicht entscheidend. Aus diesem Grunde ist die anregende Wirkung der Diskontpolitik auf die langfristigen Investitionen von vornherein begrenzt. Selbst eine erhebliche Senkung des Zinsgefüges am Geldmarkt kann keinen erheblichen Anreiz für die Inangriffnahme von neuen Bauinvestitionen bieten, solange der Kapitalmarktzins unverändert bleibt. Umgekehrt kann durch scharfes Anziehen der Diskontschraube leichter eine restriktive Wirkung erzielt werden, vor allem dann, wenn die Ge-

¹¹ Knut Wicksell, Geldzins und Güterpreise, Jena 1898, S. 84.

schäftsbanken keine „Überschußreserven“ besitzen und zur unmittelbaren Refinanzierung beim Zentralbanksystem gezwungen sind. Ist die Liquidität der Geschäftsbanken groß, so können sie aus eigener Macht eine kontraktive Kreditpolitik der Zentralbank durchkreuzen. In einem solchen Falle kann die Zentralbank ihre Absicht erzwingen, wenn sie die Mindestreservesätze erhöht.

Als Konjunkturanregungsmittel hingegen ist zweifellos die **O f f e n - m a r k t p o l i t i k** am besten geeignet. Dies vor allem aus dem Grunde, weil sie zugleich als Instrument der **I n v e s t i t i o n s l e n k u n g** gehandhabt werden kann. Denn die Auswahl derjenigen Produktionsgebiete und Industriezweige, ja sogar derjenigen Unternehmungen, in welchen die Zentralbank durch den Ankauf von Aktien und Obligationen investitionsfördernd wirken will, liegt offenbar ganz und gar im Ermessen der Zentralbank.

Diese Möglichkeit der indirekten Investitionslenkung durch Offenmarktpolitik ist von entscheidender Bedeutung für die aktive Konjunkturpolitik. Denn nur auf diesem Wege lassen sich Fehlinvestitionen vermeiden, welche durch die Einseitigkeit und Übersteigerung des technischen Fortschrittes angeregt werden. Es kann keinem Zweifel unterliegen, daß es für die Zentralbankpolitik einen anderen Weg der **q u a l i t a t i v e n** Investitionslenkung einfach nicht gibt. Die Diskontpolitik wirkt nur auf die Refinanzierung der Geschäftsbanken beim Zentralbanksystem, und auch hier nur mit den bereits erwähnten Einschränkungen. Sie ist also ein nur bedingt wirksames Instrument der **q a n t i t a t i v e n** Kreditkontrolle.

Mit Recht betont Albrecht Forstmann, „daß die Zentralbank darauf beschränkt ist, die ihr zum Diskont angebotenen Wechsel entweder zu diskontieren oder aber die Diskontierung abzulehnen, daß sie aber auf die geschäftlichen Transaktionen, die in solchen Wechseln ihren monetären Niederschlag finden, d. h. also auf die güterwirtschaftlichen Vorgänge ohne Einfluß ist“¹². Wilhelm Andreathe dagegen ist der Meinung: „Die Offenmarktpolitik kann sich dem Erzeugungsvorgang nicht anschmiegen, wie es die Diskontierung des Warenwechsels — wenn auch nicht vollkommen — tut“¹³.

Demgegenüber ist auf die Tatsache hinzuweisen, daß sich beim Diskontkredit nur das gesamte **G e l d v o l u m e n** (also eine Bestandsgröße!) um einen Betrag vermehrt, welcher dem Werte des **e i n - m a l i g e n U m s a t z e s d e r d i s k o n t i e r t e n W a r e n m e n g e** gleich ist. (Und selbst dieser Sachverhalt ist nur bei dem durch den vollen Warenwert gedeckten Handelswechsel gegeben.) Die Vorstel-

¹² Albrecht Forstmann, a.a.O. S. 239.

¹³ Wilhelm Andreathe, *Geld und Geldschöpfung*, Stuttgart-Wien 1953, S. 223.

lung, das zur Diskontierung angebotene Wechselmaterial würde den „legitimen Geldbedarf“ der Volkswirtschaft zum Ausdruck bringen, ist ungeachtet ihres ehrwürdigen Alters nicht richtig. Sie stützt sich auf das sogenannte „Rückstromprinzip“, d. h. also auf die Tatsache, daß die durch den Diskontkredit in Umlauf gesetzte Geldmenge bei Einlösung des Wechsels „automatisch“ zu den Ausgabestellen zurückkehrt. Das durch die Warenbeleihung ausgegebene Geld bleibt also genau so lange „im Umlauf“, bis der Verkauf der Waren erfolgt ist.

Obwohl dieser Sachverhalt beim echten Handelswechsel zutrifft, geht daraus noch lange nicht hervor, daß sich der Umlauf der bei der Wechseldiskontierung ausgegebenen Geldmenge dem Volumen des Warenumsatzes (und noch weniger der „Erzeugung“) „anschmiegt“. Die erste Täuschung liegt in der Annahme, daß jene Geldmenge, welche der Warenverkäufer bei der Diskontierung des vom Käufer einzulösenden Wechsels erhält, auch den weiteren Umsatz dieser Waren finanzieren würde. Diese Annahme ist irrig, denn der Verkäufer hat mit dem weiteren Schicksal der von ihm verkauften Waren gar nichts mehr zu tun. Er gibt das von der Bank erhaltene Geld für den Ankauf oder für die Erzeugung von neuen Waren aus, so daß es sich also doch im Grunde um die Finanzierung einer zusätzlichen Nachfrage nach Waren und Leistungen handelt.

Der Meinung, daß die im Portefeuille der Banken befindlichen Handelswechsel durch „umlaufende Güterwerte“ automatisch „gedeckt“ seien, kann daher nicht zugestimmt werden. Die einzelne Bank hat zwar eine juristische Deckung durch die Ansprüche, die ihr nach dem Wechselrecht auf das gesamte Vermögen der Wechselschuldner (Bezogener bzw. Akzeptant und Indossatane) zustehen. Das Umsatzvolumen derjenigen Warenmenge hingegen, durch welche der diskontierte Handelswechsel angeblich „gedeckt“ sein soll, ist ganz und gar unabhängig vom Zahlungsleistungsvolumen (der „Effizienz“) derjenigen Geldmenge, welche bei der Diskontierung dieses Wechsels ausgegeben wurde.

Es ergibt sich, daß nur bei der durch den Diskontkredit unmittelbar finanzierten Warentransaktion (Kauf der Ware durch den ersten Wechselschuldner) eine Wertgleichheit von Warenumsatzvolumen und Zahlungsleistungsvolumen der ausgegebenen Geldmenge besteht. Die weitere Wirksamkeit dieser Geldmenge bis zum Zeitpunkte ihrer Rückzahlung (d. i. die Einlösung des Wechsels durch den Bezogenen) ist völlig unbestimmt und durch die Banken in keiner Weise kontrollierbar¹⁴.

¹⁴ Vgl. auch Otto Kraus, Der Kapitalzins im Kreuzfeuer, München 1951, § 4, S. 61/62.

Zutreffend ist lediglich, daß sich das Volumen der zur Diskontierung angebotenen Wechsel — also der Kreditinanspruchnahme — nach der Höhe des Diskontsatzes richtet und daher durch Veränderungen dieses Satzes beeinflußt werden kann. Die Wirkung einer solcherart induzierten Zunahme des Geldes- und Kreditvolumens auf Preise und Produktion hingegen entzieht sich jeder bankpolitischen Lenkung. Die Frage nach dem Wirkungsgrad von Zinsfußänderungen auf das Volumen der laufenden Produktion ist heute noch umstritten. Nachdem Felix Somary schon im Jahre 1915 die Wirksamkeit mäßiger Diskontunterschiede auf die unternehmungswirtschaftliche Kalkulation und Disposition in Zweifel gestellt hatte¹⁵, brachte die Bankenquête der Oxforderschule¹⁶ (1938), welche 1949 durch den dänischen Professor Jørgen Pedersen ergänzt wurde¹⁷, eine Debatte in Fluß, die noch zu keinem abschließenden Ergebnis geführt hat. Umstritten ist heute noch die These von R. G. Hawtrey über den Einfluß des Geldzinses auf die Investierung und Desinvestierung von Lagerbeständen¹⁸.

Der Einflußbereich der Diskontpolitik wird natürlich gestärkt, wenn die „Zinskonditionen“ des ganzen Banksystems (also auch für den Verkehr der Geschäftsbanken mit ihrer Kundschaft) mit dem Zentralbankdiskont verkoppelt werden, wie das zur Zeit noch in Westdeutschland der Fall ist¹⁹. Nach der heute vorherrschenden Ansicht dürfte jedoch die mehr oder weniger strenge Handhabung der allgemeinen Kreditkonditionen, insbesondere der Auswahlprinzipien bei der Krediterteilung, von größerem Einfluß sein als die Veränderung des Diskontsatzes innerhalb der üblichen Grenzen²⁰. Die Aufmerksamkeit und das Interesse von Theorie und Praxis ist im Begriff, von den Methoden der rein quantitativen zu solchen der qualitativen Kreditpolitik überzugehen.

Abgeschlossen im März 1954.

¹⁵ Wie F. Somary (Bankpolitik, Tübingen 1915, S. 72) ausführt, muß man „bedenken, daß 1% Diskontunterschied nur 1/4% pro Vierteljahr, bei einem Kredit von 1 Million somit nur 2500 Mk. im Jahr beträgt. Der Fabrikant und der Kaufmann arbeiten nicht durchweg, auch nicht zum größten Teil mit so geringen Margen.“

¹⁶ H. D. Henderson, „The Significance of the Rate of Interest“, Oxford Econ. Papers, No. I, October, 1938.

¹⁷ Jørgen Pedersen, Credit Policy Reviewed, Weltwirtschaftliches Archiv Band 67, 1951 Heft 2, S. 1 ff.

¹⁸ R. G. Hawtrey, Good and Bad Trade, London 1913, p. 61 ff.

¹⁹ Auf Grund der Bekanntmachungen der Bankaufsichtsbehörden.

²⁰ Vgl. Howard S. Ellis, Die Wiederentdeckung des Geldes, in: „Vollbeschäftigung, Inflation und Planwirtschaft“; Erlenbach-Zürich 1951, insbes. S. 111.