

Geldwert und Wechselkurse.

Von Dr. Ernst Matat.

Budapest, 5. Januar.

Gehört die Frage der auswärtigen Wechselkurse schon unter normalen Verhältnissen nicht zu den einfachsten wirtschaftlichen Problemen, um wieviel mehr ist dies der Fall in den jetzigen kritischen Zeitaltern, wo in allen Ländern — selbst die mit einer Goldhyperinflation behafteten neutralen Staaten nicht ausgenommen — pathologische Erscheinungen der Währungsverhältnisse zutage treten. Werden die Metallisten über die Ursachen der gegenwärtigen abnormalen Wechselkurse befragt, so sind sie mit der üblichen Begründung gleich zur Stelle. Nach ihrer Auffassung ist ja die Gestaltung der Devisenkurse keine finanzpolitische, sondern eine einfache währungstechnische Frage, und die Wechselparität nichts anderes, als eine Verhältniszahl zur Darstellung der Proportion, die zwischen dem Metallgehalt einer gleichen Anzahl von Goldmünzen verschiedener Länder besteht. Heute, wo der freie Goldverkehr unterbunden ist, fehlt natürlich die Vergleichsbasis, Devisenkurse sind aber doch vorhanden, ja sie stabilisieren sich sogar innerhalb gewisser Grenzen. Die Metallisten berufen sich jetzt auf den Warencharakter des Goldes, beziehungsweise der ausländischen Zahlungsmittel, die gegen das valutatische Papiergeld zum Austausch gelangen, und es wird behauptet, die Devisenpreise schwanken deshalb, weil die Kaufkraft des Papiergeldes sich verändert.

Den unmittelbaren, organischen Zusammenhang zwischen der Kaufkraft des inländischen Währungsgeldes und dem Preise fremder Zahlungsmittel hat wissenschaftlich zuerst der berühmte Finanztheoretiker Börsch festgestellt. Demnach soll alles, was die Kaufkraft des Geldes im Inlande steigert oder vermindert, gleichzeitig auch den in inländischem Gelde ausgedrückten Preis der Devisen in gleicher Weise steigern oder vermindern. Diese Lehre von der gleichmäßigen Schwankung der Kaufkraft des Geldes, der inländischen Warenpreise und der fremden Wechselkurse gründet sich auch auf die Tatsache, daß wenn die Kaufkraft des Geldes in einem Lande sich um 25 Prozent vermindert und die Preise dort infolgedessen eine gleichhohe Steigerung erfahren, die Ausfuhrartikel nur dann exportfähig sind, wenn die Devisen dieses Landes um 25 Prozent billiger beschafft werden können. Dies vor Augen haltend, sagt Börsch in seinem Werke über die Theorie der fremden Wechselkurse: „Wenn die Billigkeit der Wechsel das Resultat einer Entwertung des ausländischen Geldes ist, so hat der auswärtige Käufer keinen Vorteil mehr, denn die Kaufkraft der größeren Nominalsumme, die er empfangen hat, ist nicht größer als die Kaufkraft der geringeren Summe, die er früher erhielt. Nachdem also die Entwertung des Umlaufmittels im allgemeinen die Preise aller Arten von Dingen berührt, so hat der Engländer von den fünfzehn Gulden, die er für seinen Sovereign empfing (1861), nicht mehr Nutzen als von den zehn Gulden, die er für dieselbe Summe einige Zeit früher empfangen hatte.“

Einen interessanten und höchst aktuellen Beleg für diese Entwicklungstendenz, das heißt für den organischen Zusammenhang zwischen Waren- und Devisenpreisen liefert auch der Bericht, den in einer der letzten Sitzungen des Generalrates unserer Notenbank Generalsekretär u. Schmid unterbreitet hat. Wie in diesem Berichte ausgeführt wird, beträgt nämlich der von dem Armees-oberkommando derzeit festgesetzte Kurs für den Rubel 2 k 75 h gegenüber dem in Lublin notierten Kurs von 112 1/2 für 100 Rubel. Infolgedessen stellen alle Kaufleute im Königreich Polen ihre Warenpreise in Kronen entsprechend hoch, damit sie bei der Umwechslung der eingenommenen Kronen, die sie bestrebt sind immer so rasch als möglich gegen Rubel umzu-tauschen, keinen Schaden erleiden.

Die Chartalisten behaupten — sich auf Knapp's Lehren stützend —, in betreff der Gestaltung der fremden Wechselkurse sei weder die Goldfrage, noch aber die Kaufkraft des Geldes ausschlaggebend. Die Devisenparität ist nach ihrer Auffassung keine natürliche, sondern eine künstliche Erscheinung, das Ergebnis der zielbewußten Bestrebung des Staates oder der dazu berufenen Institutionen, den Wert des inländischen Währungsgeldes gegenüber den fremden Zahlungsmitteln auf einem beständigen Niveau zu erhalten. Unter normalen Umständen sind die diesbezüglichen Bestrebungen, deshalb erfolgreich, weil zur Erreichung des angestrebten Zieles verschiedene Mittel, wie Waren- und Effektenexport, freie Goldbewegung, internationale Finanz- und Kreditoperationen usw., zur Verfügung stehen, was im Kriege überhaupt nicht oder nur in beschränktem Maße der Fall ist.

Die valutatische Kriegsliteratur dreht sich in der Hauptsache um die vorerwähnten zwei Grundtheorien. In einer auch bei uns vielgelesenen Wiener Finanzsachchrift, deren Redakteur ein bekannter Anhänger der Chartaltheorie ist, wird stets die Ansicht vertreten, die abnormalen Wechselkurse hätten keine Bewandnis mit den inflationistischen Erscheinungen und seien bloß den Umwälzungen in den internationalen Wirtschafts- und Finanzbeziehungen zuzuschreiben. Zur Frage der Preisgestaltung der Devisen schreibt das Blatt an einer Stelle: „Solange selbst die ernstesten deutschen Blätter das Disagio Italiens, Rußlands und anderer Staaten nicht mit der Tatsache der passiven Handels-

und Zahlungsbilanz, sondern mit der Vermehrung des Notenumlaufes und der ungenügenden Golddeckung erklären, solange müssen sie es sich gefallen lassen, wenn die Ententeblätter die Verhältnisse der Zentralmächte aus demselben Gesichtspunkte beurteilen.“

Eine angesehenere Monatschrift der deutschen Bankwelt verfißt dagegen den metallistischen Standpunkt der Quantitätstheoretiker, indem sie mit einer unberohlenen Aufrichtigkeit auf die Verheerungen hinweist, die die vermehrte Geldzirkulation auf finanziellem und wirtschaftlichem Gebiete verurteilt hat. Ueber die Agiofrage äußerte sich das Blatt zu Beginn dieses Jahres folgenderweise: „Die Vermehrung des Geldes beeinflusst die Kaufkraft aller Schichten der Bevölkerung und kommt in jedem Preise, in jedem Lohn konkret zum Ausdruck. Die Wirkung einer stärkeren Ausgabe metallisch ungedeckten Papiergeldes bekundet sich in einem Rückgang des Währungsgeldes des betreffenden Landes, in einem Wertrückgang des Währungsgeldes, der sich in dem Lande selbst in Form einer Höherbewertung der fremden Währungen, d. h. in einer Steigerung der Wechselkurse äußert. Der schlechte Wechselkurs ist nur eine, wenn auch die stärkste Ausstrahlung der bedenklichen Ausflüsse der Inflation.“

Die gegenwärtigen Verhältnisse scheinen in der Tat nicht danach angetan zu sein, die Richtigkeit der klassischen englischen Lehren zu bestätigen, denn die Teuerung ist überall größer als die Preissteigerung der Devisen. Aus den Daten der durch die Budapest Handels- und Gewerbekammer veranstalteten Enquete in der Teuerungsfraage geht hervor, daß sich die allgemeine Preissteigerung zwischen 100 und 300 Prozent bewegt, wogegen die Wechselkurse auf die neutralen Länder bloß eine Erhöhung von Maximum 60 Prozent erfahren haben. Nun ist aber die Teuerung eine internationale Erscheinung, wobei die Diskrepanz im Auslande noch viel bedeutender ist. Die englischen Indizes sind zum Beispiel von 2565 vor dem Kriege auf 3840 gestiegen, und erreichten somit eine bisher nie konstatierte Höhe; die Wertschwankung der englischen Baluta beträgt dagegen bloß fünf Prozent. Ist die klassische Lehre vom organischen Zusammenhang zwischen Geldwert, Güterpreisen und Wechselkursen richtig, so ist es zu verwundern, daß die Disparität der Wechselkurse nicht noch größer ist, zumal die große Preissteigerung erhöhten Import und die Zunahme der Einfuhr Steigerung der Devisenpreise zur Folge haben müßte. Die Ursache der gegenwärtigen Erscheinungen mag außer in dem internationalen Charakter der Teuerung hauptsächlich darin liegen, daß durch Ausfuhrverbote und Verkehrsbehinderungen — bei den Ententemächten aber hauptsächlich durch Schiffsmangel — die natürliche Entwicklung der Dinge wesentlich gehemmt ist. Dagegen scheint es aber nicht ausgeschlossen zu sein, daß nach dem Kriege, bei freiem Verkehr, die internationalen Warenbewegungen eine Richtung einschlagen werden, bei welcher sich der Einfluß der Warenpreise auf die Wechselkurse stärker akzentuieren wird als dies im Kriege der Fall war.

Speziell bei uns fehlt es nicht an diesbezüglichen Erfahrungen. In der im Jahre 1908 veranstalteten Bank-enquete hat eben der gegenwärtige Minister für Kultus und Unterricht Dr. Béla v. Jan Lóvích, der damals als Experte vernommen wurde, auf den organischen Zusammenhang zwischen Exportverkehr und Devisenkurse mit besonderem Nachdruck hingewiesen. Er hat in seiner Expertise nachgewiesen, daß vor der Valutaregulierung, in der Ära der Papierwährung, die Preise der Exportwaren bei uns in demselben Maße wie das Agio schwankten, und zwar derart, daß der Preis der Exportartikel gerade dann auffallend hoch war, als das Agio gestiegen ist, was ein Beweis dafür ist, daß die Steigerung des Agios den Export stimuliert und gleichzeitig auch die Preise der Exportwaren in die Höhe treibt. Aus den Janlovich'schen Daten geht ganz klar hervor, daß das Agio die Güterpreise in verschiedenem Maße zu beeinflussen vermag, je nachdem, ob sich der betreffende Artikel zur Ausfuhr eignet oder nicht. Die Ursache hiedon sah der Experte darin, daß wir wegen Mangels an Gold den Passivsaldo unserer Zahlungsbilanz nur in Waren beglichen konnten, so daß das Agio in diesem Falle nicht durch den äußersten Goldpunkt, sondern durch die äußersten Transportkosten der Exportwaren begrenzt war.

Es sei jedoch bemerkt, daß die in diesem sachmännischen Gutachten enthaltenen Ausführungen nur für normale Verhältnisse anwendbar sind. Sie verbreiten Licht auf dem Wege der Entwertung, geben aber keinen Aufschluß über die gegenwärtige Gestaltung der Devisenfrage. Wollen wir in das Wesen der Kriegskurse der fremden Zahlungsmittel eindringen, so müssen wir außer dem Geldwert und den Warenpreisen auch noch andere Motive, und zwar hauptsächlich psychologischer Natur mitberücksichtigen. Die von einseitigen Gesichtspunkten ausgehenden Theorien pflegen in der Regel hierauf wenig Bedacht zu nehmen, obwohl die psychologischen Momente, wie Spekulation, Phantasie, Furcht, sowie Hoffnung auf die Reetablierung der Valuta usw., bei der Gestaltung der Devisenkurse stets eine eminente Rolle gespielt haben. Aus der Geschichte der Papierwährung möchten wir diesbezüglich folgende markante Beispiele anführen: Der Kurs des russischen Papierrubels sank bei Ausbruch des italienischen Krieges im Jahre 1859 mit 14 1/2 Prozent und zur Zeit des österreichisch-preußischen Feldzuges im Jahre 1866 mit 19 4 Prozent, trotzdem Rußland an den beiden Kriegen gar nicht interessiert war. Nach dem Durchbruch bei Gorlice ist in London ein sprunghaftes Fallen des Rubelwertes eingetreten. Am 1. Mai 1915 waren noch 116 1/2 Rubel 10 Pfund Sterling wert, Ende Juni wurde der

russische Wechselkurs schon mit der Notierung 140 bis 150 Rubel für 10 Pfund Sterling verzeichnet. Nach der Kriegserklärung Rumaniens an Oesterreich-Ungarn stieg der Rubelkurs in Paris von 180 auf 202 Francs, um sich nach Einnahme der Donau-festungen in der Dobrußja auf 192 abzuschwächen. Als Napoleon im Jahre 1815 von der Insel Elba entflohen ist, sank der Kurs des Pariser Wechsels an der Londoner Börse von 22 1 auf 18 8 Francs, bei gleichzeitiger Steigerung des Goldpreises von 4 Pfund 9 Schilling auf 5 Pfund 7 Pence pro Unze, ohne daß auf dem Geldmarkte bedeutendere Transaktionen getätigt worden sind. Nach der Schlacht bei Waterloo stiea dagegen der Devisen-kurs und fiel der Goldpreis ebenso rapid, wie dies früher bei der entgegengesetzten Bewegung der Fall war. Zur Zeit der amerikanischen Geldkrisen, in den Jahren 1893 und 1907, als die Banken die Auszahlung der Geldeinlagen verweigert, beziehungsweise die Schecks nur im Clearingverkehr verrechnet haben, hatte das Bargeld — gleichviel ob dasselbe aus Noten oder aus Goldmünzen bestand — gegen die Schecks Agio gehobt, welches sich auch auf die auswärtigen Wechselkurse fortgepflanzt hat. Der amerikanische Fall ist ein typisches Beispiel dafür, daß das Agio auch ohne Vermehrung der Zirkulationsmittel, ja selbst infolge Mangels von Zirkulationsmitteln entstehen kann. Die Schwankung des Agios kann sich indessen unter Einwirkung der psychologischen Momente so rhapsodisch und unbestimmbar gestalten, daß wir in der Geschichte des Papiergeldes auch dafür ein Beispiel finden, daß das Agio um 60 Prozent sinkt, in der Zeit, als eine feindliche Armee das Land siegreich durchzieht, und nach Abzug des Feindes dagegen eine rapide Steigerung aufweist. Der Kurs des russischen Papierrubels war nämlich im Monat Juni 1812, als Napoleon seine Operationen gegen Rußland begonnen hat, an der Londoner Börse mit 16 Pence notiert. Ende September dagegen, als Napoleon in Moskau bereits eingezogen war, stieg der Kurs auf 25 Pence; als es sich aber herausgestellt hat, daß die französischen Truppen gezwungen sind, Rußland zu verlassen, ist der Rubelkurs bis 16 3/4 Pence, gegen Ende Oktober sogar bis 9 1/2 Pence gefallen. Die Ursache dieser eigentümlichen Erscheinung lag darin, daß die Engländer unter dem Eindruck des siegreichen Vormarsches der Napoleonschen Truppen, befürchtend, daß sie von den russischen Bezugsquellen abgeperrt werden, noch in den letzten Stunden riesige Einkäufe in Hanf, Flachs, Talg und anderen russischen Rohprodukten vorgenommen haben. Der Rubelkurs ist daher rapid gestiegen. Nach dem Rückzug der Franzosen wurden die fieberhaften Einkäufe eingestellt und somit war nichts mehr, was den Sturz des Rubelkurses aufgehalten hätte.

In bezug auf die Bedeutung der psychologischen Momente bei der Agiobildung enthalten auch die Schriften der nach Budapest einberufenen Währungs-enquete-kommission vom Jahre 1892 manch treffliche Bemerkungen. Wir möchten diesbezüglich insbesondere auf die Expertise weiland Baron Sigmund Kornfeld's verweisen. Baron Kornfeld trat in der Enquete nämlich für eine mäßige Abrundung der Relation nach oben ein, wobei er geltend machte, daß die auf diese Weise eintretende Verminderung des Geldwertes der wirtschaftlich schwächeren Gesellschaftsklasse, das heißt den Schuldnern gegenüber den Gläubigern, zuzustatten kommen würde. Der den Vorsitz führende Finanzminister richtete hierauf die Frage an den Experten, ob er nicht der Meinung wäre, daß durch die Fixierung einer höheren Relation einer späteren Agiobildung vorgebeugt werden könnte, wie dies durch einige Sachverständige angegeben wurde. Baron Kornfeld verneinte aber diese Annahme, indem er auf den direkten Zusammenhang zwischen den psychologischen Momenten und der Agiobildung hingewiesen hat, wie dies aus nachfolgender Stelle des Enqueteprotokolls klar hervorgeht:

„Dr. Alexander Wexlerle: Glauben Sie nicht, geehrter Herr Direktor, als Argument für den leichteren Goldgulden anzuführen zu können, daß dadurch der späteren Agiobildung entgegengetreten werden könnte?“

„Sigmund Kornfeld: Ich erlaube mir hierauf zu erwidern, daß meiner Ansicht nach die höhere oder geringere Relation hinsichtlich des Agios irrelevant ist, denn ich bin der Meinung, die Entstehung eines Agios hängt nur davon ab, ob und in welchem Maße die Leute es zu befürchten haben, daß sie den Wert, der ihnen in Währungsmitteln versprochen ist, nicht erhalten werden. Einen anderen Begriff des Agios kann ich kaum anerkennen.“

Heute, in der Zeit der organisierten Volkswirtschaft, sind wir der „dämonischen Gewalt unbefämpfbarer Zufälle“ auf dem Gebiete des auswärtigen Zahlungswesens schon in geringerem Maße als in der Vergangenheit ausgesetzt. Die Schaffung der Devisenzentralen hat dazu wesentlich beigetragen, daß die unberechenbaren Ursachen in der Kursbildung viel weniger zur Geltung kommen, als dies früher der Fall war. Um zu einem abschließenden Urteil zu gelangen, müssen wir daher feststellen, daß, obwohl die Gestaltung des Geldwertes auf die Güterpreise und Wechselkurse nicht ohne Einfluß bleiben kann, die Schwankungen derselben im Kriege doch keine parallel verlaufenden Linien ergeben, da die Wirkung der Grund-motive allzu häufig von entgegengesetzten Kräften durchkreuzt wird.