

36a

467.500-11
Vertrieb: 1933

Special issue
SONDERBEILAGE DES „OESTERREICHISCHEN VOLKSWIRT.“
ANLÄSSLICH DER VOLLENDUNG SEINES 25. JAHRGANGES

[Krieg, Karl]

DER MECHANISMUS DER WELTWIRTSCHAFTSKRISE

WIRTSCHAFTS- UND SOZIALE PROBLEME DER DONAUSTAATEN

(Vol. 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17, 18, 19, 20, 21, 22, 23, 24, 25)

(name of special issue)

WIEN 1933

Der Mechanismus der Weltwirtschaftskrise.

Von Dr. Karl Polanyi.

Dem mitteleuropäischen Betrachter drängt sich immer mehr die Ueberzeugung auf, daß die ganze Nachkriegszeit samt allen ihren wirtschaftlichen Peripetien, samt dem amerikanischen Wirtschaftswunder einer achtjährigen Hochkonjunktur, samt den in einzelnen Ländern lang anhaltenden geschäftlichen Aufschwungszeiten, samt der ganzen Vielfalt der technischen, wirtschaftlichen, währungs- und handelspolitischen Abenteuer dieser düsteren Geschichtsepoche in Wirklichkeit nur eine einzige, in mannigfachen Formen über die Erde wandelnde Wirtschaftskrise darstellt, deren jüngste und gewaltigste Sturzwelle die Krise 1929 bis 1933 ist. Die Krise der ersten Nachkriegsjahre wurde nie wirklich überwunden, sondern räumlich und zeitlich verschoben. Das Gleichgewicht war örtlich nur dadurch hergestellt worden, daß immer wieder andere Wirtschaftsgebiete bewußt oder unbewußt die Aufgabe übernahmen, das Defizit der aus dem Gleichgewicht geratenen Volkswirtschaft zu tragen. Als die unvermeidliche Abrechnung kam, brachen nicht nur die alten Herde auf, sondern es hatte die Krise auch eine Tiefe und Zwangsläufigkeit angenommen, die alles je Vorgestellte neben sich erlassen ließ.

Soll diese Behauptung mehr als eine kühne Verallgemeinerung einiger willkürlich herausgegriffener Zusammenhänge aus der Wirtschaftsgeschichte der letzten fünfzehn Jahre sein, so hat der Verfasser sich nicht nur zu einer bestimmten Auffassung über das Wesen der Krise und zu einer Methode zu bekennen, die den Nachweis für die obigen Behauptungen zu erbringen vermag, sondern er hat diesen Nachweis auch am konkreten Geschehen zu führen.

Warum war die Selbstheilung nicht möglich?

Worin besteht das Wesen der Weltwirtschaftskrise? Was ist der Grund, daß sie bisher keiner Selbstheilung zugänglich war? Was hat die einzelnen Volkswirtschaften dazu befähigt, immer wieder äußerlich in ein trügerisches Gleichgewicht gelangend für einige Zeit die Krisenerscheinungen zu überwinden und dabei die gigantische Last eines sich jahrelang anhäufenden volkswirtschaftlichen Defizits räumlich und zeitlich zu verschieben? Und vor allem: Wie und in welcher Weise könnte eine solche Auffassung der Krise einiges Licht über die in den Gesamtprozeß eingebetteten Probleme der Weltwirtschaftskrise verbreiten?

Der Notwendigkeit, in die Wirrnisse der Krisentheorie einzugehen, enthebt uns die Ueberzeugung, daß zwar die seit 1929 wütende Wirtschaftskrise im Grunde zweifellos jenen wohlbekannten Konjunkturkrisen wesensverwandt ist, die unsere Wirtschaft regelmäßig heimsuchen, daß sie aber gerade ihre entscheidenden Kennzeichen aus dem Rahmen herleitet, in den sie diesmal gespannt ist. Die Gesamtkrise aber, in der die konjunkturelle Krise 1929 bis 1933 u. E. nur die schwerste Phase darstellt, hat ihren besonderen Entstehungsgrund im Weltkrieg und in den einzigartigen politisch-soziologischen Gestaltungen, mit denen er verbunden war. Aus diesem Ursprung der Gesamtkrise erklärt es sich, daß ihre Selbstheilung unüberwindlichen Schwierigkeiten be-

gegnete. Die durch den Krieg bewirkten volkswirtschaftlichen Verluste waren an sich ungeheuerlich. Um es paradox auszudrücken: Die Meinung, daß ein moderner Krieg aus wirtschaftlichen Gründen nicht länger als drei Monate dauern könne, war an sich völlig richtig. Denn daß der Weltkrieg länger als ebensoviel Jahre gedauert hat, war nur um den Preis ins Soziale übergreifender Schädigungen möglich, wie sie nur unter dem Zwang und Druck übermächtiger politisch-soziologischer Kräfte in der Gesellschaft entstehen. Aber nur Störungen, die gewissermaßen im rein Wirtschaftlichen verbleiben, sind der wirtschaftlichen Selbstheilung zugänglich. Die krampfartigen Anstrengungen des Gemeinwesens, die zur Kriegführung nötigen Mittel weit über die Leistungsfähigkeit der Wirtschaft hinaus aufzubringen, hatten Schädigungen von solchem Ausmaß bewirkt, daß das soziale Gefüge die gewaltsame Wiederherstellung des wirtschaftlichen Gleichgewichts nicht mehr ausgehalten hätte. Die übliche Ansicht, die darunter nur einen Hinweis auf die drohende soziale Revolution verstehen will, eine Gefahr, die fraglos bestand, ist einseitig. Die politisch-soziologischen Gründe, die nach dem Krieg die Wiederherstellung eines neuen, den Kriegsschäden angemessenen wirtschaftlichen Gleichgewichtes unmöglich machten, waren fast so allseitig wie die nationalen, sozialen, ideellen und realen Kräfte selbst, die den Krieg getragen und, nachdem die eine Seite unterlegen war, ihn durch einen Siegfrieden beendet hatten.

Erst neuere statistische Erhebungen haben die Verluste des Krieges in ihrer wahren Größe aufgedeckt. Der Stand der industriellen Produktion war trotz technischer Revolution und amerikanischem Wirtschaftswunder selbst auf dem 1929 erreichten Höhepunkt der Konjunktur in einem erschreckenden Maße hinter dem Stand zurückgeblieben, den sie auf der ungebrochenen Entwicklungslinie der letzten zwei Menschenalter vor dem Krieg fortschreitend erreicht hätte. In den seit Kriegsausbruch vergangenen zwanzig Jahren hätte sich die industrielle Produktion ungefähr verdoppeln sollen. Statt dessen erhöhte sie sich bis 1929 nicht ganz um 60%, um dann 1933 noch unter den Vorkriegsstand zurückzusinken. Nach der mehrere Menschenalter hindurch bewährten dynamischen Gesetzmäßigkeit sollte sie also Mitte 1933 mehr als doppelt so viel betragen haben, als sie tatsächlich betrug. Weder die fieberhafte, aber unproduktive Scheintätigkeit der Kriegsjahre, noch das durch die Agrarkrise nicht unterbrochene Ansteigen der landwirtschaftlichen Produktion kann darüber hinwegtäuschen, daß der Krieg die Zunahme der Produktion in der Landwirtschaft um volle zehn Jahre, in der Industrie, selbst wenn man von der Krise 1929 bis 1933 ganz absieht, um volle zwanzig Jahre aufgehalten hat.

Die drei Gläubiger: Rentner, Arbeiter und Bauer.

Doch mögen die Kriegsschäden an sich größer oder geringer gewesen sein, als man bisher glaubte, so viel steht fest, daß sie unter den durch den Krieg geschaffenen politisch-soziologischen Umständen viel zu groß waren, um die Herstellung eines neuen wirtschaftlichen Gleichgewichtes auf viele Jahre hinaus zu gestatten. Das soziale

Gefüge konnte nach dem Krieg nur aufrechtbleiben, wenn drei Gesellschaftsschichten durch die politische Führung nicht enttäuscht wurden:

Der Rentner, der den Krieg finanziell gewinnen half und ohne dessen Vertrauen in Währung und Kredit die kapitalistische Wirtschaft nicht wiederherzustellen war;

der Arbeiter, der politisch-moralisch die Last des Krieges getragen hat und dem dafür mehr Rechte und mehr Brot versprochen worden waren;

der Bauer, der der einzige sichere Hort gegen den sozialen Umsturz schien.

Daß in den Besiegtenstaaten die Rentner sogleich unter die Räder kamen, ändert daran ebensowenig wie die Vergeblichkeit aller Anstrengungen in den Siegerstaaten, die Rentenansprüche vor Schaden zu bewahren. Sind doch die Arbeiter in den Besiegtenstaaten schließlich ebensowenig von den Folgen der Krise verschont geblieben. Gäbe es eine von den Voraussetzungen des gesellschaftlichen Bestandes gelöste, rein wirtschaftliche Vernunft, so müßte man sagen, daß eine weniger starre Verteidigung ihrer Ansprüche den Rentnern, Arbeitern und Bauern im Endergebnis unbedingt mehr eingebracht hätte. Hier kommt es uns aber einzig darauf an, daß dieses Mehr ihnen nie zugeworfen wäre, weil das gesellschaftliche Gefüge inzwischen zu bestehen aufgehört hätte.

In den Siegerstaaten ging der Rentner voran. Er hatte durch seine finanziellen Opfer den Sieg errungen und auf seinem ungebrochenen Vertrauen zu Währung und Kredit fußte die Möglichkeit der Wiedereingangssetzung der Wirtschaft. Die Gesellschaft konnte nur fortbestehen, wenn die abgebaute Zwangswirtschaft des Krieges unverzüglich ohne lebensgefährdenden Zwischenzustand und dauernd durch die Funktionen des freien Marktes abgelöst wurde.

In den Besiegtenstaaten hatte der Arbeiter den Vorrang. Er hatte sich in den Besitz der politischen Macht gesetzt und nun wollte er, der seelisch an der Bürde des Krieges am bittersten litt, sich das Recht und das Brot holen, das ihm versprochen war.

Auch in den Siegerländern hatte sich eine Demokratisierung des öffentlichen Lebens vollzogen, die einem Erdbeben gleichkam. In England betrug die Zahl der Wähler vor dem Krieg rund 8 Millionen; bald nach dem Krieg waren es mehr als 28 Millionen. Auch dort hatte man die Kriegsmaschine mit Versprechungen geheizt. Wohnungen, wie sie Helden geziemen — hieß es in der blumigen Sprache des Wallisers, der für den Feldzug nicht nur die Munitionsfabriken, sondern auch die Schlagworte beigesteuert hatte. Der Krieg war gewonnen, es gab keine Ausrede, die Versprechungen nicht zu halten. In der Tat glaubte niemand an die Notwendigkeit, die Lebenshaltung nach dem Krieg einzuschränken. Als die richtige Erkenntnis zu dämmern begann, war es zu spät. Die furchtbaren Anstrengungen, die der Gesamtwirtschaft zugemutet worden waren, um die Renten zu valorisieren (und überzuvalorisieren), versperrten jedweden Zugang zu einer Politik, die der Arbeitnehmerschaft nun einseitig Opfer auferlegt hätte.

Der Dritte im Bunde war der Bauer. Als Sicherung gegen den Bolschewismus im eigentlichen und im übertragenen Sinn galt nach dem Krieg nur der auf seiner ererbten Scholle sitzende und durch seine Marktgewohnheiten zu der Stadt im wirtschaftlichen Gegensatz

stehende Bauer als zuverlässig. Weltanschauung und Produzenteninteresse verbanden ihn mit dem Konservatismus. Doch daß der enttäuschte Bauer auch anders kann, bewies das bulgarische Beispiel, ja, daß er selbst ohne sonderliche Enttäuschung zur Aufteilung des Großgrundbesitzes schreiten könnte, schienen die Schicksale einer ganzen Reihe von Ost- und Randstaaten zu erhärten. Daß Revolutionen aber nicht nur von links kommen, darüber ist Europa heute nachgerade belehrt. Genug daran, weder der Rentner noch der Arbeiter drang mit dem Anspruch seiner sozialen Unantastbarkeit so vollständig durch wie der Bauer.

Damit waren in dreierlei Richtung die Forderungen abgesteckt, mit denen sich die Versuche zur Wiederherstellung des wirtschaftlichen Gleichgewichtes abfinden mußten. Der Bestand des sozialen Gefüges verlangte gebieterisch:

Rettung des Rentnereinkommens durch Valorisierung der Währungen,

Rettung des Arbeitereinkommens durch Valorisierung der Löhne,

Rettung des bäuerlichen Einkommens durch Valorisierung der agrarischen Güterpreise.

Daß die wirtschaftlichen Schäden, die der Weltkrieg verursacht hatte, den durch die Erfüllung dieser Ansprüche bedingten Uebersverbrauch ausschlossen, darüber kann heute wohl nicht der geringste Zweifel herrschen. Die Aufrechterhaltung des sozialen Gefüges erforderte also eine wirtschaftliche Unmöglichkeit. Aber wenn wirtschaftliche Möglichkeit und Bestand der Gesellschaft selbst miteinander in Widerstreit geraten, dann werden die wirtschaftlichen Möglichkeiten so oder anders gestreckt. Auf die Dauer ist solches natürlich undurchführbar. Die Verletzung der wirtschaftlichen Gesetze muß früher oder später mit neuen, furchtbaren wirtschaftlichen Schäden bezahlt werden. Aber der Bestand der Gesellschaft ist vorerst gerettet.

Uebrigens: Nicht nur von innen, sondern auch von außen war das soziale Gefüge im Rahmen der durch den Weltkrieg geschaffenen Staatenordnung wirtschaftlich gefährdet. Wenn wir dennoch nicht Reparationen, Kriegsschulden und Autarkiewahn für die Verhinderung der Selbstheilung der Weltwirtschaft vor allem verantwortlich machen, sondern allen Nachdruck auf das Streben zur Valorisierung der Rentner-, Arbeiter- und Bauereinkommen legen, so geschieht das, weil für das Gleichgewichtsproblem jene innenwirtschaftliche Frage des allgemeinen Uebersverbrauchs zweifellos von ausschlaggebender Bedeutung war. Aber die beiden Gruppen gehören dennoch zusammen. Reparationen und Kriegsschulden gaben die Richtung für finanzielle und wirtschaftliche Anstrengungen, die an sich ebenso unmöglich zu leisten waren wie die Aufrechterhaltung eines allgemeinen hohen Lebensstandards in einer an produktiven Kapitalien arm gewordenen Welt. Dennoch wurden jene Anstrengungen gemacht und auch da konnte der Zusammenbruch nur durch wirtschaftlich opfervolle Interventionen eine Zeitlang vermieden werden.

Die große Intervention: der Krieg

Es ist mithin eine richtige Erkenntnis von hohem praktischen Wert, daß beinahe die gesamte Wirtschafts- und Finanzgeschichte der letzten fünfzehn Jahre aus Interventionen bestand, deren üble Folgen nachher nicht ausgeblieben sind. Aber diese Interventionen waren nicht

die Ursache der Krise. Richtig ist nur, daß diese zum Teil völlig falsch und kurzsichtig durchgeführten Interventionen die Lösung der Krise weit hinausgeschoben haben. Diese Hinausschiebung war jedoch keineswegs sinnlos: Die Urintervention war der Weltkrieg selbst gewesen. Alle Interventionen der Nachkriegszeit waren zum Teil nur kostspielige und opferreiche Mittel, die letalen Folgen dieser brutalsten aller Gleichgewichtsstörungen von der Gesellschaft abzuwehren. Zum anderen Teil freilich haben sie überflüssigerweise neue Störungen bewirkt, die die Folgen der Urintervention noch verschärften. Aber ohne ein klares Erfassen der in den Kriegsschäden begründeten Zwangsläufigkeit der Nachkriegsinterventionen ist die wahre Funktion dieser Interventionen nicht erfäßbar.

Es ist ferner nicht folgerichtig, nur die zugunsten der Arbeiter und Bauern vorgenommenen Interventionen als solche zu bezeichnen. Dem unterliegt die bequeme Vorstellung, daß die auf die Wiederherstellung der Vorkriegszustände abzielenden Maßnahmen ihre Rechtfertigung gewissermaßen in sich tragen. Die Valorisierung der Währungen auch mit den künstlichsten und gewalttätigsten Mitteln wird nicht als Intervention angesehen, ohne daß man sich die Frage vorlegte, ob in einem bestimmten Land der neue Gleichgewichtszustand eine durch solche Valorisierungen nebenbei auch bewirkte Valorisierung der Rentnereinkommen gestattet oder nicht. Ein Gleichgewichtstheorem, das sich in der rein formalen Betonung der Heiligkeit der Verträge erschöpfen würde, wäre aber wirtschafts- und finanzpolitisch wertlos. Denn es ginge an der praktisch entscheidenden Frage vorbei, die da lautet: Welche Einkommen sind dem neuen Gleichgewichtszustand entsprechend, das heißt dauernd tragbar?

Die Rückkehr zur Goldparität in England ist das eigentliche Symbol dafür, mit welcher Ahnungslosigkeit vor kaum zehn Jahren darangegangen wurde, nach den Vorkriegsplänen an einer Weltwirtschaft weiterzubauen zu wollen, deren Fundamente in den Tiefen durch die Kriegsjahre ausgehöhlt worden waren. Aber auch die Auswirkungen dieses Fehlers konnten jahrelang hinausgeschoben werden.

Wie war die Verschiebung der Krise möglich?

Der über das Gleichgewichtsbestimmte hinausgehende Verbrauch der begünstigten Schichten, ob Rentner, ob Arbeiter, ob Bauern, konnte nur aus dreierlei Quellen aufgebracht werden.

Erstens: Durch die Verschiebung von Inlandseinkommen zugunsten der Bevorzugten. Wo nur die Arbeiter und Bauern begünstigt waren, geschah die Verschiebung zu Lasten des Vermögens des Mittelstandes und des Betriebskapitals der Industrie, beides durch Besitzsteuern, vor allem jedoch durch die unerbittlichste und ungerechteste aller Steuerarten: die Geldentwertung. Der agrarische Ueberkonsum wurde durch Zölle und andere protektionistische Enteignungsmethoden zu Lasten der städtischen Bevölkerung ermöglicht.

Zweitens: Durch Kapitalaufzehrung. Das Inlandskapital der Volkswirtschaft wurde im Laufe der Inflation aufgezehrt, zum Teil durch Verkauf von Vermögen und Vermögensanteilen nach dem Ausland.

Drittens: Das verbliebende Defizit mußte durch Neuverschuldung im Ausland aufgebracht werden.

Dies geschah denn auch in ungeahntem Umfang.

Die einzelnen Volkswirtschaften lasteten ihr Defizit dauernd auf das Ausland ab. Die stützenden Volkswirtschaften suchten wieder an noch stärkeren eine Stütze. Jahre scheinbarer Stabilität, längere Aufschwungszeiten, ein irreführender Schein völliger Ausgeglichenheit wechselten mit neuen wirtschaftlichen und finanziellen Schwierigkeiten ab. Bis plötzlich auf dem Höhepunkt der amerikanischen Konjunktur das zusammenhaltende Band riß, die aufeinandergetürmten Defizitwirtschaften ins Gleiten kamen und das ganze Stabilisierungsgebäude einstürzte.

Worin bestand der Mechanismus der Weltwirtschaftskrise, der diesen Verlauf erzwang und doch auch wieder ermöglichte?

Die geographische Verschiebung und dadurch zeitliche Hinausschiebung der Krise geschah mit Hilfe eines in der Nachkriegszeit zur Entfaltung gelangten Kreditmechanismus von einzigartiger Kapazität und Spannkraft.

Die Eigenart dieses Kreditmechanismus ist wohl noch lange nicht genügend ergründet. Während die Weltwirtschaft erst durch den Krieg vernichtet und in der Nachkriegszeit nur allmählich wiederhergestellt wurde, nur um seit Ende 1928 wieder ununterbrochen zu schrumpfen, entwickelte sich schon während des Krieges das Kreditsystem zu neuer Hochblüte. Diese paradoxe Erscheinung setzt sich fast über die ganze Nachkriegszeit fort: erstaunliche Mobilität und Kapazität des internationalen Kreditsystems bei einer oft bedenklichen Abschnürung und Lähmung der weltwirtschaftlichen Verflechtung.

Kriege sind Neuschöpfer des Kreditwesens. Die Siegerstaaten hatten fast ihre gesamte Materialbeschaffung, soweit sie im Ausland geschah, mit Hilfe eines ad hoc geschaffenen Kreditapparates finanziert. Die gewaltigsten finanziellen Transaktionen der Neuzeit wurden durch ihn bewältigt: der Abverkauf überseeischer Wertpapiere und Beteiligungen nach den U. S. A., die Verbürgung des Pfundkurses durch die Vereinigten Staaten, die Ausschaltung aller Zahlungen in fremden Währungen zwischen den Alliierten durch das Hilfsmittel der Kreditierung. Dieser Apparat empfing seine beinahe grenzenlose Kapazität dadurch, daß die Großmächte, in einen Krieg auf Leben und Tod verwickelt, die Waffe des Kredits bis zum Äußersten einsetzten. Im ganzen lag hier eine in diesem Ausmaß seit dem Bestand des modernen Kapitalismus beispiellose Politisierung des Kredits vor. Damit ging die Herausbildung viel engerer persönlicher und Geschäftsbeziehungen zwischen den Notenbanken und den Kommerzbanken in London, New York und Paris einher, als sie je vorher bestanden hatten. Diese hochmoderne Röhrenleitung für die Verteilung von Krediten über ganz Europa traf nun auf eine neuentstandene und scheinbar unerschöpfliche Kreditquelle, bereit, Gold zur Bewässerung der Sahara der mitteleuropäischen Wirtschaft freigebig strömen zu lassen: den unermeßlichen Reichtum Amerikas. Die in ihrer Größe noch kaum absehbaren Gewinne, die Amerika im Krieg gemacht hatte, suchten nach Anlage. Der Wiederaufbau Europas erschien als das große Geschäft, welches nicht nur die amerikanischen Forderungen an Europa retten sollte, sondern welches sich darüber hinaus als eine Tat weitblickender Menschenliebe erweisen würde. Ein beispiellos reicher — und unerfahrener Geldgeber war damit auf der Bildfläche erschienen, der nur darauf brannte, diesen Kredit-

mechanismus mit den eigenen Mitteln in Betrieb zu setzen. Wenn es uns heute dennoch unverständlich erscheinen will, wie die Welt sich damals über den wahren finanziellen Saldo des Krieges so sehr täuschen konnte, so müssen wir uns nur einen Augenblick die Forderungen vergegenwärtigen, die man für „gut“ hielt. Der Gesamtbetrag der interalliierten Schulden wurde mit 25.000 Mill. Dollar beziffert. Wer heute nach den stimmungsmäßigen Hintergründen der Genoa-Konferenz forscht, wird sich daran erinnern müssen, daß sie über den Quotenstreit russischer Erdölinteressenten in die Luft flog und daß diese nicht die einzigen waren, die ihre Rußland-Forderungen noch ernst nahmen. Könnte doch Lloyd George seinen berühmten Vorschlag zur Gründung einer 25 Millionen Pfund Sterling-Aktiengesellschaft zum Wiederaufbau Rußlands nur deshalb ernsthaft machen, weil die Hoffnung auf die Verwertbarkeit russischer Kriegs- und Vorkriegsanleihen noch durchaus lebendig war. Immerhin handelt es sich dabei um ein Sümmchen von etwa 35.000 Mill. Goldfranken. Alle diese Forderungen sind heute abgeschrieben; was Wunder, daß zur Zeit, als sie es noch nicht waren, die Gläubiger dieser Summen sich reich wähnten. Noch 1925, als England und Deutschland schon auf dem Goldstandard waren, sprach man in Thoiry von der Mobilisierung von 15.000 Millionen Goldmark Reparationsobligationen wie von einem glatten Geschäftsvorschlag! Dieser Kreditmechanismus, dem die Zeitgenossen gewissermaßen mythische Kräfte zuschrieben, war der Hauptakteur in der zehnjährigen Ver- und Aufschiebung der Krise.¹⁾

Gesamtprozeß

Der Ausgang des Krieges bestimmte den geographischen Krisenverlauf von Ost nach West.

Es gab besiegte Staaten wie Rußland, Oesterreich, Ungarn, Bulgarien, im wirtschaftlichen Sinn aber auch die aus dem östlichen Kriegsgebiet geschnittenen Nachfolgestaaten, wie Rumänien, Südslawien, die Tschechoslowakei, Polen, Griechenland und die Randstaaten, schließlich, aber nicht zuletzt, das Deutsche Reich.

Es gab die europäischen Siegerstaaten, England, Frankreich, Belgien und Italien.

Und es gab als Klasse für sich den Uebersieger, Amerika.

1918 bis 1924: Der Gesamtprozeß beginnt im Osten mit dem Wiederaufbau eines Großteils der Besiegten mit Hilfe der Siegerstaaten und Amerikas. Die österreichische Währung wird 1923, die ungarische 1924 durch Völkerbundhilfe stabilisiert. Zugleich werden Griechenland, Bulgarien, Finnland, Estland „saniert“; Rumänien, Polen, die Tschechoslowakei und Südslawien erhalten französische Anleihen; selbst für Rußland werden Stützungspläne entworfen. Höhepunkt: Die Wiedererrichtung der Goldwährung im Deutschen Reich, verankert im Dawes-Plan samt der zur Hälfte von Amerika gewährten Dawes-Anleihe. Durch die Wiedereinführung der Goldwährung verlieren die Besiegtenländer die ge-

heime Reserve der Inflation. Das stille Defizit der Volkswirtschaften wird zunehmend durch Auslandsverschuldung gedeckt und damit auf die Siegerstaaten überwältigt. Dabei haben die stützenden Siegerstaaten selbst in diesem ersten Abschnitt noch schwankende Währungen.

1925 bis 1928: Zu dem Defizit, welches die Sieger von den Besiegten übernehmen, tritt ihr eigenes Gleichgewichtsmanko hinzu. Durch die Einführung der Goldwährung in den Siegerländern kommt das Defizit ihrer Volkswirtschaft in einem stetigen Kampf um die Stabilität der Währung zum Vorschein. England verschiebt die wirtschaftliche Last der Währungsstabilisierung im Wege der sogenannten Kooperation der Notenbanken auf Amerika. Die Stabilisierung des englischen Pfundes auf der Vorkriegsparität am 1. April 1925 wird durch amerikanische Bereitstellungskredite gesichert. Von diesem Tag an steht die Kreditpolitik Amerikas trotz der ins Ungeheure anwachsenden Kreditgewährungen an Deutschland nicht so sehr im Zeichen der Hilfe für Europa, als im geheimen bereits im Zeichen der Hilfe für England. Höhepunkt: Die Besprechung Montagu Norman—Strong im Mai 1927 in New York. Im August setzt in Amerika neuerlich eine verschärfte Cheap Credit Policy ein, die bis Februar 1928 andauert und den Wall-Street-Krach im Oktober 1929 vorbereitet. Die amerikanische Krypto-Inflation bedeutet eine ständige Stützung der zur Goldwährung zurückgekehrten europäischen Siegerstaaten durch Zufuhr billigen Kredits und Niedrighaltung des Zinsfußes.

1929 bis 1933: Das nach Amerika verschobene vereinigte Gesamtdefizit der europäischen Sieger und Besiegten kommt in einer Krise zum Vorschein, zu deren Entstehung die überbrückende Rolle des amerikanischen Kredits im Laufe der letzten zehn Jahre wesentlich beitrug. Amerika hatte seit dem Dawes-Plan und den Schuldenabkommen mit England und Frankreich sowohl die Reparationszahlungen wie auch die Zahlung seiner eigenen Forderungen selbst finanziert, es hatte die Last der vergeblichen englischen Stabilisierung, der deutschen Fehlinvestitionen wie auch der sich in Wien anhäufenden Defizite der osteuropäischen Privatwirtschaften zu tragen gehabt. Hauptereignis: Der Krach der Creditanstalt am 12. Mai 1931. Die Reichsmark versagt, das englische Pfund weicht von der Parität. Höhepunkt: Am 19. April 1933 wird der Dollar zur schwankenden Währung. Sowohl die Abschnürung der Weltwirtschaft wie das Währungschaos sind nur mit dem unmittelbar nach dem Krieg herrschenden Zustand vergleichbar.

Valorisierung des Pfundes und die Folgen

In diesen Zusammenhang gestellt, erscheint so manches als zwangsläufig, was der Teilbetrachtung als Irrtum oder Verschulden erscheinen muß. So mancher Vorwurf enthüllt sich als widerspruchsvoll und die angeblich versäumten Gelegenheiten stellen sich als bloße Alternativen dar, die nur auf anderen Wegen zum gleichen unerwünschten Ergebnis geführt hätten. Die Rückkehr Englands zur Vorkriegsparität gilt heute als ein Schulbeispiel einer volkswirtschaftlichen Fehlentscheidung. Aber schon die in England allenthalben wiederholte Entschuldigung, daß man 1925 doch noch nicht voraussehen konnte, daß Frankreich und Belgien ihre Währungen unter dem inneren Wert stabilisieren und damit England unter Ausfuhrdruck setzen würden, weist auf eine Alternative hin, deren Nichtverwirklichung nur erfreu-

¹⁾ F. Somary: „Kapitalüberschuß und Kapitalzuschußgebiete. Mechanismus und Wirkungen der internationalen Kapitalübertragungen“ in „Kapital und Kapitalismus“, Berlin, Hobbing, 1931, S. 483. — Vgl. auch die noch vor dem Zusammenbruch der Credit-Anstalt erschienene Aufsatzreihe W. Federna über die Kreditüberspannung in Nr. 8, 9, 10, 16, 17, 19 und 20 des „Oesterr. Volkswirt“ vom 22. und 29. November 1930, 3., 17. und 24. Jän., 7. und 14. Febr. 1931.

lich ist. Denn die Hauptsache am französisch-belgischen Stabilisierungsniveau, das sollte mit allem Nachdruck gesagt werden, war nicht die Relation zur Preislage, sondern vor allem ihre Relation zur ursprünglichen Parität. Daß Frankreich seinen Bürgern eine 80%ige Enteignung ihres Renteneinkommens zumutete, war das wesentliche daran. Wenn England nach 1926 unter Ausfuhrschwierigkeiten zu kämpfen hatte, so vor allem deshalb, weil seine Produktionskosten infolge valorisierter Zinsenlast und der damit politisch verbundenen hohen Lohnbelastung überhöht waren.

Ein anderer Fall: Mitteleuropa hat Englands akute wirtschaftliche Schwierigkeiten jahrelang nicht recht gelten lassen wollen, weil es auf Grund seiner eigenen Erfahrungen klar erkannt hatte, daß die englische Bankrate noch immer zu niedrig war, um die Währung auf die Dauer zu festigen. In Wirklichkeit stand sie von 1925 bis 1931 kaum zwei Monate lang jemals unter 4½%, einem für England unverhältnismäßig hohen Stand. Eine 1925 erfolgte gesetzliche Herabsetzung der Verzinsung der Staatspapiere oder eine Vermögensabgabe hätten vielleicht den durch die Valorisierung der Währung begangenen Fehler noch gutmachen können. Im nachhinein vollzogen, hätten diese Maßnahmen aber Englands Kredit nicht weniger erschüttern können als der Währungsverfall selbst. Jede starke, dauernde Erhöhung der Bankrate hätte nun nicht nur die akute Krise der englischen Wirtschaft ungeheuer verschärft (was diese ja schließlich überstanden hätte), sondern sie hätte auch Englands Kapitalsausfuhr lahmgelegt, die es zur Aufrechterhaltung seiner Warenausfuhr aufrechtzuerhalten zu müssen glaubte.²⁾ Denn England fuhr auch nach der Stabilisierung mit der Kapitalsausfuhr fort, einer Kapitalbewegung, die u. a. den kaum erst „sanierten“ Wirtschaften Osteuropas zugute kam. Von den ausländischen Kapitalemissionen auf dem Londoner Markt waren seit 1924 allein 782 Mill. Dollar nach europäischen Staaten langfristig verliehen worden.

In der Tat war es die seit 1927 immer stärker fühlbar werdende Schwierigkeit der Aufrechterhaltung der Kapitalsausfuhr, die die Erhöhung der Bankrate in England ausschloß. Der Londoner Markt stand unter schwerem unsichtbarem Druck. Kurzfristige Ausleihungen setzten ein und die City selbst wurde immer mehr auf kurzfristige Auslandguthabungen angewiesen. Die Gefahren dieser Lage hat der MacMillan-Bericht kurz vor dem Zusammenbruch der Währung im September 1931 genügend klar dargelegt.³⁾ 1927 hatten die in London aufgelegten ausländischen Emissionen noch 651 Millionen Dollar ausgemacht, 1928 betrug sie nur noch 525 und 1929 bloß 228 Mill. Dollar. Und fraglos konnte auch dieser Betrag nur mehr gestützt auf die von New York zugesagte Politik des billigen Geldes aufgebracht werden.

²⁾ Condliffe erklärt diese Kapital-Ausfuhr „als wesentlichen Bestandteil des normalen weltwirtschaftlichen Mechanismus der Vorkriegszeit“. „World Economic Survey“, 1931/32, S. 48.

³⁾ „Für die Kriegsfolgen ist vielleicht nichts bezeichnender, als die Gleichzeitigkeit einer ungewöhnlich langen Konjunktur in Amerika mit einer ungewöhnlich langen Depression in England. Die Zurückführung der Währung auf den Vorkriegsstandard, die England allein unter den kriegführenden europäischen Staaten durchsetzte, und die schwere Verpflichtung an die Union sind wohl die beiden Grundursachen der Depression“. F. Somary: „Wandlungen der Weltwirtschaft seit dem Kriege“, Tübingen, 1929, S. 13.

Von jeher war das elastische Band, welches die immer labiler werdenden Gleichgewichtslagen der defizitären Volkswirtschaften zusammenhielt, die amerikanische Kredithilfe gewesen. Die Zubringer aber, die die Defizite selbst der stärksten europäischen Volkswirtschaften der Reihe nach in den Hauptbüchern Amerikas landen ließen, waren die wiederhergestellten Goldwährungen. Der geheimen Reserve der Inflation beraubt und durch die starren Regeln der Goldwährung an jeder Verschiebung verhindert, mußten sich die Volkswirtschaften gewissermaßen zu ihrem Manko bekennen. Nicht laut und öffentlich, aber nicht minder effektiv im Wege der Neuverschuldung. Aber während die Währungsstabilisierungen in Mitteleuropa nur England zu einer erst viel später in ihren Wirkungen merklich gewordenen Politik des niedrigen Zinsfußes veranlaßten, wirkte sich die Wiederherstellung der Goldwährung in England selbst auf nichts Geringeres als die amerikanische stille Inflation der Jahre 1926 bis 1929 aus und damit auf den schließlichen Zusammenbruch des gesamten Kreditgebäudes der Welt.

Amerika und die Doppelfunktion des Kreditmechanismus

Vielleicht das Irreführendste im Bilde der Wirtschaftsgeschichte der Nachkriegszeit ist die märchenhaft hohe Lebenshaltung Amerikas in diesem Zeitraum. Sie war nur zum Teil die Folge wirklichen Reichtums, zum Teil entsprang sie einer die gesamte Weltwirtschaft gewissermaßen entzweischneidenden Interventionshandlung: der Hochschutzzollpolitik und der Einwanderungssperre in U. S. A. Ohne sie hätte sich alsbald die Armut Europas auf die Vereinigten Staaten ausbreiten müssen, um dann in einem neuen Gleichgewicht, irgendwo zwischen mitteleuropäischem Besiegtenelend und amerikanischem Hochstandard, zu münden. Amerika konnte sich von dem Druck Europas auf seine Lebenshaltung nur befreien, indem es weder dessen billiges Menschenmaterial noch dessen billige Waren hereinließ. Das ist der tiefste Grund der einseitigen Goldbewegung nach den Vereinigten Staaten. Sie war die einzige Form von Zahlungen, die den amerikanischen Lebensstandard nicht senkte.

Unzählige Male ist gegen die Vereinigten Staaten der Vorwurf erhoben worden, daß sie durch ihre kurzzeitige Hochschutzzollpolitik die Krise nicht nur verschärft, sondern auch geradezu verschuldet haben. Ein Gläubigerstaat habe sich wirtschaftlich als Renteneinnehmer einzurichten, durch eine passive Handelsbilanz seinen Schuldnern die Rückzahlung im Wege der Warenausfuhr zu erleichtern. Doch wird als Beispiel nur auf Länder hingewiesen, die wie England ihre auswärtigen Kapitalanlagen im Laufe von Menschenaltern aufbauten und, als die Zeit kam, da die Rückzahlungen überwogen, allmählich ihre wirtschaftliche Struktur der neuen Sachlage anpassen konnten. Wenn England heute Rohstoffe einerseits, zur Weiterverarbeitung geeignete Fabrikate andererseits in großen Mengen einführt, so vollzog sich doch die dazu nötige Anpassung seiner Wirtschaftsstruktur im Laufe eines jahrzehntelangen Handelsverkehrs mit seinen in aller Welt verstreuten Schuldnern. Aber kann der freiwillige Uebergang zu einer passiven Handelsbilanz ohne weiteres auch wirklich von einem Staate gefordert werden, der über Nacht vom Schuldnerstaat zum führenden Gläubigerstaat vorrückt, wobei seine Forderungen vorerst ganz überwiegend politischen Ursprungs sind? Die amerikanische

Ausfuhr 1914 bis 1919, deren Gegenwert die interalliierten Kriegsschulden sind, erforderte eine einseitige Anpassung der amerikanischen Wirtschaftsstruktur an den Bedarf des europäischen Krieges. Die Entgegennahme des Zinsendienstes in Waren bald nach Friedensschluß hätte also eine schwere Krise über die amerikanische Wirtschaft bringen müssen. Auch diesmal, so will es uns scheinen, verlegt man die schuldtragende Intervention fälschlich in die Nachkriegszeit, statt sie dorthin zu lokalisieren, wohin sie gehört: in die Zeit des Weltkrieges selbst. Denn das ist eben der Fluch politisch gesetzter Tatsachen in der Wirtschaft, daß die furchtbaren Folgen der Unintervention oft nur durch neue, opfervolle Interventionen abgewehrt werden können.

Wohl hätten die Vereinigten Staaten am besten getan, wenn sie ihre aus dem Krieg stammenden Forderungen an Europa im Nennbetrag von 11 Milliarden Dollar abgeschrieben hätten. Gewiß, sie hätten damit im nachhinein die Kriegskosten Europas selbst auf sich genommen und lange Zeit unter dem schweren Steuerdruck zu leiden gehabt, den der Zinsendienst der Liberty Bonds im Inland erfordert hätte. Wahrscheinlich hätten sie dennoch einen gegenüber der Vorkriegszeit erhöhten Lebensstandard genossen. Die Frage scheint durchaus akademisch, da Amerika nicht nur an seinen Forderungen festhielt, sondern zu ihrer Rettung Europa noch gewaltige neue Kredite gewährte. Trotzdem lassen sich an diese Feststellung wichtige Erwägungen knüpfen:

Erstens, daß der amerikanische Lebensstandard in jedem Fall unberechtigt hoch war. Eine Abschreibung der Forderungen hätte ihn senken müssen; eine Entgegennahme der Schuldzahlungen in Waren und Menschen hätte aber unweigerlich die gleiche Folge gehabt. Zweitens, daß der politisch-soziologisch bedingte Uebersverbrauch der Rentner, Arbeiter und Bauern in Europa eine wichtige Rolle in der Ermöglichung einer überhöhten Lebenshaltung in Amerika selbst spielte; daß aber dieser Uebersverbrauch in Europa wiederum nur durch die amerikanische Kredit Hilfe möglich war. Der Kreditmechanismus hat also die doppelte Aufgabe bewältigt: die Lebenshaltung in Europa sowie in Amerika über dem gleichgewichtbestimmten Stand hochzuhalten.

Jahrelang wurde gegen die Währungspolitik des Federal Reserve Board der Vorwurf erhoben, daß er die nach Amerika strömenden Goldmassen sterilisiert habe.⁴⁾ In Europa fehle dieses Gold, mangels dessen keine Krediterweiterung möglich sei, in Amerika aber werde es geflissentlich nicht zur Kreditausweitung benützt. In Europa müßten daher der Wirtschaft die Kredite entzogen werden, während Amerika sich weigere, neue Anleihen an Europa zu gewähren. In der Gegenwart wird der umgekehrte Vorwurf mit noch viel größerem Nachdruck erhoben: Amerika habe durch eine uferlose Inflation und einen bedenkenlosen Kapitalexport geradezu die Weltkrise verursacht. Es ist klar, daß die beiden Beschuldigungen einander ausschließen. Die Sterilisierung des Goldes hat sich übrigens als ein bloßes Mißverständnis herausgestellt. Das Anwachsen der Goldreserve von 1921 bis 1929 war von einem Anwachsen des Tagesdurchschnitts der Ueberschußreserven der Mitgliedsbanken um

706 Mill. Dollar begleitet (September 1921 bis September 1929). Etwa der neun- bis zehnfache Betrag an neuen Kreditmitteln stand daher der Wirtschaft zur Verfügung.

Der Anwurf beweist aber ein anderes: Keine amerikanische Kreditexpansion hätte Europa in jener Zeit groß genug erscheinen können! Die Stabilisierung einer Reihe mittel- und osteuropäischer Währungen, die nur auf den Krücken einer drakonischen Kreditrestriktion humpelnde Goldmark, der auf England seit der Rückkehr zur Parität lastende gesteigerte Geschäftsdruk, der Bedarf an politischen Ankurbelungs- und Ueberbrückungskrediten in der Periode zwischen Dawes- und Young-Anleihe sowie die Retablierungskredite für Deutschland und andere Länder schufen eine schier unerschöpfliche Nachfrage nach amerikanischer Kredit Hilfe.

Das gestattet uns, die gegenteilige und sachlich allein zutreffende Behauptung einer amerikanischen Krypto-Inflation kritisch zu beleuchten. Sie ist an sich ohne Zweifel richtig. Unzulässig jedoch ist die Folgerung (die man allenthalben hört), daß daher Amerika an dem neuen Zusammenbruch der Währungen die Schuld habe. Das kehrt sogar den wahren Sachverhalt fast in sein Gegenteil um: Diese Währungen waren nur so lange stabil, als sie durch eine amerikanische Kreditpolitik gestützt wurden, die notwendig von Inflation begleitet war. Als diese nicht weitergeführt werden konnte, war es auch mit der Stabilität jener Währungen aus. Nur wer den Schrei Europas nach amerikanischer Hilfe in den lange Jahre immer wiederkehrenden, finanziellen, wirtschaftlichen und, nicht zuletzt, politischen Notlagen vergessen hat, kann sich allenfalls der Einsicht in die bittere Alternative verschließen, die eine Verweigerung der Kredit Hilfe damals für uns bedeutet hätte. Allerdings, Amerika hat der aus Europa erschallenden Ermunterung zur Kreditausweitung keinerlei ernsthaften Widerstand entgegengesetzt. Und gewiß sind die nach Europa gegebenen Kredite zum Teil ebenso übermäßig gewesen und verschwenderisch vertan worden, wie dies von den südamerikanischen Anleihen Wall Streets nachgewiesen wurde. Auch wir sehen das Zeugnis für die verderblichen wirtschaftlichen Folgen, mit denen die Schiebung der Krise verbunden war, darin, daß der künstlich ermöglichte Uebersverbrauch zu noch größerem Uebersverbrauch sowohl bei Schuldnern wie bei Gläubigern geführt hat.

Der Kreislauf der Krise

Dennoch: Für die kausale Erkenntnis ergibt sich daraus der entscheidende Zusammenhang: Der Zustrom des Goldes nach Amerika setzt noch in der Wirtschaftskrise 1921/22 ein. Aber der Abfluß des Goldes löst keinen fühlbaren Druck auf den Kreditumfang in Europa aus, solange die führenden europäischen Währungen noch selbst schwanken.⁵⁾ Papierwährungen sind für Goldverlust nicht empfindlich. Erst nachdem England 1925, Frankreich 1926 zum Gold zurückkehrten, begannen ernsthaft die Klagen über eine Fehlverteilung des Goldes. Wiederholte Kreditrestriktionsversuche in den U. S. A. führen jetzt regelmäßig zu Goldverlusten der Schuldner und damit zu einer neuen Eräschwerung ihrer Lage.⁶⁾ Zweimal leidet Amerika bei schwächerem Geschäftsgang

⁴⁾ J. B. Condliffe in „World Economic Survey“, 1931/32, S. 48.

⁵⁾ „Monetary Policy and the Depression“, hg. vom Institute for International Affairs, Oxford, 1933, S. 8.

¹⁾ An dieser Stelle ist das nicht geschehen. Vgl. Walther Federn: „Die Sterilisierung des Goldes“, Nr. 16 und 17 von 17. und 24. Jänner 1931.

eine „Politik des billigen Geldes“ ein, beide Male schließt das darauffolgende Jahr, 1925 und 1928, mit einem Goldverlust Amerikas ab.⁷⁾ Als im Frühjahr 1927 die de facto-Stabilisierung des Franken zu großen Goldabgaben der Bank von England an die Bank von Frankreich führt, vereinbart Montagu Norman mit Gouverneur Strong in New York eine neue Zeit „billigen Geldes“, die der schwer ringenden englischen Wirtschaft die Erhöhung der Bankrate ersparen soll.

Von August 1927 bis Februar 1928 steht der Diskontsatz der Federal Reserve Bank von New York auf nur 3½%. Die amerikanisch-europäische Hochkonjunktur setzt ein. Die neuen europäischen Goldwährungen werden durch den Zufluß amerikanischen Goldes gestützt, die Kapitaleinfuhr Deutschlands steigt 1927/28 auf über 2 Milliarden Dollar an. Die Bankrate wird in New York bis Juli 1928 wieder auf 5% erhöht, die vergeblichen Anstrengungen zum Abstoppen der Spekulationshausse beginnen. Der Zufluß langfristiger Kredite aus Amerika versiegt. Die in der ersten Hälfte 1929 in U. S. A. aufgelegten europäischen Emissionen betragen nur mehr 101 Millionen Dollar gegen 449 Millionen in der ersten Hälfte 1928.

Bis 1925 erspart die amerikanische Schutz Zoll- und Kreditierungspolitik sowohl Europa als auch Amerika eine Senkung des Lebensstandards, indem Amerika zum Teil Gold in Zahlung nimmt, zum Teil neue Kredite gewährt. Nach Wiederherstellung der Goldwährungen in Europa, namentlich aber in England, können die Schuldner dem Druck der Goldabflüsse auf ihre Währung nur standhalten, indem Amerika sich dem Inflationismus ergibt, den Zinsfuß künstlich niedrig hält und seine Kapitaleinfuhr nach Europa ins Vielfache steigert. Als der Inflationismus versagt, schlägt der finanzielle Druck der Ueberschuldung zwangsläufig in die Wirtschaftskrise um. Denn Mitte 1929 besitzen Amerika und Frankreich zusammen bereits 58% des monetären Goldbestandes der Welt. Amerika aber kreditiert nicht

weiter. Weder Goldzahlung noch Neuverschuldung ist mehr möglich. Es bleibt den Schuldnerstaaten nichts übrig, als in Waren zu zahlen. Seit 1928/29 beginnen sie ihre Ausfuhr zu forcieren.⁸⁾ Aus Europa wie aus den Rohstoffländern der Ueberssee strömen die um jeden Preis einen Abnehmer suchenden Waren auf den Weltmarkt. Die Tendenzen zum allgemeinen Preissturz setzen sich 1929 durch, die Weltwirtschaftskrise steht vor dem Tor. Es kommt zur Kreditkrise 1931, zur Abschürfung des Welthandels 1932, zur allgemeinen Währungskrise 1933. Die räumliche und zeitliche Verschiebung des Weltwirtschaftsdefizits hat ihren Kreislauf vollendet. Die Inflationen haben das soziale Gefüge vielleicht gerettet, aber die Qualen des Heilungsprozesses nur verlängert, ohne sie der Menschheit ersparen zu können.⁹⁾

⁷⁾ Condliffe in „World Economic Survey“, 1931/32, S. 43; ferner derselbe in Situation Economique Mondiale 1932/33, S. 171. — Prof. Ohlin in „Le Cours et la Phase de la Depression“, Sit. Economique Mondiale, Genf, 1931 S. 211.

⁸⁾ Prof. J. B. Condliffe, der Verfasser der beiden letzten weltwirtschaftlichen Jahrbücher des Völkerbundes, bestätigt im Ende September erschienenen Jahrbuch 1932/33 einen wesentlichen Teil unserer Behauptungen: „Die wirklichen Schwierigkeiten der Lage meldeten sich nicht, solange eine große Anzahl von Währungen, besonders diejenigen der Schuldnerstaaten von einander unabhängig waren, solange die Devisenkurse schwankten, und die zwischen den Regierungen bestehenden Schulden nicht geregelt waren. Als aber nacheinander die Währungen zum Goldstandard zurückkehrten, die Devisenkurse fixiert wurden, die Schulden der Reihe nach durch Abkommen geregelt wurden, nahm die Spannung im neu errichteten internationalen finanziellen Mechanismus zu. Während der wenigen Jahre von 1925 bis 1929 wurde die Abstimmung der internationalen finanziellen Verpflichtungen ohne eine radikale Neugestaltung der nationalen Wirtschaften nur durch den breiten Zustrom neuen Kapitals in die Schuldnerstaaten, vor allem aus den Vereinigten Staaten, ermöglicht. Sobald in den Jahren 1928 und 1929 diese Kapitalien zu versiegen begannen, wurden als Folge des auf die Zahlungsbilanz der Schuldnerländer ausgeübten Druckes die Preise gedrückt, die Kreditausweitung abgebremst und die Schwierigkeiten der internationalen Anpassung führten im Endergebnis zum Zusammenbruch des gesamten internationalen Währungswesens.“ „Situation Economique Mondiale 1932/33“ S. 277.

⁹⁾ Prof. Ohlin in „Le Cours et la Phase de la Depression“, Sit. Economique Mondiale, Genf, 1931, S. 110.

1. Der Mechanismus der Weltwirtschaftskrise

Dem mitteleuropäischen Betrachter drängt sich immer mehr die Überzeugung auf, daß die ganze Nachkriegszeit samt allen ihren wirtschaftlichen Peripetien, samt dem amerikanischen Wirtschaftswunder einer achtjährigen Hochkonjunktur, samt den in einzelnen Ländern lang anhaltenden geschäftlichen Aufschwungszeiten, samt der ganzen Vielfalt der technischen, wirtschaftlichen, währungs- und handelspolitischen Abenteuer dieser düsteren Geschichtsepoche in Wirklichkeit nur eine einzige, in mannigfachen Formen über die Erde wandelnde Wirtschaftskrise darstellt, deren jüngste und gewaltigste Sturzwelle die Krise 1929 bis 1933 ist. Die Krise der ersten Nachkriegsjahre wurde nie wirklich überwunden, sondern räumlich und zeitlich verschoben. Das Gleichgewicht war örtlich nur dadurch hergestellt worden, daß immer wieder andere Wirtschaftsgebiete bewußt oder unbewußt die Aufgabe übernahmen, das Defizit der aus dem Gleichgewicht geratenen Volkswirtschaft zu tragen. Als die unvermeidliche Abrechnung kam, brachen nicht nur die alten Herde auf, sondern es hatte die Krise auch eine Tiefe und Zwangsläufigkeit angenommen, die alles je Vorgestellte neben sich erblassen ließ.

Soll diese Behauptung mehr als eine kühne Verallgemeinerung einiger willkürlich herausgegriffenen Zusammenhänge aus der Wirtschaftsgeschichte der letzten fünfzehn Jahre sein, so hat der Verfasser sich nicht nur zu einer bestimmten Auffassung über das Wesen der Krise und zu einer Methode zu bekennen, die den Nachweis für die obigen Behauptungen zu erbringen vermag, sondern er hat diesen Nachweis auch am konkreten Geschehen zu führen.

Warum war die Selbstheilung nicht möglich?

Worin besteht das Wesen der Weltwirtschaftskrise? Was ist der Grund, daß sie bisher keiner Selbstheilung zugänglich war? Was hat die einzelnen Volkswirtschaften dazu befähigt, immer wieder, äußerlich in ein trügerisches Gleichgewicht gelangend, für einige Zeit die Krisenerscheinungen zu überwinden und dabei die gigan-

tische Last eines sich jahrelang anhäufenden volkswirtschaftlichen Defizits räumlich und zeitlich zu verschieben? Und vor allem: Wie und in welcher Weise könnte eine solche Auffassung der Krise einiges Licht über die in den Gesamtprozeß eingebetteten Probleme der Weltwirtschaftskrise verbreiten?

Der Notwendigkeit, in die Wirrnisse der Krisentheorie einzugehen, enthebt uns die Überzeugung, daß zwar die seit 1929 wütende Wirtschaftskrise im Grunde zweifellos jenen wohlbekannten Konjunkturkrisen wesensverwandt ist, die unsere Wirtschaft regelmäßig heimsuchen, daß sie aber gerade ihre entscheidenden Kennzeichen aus dem Rahmen herleitet, in den sie diesmal gespannt ist. Die Gesamtkrise aber, in der die konjunkturelle Krise 1929 bis 1933 unseres Erachtens nur die schwerste Phase darstellt, hat ihren besonderen Entstehungsgrund im Weltkrieg und in den einzigartigen politisch-soziologischen Gestaltungen, mit denen er verbunden war. Aus diesem Ursprung der Gesamtkrise erklärt es sich, daß ihre Selbstheilung unüberwindlichen Schwierigkeiten begegnete. Die durch den Krieg bewirkten volkswirtschaftlichen Verluste waren an sich ungeheuerlich. Um es paradox auszudrücken: Die Meinung, daß ein moderner Krieg aus wirtschaftlichen Gründen nicht länger als drei Monate dauern könne, war an sich völlig richtig. Denn daß der Weltkrieg länger als ebensoviel Jahre gedauert hat, war nur um den Preis ins Soziale übergreifender Schädigungen möglich, wie sie nur unter dem Zwang und Druck übermächtiger politisch-soziologischer Kräfte in der Gesellschaft entstehen. Aber nur Strömungen, die gewissermaßen im rein Wirtschaftlichen verbleiben, sind der wirtschaftlichen Selbstheilung zugänglich. Die kampfartigen Anstrengungen des Gemeinwesens, die zur Kriegführung nötigen Mittel weit über die Leistungsfähigkeit der Wirtschaft hinaus aufzubringen, hatten Schädigungen von solchem Ausmaß bewirkt, daß das soziale Gefüge die gewaltsame Wiederherstellung des wirtschaftlichen Gleichgewichts nicht mehr ausgehalten hätte.

Die übliche Ansicht, die darunter nur einen Hinweis auf die drohende soziale Revolution verstehen will, eine Gefahr, die fraglos bestand, ist einseitig. Die politisch-soziologischen Gründe, die nach dem Krieg die Wiederherstellung eines neuen, den Kriegsschäden angemessenen wirtschaftlichen Gleichgewichts unmöglich machten, waren fast so allseitig wie die natio-

nalen, sozialen, ideellen und realen Kräfte selbst, die den Krieg getragen und, nachdem die eine Seite unterlegen war, ihn durch einen Siegfrieden beendet hatten.

Erst neuere statistische Erhebungen haben die Verluste des Krieges in ihrer wahren Größe aufgedeckt. Der Stand der industriellen Produktion war trotz technischer Revolution und amerikanischem Wirtschaftswunder selbst auf dem 1929 erreichten Höhepunkt der Konjunktur in einem erschreckenden Maße hinter dem Stand zurückgeblieben, den sie auf der ungebrochenen Entwicklungslinie der letzten zwei Menschenalter vor dem Krieg fortschreitend erreicht hätte. In den seit Kriegsausbruch vergangenen zwanzig Jahren hätte sich die industrielle Produktion ungefähr verdoppeln sollen. Statt dessen erhöhte sie sich bis 1929 nicht ganz um sechzig Prozent, um dann 1933 noch unter den Vorkriegsstand zurückzusinken. Nach der mehrere Menschenalter hindurch bewährten dynamischen Gesetzmäßigkeit sollte sie also Mitte 1933 mehr als doppelt so viel betragen haben, als sie tatsächlich betrug. Weder die fieberhafte, aber unproduktive Scheintätigkeit der Kriegsjahre noch das durch die Agrarkrise nicht unterbrochene Ansteigen der landwirtschaftlichen Produktion kann darüber hinwegtäuschen, daß der Krieg die Zunahme der Produktion in der Landwirtschaft um volle zehn Jahre, in der Industrie, selbst wenn man von der Krise 1929 bis 1933 ganz absieht, um volle zwanzig Jahre aufgehalten hat.

Die drei Gläubiger: Rentner, Arbeiter und Bauer

Doch mögen die Kriegsschäden an sich größer oder geringer gewesen sein, als man bisher glaubte, so viel steht fest, daß sie unter den durch den Krieg geschaffenen politisch-soziologischen Umständen viel zu groß waren, um die Herstellung eines neuen wirtschaftlichen Gleichgewichtes auf viele Jahre hinaus zu gestatten. Das soziale Gefüge konnte nach dem Krieg nur aufrechtbleiben, wenn drei Gesellschaftsschichten durch die politische Führung nicht enttäuscht wurden:

der *Rentner*, der den Krieg finanziell gewinnen half und ohne dessen Vertrauen in Währung und Kredit die kapitalistische Wirtschaft nicht wiederherzustellen war;

der *Arbeiter*, der politisch-moralisch die Last des Krieges getra-

gen hat und dem dafür mehr Rechte und mehr Brot versprochen worden waren;

der Bauer, der der einzige sichere Hort gegen den sozialen Umsturz schien.

Daß in den Besiegtenstaaten die Rentner sogleich unter die Räder kamen, ändert daran ebensowenig wie die Vergeblichkeit aller Anstrengungen in den Siegerstaaten, die Rentenansprüche vor Schaden zu bewahren. Sind doch die Arbeiter in den Besiegtenstaaten schließlich ebensowenig von den Folgen der Krise verschont geblieben. Gäbe es eine von den Voraussetzungen des gesellschaftlichen Bestandes losgelöste, rein wirtschaftliche Vernunft, so müßte man sagen, daß eine weniger starre Verteidigung ihrer Ansprüche den Rentnern, Arbeitern und Bauern im Endergebnis unbedingt mehr eingebracht hätte. Hier kommt es uns aber einzig darauf an, daß dieses Mehr ihnen nie zugekommen wäre, weil das gesellschaftliche Gefüge inzwischen zu bestehen aufgehört hätte.

In den Siegerstaaten ging der Rentner voran. Er hatte durch seine finanziellen Opfer den Sieg errungen, und auf seinem ungebrochenen Vertrauen zu Währung und Kredit fußte die Möglichkeit der Wiederingangsetzung der Wirtschaft. Die Gesellschaft konnte nur fortbestehen, wenn die abgebaute Zwangswirtschaft des Krieges unverzüglich, ohne lebensgefährdenden Zwischenzustand und dauernd durch die Funktionen des freien Marktes abgelöst wurde.

In den Besiegtenstaaten hatte der Arbeiter den Vorrang. Er hatte sich in den Besitz der politischen Macht gesetzt, und nun wollte er, der seelisch an der Bürde des Krieges am bittersten gelitten hatte, sich das Recht und das Brot holen, das ihm versprochen war.

Auch in den Siegerländern hatte sich eine Demokratisierung des öffentlichen Lebens vollzogen, die einem Erdbeben gleichkam. In England betrug die Zahl der Wähler vor dem Krieg rund 8 Millionen; bald nach dem Krieg waren es mehr als 28 Millionen. Auch dort hatte man die Kriegsmaschine mit Versprechungen geheizt. Wohnungen, wie sie Helden geziemen – hieß es in der blumigen Sprache des Wallisers, der für den Feldzug nicht nur die Munitionsfabriken, sondern auch die Schlagworte beigesteuert hatte. Der Krieg war gewonnen, es gab keine Ausrede, die Versprechungen nicht zu halten. In der Tat glaubte niemand an

die Notwendigkeit, die Lebenshaltung nach dem Krieg einzuschränken. Als die richtige Erkenntnis zu dämmern begann, war es zu spät. Die furchtbaren Anstrengungen, die der Gesamtwirtschaft zugemutet worden waren, um die Renten zu valorisieren (und überzuvalorisieren), versperrten jedweden Zugang zu einer Politik, die der Arbeitnehmerschaft nun einseitig Opfer auferlegt hätte.

Der Dritte im Bunde war der Bauer. Als Sicherung gegen den Bolschewismus im eigentlichen und im übertragenen Sinn galt nach dem Krieg nur der auf seiner ererbten Scholle sitzende und durch seine Marktgewohnheiten zu der Stadt im wirtschaftlichen Gegensatz stehende Bauer als zuverlässig. Weltanschauung und Produzenteninteresse verbanden ihn mit dem Konservatismus. Doch daß der enttäuschte Bauer auch anders kann, bewies das bulgarische Beispiel, ja, daß er selbst ohne sonderliche Enttäuschung zur Aufteilung des Großgrundbesitzes schreiten könnte, schienen die Schicksale einer ganzen Reihe von Ost- und Randstaaten zu erhärten. Daß Revolutionen aber nicht nur von links kommen, darüber ist Europa heute nachgerade belehrt. Genug daran, weder der Rentner noch der Arbeiter drang mit dem Anspruch seiner sozialen Unantastbarkeit so vollständig durch wie der Bauer.

Damit waren in dreierlei Richtung die Forderungen abgesteckt, mit denen sich die Versuche zur Wiederherstellung des wirtschaftlichen Gleichgewichtes abfinden mußten. Der Bestand des sozialen Gefüges verlangte gebieterisch:

Rettung des Rentnereinkommens durch Valorisierung der Währungen,

Rettung des Arbeitereinkommens durch Valorisierung der Löhne,

Rettung des bäuerlichen Einkommens durch Valorisierung der agrarischen Güterpreise.

Daß die wirtschaftlichen Schäden, die der Weltkrieg verursacht hatte, den durch die Erfüllung dieser Ansprüche bedingten Überverbrauch ausschlossen, darüber kann heute wohl nicht der geringste Zweifel herrschen. Die Aufrechterhaltung des sozialen Gefüges erforderte also eine wirtschaftliche Unmöglichkeit. Aber wenn wirtschaftliche Möglichkeit und Bestand der Gesellschaft selbst miteinander in Widerstreit geraten, dann werden die wirtschaftlichen Möglichkeiten so oder anders gestreckt. Auf die

Dauer ist solches natürlich undurchführbar. Die Verletzung der wirtschaftlichen Gesetze muß früher oder später mit neuen, furchtbaren wirtschaftlichen Schäden bezahlt werden. Aber der Bestand der Gesellschaft ist vorerst gerettet.

Übrigens: Nicht nur von innen, sondern auch von außen war das soziale Gefüge im Rahmen der durch den Weltkrieg geschaffenen Staatenordnung wirtschaftlich gefährdet. Wenn wir dennoch nicht Reparationen, Kriegsschulden und Autarkiewahn für die Verhinderung der Selbstheilung der Weltwirtschaft vor allem verantwortlich machen, sondern allen Nachdruck auf das Streben zur Valorisierung der Rentner-, Arbeiter- und Bauerneinkommen legen, so geschieht das, weil für das Gleichgewichtsproblem jene innenwirtschaftliche Frage des allgemeinen Überverbrauchs zweifellos von ausschlaggebender Bedeutung war. Aber die beiden Gruppen gehören dennoch zusammen. Reparationen und Kriegsschulden gaben die Richtung für finanzielle und wirtschaftliche Anstrengungen, die an sich ebenso unmöglich zu leisten waren wie die Aufrechterhaltung eines allgemeinen hohen Lebensstandards in einer an produktiven Kapitalien arm gewordenen Welt. Dennoch wurden jene Anstrengungen gemacht, und auch da konnte der Zusammenbruch nur durch wirtschaftlich opfervolle Interventionen eine Zeitlang vermieden werden.

Die große Intervention: der Krieg

Es ist mithin eine richtige Erkenntnis von hohem praktischen Wert, daß beinahe die gesamte Wirtschafts- und Finanzgeschichte der letzten fünfzehn Jahre aus Interventionen bestand, deren üble Folgen nachher nicht ausgeblieben sind. Aber diese Interventionen waren nicht die *Ursache* der Krise. Richtig ist nur, daß diese zum Teil völlig falsch und kurzsichtig durchgeführten Interventionen die Lösung der Krise weit hinausgeschoben haben. Diese Hinausschiebung war jedoch keineswegs sinnlos: Die Urintervention war der Weltkrieg selbst gewesen. Alle Interventionen der Nachkriegszeit waren zum Teil nur kostspielige und opferreiche Mittel, die letalen Folgen dieser brutalsten aller Gleichgewichtsstörungen von der Gesellschaft abzuwehren. Zum anderen Teil freilich haben sie überflüssigerweise neue Störungen bewirkt, die die Folgen der Urintervention noch verschärften. Aber ohne

ein klares Erfassen der in den Kriegsschäden begründeten Zwangsläufigkeit der Nachkriegsinterventionen ist die wahre Funktion dieser Interventionen nicht erfassbar.

Es ist ferner nicht folgerichtig, nur die zugunsten der Arbeiter und Bauern vorgenommenen Interventionen als solche zu bezeichnen. Dem unterliegt die bequeme Vorstellung, daß die auf die Wiederherstellung der Vorkriegszustände abzielenden Maßnahmen ihre Rechtfertigung gewissermaßen in sich trügen. Die Valorisierung der Währungen auch mit den künstlichsten und gewalttätigsten Mitteln wird nicht als Intervention angesehen, ohne daß man sich die Frage vorlegte, ob in einem bestimmten Land der neue Gleichgewichtszustand eine durch solche Valorisierungen nebenbei auch bewirkte Valorisierung der Rentnereinkommen gestattet oder nicht. Ein Gleichgewichtstheorem, das sich in der rein formalen Betonung der Heiligkeit der Verträge erschöpfen würde, wäre aber wirtschafts- und finanzpolitisch wertlos. Denn es ginge an der praktisch entscheidenden Frage vorbei, die da lautet: Welche Einkommen sind dem neuen Gleichgewichtsstand entsprechend, das heißt, dauernd tragbar?

Die Rückkehr zur Goldparität in England ist das eigentliche Symbol dafür, mit welcher Ahnungslosigkeit vor kaum zehn Jahren darangegangen wurde, nach den Vorkriegsplänen an einer Weltwirtschaft weiterbauen zu wollen, deren Fundamente in den Tiefen durch die Kriegsjahre ausgehöhlt worden waren. Aber auch die Auswirkungen dieses Fehlers konnten jahrelang hinausgeschoben werden.

Wie war die Verschiebung der Krise möglich?

Der über das Gleichgewichtsbestimmte hinausgehende Verbrauch der begünstigten Schichten, ob Rentner, ob Arbeiter, ob Bauern, konnte nur aus dreierlei Quellen aufgebracht werden.

Erstens: durch die Verschiebung von Inlandseinkommen zugunsten der Bevorzugten. Wo nur die Arbeiter und Bauern begünstigt waren, geschah die Verschiebung zu Lasten des Vermögens des Mittelstandes und des Betriebskapitals der Industrie, beides durch Besitzsteuern, vor allem jedoch durch die unerbittlichste und ungerechteste aller Steuerarten: die Geldentwertung. Der agrarische Überkonsum wurde durch Zölle und andere

protektionistische Enteignungsmethoden zu Lasten der städtischen Bevölkerung ermöglicht.

Zweitens: durch Kapitalaufzehrung. Das Inlandskapital der Volkswirtschaft wurde im Laufe der Inflation aufgezehrt, zum Teil durch Verkauf von Vermögen und Vermögensanteilen ins Ausland.

Drittens: das verbleibende Defizit mußte durch Neuverschuldung im Ausland aufgebracht werden.

Dies geschah denn auch in ungeahntem Umfang. Die einzelnen Volkswirtschaften lasteten ihr Defizit dauernd auf das Ausland ab. Die stützenden Volkswirtschaften suchten wieder an noch stärkeren eine Stütze. Jahre scheinbarer Stabilität, längere Aufschwungszeiten, ein irreführender Schein völliger Ausgeglichenheit wechselten mit neuen wirtschaftlichen und finanziellen Schwierigkeiten ab. Bis plötzlich auf dem Höhepunkt der amerikanischen Konjunktur das zusammenhaltende Band riß, die aufeinandergetürmten Defizitwirtschaften ins Gleiten kamen und das ganze Stabilisierungsgebäude einstürzte.

Worin bestand der Mechanismus der Weltwirtschaftskrise, der diesen Verlauf erzwang und doch auch wieder ermöglichte?

Die geographische Verschiebung und dadurch zeitliche Hinausschiebung der Krise geschah mit Hilfe eines in der Nachkriegszeit zur Entfaltung gelangten Kreditmechanismus von einzigartiger Kapazität und Spannkraft.

Die Eigenart dieses Kreditmechanismus ist wohl noch lange nicht genügend ergründet. Während die Weltwirtschaft erst durch den Krieg vernichtet und in der Nachkriegszeit nur allmählich wiederhergestellt wurde, nur um seit Ende 1928 wieder ununterbrochen zu schrumpfen, entwickelte sich schon während des Krieges das Kreditsystem zu neuer Hochblüte. Diese paradoxe Erscheinung setzt sich fast über die ganze Nachkriegszeit fort: erstaunliche Mobilität und Kapazität des internationalen Kreditsystems bei einer oft bedenklichen Abschnürung und Lähmung der weltwirtschaftlichen Verflechtung.

Kriege sind Neuschöpfer des Kreditwesens. Die Siegerstaaten hatten fast ihre gesamte Materialbeschaffung, soweit sie im Ausland geschah, mit Hilfe eines ad hoc geschaffenen Kreditapparats finanziert. Die gewaltigsten finanziellen Transaktionen der Neuzeit wurden durch ihn bewältigt: der Abverkauf überseeischer Wertpapiere und Beteiligungen in die USA, die Verbürgung des

Pfundkurses durch die Vereinigten Staaten, die Ausschaltung aller Zahlungen in fremden Währungen zwischen den Alliierten durch das Hilfsmittel der Kreditierung. Dieser Apparat empfing seine beinahe grenzenlose Kapazität dadurch, daß die Großmächte, in einen Krieg auf Leben und Tod verwickelt, die Waffe des Kredits bis zum äußersten einsetzten. Im ganzen lag hier eine in diesem Ausmaß seit dem Bestand des modernen Kapitalismus beispiellose Politisierung des Kredits vor. Damit ging die Herausbildung viel engerer persönlicher und Geschäftsbeziehungen zwischen den Notenbanken und den Kommerzbanken in London, New York und Paris einher, als sie je vorher bestanden hatten. Diese hochmoderne Röhrenleitung für die Verteilung von Krediten über ganz Europa traf nun auf eine neuentstandene und scheinbar unerschöpfliche Kreditquelle, bereit, Gold zur Bewässerung der Sahara der mitteleuropäischen Wirtschaft freigebig strömen zu lassen: den unermesslichen Reichtum Amerikas. Die in ihrer Größe noch kaum absehbaren Gewinne, die Amerika im Krieg gemacht hatte, suchten nach Anlage. Der Wiederaufbau Europas erschien als das große Geschäft, welches nicht nur die amerikanischen Forderungen an Europa retten sollte, sondern welches sich darüber hinaus als eine Tat weitblickender Menschenliebe erweisen würde. Ein beispiellos reicher – und unerfahrener Geldgeber war damit auf der Bildfläche erschienen, der nur darauf brannte, diesen Kreditmechanismus mit den eigenen Mitteln in Betrieb zu setzen.

Wenn es uns heute dennoch unverständlich erscheinen will, wie die Welt sich damals über den wahren finanziellen Saldo des Krieges so sehr täuschen konnte, so müssen wir uns nur einen Augenblick die Forderungen vergegenwärtigen, die man für »gut« hielt. Der Gesamtbetrag der interalliierten Schulden wurde mit 25 000 Millionen Dollar beziffert. Wer heute nach den stimmungsmäßigen Hintergründen der Genua-Konferenz forscht, wird sich daran erinnern müssen, daß sie über den Quotenstreit russischer Erdölinteressenten in die Luft flog und daß diese nicht die einzigen waren, die ihre Rußland-Forderungen noch ernst nahmen. Konnte doch Lloyd George seinen berühmten Vorschlag zur Gründung einer 25 Millionen Pfund Sterling-Aktiengesellschaft zum Wiederaufbau Rußlands nur deshalb ernsthaft machen, weil die Hoffnung auf die Verwertbarkeit russischer Kriegs- und Vorkriegsanleihen noch durchaus lebendig war. Im-

merhin handelt es sich dabei um ein Stückchen von etwa 35 000 Millionen Goldfranken. Alle diese Forderungen sind heute abgeschrieben; was Wunder, daß zur Zeit, als sie es noch nicht waren, die Gläubiger dieser Summen sich reich wähnten. Noch 1925, als England und Deutschland schon auf dem Goldstandard waren, sprach man in Thoiry von der Mobilisierung von 16 000 Millionen Goldmark Reparationsobligationen wie von einem glatten Geschäftsvorschlag! Dieser Kreditmechanismus, dem die Zeitgenossen gewissermaßen mythische Kräfte zuschrieben, war der Hauptakteur in der zehnjährigen Ver- und Aufschiebung der Krise.

Gesamtprozeß

Der Ausgang des Krieges bestimmte den geographischen Krisenverlauf von Ost nach West.

Es gab *besiegte Staaten* wie Rußland, Österreich, Ungarn, Bulgarien, im wirtschaftlichen Sinn aber auch die aus dem östlichen Kriegsgebiet geschnittenen Nachfolgestaaten wie Rumänien, Jugoslawien, die Tschechoslowakei, Polen, Griechenland und die Randstaaten, schließlich, aber nicht zuletzt, das Deutsche Reich.

Es gab die europäischen *Siegerstaaten*, England, Frankreich, Belgien und Italien.

Und es gab als Klasse für sich den *Übersieger*, Amerika.

1918 bis 1924: Der Gesamtprozeß beginnt im Osten mit dem Wiederaufbau eines Großteils der Besiegten – mit Hilfe der Siegerstaaten und Amerikas. Die österreichische Währung wird 1923, die ungarische 1924 durch Völkerbundhilfe stabilisiert. Zugleich werden Griechenland, Bulgarien, Finnland, Estland »saniert«; Rumänien, Polen, die Tschechoslowakei und Jugoslawien erhalten französische Anleihen; selbst für Rußland werden Stützungspläne entworfen. Höhepunkt: die Wiedererrichtung der Geldwährung im Deutschen Reich, verankert im Dawes-Plan samt der zur Hälfte von Amerika gewährten Dawes-Anleihe. Durch die Wiedereinführung der Goldwährung verlieren die Besiegtenländer die geheime Reserve der Inflation. Das stille Defizit der Volkswirtschaften wird zunehmend durch Auslandsverschuldung gedeckt und damit auf die Siegerstaaten überwältigt.

Dabei haben die stützenden Siegerstaaten selbst in diesem ersten Abschnitt noch schwankende Währungen.

1925 bis 1928: Zu dem Defizit, welches die Sieger von den Besiegten übernehmen, tritt ihr eigenes Gleichgewichtsmanko hinzu. Durch die Einführung der Goldwährung in den Siegerländern kommt das Defizit ihrer Volkswirtschaft in einem stetigen Kampf um die Stabilität der Währung zum Vorschein. England verschiebt die wirtschaftliche Last der Währungsstabilisierung im Wege der sogenannten Kooperation der Notenbanken auf Amerika. Die Stabilisierung des englischen Pfunds auf der Vorkriegsparität am 1. April 1925 wird durch amerikanische Bereitstellungskredite gesichert. Von diesem Tag an sieht die Kreditpolitik Amerikas trotz der ins Ungeheure anwachsenden Kreditgewährung an Deutschland nicht so sehr im Zeichen der Hilfe für Europa als im geheimen bereits im Zeichen der Hilfe für England. Höhepunkt: die Besprechung Montagu Norman - Strong im Mai 1927 in New York. Im August setzt in Amerika neuerlich eine verschärfte *Cheap Credit Policy* ein, die bis Februar 1928 andauert und den Wall-Street-Krach im Oktober 1929 vorbereitet. Die amerikanische Krypto-Inflation bedeutet eine ständige Stützung der zur Goldwährung zurückgekehrten europäischen Siegerstaaten durch Zufuhr billigen Kredits und Niedrighaltung des Zinsfußes.

1929 bis 1933: Das nach Amerika verschobene vereinigte Gesamtdefizit der europäischen Sieger und Besiegten kommt in einer Krise zum Vorschein, zu deren Entstehung die überbrückende Rolle des amerikanischen Kredits im Laufe der letzten zehn Jahre wesentlich beigetragen hat. Amerika hatte seit dem Dawes-Plan und den Schuldenabkommen mit England und Frankreich sowohl die Reparationszahlungen wie auch die Zahlungen seiner eigenen Forderungen selbst finanziert, es hatte die Last der vergeblichen englischen Stabilisierung, der deutschen Fehlinvestitionen wie auch der sich in Wien anhäufenden Defizite der osteuropäischen Privatwirtschaften zu tragen gehabt. Hauptereignis: der Krach der Creditanstalt am 12. Mai 1931. Die Reichsmark versagt, das englische Pfund weicht von der Parität. Höhepunkt: Am 19. April 1933 wird der Dollar zur schwankenden Währung. Sowohl die Abschnürung der Weltwirtschaft wie das Währungschaos sind nur mit dem unmittelbar nach dem Krieg herrschenden Zustand vergleichbar.

Valorisierung des Pfundes und die Folgen

In diesen Zusammenhang gestellt, erscheint so manches als zwangsläufig, was der Teilbetrachtung als Irrtum oder Verschulden erscheinen muß. So mancher Vorwurf enthüllt sich als widerspruchsvoll, und die angeblich versäumten Gelegenheiten stellen sich als bloße Alternativen dar, die nur auf anderen Wegen zum gleichen unerwünschten Ergebnis geführt hätten. Die Rückkehr Englands zur Vorkriegsparität gilt heute als ein Schulbeispiel einer volkswirtschaftlichen Fehlentscheidung. Aber schon die in England allenthalben wiederholte Entschuldigung, daß man 1925 doch noch nicht voraussehen konnte, daß Frankreich und Belgien ihre Währungen unter dem inneren Wert stabilisieren und damit England unter Ausfuhrdruck setzen würden, weist auf eine Alternative hin, deren Nichtverwirklichung nur erfreulich ist. Denn die Hauptsache am französisch-belgischen Stabilisierungsniveau, das sollte mit allem Nachdruck gesagt werden, war nicht die Relation zur Preislage, sondern vor allem ihre Relation zur ursprünglichen Parität. Daß Frankreich seinen Bürgern eine achtzigprozentige Enteignung ihres Renteneinkommens zumutete, war das Wesentliche daran. Wenn England nach 1926 unter Ausfuhrschwierigkeiten zu kämpfen hatte, so vor allem deshalb, weil seine Produktionskosten infolge valorisierter Zinsenlast und der damit politisch verbundenen hohen Lohnbelastung überhöht waren.

Ein anderer Fall: Mitteleuropa hat Englands akute wirtschaftliche Schwierigkeiten jahrelang nicht recht gelten lassen wollen, weil es auf Grund seiner eigenen Erfahrungen klar erkannt hatte, daß die englische Bankrate noch immer zu niedrig war, um die Währung auf die Dauer zu festigen. In Wirklichkeit stand sie von 1925 bis 1931 kaum zwei Monate lang jemals unter 4,5 Prozent, einem für England unverhältnismäßig hohen Stand. Eine 1925 erfolgte gesetzliche Herabsetzung der Verzinsung der Staatspapiere oder eine Vermögensabgabe hätten vielleicht den durch die Valorisierung der Währung begangenen Fehler noch gutmachen können. Im Nachhinein vollzogen, hätten diese Maßnahmen aber Englands Kredit nicht weniger erschüttern können als der Währungsverfall selbst. Jede starke, dauernde Erhöhung der Bankrate hätte nun nicht nur die akute Krise der englischen Wirtschaft ungeheuer verschärft (was diese ja schließlich überstanden hätte),

sondern sie hätte auch Englands Kapitalausfuhr lahmgelegt, die es zur Aufrechterhaltung seiner Warenausfuhr aufrechterhalten zu müssen glaubte.² Denn England fuhr auch nach der Stabilisierung mit der Kapitalausfuhr fort, einer Kapitalbewegung, die unter anderem den kaum erst »sanierten« Wirtschaften Osteuropas zugute kam. Von den ausländischen Kapitalemissionen auf dem Londoner Markt waren seit 1924 allein 782 Millionen Dollar langfristig an europäische Staaten verliehen worden.

In der Tat war es die seit 1927 immer stärker werdende Schwierigkeit der Aufrechterhaltung der Kapitalausfuhr, was die Erhöhung der Bankrate in England ausschloß. Der Londoner Markt stand unter schwerem unsichtbarem Druck. Kurzfristige Ausleihungen setzten ein, und die City selbst wurde immer mehr auf kurzfristige Auslandguthabungen angewiesen. Die Gefahren dieser Lage hat der MacMillan-Bericht kurz vor dem Zusammenbruch der Währung im September 1931 genügend klar dargelegt.³ 1927 hatten die in London aufgelegten ausländischen Emissionen noch 651 Millionen Dollar ausgemacht, 1928 betrug sie nur noch 525 und 1929 bloß 228 Millionen Dollar. Und fraglos konnte auch dieser Betrag nur mehr gestützt auf die von New York zugesagte Politik des billigen Geldes aufgebracht werden!

Von jeher war das elastische Band, welches die immer labiler werdenden Gleichgewichtslagen der defizitären Volkswirtschaften zusammenhielt, die amerikanische Kredithilfe gewesen. Die Zubringer aber, die die Defizite selbst der stärksten europäischen Volkswirtschaften der Reihe nach in den Hauptbüchern Amerikas landen ließen, waren die wiederhergestellten Goldwährungen. Der geheimen Reserve der Inflation beraubt und durch die starren Regeln der Goldwährung an jeder Verschiebung verhindert, mußten sich die Volkswirtschaften gewissermaßen zu ihren Mankos bekennen. Nicht laut und öffentlich, aber nicht minder effektiv im Wege der Neuverschuldung. Aber während die Währungsstabilisierungen in Mitteleuropa nur England zu einer erst viel später in ihren Wirkungen merklich gewordenen Politik des niedrigen Zinsfußes veranlaßten, wirkte sich die Wiederherstellung der Goldwährung in England selbst auf nichts Geringeres als die amerikanische stille Inflation der Jahre 1926 bis 1929 aus und damit auf den schließlichen Zusammenbruch des gesamten Kreditgebäudes der Welt.

Amerika und die Doppelfunktion des Kreditmechanismus

Vielleicht das Irreführendste im Bilde der Wirtschaftsgeschichte der Nachkriegszeit ist die märchenhaft hohe Lebenshaltung Amerikas in diesem Zeitraum. Sie war nur zum Teil die Folge wirklichen Reichtums, zum Teil entsprang sie einer die gesamte Weltwirtschaft gewissermaßen entzweischneidenden Interventionshandlung: der Hochschutzzollpolitik und der Einwanderungssperre in den USA. Ohne sie hätte sich alsbald die Armut Europas auf die Vereinigten Staaten ausbreiten müssen, um dann in einem neuen Gleichgewicht, irgendwo zwischen mitteleuropäischem Besiegtenelend und amerikanischem Hochstandard, zu münden. Amerika konnte sich von dem Druck Europas auf seine Lebenshaltung nur befreien, indem es weder dessen billiges Menschenmaterial noch dessen billige Waren hereinließ. Das ist der tiefste Grund der einseitigen Goldbewegung nach den Vereinigten Staaten. Sie war die einzige Form von Zahlungen, die den amerikanischen Lebensstandard nicht senkte.

Unzählige Male ist gegen die Vereinigten Staaten der Vorwurf erhoben worden, daß sie durch ihre kurzsichtige Hochschutzzollpolitik die Krise nicht nur verschärft, sondern auch geradezu verschuldet haben. Ein Gläubigerstaat habe sich wirtschaftlich als Renteneinnehmer einzurichten, durch eine passive Handelsbilanz seinen Schuldnern die Rückzahlung im Wege der Warenausfuhr zu erleichtern. Doch wird als Beispiel nur auf Länder hingewiesen, die wie England ihre auswärtigen Kapitalanlagen im Laufe von Menschenaltern aufbauten und, als die Zeit kam, da die Rückzahlungen überwogen, allmählich ihre wirtschaftliche Struktur der neuen Sachlage anpassen konnten. Wenn England heute Rohstoffe einerseits, zur Weiterverarbeitung geeignete Fabrikate andererseits in großen Mengen einführt, so vollzog sich doch die dazu nötige Anpassung seiner Wirtschaftsstruktur im Laufe eines jahrzehntelangen Handelsverkehrs mit seinen in aller Welt verstreuten Schuldnern. Aber kann der freiwillige Übergang zu einer passiven Handelsbilanz ohne weiteres auch wirklich von einem Staate gefordert werden, der über Nacht vom Schuldnerstaat zum führenden Gläubigerstaat vorrückt, wobei seine Forderungen vorerst ganz überwiegend *politischen* Ursprungs sind? Die amerikanische Ausfuhr 1914 bis 1919, deren Gegenwert die interalliierten Kriegsschulden sind, erforderte eine einseitige An-

passung der amerikanischen Wirtschaftsstruktur an den Bedarf des europäischen Krieges. Die Entgegennahme des Zinsendienstes in Waren bald nach Friedensschluß hätte also eine schwere Krise über die amerikanische Wirtschaft bringen müssen. Auch diesmal, so will es uns scheinen, verlegt man die schuldtragende Intervention fälschlich in die Nachkriegszeit, statt sie dort zu lokalisieren, wo sie hingehört: in die Zeit des Weltkrieges selbst. Denn das ist eben der Fluch politisch gesetzter Tatsachen in der Wirtschaft, daß die furchtbaren Folgen der Urintervention oft nur durch neue, opfervolle Interventionen abgewehrt werden können.

Wohl hätten die Vereinigten Staaten am besten getan, wenn sie ihre aus dem Krieg stammenden Forderungen an Europa im Nennbetrag von 11 Milliarden Dollar abgeschrieben hätten. Gewiß, sie hätten damit im nachhinein die Kriegskosten Europas selbst auf sich genommen und lange Zeit unter dem schweren Steuerdruck zu leiden gehabt, den der Zinsendienst der Liberty Bonds im Inland erfordert hätte. Wahrscheinlich hätten sie dennoch einen gegenüber der Vorkriegszeit erhöhten Lebensstandard genossen. Die Frage scheint durchaus akademisch, da Amerika nicht nur an seinen Forderungen festhielt, sondern zu deren Rettung Europa noch gewaltige neue Kredite gewährte. Trotzdem lassen sich an diese Feststellung wichtige Erwägungen knüpfen:

Erstens, daß der amerikanische Lebensstandard in jedem Fall unberechtigt hoch war. Eine Abschreibung der Forderungen hätte ihn senken müssen; eine Entgegennahme der Schuldzahlungen in Waren und Menschen hätte aber unweigerlich die gleiche Folge gehabt. Zweitens, daß der politisch-soziologisch bedingte Überverbrauch der Rentner, Arbeiter und Bauern in Europa eine wichtige Rolle in der Ermöglichung einer überhöhten Lebenshaltung in Amerika selbst spielte; daß aber dieser Überverbrauch in Europa wiederum nur durch die amerikanische Kredithilfe möglich war. Der Kreditmechanismus hat also die doppelte Aufgabe bewältigt: die Lebenshaltung in Europa sowie in Amerika über dem Gleichgewichtsbestimmten Stand hochzuhalten.

Jahrelang wurde gegen die Währungspolitik des Federal Reserve Board der Vorwurf erhoben, daß es die nach Amerika strömenden Goldmassen sterilisiert habe.⁴ In Europa fehle dieses Gold, mangels dessen keine Krediterweiterung möglich sei, in Amerika

aber werde es geflissentlich nicht zur Kreditausweitung benützt. In Europa mußten daher der Wirtschaft die Kredite entzogen werden, während Amerika sich weigere, neue Anleihen an Europa zu gewähren. In der Gegenwart wird der umgekehrte Vorwurf mit noch viel größerem Nachdruck erhoben: Amerika habe durch eine uferlose Inflation und einen bedenkenlosen Kapitalexport geradezu die Weltkrise verursacht. Es ist klar, daß die beiden Beschuldigungen einander ausschließen. Die Sterilisierung des Goldes hat sich übrigens als ein bloßes Mißverständnis herausgestellt. Das Anwachsen der Goldreserve von 1921 bis 1929 war von einem Anwachsen des Tagesdurchschnitts der Überschußreserven der Mitgliedsbanken um 706 Millionen Dollar begleitet (September 1921 bis September 1929). Etwa der neun- bis zehnfache Betrag an neuen Kreditmitteln stand daher der Wirtschaft zur Verfügung.

Der Anwurf beweist aber ein anderes: Keine amerikanische Kreditexpansion hätte Europa in jener Zeit groß genug erscheinen können! Die Stabilisierung einer Reihe mittel- und osteuropäischer Währungen, die nur auf den Krücken einer drakonischen Kreditrestriktion humpelnde Goldmark, der auf England seit der Rückkehr zur Parität lastende gesteigerte Geschäftsdruck, der Bedarf an politischen Ankurbelungs- und Überbrückungskrediten in der Periode zwischen Dawes- und Young-Anleihe sowie die Retablierungskredite für Deutschland und andere Länder schufen eine schier unerschöpfliche Nachfrage nach amerikanischer Kredithilfe.

Das gestattet uns, die gegenteilige und sachlich allein zutreffende Behauptung einer amerikanischen Krypto-Inflation kritisch zu beleuchten. Sie ist an sich ohne Zweifel richtig. Unzulässig jedoch ist die Folgerung (die man allenthalben hört), daß daher Amerika an dem neuen Zusammenbruch der Währungen die Schuld habe. Das kehrt sogar den wahren Sachverhalt fast in sein Gegenteil um: Diese Währungen waren nur so lange stabil, als sie durch eine amerikanische Kreditpolitik gestützt wurden, die notwendig von Inflation begleitet war. Als diese nicht weitergeführt werden konnte, war es auch mit der Stabilität jener Währungen aus. Nur wer den Schrei Europas nach amerikanischer Hilfe in den lange Jahre immer wiederkehrenden, finanziellen, wirtschaftlichen und nicht zuletzt politischen Notlagen vergessen hat, kann sich allenfalls der Einsicht in die bittere Alternative verschließen, die eine

Verweigerung der Kredithilfe damals für uns bedeutet hätte. Allerdings, Amerika hat der aus Europa erschallenden Ermunterung zur Kreditausweitung keinerlei ernsthaften Widerstand entgegengesetzt. Und gewiß sind nach Europa gegebenen Kredite zum Teil ebenso übermäßig gewesen und verschwenderisch vertan worden, wie dies von den südamerikanischen Anleihen der Wall Street nachgewiesen wurde. Auch wir sehen das Zeugnis für die verderblichen wirtschaftlichen Folgen, mit denen die Schiebung der Krise verbunden war, darin, daß der künstlich ermöglichte Überverbrauch zu noch größerem Überverbrauch sowohl bei Schuldnern wie bei Gläubigern geführt hat.

Der Kreislauf der Krise

Dennoch, für die kausale Erkenntnis ergibt sich daraus der entscheidende Zusammenhang: Der Zustrom des Goldes nach Amerika setzt noch in der Wirtschaftskrise 1921/22 ein; aber der Abfluß des Goldes löst keinen fühlbaren Druck auf den Kreditumfang in Europa aus, solange die führenden europäischen Währungen noch selbst schwanken.⁵ Papierwährungen sind für Goldverlust nicht empfindlich. Erst nachdem England 1925, Frankreich 1926 zum Gold zurückgekehrt sind, beginnen ernsthaft die Klagen über eine Fehlverteilung des Goldes. Wiederholte Kreditrestriktionsversuche in den USA führen jetzt regelmäßig zu Goldverlusten der Schuldner und damit zu einer neuen Erschwerung ihrer Lage.⁶ Zweimal leitet Amerika bei schwächerem Geschäftsgang eine »Politik des billigen Geldes« ein, beide Male schließt das darauffolgende Jahr, 1925 und 1928, mit einem Goldverlust Amerikas ab.⁷ Als im Frühjahr 1927 die de facto-Stabilisierung des Franken zu großen Goldabgaben der Bank von England an die Bank von Frankreich führt, vereinbart Montagu Normann mit Gouverneur Strong in New York eine neue Zeit »billigen Geldes«, die der schwer ringenden englischen Wirtschaft die Erhöhung der Bankrate ersparen soll.

Von August 1927 bis Februar 1928 steht der Diskontsatz der Federal Reserve Bank von New York auf nur 3,5 Prozent. Die amerikanisch-europäische Hochkonjunktur setzt ein. Die neuen europäischen Goldwährungen werden durch den Zufluß amerikanischen Goldes gestützt, die Kapitaleinfuhr Deutschlands

steigt 1927/28 auf über zwei Milliarden Dollar an. Die Bankrate wird in New York bis Juli 1928 wieder auf 5 Prozent erhöht, die vergeblichen Anstrengungen zum Abstoppen der Spekulationshausse beginnen. Der Zufluß langfristiger Kredite aus Amerika versiegt. Die in der ersten Hälfte 1929 in USA aufgelegten europäischen Emissionen betragen nur mehr 101 Millionen Dollar gegen 449 Millionen in der ersten Hälfte 1928.

Bis 1925 erspart die amerikanische Schutzzoll- und Kreditierungspolitik sowohl Europa als auch Amerika eine Senkung des Lebensstandards, indem Amerika zum Teil Gold in Zahlung nimmt, zum Teil neue Kredite gewährt. Nach Wiederherstellung der Goldwährungen in Europa, namentlich aber in England, können die Schuldner dem Druck der Goldabflüsse auf ihre Währung nur standhalten, indem Amerika sich dem Inflationismus ergibt, den Zinssfuß künstlich niedrig hält und seine Kapitalausfuhr nach Europa ins Vielfache steigert. Als der Inflationismus versagt, schlägt der finanzielle Druck der Überschuldung zwangsläufig in die Wirtschaftskrise um. Denn Mitte 1929 besitzen Amerika und Frankreich zusammen bereits 58 Prozent des monetären Goldbestandes der Welt. Amerika aber kreditiert nicht weiter. Weder Goldzahlung noch Neuverschuldung ist mehr möglich. Es bleibt den Schuldnerstaaten nichts übrig, als in Waren zu zahlen. Seit 1928/29 beginnen sie ihre Ausfuhr zu forcieren. Aus Europa wie aus den überseeischen Rohstoffländern strömen die um jeden Preis einen Abnehmer suchenden Waren auf den Weltmarkt. Die Tendenzen zum allgemeinen Preissturz setzen sich 1929 durch, die Weltwirtschaftskrise steht vor dem Tor. Es kommt zur Kreditkrise 1931, zur Abschnürung des Welthandels 1932, zur allgemeinen Währungskrise 1933. Die räumliche und zeitliche Verschiebung des Weltwirtschaftsdefizits hat ihren Kreislauf vollendet. Die Inflationen haben das soziale Gefüge vielleicht gerettet, aber die Qualen des Heilungsprozesses nur verlängert, ohne sie der Menschheit ersparen zu können.

From "Der Osterreichische Volkswirt", 1933.

REVISED February, 18, 1998.

The Mechanism of the World Economic Crisis

Dr. Karl Polanyi

From a central European perspective, the entire post war period including eight years of miraculous prosperity in the United States; sustained economic growth in several other countries; and the multifaceted technical, economic, currency and trade policy adventures of this whole dismal historical epoch, right down to the crash of 1929 and the world depression of 1933, is in reality one single economic crisis which manifests itself in different forms as it traverses and transforms the world. The economic crisis of the first post war years not resolved – just postponed equilibrium in one location was achieved by shifting the burden of adjustment, deliberately or otherwise, to other economic regions and sectors. When the unavoidable day of reckoning arrived, it is not only reignited old smoldering fires but the crisis assumed depths and dimensions which made all previous experience pale by comparison.

To carry this argument beyond audacious generalizations inferred from random connections of events of the past 15 years, the author is obliged to explain his methodology, and back it up with concrete evidence.

Why was it impossible for the crisis to correct itself?

What is the essence of the world economic crisis? Why has there been no self correcting solution? How could some economies repeatedly achieve apparent stability by shifting the burden of persistent and large economic deficits in space and time? Above all: how can such an interpretation shed light on the totality of the general process within which the world economic crisis is embedded?

We may set aside the complexities of economic business cycle theory concerned with the familiar economic fluctuations which visit us from time to time, because we are convinced that the decisive characteristics of the present crisis derive from a specific historical context. In our view, the conjunctural crisis of 1929 to 1933 is only the most dramatic phase in a general crisis which had its origins in the First World War. The unique political and sociological configurations associated with the War presented insurmountable obstacles to a self-generated recovery. The economic costs of the War were enormous. The widely held view that the economic burden of modern warfare could not be sustained for more than three months was not unreasonable. The fact that the War lasted for four years was possible only because enormous social costs were imposed on societies by the coercive pressures of overwhelming politico-sociological forces. Only disequilibria which are confined within the strictly economic sphere are amenable to self-regulating correction. The real costs of the war far exceeded the economic capacities of

societies; the scale of human and societal destruction was such magnitude that the social fabric could not sustain the forces of adjustment to a post-war equilibrium.

The conventional view, which saw the problem exclusively in terms of the threat of social revolution was a one sided one – although this danger was real. The political-sociological factors which made it impossible to reconstruct a new and stable post war order were almost as complex as the national, social, ideological and political forces which engaged in the war, and terminated it with a peace imposed by the victors on the vanquished.

Statistical research has only recently revealed the true costs of the war. Despite a technological revolution and the American economic miracle, industrial production at the conjectural high point of 1929 had regressed significantly in comparison with the achievements of two generations of uninterrupted economic growth prior to 1914. In the twenty years since the outbreak of the war, industrial production should approximately have doubled. Instead, it increased by only 60 per cent. In 1933 it fell to levels below 1914. According to the dynamics of economic growth of past generations, the capacity of the economy to deliver productive output in 1933 should have been twice as high as it was. Neither the feverish but unproductive economic activity of the war years, nor the steady increase in agricultural production in the face of falling prices offset the economic consequences of the war in terms of ten years of lost growth in agriculture, and twenty years in industry.

The Three Claimants: Bondholders, Workers and Peasants.

Whether the costs of the war were greater or less than was previously believed, is inconsequential. What is clear is that the political-sociological shock of the war implied that the reconstruction of a new economic equilibrium would take many years to achieve. The social framework could be sustained only if the political leaderships could satisfy the expectations – and prevent the disappointment – of three major claimants: **the bondholder** (rentier) who had financed the war and without whose confidence in currencies and credit capitalist economies could not be reconstructed; **the worker** who had carried the moral and political burden of the war, and was promised a reward in terms of more rights and more bread; and **the peasant** who appeared to be the only bulwark against social revolution.

In the defeated countries, the rentier classes were devastated by inflation; in the victorious countries policies designed to protect their interests, eventually failed. In the defeated countries the worker likewise were not protected from the fallout of the crisis. Abstracting from societal factors, a less inflexible protection of the economic interests of bondholders, workers and peasants might have yielded a more favorable outcome in purely economic terms. But in the meantime, the social framework would have disintegrated.

In the victorious states, bondholder interests had priority. Their financial sacrifices had won the war; their faith in the stability of currencies and credit was the basis of the post

war reconstruction of the economy. Society could continue only if the command war economy could be completely and permanently dismantled and the free market restored.

In the defeated states, the worker had priority. Installed in the seat of political power, the worker (and ex soldier) who had born the greatest burden of the war, demanded the promised rights and the promised bread.

In the victorious states, the democratization of public life assumed landslides proportions. In England the number of eligible voters increased from pre-war 8 million to 28 million. Here also the war machine was fired up with promises: "homes worthy of heroes", according to Prime Minister Lloyd George. Logistical production of war materials for the military front was accompanied by the production of slogans by the Welsh master of rhetoric. When the war finished, there were no excuses for failure to deliver on promises. In reality, nobody in Britain believed in the necessity to restrict living standards after the war. When the realities of the diminished economic capacity of Britain began to dawn, it was too late. The sacrifices imposed on the entire society to defend – and increase – the value of rentier incomes, dictated policies which placed the entire burden of adjustment on the working classes.

The third party to this trilogy was the peasant. After the war, only the peasant – protective of his hard earned piece of land, accustomed to an adversarial market relationship with the town – offered secure protection against bolshevism. Economic interest and his general "weltanschauung" allied him with the forces of conservatism. But the disillusioned peasant was capable of very different behaviour – manifested in Bulgaria and any number of other East and South East European countries where the peasant had no problems in participating in the division of large landed estates. The fact that revolutions do not come exclusively from the political left, is a lesson that Europe has learned only in hindsight. Neither the rentier nor the worker proved as socially unassailable as the peasant in pressing his demands.

Any attempt at the restoration of economic equilibrium had to take into consideration three directions in which claims were staked. The existence of a viable social framework demanded:

Defense of rentier incomes by stabilization of currencies. Protection of worker incomes by stabilization of real wages. Protection of peasant incomes by stabilization of commodity prices.

In hindsight, it is incontestable that the satisfaction of all these demands was impossible, given economic capacities seriously reduced by the war. The maintenance of a viable social framework required the economically impossible. But when the viability of society comes into conflict with what is economically possible, economic possibilities are stretched in one way or another. In the long run, this is of course not sustainable. The violation of the laws of economics will sooner or later incur terrible economic costs. But in the meantime, society has been saved from disaster.

Moreover, domestic pressures on the social fabric were accompanied by external pressures created by the reconstructed post war international political order. While we place primary emphasis on policies which sought to stabilize the domestic incomes of rentiers, workers and peasants, there is no doubt that reparations, war debts and excessively autarchistic policies contributed to the incapacity of the system to regain a new equilibrium by self-correcting economic processes. The two groups of problems are inter-dependent. Reparations and war debts determined the direction of financial and economic efforts which were as unrealistic as the domestic policies which attempted to maintain living standards beyond the capacities of the war-impooverished, capital depleted economies. Although the eventual collapse was inevitable, it could be – and was – delayed for a while, by sacrificial interventions.

The Great Intervention: The War

It is important to recognize that virtually the whole financial and economic history of the last fifteen years consist of interventions, whose eventual adverse consequences did not fail to manifest themselves. But these interventions were not the cause (original emphasis) of the crisis. The effect of interventions – sometimes misconceived and shortsighted in implementation – was to postpone the solution to the crisis. But postponement was not without rationale: the mother of all interventions was the War itself. All the interventions of the post war era were but costly attempts to protect society against the shocks of the brutal deconstruction of the economic and social equilibrium. But they created unnecessary new disequilibria which exacerbated the consequences of the original major intervention of the war. It is impossible to comprehend the function of the interventions of the post war era, without a clear understanding of their origins in the destruction caused by the war.

It is moreover incorrect to consider only those policies which were intended to benefit the workers or the peasants as interventionist. The convenient implication here is that economic measures designed to restore the pre war order require no further justification. Protection of the currency, no matter how artificial and draconian, is not considered interventionist; the distributional effect on rentier incomes is not explicitly take into account. An approach to economic stabilization which depends exclusively on the formal assertion of the sanctity of contract is of little value as a practical tool of economic and financial policy. It does not speak to the decisive question: what levels of incomes are ultimately sustainable?

The return of the pound sterling to pre war gold parity ten years ago symbolizes the mindlessness of the attempt to restore the pre war economic order without taking into account the extent to which the war years had hollowed out economic capacities. But here also, it was possible to postpone the consequences of erroneous policies.

How was postponement of the crisis possible?

The excess demand of the three major categories of income earners – rentier, worker or peasant – could be met from only three sources:

Firstly, by a domestic redistribution of income in favour of privileged classes. Where workers and peasants were favoured, the distributional burden fell on the middle classes and on industrial capital by means of property taxes and the unfairest of all taxes – the liquidation of savings by inflation. Real incomes of agricultural producers were sustained by external tariffs and other protectionist measures, at the expense of urban consumers.

Secondly, by consumption of capital. Domestic capital was eaten away by inflation and by the sale of assets to foreigners.

Thirdly, deficits and debts were financed and re-financed by renewed external borrowing and increased indebtedness. This happened on a vast scale. Countries financed their deficits by perpetual external borrowing. Weaker national economies sought assistance from stronger ones. Years of apparent stability, a run of strong growth, a deceptive appearance of equilibrium was punctuated by new economic and financial difficulties, until suddenly, at the height of the American boom, the elastic band snapped. The interdependent deficit economies went into an irreversible slide, and the whole stabilization structure collapsed.

What were the mechanisms of the world economic crisis which determined this course of events, and facilitated it?

The geographical displacement and the consequent postponement of the crisis was facilitated by post war credit mechanisms of unique capacity and flexibility.

The nature of these credit mechanisms has not been sufficiently researched. While the world economy was destroyed by the war; resurrected after the war; and slid into uninterrupted decline at the end of 1928, the system of credits has not ceased to develop since the financial innovations introduced during the war. This paradoxical phenomenon has continued throughout the entire post war period. An amazing mobility and magnitude of international credit was accompanied by the intermittent constriction and malfunctioning of the real economy.

Wars give birth to new ways of financing them. The victorious states financed virtually all their foreign expenditures by a series of ad hoc arrangements: the sale of overseas bonds and equity in the USA; a pound sterling backed by the United States; the securitization of all obligations payable in foreign exchange between the allied powers and a moratorium on payment until the end of the war. United in a war of life and death, the major powers mobilized weapons of credit to the ultimate. Never in the history of modern capitalism has credit been so politicized. One consequence has been the closer relationship between the commercial banks and note issuing authorities (central banks) in London, New York and Paris. The source of this ultra modern pipeline for the distribution of credit to the whole of Europe, which brought gold to water the parched plains of central Europe, was the unfathomable wealth of America. The enormous profits which America made in the war were searching for investment. The reconstruction of Europe appeared as an excellent business which could not only revive American exports to Europe, but showed a far sighted love of humanity. Unequaled in wealth – and

inexperienced – the investors who now appeared on the scene requested only that this credit mechanism should be fuelled by their resources.

If we now find it incredible that the world could have been so mistaken about the true state of the financial balance sheet of the war, the explanation lies in part with the financial claims which were considered as “good”. The sum total of allied war debts was estimated at 25,000 million dollars. The Genoa conference broke up with a quarrel over the distribution of quotas of Russian petroleum interests. Lloyd George would never have made his famous proposal for floating a 25 million pound sterling public company for the reconstruction of Russia, had there not been hopes that claims on Russian war and pre-war debtors were secure financial assets. At an estimated value of 35,000 million gold francs, they were not small change! The value of all these claims is now written down. What is remarkable is that prior to the write down, owners of these papers thought they were rich. In 1925 after Britain and Germany had returned to the gold standard, there was talk of a 16,000 million gold mark reparations issue as if it was a normal business deal! The credit mechanism endowed by contemporaries with virtually mythical powers, were the principal actors in ten years of postponement of the crisis.¹

The General Process

The outcome of the war determined the geographical course of the crisis – from East to West.

There were the defeated states like Russia, Austria, Hungary, Bulgaria and the succession states carved from the eastern war regions like Rumania, Yugoslavia, Czechoslovakia, Poland and Greece. Last but not least, there was Germany.

There were the victorious state, England, France, Belgium and Italy.

And in a class of itself, there was the super victor, America.

1918 – 1924: The process starts in the East with the reconstruction of the defeated states – with assistance from victors and America. The Austrian (1923) and the Hungarian (1924) currencies were stabilized with help of the League of Nations. At the same time, Greece, Bulgaria, Finland and Estonia were structurally adjusted (“saniert”). Rumania, Poland, Czechoslovakia and Yugoslavia received French credits; even Russia was a candidate for economic assistance. The high point was the restoration of the gold standard in Germany, rooted in the Dawes Plan and finance by Dawes loans, almost half of American provenance. The reinstatement of the gold standard stripped the defeated states of the secret reserves of inflationary finance. Their structural deficits were increasingly covered by foreign loans; the burden of these debts were thus transferred to the victorious states, whose currencies were at this time far from stable or secure.

1925- 1928: In addition to the deficits of the defeated states, the victorious states had their own disequilibria. From the time of the reestablishment of the gold standard in the victor states, the defense of the currency assumed top priority. By so-called central bank co-operation, England shifted the economic burden of maintaining the external value of

the pound sterling to the United States. The return of the pound to gold at pre war parity in April 1925 was secured by American short term credits. Notwithstanding ever increasing US loans extended to Germany, from this time on, the secret purpose of American credit policy was not so much assistance to Europe, as support for England. The high point were the negotiations between (Bank of England governor) Montague Norman and (Federal Reserve governor) Strong in New York in May 1927. In August of that year, the United State adopted a "Cheap Credit Policy" which lasted until February 1928 and prepared the way for the Wall Street crash of October 1929. The American crypto-inflation signified the effective support of the European currencies which had returned to the (fixed exchange) gold standard by availability of cheap credit.

1929- 1933: The deficits of the European victors and defeated states were effectively shifted to America and covered by the steady growth of the US credits over the past ten years. America financed the Dawes Plan; renegotiated British and French war debts; reparation payments by the defeated sates; and the servicing of its own loans – in addition to wasted efforts to support English stabilization, bad German investments, and the accumulation of East European private sector deficits in financial institutions in Vienna. Principal Evet: the crash of the Vienna Creditanstalt on 12th May 1931. The Reichsmark declined; the English pound devalued. On April 19th 1933, the dollar was floated. The constriction of the world economy and the chaotic instability of currencies resemble conditions prevailing in the immediate aftermath of the war.

The Stabilization of the Pound and its Consequences

Seen in this light, policies which contemporary observers regarded as erroneous were the consequences of a course of events with its own logic. Charges of mistaken policies are revealed as inconsistent; supposedly missed opportunities, merely alternative paths to the same undesirable outcome. The return of the pound to pre war parity now appears as a text book example of a mistaken policy. But the repeated excuse that England did not expect France and Belgium to stabilize their currencies at devalued rates and thus put pressure on English exports, pointed to alternative policies whose non implementation was actually fortunate. We insist that the principal issue concerning French and Belgium exchange rate policy was not their effect on relative export prices, but their relation to previous levels of these currencies. The essence of the matter was that France was prepared to devalue the assets of their rentier class by eighty percent. In so far as English exports, after 1926, were under competitive pressure, it was because English rentier incomes protected (by overvalued exchange rates) and for political reasons, wages were also too high.

Another example. For many years, Central Europe refused to acknowledge England's economic difficulties because it was believed that the bank rate was too low to sustain the value of the pound. In reality bank rate never fell below 4.5 per cent – far above historically prevailing rates. A legislative reduction of the rate of interest on government bonds, or a tax on wealth might have offset the problems caused by the over-evaluation of the pound. A substantial increase in bank rate would not only have aggravated the acute economic crisis in England, but would have reduced the export of capital

considered essential to the maintenance of the level of British exports.² The fact that England continued to export capital after 1925, benefited the recently adjusted economies of East Europe. Since 1924, foreign bonds floated on the London market amounted to 785 million dollars of long term investments in continental Europe. Increasing difficulties of maintaining the flow of outward investment, made it impossible to raise the bank rate. London markets were under strong but invisible pressures. As short term loans due, the City depended on ever increasing levels of short term borrowing. The dangers of this situation were clearly spelled out in the Macmillan Report shortly before the collapse of the currency in 1931.³

Foreign loans floated in London in 1927 amounted to 651 million dollars; in 1928 a reduced 525 million; and in 1929 a mere 228 million dollars – facilitated by cheap money flowing from New York. From the start, the elastic band which tied together the ever more fragile equilibria of the deficit economies were the American credits. But the transmission belt which carried the deficits of even the strongest European economies into the credit ledgers of American financial institutions was the re-established gold standard. Stripped of the secret reserves of inflation, European national economies were forced to adjust their weakened economic capacities by adherence to the rigid rules of the gold standard. Their resulting increased indebtedness to American creditors occurred silently, but not less effectively than the negotiated loans. Whereas the stabilization in Central Europe were sustained by cheap credit available on London money markets, the restoration of the pound at pre war parity was sustained by nothing less than the American silent inflation of 1926 to 1929 – and thus on the eventual collapse of the whole structure of world credit.

The United States and the Double Function of Credit Mechanisms

Perhaps the most deceptive aspect of post war economic experience was the fabulously high standard of living of the United State in this period. This was only partly due to the real wealth of the United States. It due also to two interventions which isolated the United States from the effects of crisis in the rest of the world: high external tariffs and the closing of the doors to immigration. Without these measures, the poverty of Europe would have spread to the United States, and the resulting new equilibrium would have settled at the mid point between living standards in the defeated continental states and their high level in America. The United States could free itself from European economic pressures only by shutting out cheap labour and cheap imports. This is the fundamental reason for the unilateral flow of gold into the United States. It was the only means of payments which did not reduce American living standards.

Countless charges have been made against the United States that shortsighted policies of protectionism not only aggravated, but actually caused the crisis. A creditor state should facilitate repayment of principal and interest by opening up its markets to the exports of debtor states. The exemplar here was England. But England was a special case because British external assets were built up over generations, and repayments was factored into long term economic adjustments to new circumstances. British imports of raw materials and semi-manufactured good for further processing are compatible with economic

structures developed over decades. Britain's pattern of trade and payment is diversified, and debtors are scattered all over the world. How can the same demand be made of a state which overnight moved from a major debtor to the world's leading credit, and whose overseas loans are principally political (original emphasis) in origin? American exports from 1914 to 1919, with attendant allied war debts, implied industrial structures tailored to the requirements of the war in Europe. The acceptance of debt repayment in the form of imported goods, immediately after the war, would have brought economic crisis to the United States. Here again, we believe that the responsibility ascribed to the US interventionist policies in the post war years, should more properly be ascribed to the era of war itself. It is the course of politically motivated interventions that eventual adjustments entail new and more painful interventions.

The United States would have been wiser to have written down the face value of the 11 billion dollars of war debts owed by allied states, although this would have created a fiscal burden of long duration to finance interest payments on domestically issued liberty bonds. But American living standards would still have been higher than those prevailing before the war. All this, however, is academic, because America not only demanded repayment of the full value of war credits, but greatly increased the level of credits extended to Europe. Nevertheless, the issue gives rise to important reflections:

Firstly, that American living standards were higher than was justified, and a write down of war debts would have reduced them. This would also have happened if America had accepted repayment of war debts in goods and cheap labour. Secondly, levels of consumption of rentiers, workers and peasants in excess of Europe's productive capacity contributed to a higher standard of living in America than would have been the case in the absence of American credits. International credit thus served a double purpose: to maintain consumption levels in Europe and also in America above equilibrium levels.

For years the Federal Reserve was charged with the sterilization of the vast sum of gold flowing into the United States.⁴ While Europe was unable to expand the volume of credit on account of the continuing outflow of gold, the United States, it was said, chose to sterilize gold inflows and restrict expansion of the money supply. Europe had to choke the economy by withdrawal of credits, while America refused to extend new credits to Europe. But the opposite criticism – that American policies of unrestrained inflation and mindless capital exports were responsible for the crisis – seem to me to carry more weight. Clearly, these two accusations are mutually exclusive. But we now know that the sterilization of gold reserves was based on a misunderstanding of the fact. The increase in gold reserves from 1921 to 1929 was accompanied by an increase in the average daily excess reserves of the commercial banks of 706 million dollars (September 1921 to September 1929). The increase in the effective volume of credit available to the economy was nine or ten times this amount.

If the charges (that the United States was restricting credit) proved anything, it was that no amount of American credit appeared sufficient to satisfy European demand. The stabilization of a series of central and east European currencies; the draconian credit restriction required the support of the gold value of the German mark; the increasing

economic pressure on England resulting from the return of sterling to parity; the need for political bridging finance in the period between the Dawes and Young locals, in addition to the reconstruction credits for Germany and other countries, created a near insatiable demand for American financial assistance.

This invites a critical look at the phenomenon of American crypto-inflation – without question a valid observation. But the now prevalent opinion that America is therefore responsible for the collapse of world currencies is not convincing. The actual sequence of events indicates the opposite: currencies were stable only as long as they were supported by American credits, which were accompanied by inflationary finance. When it became impossible to continue these policies, the apparent stability of European currencies vanished. Only those who have forgotten the European cry for American help in the long years of repeated financial, economic and last but not least political crises, can contemplate the bitter alternative of a refusal of the Americans to extend credit. However, the Americans offered no serious resistance to European enthusiasm for boundless credit expansion. Accusations levelled at Wall Street regarding excessive and wasteful South American loans, applied in part also to American credits to Europe. As in South America, Europe is witnessing the dire economic consequences of the postponement of the crisis by artificially enhanced consumption, and excess dependence on credit by debtors and creditors, alike.

The Course of the Crisis

The decisive connection in the clarification of causes and consequences was the flow of gold to the United States. The outflow of gold did not manifest itself in perceptible pressures on the supply of credit in Europe, as long as currencies were floating.⁵ Currencies backed only by paper are insensitive to the loss of gold reserves. Serious complaints about the mal distribution of gold reserves arose only after England (1925) and France (1926) return to gold. Repeated American credit restrictions resulting in the drain of gold to America increased the burden on European debtor states.⁶ Twice America experimented with policies of “cheap money”. In each case – one in 1925, and again in 1928 – the flow of gold was reserved.⁷ When the stabilization of the French franc in the spring of 1927 resulted in a huge transfer of gold from the Bank of England to the Bank of France, Montague Norman and Federal Reserve governor Strong met in New York and agreed on a new policy of cheap money to save the embattled British economy from the painful consequences of a rise in Bank rate.

From August 1927 to February 1928, the discount rate of the New York Federal Reserve Bank was a mere 3.5 percent. The result was an enhanced economic boom in the United States and Europe, as a flow of American credits supported European currencies and foreign investments to Germany in 1927/28 topped 2 billion dollars. In July 1928, New York bank rate was raised to 5 per cent to check a speculative bubble on the stock market. The supply of long term capital to Europe dried up. In the first half of 1919, the value of European bonds floated in New York was a mere 101 million dollars, compared with 499 million in the first half of 1928.

Up until 1925, American protectionist and credit policies sustained living standards in the United States and in Europe by accepting gold for payment of imports, and by the extension of credits. After the restoration of the gold standard in Europe, essentially in England, the debtor states could withstand the pressure on their currencies only because inflationary cheap money policies in the United States were instrumental in an enormous increase foreign lending to Europe. When America inflationist policies were reversed, financial pressure on debtor states triggered the world crisis. In mid 1928, the United States and France together accounted for 58 per cent of the world's monetary gold. America ceased foreign lending. Neither gold, nor credits were available to finance payment deficits. Debtor states now had no alternative to the increase in the export of goods. Since 1928/9, Europe and overseas raw materials exporting countries have flooded world markets with exports at virtually any price.⁸ The trend of universally falling world prices manifested in 1929, was the prelude to the world economic crisis. Then came the credit crisis of 1931; the decline in world trade in 1932; and the collapse of currencies in 1933. The geographic displacement and postponement of the economic deficits had run its course. If inflation succeeded in saving the social fabric, it could not save humanity from prolonged and painful process of economic adjustment.⁹

Translated by Kari Polanyi Levitt, February 1998.

¹ F. Somary "Kapitalueberschuss und Kapitalzuschussgebiete, mechanismus und wirkungen der internationalen Kapitaluebertragungen" in *Kapital und Kapitalismus* (Berlin, 1931: 483). Compare also articles written before the collapse of the Credit-Anstalt by W. Federn in nos 8, 9, 10, 16, 17, 19 and 20 of the *Osterreichische Volkswirt*. November 22 and 29 1930 and nos 3, 17 and 24, Jan 7 and Feb 14, 1931.

² J.B. Condliffe explained these capital exports as "essentially normal mechanisms of the pre war international economic order". *World Economic Survey*, 1930/31: 48.

³ "Nothing is more significant for the consequences of the war than the coexistence of an unusually long economic upswing in the United States with an unusually long depression in England. The return of the pound at pre war parity – which distinguished England from all other major European powers – together with heavy European indebtedness to the United States are the two fundamental reasons for the Depression." F. Somary: *Wandlungen der Weltwirtschaft seit dem Kriege* (Tuebingen 1928: 11)

⁴ This journal did not join the critics. See Walther Federn "Die Sterlisierung des Goldes" nos 16 and 17; Jan 17 and 24.

⁵ J.B. Condliffe. *The World Economic Survey*, 1931/32: 48

⁶ *Monetary Policies and the Depression*. Institute for International Affairs, Oxford 1933:8.

⁷ Prof. Ohlin in "Le Cours et la Phase de la Depression", *Economique Mondiale*, Geneva, 1931: 110.

⁸ Condliffe in *World Economic Survey* 1931/32:43; and in *Situation Economique Mondiale* 1932/33: 171; Prof Ohlin in *op.cit.*: 211.

⁹ Professor J.B. Condliffe, the editor of the last two Economic Yearbooks of the League of Nations lent support to our view in the most recent issue Yearbook for 1932/33. "The real difficulties did not manifest themselves as long as the currencies of most of the debtors states were independent of each other; exchange rates were flexible, and inter-governmental debts unregulated. But as currencies returned to the gold standard, exchange rates were fixed, and debt payments were officially negotiated, tensions in the newly reconstructed international financial mechanisms increased. For a few years from 1925 to 1929 debt service was effected without radical adjustment of national economy by means of large flows of new capital to the debtor states, principally from the United States. From 1928 and continuing in 1929, capital flows diminished. As pressures on debtors states increased, prices declined and credits dried up, the difficulties of international adjustment precipitated the collapse of the whole structure of international payments". *Situation Economique Mondiale* 1932/33: 277.