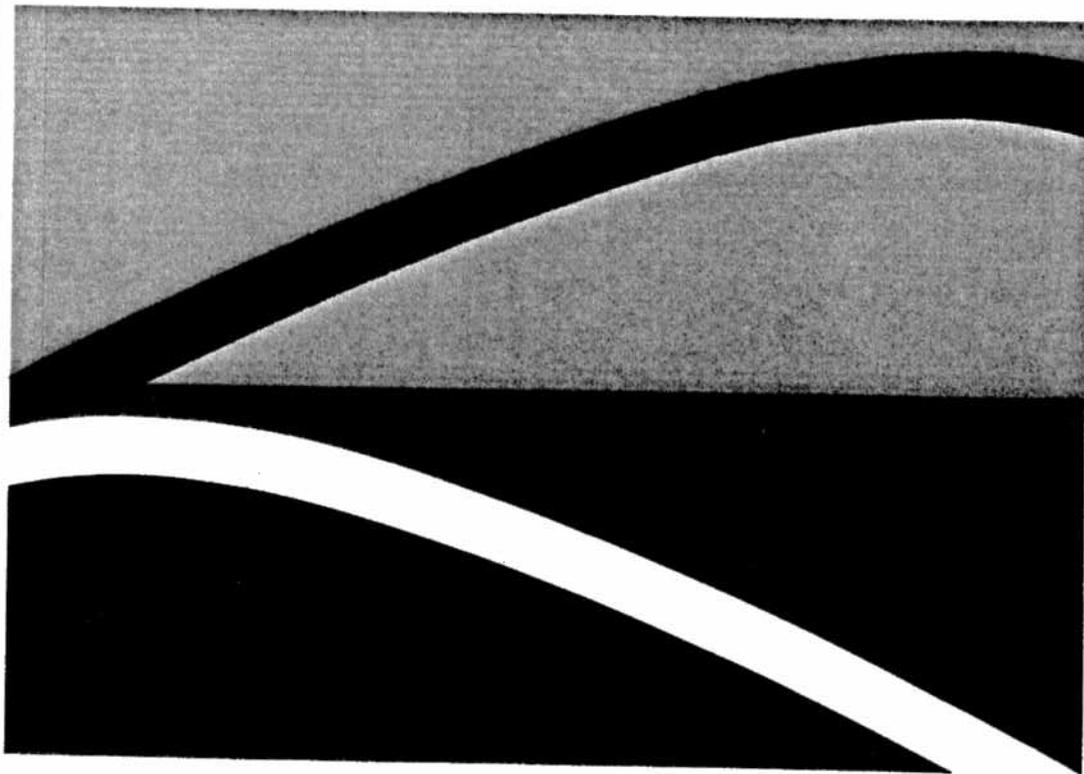


**VEREIN DER WISSENSCHAFTLICHEN FORSCHUNG AUF DEM  
GEBIETE DER UNTERNEHMERBIOGRAPHIE UND FIRMENGESCHICHTE**

**VOLKSWIRTSCHAFTLICHE UND  
BETRIEBSWIRTSCHAFTLICHE PROBLEME  
BEI SINKENDEM GELDWERT**



**Ernst Pöckstelner • Wolfgang Schmitz • Peter Berger • Wolfgang Kemmetmüller • Alois Mosser**

VEREIN DER WISSENSCHAFTLICHEN FORSCHUNG  
AUF DEM GEBIETE DER  
UNTERNEHMERBIOGRAPHIE UND FIRMENGESCHICHTE

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE UND  
BETRIEBSWIRTSCHAFTLICHE PROBLEME BEI  
SINKENDEM GELDWERT

Ernst Pöcksteiner ● Wolfgang Schmitz ● Peter Berger ● Wolfgang Kemmetmüller ●  
Alois Mosser

Umschlaggestaltung: Kurt Lackner

Erschienen im Mai 1982

Eigentümer, Herausgeber und Verleger: Verein der wissenschaftlichen Forschung auf  
dem Gebiete der Unternehmerbiographie und Firmengeschichte.

Für den Inhalt verantwortlich: Univ. Prof. Dr. Alois Brusatti und Univ. Doz. Dr. Alois  
Mosser. Alle 1190 Wien, Franz-Klein-Gasse 1 (Wirtschaftsuniversität Wien).

Druck: Rema-Print Druck- und Verlagsges. m. b. H., 1080 Wien, Langegasse 42.

## Inhalt

Dkfm. Dr. Ernst Pöcksteiner, Präsident des Österreichischen Ge-  
werbevereines:

*Inflation ist das Kind der Illusion* 5

Dr. Wolfgang Schmitz, Bundesminister für Finanzen a. D. und Prä-  
sident der Oesterreichischen Nationalbank a. D.:

*Verfassungsschutz für die Währung: Keine Staatsfinanzierung durch  
die Notenbank!* 9

Mag. Dr. Peter Berger, Assistent am Institut für Wirtschafts- und  
Sozialgeschichte, Wirtschaftsuniversität Wien:

*Österreichs Geldwesen 1918 bis 1922 und die zeitgenössische In-  
flationstheorie* 29

Univ. Prof. Dkfm. Dr. Wolfgang Kemmetmüller, Institut für Indu-  
strie, Gewerbe- und Fertigungswirtschaft, Wirtschaftsuniversität  
Wien, und Univ. Doz. Dr. Alois Mosser, Institut für Wirtschafts- und  
Sozialgeschichte, Universität Wien:

*Betriebswirtschaftliche Probleme bei sinkendem Geldwert. Vermö-  
gens- und Kapitalstruktur der Oesterreichisch-Alpinen Montan-  
gesellschaft (OeAMG) 1911 bis 1924* 51

Anzeigenteil (Institutionen und Firmen, welche die Drucklegung  
dieses Heftes förderten)

85

*Ernst Pöcksteiner*

## **Inflation ist das Kind der Illusion**

Es ist ein längst überholter Standpunkt, die Wirtschaftspolitik einseitig nach nur einem Ziel auszurichten. Oft genug wurde uns in der Vergangenheit gezeigt, daß die Konzentration auf eine Zielsetzung im „magischen Fünfeck“ Vollbeschäftigung, Geldwertstabilität, Zahlungsbilanzgleichgewicht, Verteilungsgerechtigkeit und Wirtschaftswachstum, zur leichtfertigen Vernachlässigung der anderen Funktionen und Aufgaben führt. In besonderem Maße trifft dies für die sozialpolitischen Größen Vollbeschäftigung und Geldwertstabilität zu.

Zwar sind die Zeiten der Hyperinflation, in welchen die Regierungen ihre aus der Kriegswirtschaft resultierenden Finanzierungsbedürfnisse durch Betätigung der Notenpresse kurzfristig befriedigten, vorbei; doch hat auch das Wort von den „paar Milliarden Schulden“, die zwar die Geldentwertung anheizen, aber dafür die Arbeitsplätze sichern, seinen inflationistischen Pferdefuß.

Die Gefahren einer solchen Einstellung werden gerade in der momentanen Wirtschaftssituation ins rechte Licht gerückt, da in den sozialen Demokratien ungeschrieben die Verpflichtung besteht, die Vollbeschäftigung aufrecht zu erhalten, und deflationistische Maßnahmen im allgemeinen ausgeschlossen sind. Diese Garantie fordert jedoch die Inflation heraus, da jederzeit erwartet wird, daß eine drohende Arbeitslosigkeit, die aus übermäßigen Lohn- und Preissteigerungen resultiert, sofort durch eine expansive Geld- und Fiskalpolitik bekämpft wird.

Das Problem liegt also nicht darin, wie die Inflation zu vermeiden ist - denn dies ist relativ einfach - sondern darin, wie man dies erreicht, ohne Arbeitslosigkeit, Produktions- und Wachstumsverluste hervorzurufen. Die richtige Mischung von Aktivitäten zu finden, wird neuerdings noch komplizierter, da zunehmende Arbeitslosigkeit und Preissteigerungen gemeinsam auftreten. Diese „inflationäre Rezession“ oder „Stagflation“ führt bei Politikern und Fachleuten gleichermaßen zu einem Katzenjammer. Es tritt somit der Fall ein, daß eine nachfrageorientierte Wirtschaftspolitik nach einiger Zeit genau das Gegenteil dessen erreicht, was man erreichen wollte. Die aus der Kontrolle geratene, wider besseren Gewissens oft zwanghafte Ausgabenbereitschaft

der öffentlichen Hände provoziert gewaltige Haushaltsabgänge, die ihrerseits zuerst die Preise in die Höhe treiben und in der Folge aus der Notwendigkeit, die Schulden zu bedienen, zu einer Minderung des Realeinkommens führen.

Die zur Abdeckung der Ausgaben erforderliche überproportionale Präsenz des öffentlichen Sektors auf den Geld- und Kreditmärkten führt zur Verdrängung privater Investitionen. Dieses „crowding out“, als auch die von der Geldentwertung hervorgerufene geringe Sparneigung, treibt nun die Zinsen in die Höhe. Der Unternehmer wird daher bei hohem Zinsniveau allfällige Investitionen unterlassen. Die Anzeichen sprechen dafür, daß die wirtschaftliche Effizienz und die Investitionsentscheidungen der Unternehmer durch die Inflation, die die Industrieländer in den letzten Jahrzehnten erfahren haben, in Mitleidenschaft gezogen wurden. Investitionen und Wachstum verlangsamten sich, und eine noch so gut gemeinte Vollbeschäftigungspolitik erweist sich zunehmend als Bumerang. Die Krise geht auf die Beschäftigungslage über.

Es ist also ein elementarer Irrtum, die Inflation als „läßliche Sünde“, als ein kleines Ärgernis, zu bezeichnen. Nicht nur, daß das Gros der Bevölkerung darunter zu leiden hat. Ganz allgemein schwindet das Vertrauen in den Staat und seine Institutionen.

Es ist sicher der leichteste Weg, einzelne Bevölkerungsteile für die Geldentwertung verantwortlich zu machen, während die tatsächliche Schuld oft bei einer fehlgeleiteten Wirtschafts-, Finanz- und Währungspolitik liegt. Erster Buhmann in der Fahndung nach dem Schuldigen ist unberechtigter Weise der Unternehmer; denn nahezu unlösbar ist das Verlangen, einerseits die Preise zu halten und andererseits Lohnsteigerungen wegzustecken. Die Zangenbewegung von anwachsendem Steuerdruck und Kostensteigerungen begünstigen zudem einen Unternehmertyp, der weniger mit seriöser Geschäftsgebarung als mit Maßlosigkeit und Unvernunft seinen Mitbewerbern den Rang ablaufen will. Fehlinvestitionen häufen sich nach dem Schlagwort „Schnell gewonnen, schnell zerronnen“ an. Wenn niemand mehr sinkende Preise erwartet, werden in Ermangelung dieses Regulativs die Voraussetzungen für unternehmerisches Handeln verändert. Inflation fördert den leichtfertigen Optimisten vor dem soliden Unternehmer. Unternehmerisches Fehlverhalten wird unter diesen Bedingungen fortgeschrieben und verfestigt. Viele schlecht geleitete Betriebe kommen so über die Runden, während sie unter normalen Verhältnissen schon längst von Grund auf saniert hätten werden müssen, um zu überleben. - Die Leistungsbereitschaft aller Beteiligten - die der Arbeitgeber und der Arbeitnehmer - läßt nach.

Wir sehen also, daß Inflation, auch wenn sie noch so klein ist, der Volkswirtschaft und somit den sozialpolitischen Zielsetzungen schadet. Sie ist Ausdruck eines handfesten Anachronismus, der in unserer gerühmten rationalen Welt nicht wenig paradox anmutet. Die Illusionen über das Machbare finden damit in der täglichen Realität ihren Herrn; Inflation wird es immer dann geben, wenn die Wünsche der Menschen der Wirklichkeit davonlaufen.

*Wolfgang Schmitz*

**Verfassungsschutz für die Währung:  
Keine Staatsfinanzierung durch die Notenbank!**

***Geldschöpfungsinflation in Monarchie und Republik***

Man muß kein extremer Monetarist im heutigen Wortsinn sein, um die Meinung zu vertreten, daß Inflationen großen Stils ohne Mitwirken der Zentralbank nicht denkbar sind. Ein Blick hinter den An- und Ablauf inflationärer Prozesse läßt erkennen, daß es sich bei den historisch bekannten Inflationen fast immer um solche handelte, die durch Defizite der Staatsfinanzen hervorgerufen wurden (1). Die willkürliche Inanspruchnahme der Geldschöpfung durch den Staat ist die gefährlichste Sphäre der Abhängigkeit, in die eine Notenbank geraten kann. Zum Beleg dafür gibt es reichliche Literatur (2).

Erst kürzlich hat Eduard März überzeugend dargelegt, wie katastrophal die Folgen der Finanzierung des Staatshaushaltes vor, während und nach dem Krieg durch „die - man ist versucht, zu sagen: hemmungslose - Inanspruchnahme der Nationalbank“ gewesen ist, „womit ein Mechanismus der Zerstörung des Geldwertes in Gang gesetzt wurde“ (3), und zwar sowohl durch die Kabinette der österreichisch-ungarischen Monarchie wie auch durch die ersten Regierungen der jungen Republik. Die inflationäre Entwicklung war in der Monarchie schon vor dem Ersten Weltkrieg angelaufen. Ihre Ursache war nicht nur die Überforderung der Leistungsfähigkeit des österreichischen Geld- und Kapitalmarktes durch den Militär- und Rüstungsaufwand seit der Annexion des Jahres 1908 und der Mobilisierung der Armee 1912, sondern vor allem der Umstand, daß diese Lücke in beiden Reichshälften durch die Notenpresse überbrückt wurde.

Am 4. August 1914 erfolgte im Zuge der allgemeinen Mobilmachung durch eine kaiserliche Anordnung sogar eine förmliche Suspendierung der Bankakte. Das betraf u.a. die Aufhebung der Bestimmung, wonach der Banknotenumlauf zu 40 Prozent metallisch gedeckt sein mußte; weiters wurde die Bank von der Verpflichtung entbunden, hinsichtlich ihrer Devisen- und Valutenpolitik für die Vollwertigkeit der Währung in den Wechselkursen zu sorgen. Mit dieser Durchlöcherung der bestehenden Geldverfassung durch die staatliche Gesetzgebung war der ungehinderte Zugang zur Notenpresse gewährleistet. In der

Folge hinterlegte die Finanzverwaltung bei der Notenbank Staatswechsel und Schuldscheine und erhielt dafür die gewünschten Milliarden als „Vorschüsse“. Durch die Ausgaben von Kriegsanleihen hätte an sich die Möglichkeit bestanden, den aufgeblähten Notenumlauf erheblich zu reduzieren. Da aber die Oesterreichisch-ungarische Bank – um eines größeren Erfolges willen – den Zeichnern die Begünstigung einräumte, über den Weg des Lombards jederzeit wieder zu Bargeld zu kommen, blieb der Abschöpfungseffekt recht gering. Die Folge der Kriegsfinanzierung war eine drastische Erhöhung des Banknotenumlaufes. Er stieg von 3,4 Milliarden Kronen (31. Juli 1914) auf 42,6 Milliarden Kronen (Ende 1918). Die Golddeckung der Krone war im selben Zeitraum von 74,6 auf 0,9 Prozent gefallen. Die Konsequenz des gravierenden Mißverhältnisses zwischen der wachsenden Papiergeldflut und dem fortschreitenden Gütermangel hieß Inflation (4).

Der Zusammenhang zwischen der Überforderung des Staates und der Finanzierung der Staatsausgaben durch die Inanspruchnahme der Banknotenpresse auf der einen und dem zunehmenden Geldwertschwund auf der anderen Seite wurde früh und wird heute von sehr unterschiedlichen Beobachtern des finanz- und währungspolitischen Szenariums erkannt. Was die Überforderung anlangt, so war der bekannte Nationalökonom und mehrmalige k. k. Finanzminister Eugen von Böhm-Bawerk der erste, der auf die Zusammenhänge zwischen hartnäckigen Budgetdefiziten und chronischen Defiziten in der Leistungsbilanz hingewiesen hat. Ein beharrlicher Mahner war auch Gustav Stolper, der Herausgeber der Wochenschrift „Der Österreichische Volkswirt“.

Den Ausweg aus der Überflutung mit ungedecktem Notenbankgeld sahen Joseph Schumpeter, Ludwig von Mises, der letzte Präsident der Oesterreichisch-ungarischen Bank, Alexander Spitzmüller, Bundeskanzler Seipel sowie die Experten des Völkerbundes und die Autoren der meisten Sanierungspläne in der Einstellung der Finanzierung des Staatsbudgets durch die Notenbank. E. März bezeichnet die Politik des Treibenlassens in der Dauerbeanspruchung der Notenbank als „eine merkwürdige Geisteshaltung“ (5), die offenbar vom bloßen Schlendrian und währungspolitischen Dilettantismus bis zur bewußten Inflationspolitik reichte.

Schon in dem sehr ausgewogenen und konzeptiven Sanierungsplan Schumpeters aus dem Jahre 1919 stand die Einstellung der Finanzierung des Staatsbudgets durch die Notenbank an erster Stelle: „Oberster Grundsatz der Finanzpolitik muß sein, daß *keine Banknote oder Staatsnote weiterhin ausgegeben werden darf, die direkt oder indirekt zur Deckung von Staatsbedürfnissen dient*.“

Deutschösterreich ist zweifellos an jener Grenze angelangt, wo die weitere Ausgabe ungedeckten Papiergeldes zur völligen Anarchie des Wirtschaftslebens führt. Die produktive Tätigkeit der Volkswirtschaft kann nur wieder einsetzen, wenn der Entwertung des Geldes und der durch sie hervorgerufenen wirtschaftlichen Demoralisation Halt geboten wird. *Erster Prüfstein jeder Finanzpolitik ist heute in Österreich, ob sie in der Lage ist, die Staatsbedürfnisse ohne Ausgabe von Papiergeld zu decken. Kann sie dies, ist sie richtig. Kann sie dies nicht, ist sie ein Schritt weiter auf dem Weg zum Verfall der Produktivkraft und der gesellschaftlichen Ordnung. Erste und unmittelbare Sorge der Finanzpolitik muß daher sein, die Staatsausgaben der nächsten Jahre ohne Ausgabe von Papiergeld zu decken*“ (6).

Während also Schumpeter die Reform der Währungspolitik an die Spitze stellte, war er sich im klaren, daß die endgültige Sanierung des Staatshaushaltes, wenn die Volkswirtschaft nicht erdrückt werden soll, eine Aufgabe mehrerer Jahre ist (7). Zur Schließung der Finanzierungslücke müssen seiner Meinung nach Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen bzw. neue Steuern, nicht aber die Banknotenpresse herangezogen werden. Die Gründung einer deutsch-österreichischen Notenbank gehört seinem Sanierungskonzept entsprechend zu den „nächsten und dringendsten Aufgaben der Finanzpolitik“. . . Der erste Grundsatz bei Gründung dieser Notenbank müsse sein, daß sie *außerhalb jedes Zusammenhanges mit den Staatsfinanzen* gestellt wird. Es muß dieser Notenbank - womöglich unter besonderer Kontrolle der Länder - gänzlich verboten werden, daß sie dem Staate in irgendwelcher Form Vorschüsse gewährt, oder auch nur Staatspapiere lombardiert“ (8).

Auch im alarmierenden Memorandum der Regierung Seipel zur Finanzsituation Österreichs vom August 1922 stand die daniederliegende Währungspolitik an erster Stelle. „Die österreichische Staatswirtschaft steht vor der Gefahr des unmittelbaren Zusammenbruchs, wenn äußere Hilfe nicht in der allernächsten Zeit kommt. Die Ursache des Zusammenbruchs ist in dem gewaltigen Defizit des Staatshaushaltes zu suchen, welches zu immer neuem Notendruck zwingt, so daß die Währung des Landes eine unaufhaltsame Verschlechterung erfährt. Infolge dieser immer fortgreifenden Verschlechterung der Währung kann die Entwicklung der Einnahmen der Ausgaben nicht folgen, das Defizit wird immer größer, der Notendruck muß immer größere Dimensionen annehmen, wodurch die Währung immer von neuem verschlechtert wird. . . . Durch das Zusammenwirken der drei Faktoren, Sparsamkeit im Staatshaushalte, höhere Steuern und Kredite, muß das Defizit gedeckt und die Valuta stabilisiert werden“ (9). Einerseits wollte man durch Gründung

einer neuen Notenbank, der jede Kreditierung des Staates untersagt sein sollte, das Vertrauen in die heimische Währung heben, andererseits die Staatseinnahmen vermehren. Als Gründungsdatum der Notenbank wurde Mitte September in Aussicht genommen (10).

### *Die Rolle der Notenbank für Budgetsanierung und Währung*

Die Unterschiede zwischen der Auffassung der sozialdemokratischen Opposition und der Regierung bezüglich der Rolle der Notenbankreform im gesamten Sanierungsvorhaben beschränkten sich scheinbar auf die Reihenfolge der zu ergreifenden Maßnahmen. Die Sozialdemokraten warnten eindringlich vor der Koppelung von Notenbankreform und Budgetsanierung. Nach Meinung von Karl Aussch bewiesen sie, „daß die Steuer- und Zwangsanleihegesetze unverzüglich durchgeführt werden müßten, weil sie die Voraussetzung für die Stilllegung der Banknotenpresse wären, erst dann, gewissermaßen als Schlußstein des ganzen Sanierungswesens, sei die Gründung der Notenbank aktuell“ (11).

Obwohl Otto Bauer in seiner Parlamentsrede am 14. September 1922 versicherte, daß die Wurzel aller Verelendungserscheinungen die „wahnsinnige“ Geldentwertung sei, die ihren Grund habe in der „rasenden Arbeit der Notenpresse, dieser furchtbaren Maschine, die ... für ein Volk gefährlicher werden kann als Maschinengewehre oder schwere Haubitzen“, erklärte er, daß die kategorisch bedingungslos ausgesprochene Verpflichtung, die Banknotenpresse für staatliche Bedürfnisse nicht mehr zu beanspruchen, nur dann übernommen werden könne und dürfe, wenn zugleich dem Staate auf andere Weise Einnahmen erschlossen würden, so daß er die Banknotenpresse nicht mehr brauche. Sein Fraktionskollege, der Abgeordnete Allina, befürchtete in der „Versperrung des Zugangs zur Notenpresse“ ein gefährliches Experiment, das letzten Endes mit dem völligen Zusammenbruch der Staats- und Volkswirtschaft enden könnte (12). Die Sozialdemokraten stimmten auch tatsächlich gegen diesen Entwurf. Die Gegensätze in der Währungspolitik zwischen Regierung und Opposition dürften also doch tiefer gewesen sein als eine bloße Frage der zeitlichen Reihenfolge der notwendigen Maßnahmen wie Eduard März meint.

Zweifelloso: Der unmittelbare Anlaß zur Vorlage des neuen Notenbankstatutes waren die Bedingungen, mit denen der Völkerbund die Gewährung einer internationalen Devisenanleihe verbunden hatte. Die Genfer Protokolle vom 4. Oktober 1922, welche die Verpflichtung der Entente-Mächte enthielten,

die politische Unabhängigkeit, die territoriale Integrität und die Souveränität Österreichs zu achten und mit einer Anleihe in der Höhe von 650 Millionen Goldkronen die Sanierung der österreichischen Währung in die Wege zu leiten, enthielten im Protokoll III neben anderen Bestimmungen die Verpflichtung der Regierung, vom Parlament die nach den Empfehlungen des Finanzkomitees des Völkerbundes notwendig erscheinenden Abänderungen an dem Notenbankgesetz, insbesondere die Sicherung der vollen Autonomie der Notenbank gegenüber der Regierung zu verlangen. Die Notenbank sollte nicht weiter in der Lage sein, dem Staate unbeschränkte Kredite zu gewähren und damit die Inflation zu finanzieren.

Es steht zwar außer Frage, daß es sich dabei wohl um ein wenn auch sehr zweckmäßiges „Diktat des Völkerbundes“ handelte, ähnlich den heutigen Empfehlungen des Internationalen Währungsfonds im Zusammenhang mit der Gewährung konditioneller Devisenkredite an Länder mit hartnäckigen Zahlungsbilanzdefiziten. Es besteht aber ebensowenig Zweifel, daß diese Vorschläge auch von österreichischen Fachleuten vertreten wurden, wie z.B. von Minister Schumpeter und anderen. Friedrich von Hayek vertritt die Meinung, daß es Ludwig von Mises war, der infolge „Zugehörigkeit zur falschen Partei“ nicht - wie beabsichtigt - Finanzminister in der Koalitionsregierung unter Seipel werden konnte und daher seine Forderung nach einer unabhängigen Notenbank, der die Finanzierung des Staatshaushaltes zu untersagen ist, über die Experten des Völkerbundes lancieren mußte (13).

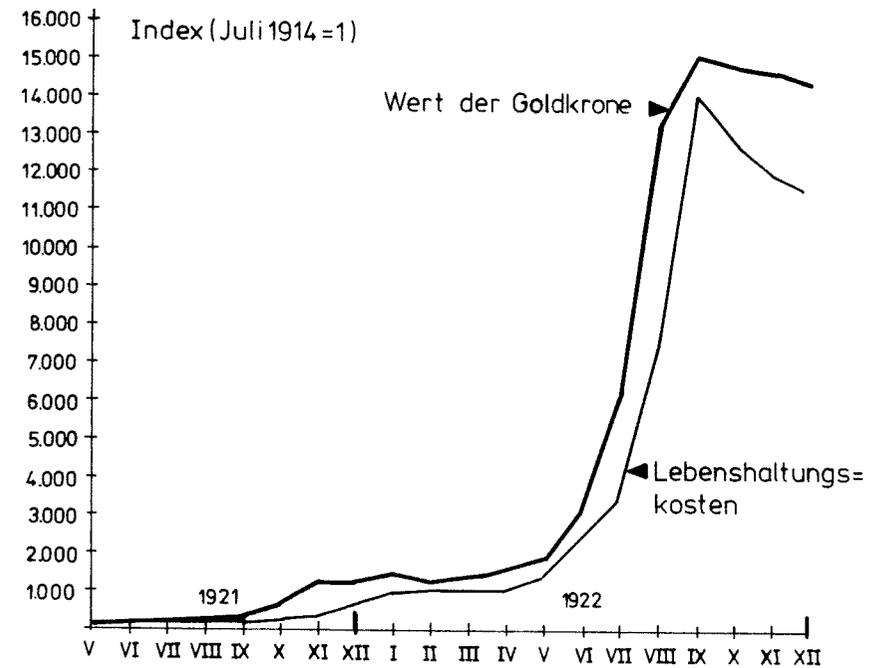
Die Völkerbundempfehlung wurde dann auch in der kürzestmöglichen Zeit verwirklicht: Bereits am 14. November beschloß das österreichische Parlament das Nationalbankgesetz mit den neuen Statuten. Gleichzeitig wurde der alte Name, den das erste österreichische Noteninstitut bereits vom Jahre 1816 bis 1878 getragen hatte, wieder angenommen. Man nahm dazu am Nationalbankgesetz vom 24. Juli 1922, das schon im Rahmen des gescheiterten Seipel-Ségur-Planes verabschiedet worden war, eine Reihe von Abänderungen vor, welche der Sicherung der Unabhängigkeit vom Staate dienen sollten. Das Ernennungsrecht des Staates wurde auf die Ernennung des Notenbankpräsidenten beschränkt. Das ursprünglich vorgesehene Einspruchsrecht des Staatskommissärs aus öffentlichen Interessen wurde beseitigt. Das Verbot der Inanspruchnahme der Bank durch den Staat wurde auf Länder und Gemeinden ausgeweitet. Sowohl die Bank als auch jeder einzelne Generalrat derselben konnte wegen Verletzung der Bestimmungen über die Unabhängigkeit der Bank die Beschwerde an den Verfassungsgerichtshof ergreifen.

Da die Inflation im wesentlichen in der Weise vor sich gegangen war, daß für Darlehen der Bank an den Bund immer neue Staatsschatzscheine bei jener deponiert worden waren, die zum Schluß mehr als zweieinhalb Milliarden Schilling, das sind rund 58 Prozent des damaligen Notenumlaufes, ausgemacht hatten, wurden auf Grund einer Vereinbarung zwischen dem Bundesministerium für Finanzen und der Oesterreichischen Nationalbank mit Bundesgesetz vom 19. Juli 1923 betreffend Verzinsung und Tilgung der Darlehensschuld bei der Oesterreichischen Nationalbank geeignete Maßnahmen zur Verminderung und schließlich Tilgung dieser Schuld getroffen, die rasch Erfolge zeitigten (14).

Am Tag der Verabschiedung des neuen Nationalbankgesetzes wurde Viktor Kienböck als Finanzminister berufen. Ab dem 18. November 1922 verzichtete die Finanzverwaltung darauf, weiterhin bei der Notenpresse Zuflucht zu suchen, die bisher die Haupteinnahmequelle des Staatshaushaltes gewesen war. Schon unter dem Eindruck der Sanierungspolitik Seipel und noch vor Unterzeichnung der Genfer Vereinbarungen am 4. Oktober hatte die Spekulation gegen die Krone kapituliert. Der galoppierende Währungsverfall kam zum Stillstand, der Außenwert blieb in der Folge auf der Basis von 14.400 Papierkronen zu einer Goldkrone stabil (15). Eine bereits stabilisierte Krone wurde zwei Jahre darauf mit 10.000 : 1 in die neue Schillingwährung umgewechselt. Damit wurde die österreichische Währung auf einer viel niedrigeren Inflationsstufe stabilisiert als in anderen vergleichbaren Ländern. Mit der Kursfestsetzung von 1 Dollar = 71.060 Papierkronen war Österreich das erste Land in Europa, das nach dem Ersten Weltkrieg das Verhältnis seiner Währung zum Dollar stabilisierte. Die Einstellung der Staatsfinanzierung durch die Notenbank wurde mit Recht als eine „tiefgreifende Zäsur in der Finanzgeschichte nach dem Ersten Weltkrieg“ (16) bezeichnet. Die folgende Graphik zeigt eindrucksvoll, wie die Stabilisierung der Lebenshaltungskosten zeitlich mit den Erwartungen der neuen Notenbankpolitik zusammenfiel (siehe Seite 15).

Was damals entscheidend war und als Erfahrung für heute noch ungeschmälert von Bedeutung ist, ist die unverzügliche Wirkung der Einstellung der Staatsfinanzierung durch die Notenbank auf die Geldentwicklung. Eduard März und der Chronist des österreichischen Notenbankinstituts Siegfried Pressburger sind sich darüber einig, daß der Inflationsprozeß mit der Genfer Sanierung des Jahres 1922 und dem neuen Notenbankstatut unverzüglich zum Stillstand kam (17).

Die Fieberkurve der „galoppierenden“ Inflation



Quelle: K. Bachinger, H. Matis, Der österreichische Schilling. Geschichte einer Währung, Graz, Wien, Köln 1974, S. 46.

Angesichts der damals ablehnenden Haltung der sozialdemokratischen Parteifraktion ist es zumindest sehr fraglich, ob Österreich heute ohne die damalige Intervention des Völkerbundes ein in dieser Hinsicht so vorbildliches Notenbankgesetz hätte!

### *Die Inflation nach dem Zweiten Weltkrieg*

Die Inflation nach dem Ende des Zweiten Weltkrieges hatte in Österreich wie auch in anderen Staaten infolge der Erfahrungen, die nach dem Ersten Weltkrieg gemacht wurden, nicht solche Dimensionen angenommen, zumindest wenn man sie nicht anhand der Schwarzmarktpreise mißt und auch nicht die teilweise Ersetzung des Geldes durch Waren (Zigarettenwährung!) in Betracht zieht.

Immerhin aber sind die offiziellen Lebenshaltungskosten in den Jahren 1948 bis 1952 um jeweils 52.4, 21.8, 13.1, 27.8 und 17.0 Prozent jährlich gestiegen. Nach einer Reihe vergeblicher Lohn- und Preisabkommen brachte dann die Stabilisierungsaktion des damaligen Finanzministers der Regierung Julius Raab, Reinhard Kamitz, im Jahre 1953 zunächst einen Rückgang des Verbraucherpreisniveaus um 5.4 Prozent und in der Folge jährliche Steigerungsraten, die bis zum Jahre 1972 zwischen 0.8 und 5.3 Prozent schwankten, im Durchschnitt jedoch nicht viel mehr als 3 Prozent betragen. Auch in der folgenden Periode weltweiter inflationärer Entwicklungen befindet sich Österreich neben der Schweiz, der BRD und gelegentlich einiger weniger anderer Länder bisher im Spitzenfeld jener Länder, die in ihrer Inflationsbekämpfung relativ noch am erfolgreichsten sind.

Auch bei der Beendigung der zweiten Nachkriegsinflation hat die Wiedererrichtung der (seit 1938 immer noch in Liquidation befindlichen!) Nationalbank abermals eine sehr wichtige Rolle gespielt. Die Budgetsanierung ging allerdings ihrer Reaktivierung voraus, wurde aber dadurch erzwungen, daß für Budgetzwecke keine Freigabe aus Erlöskonten (Gelder aus der Europäischen Wiederaufbauhilfe) mehr bewilligt wurde, und daher der Ausgleich des Haushaltes 1952 nur durch Mehreinnahmen und Ausgabenkürzungen zu erreichen war. Der Bundesrechnungsabschluß 1953 brachte dann erstmals seit Kriegsende einen Überschuß (18).

Mit dem Nationalbankgesetz 1955 wurden die bewährten Statuten der Notenbank der Zwischenkriegszeit im wesentlichen übernommen. Den Gekörperschaften bleibt es untersagt, die Mittel der Bank für ihre Zwecke in Anspruch zu nehmen, ohne daß sie den Gegenwert in Gold oder Devisen

leisten. Nach dem Wortlaut des Gesetzes dürfen sie das „in keiner Weise, also weder mittelbar noch unmittelbar“ (19). Lediglich zum Zwecke der Kassenführung des Bundes, d.h. zur Behebung einer während des Finanzjahres vorübergehend bestehenden Illiquidität hat die Notenbank auf Verlangen des Finanzministeriums kurzfristig Bundesschatzscheine bis zu einem Betrag zu eskomptieren, der 5 Prozent der letzten Bruttojahreseinnahmen nicht überschreiten darf. Solche „Kassenstärker“, die bis zum Jahresende rückgelöst werden müssen, erleichtern die Finanzierung des Bundesbudgets, dessen Einnahmen und Ausgaben im Jahresverlauf einem unterschiedlichen Rhythmus unterliegen.

Diesmal wurde das Gesetz im Parlament einstimmig beschlossen. Mit Persönlichkeiten wie Andreas Korp als langjähriger Generalrat und schließlich Vizepräsident, Karl Aussch als Wirtschaftsjournalist und langjähriger Vorsitzender des Währungspolitischen Ausschusses des Generalrates der Oesterreichischen Nationalbank und anderen hat dann auch der sozialistische Koalitionspartner vorbildliche Verfechter des Notenbankauftrages gestellt.

### *Die Banknotenpresse – eine permanente Versuchung*

Die Banknotenpresse ist indessen nach wie vor eine permanente Versuchung. Die Zentralbanken, die ein ähnlich vorbildliches Statut wie die österreichische haben, sind die Ausnahmen (die günstigen Folgen für die Geldwerterhaltung dafür umso auffallender!).

Mit der Forderung, die Geldschöpfung der Notenbank zur Lösung der staatlichen Finanzprobleme heranzuziehen, hat sich bisher der SPÖ-Abgeordnete zum Nationalrat Ewald Nowotny, Finanzwissenschaftler an der Wirtschaftsuniversität Wien und Mitglied aller einschlägigen parlamentarischen Ausschüsse am weitesten vorgewagt. Er setzt sich offen sogar für eine Dauerverschuldung des Bundes bei der Oesterreichischen Nationalbank ein. Er wird darin von Ökonomen aus der Wiener Arbeiterkammer unterstützt.

Die Expansionspolitik des Bundes, von der sich auch Nowotny die Überwindung einer möglicherweise längerfristigen, massiven Unterauslastung der Kapazität verspricht, soll direkt von der Nationalbank finanziert werden (20). Aus dieser Konsequenz gibt es seiner Meinung nach kein Entkommen. Er sieht hier sogar eine Fragestellung, die „ein Deklarieren der tatsächlich verfolgten Zielsetzungen der wirtschaftspolitischen Akteure erzwingt“, womit wohl behauptet werden soll, daß jeder, der diesen Weg ablehnt, nicht wirklich für Vollbeschäftigung eintritt! Daraus, daß sich Nowotny an der „rasch wach-

senden fiskalischen Belastung durch den Schuldendienst“ stößt und dieser sowohl Verzinsung wie auch Tilgung umfaßt, ist zu schließen, daß diese Kredite weder verzinst noch jemals zwingend zurückgezahlt werden sollen!

Nowotny, der schon einer Generation angehört, die selbst keine Erfahrungen mit einer Hyperinflation hat, sieht im Verbot der Nationalbank, die öffentliche Hand zu finanzieren, eine langfristig „eingebaute Fehlkonstruktion“ und „institutionelle Grenze“, die erst jetzt sichtbar werde, da das wirtschaftliche System erstmals entsprechend höheren Belastungen ausgesetzt sei. Dieser „Konstruktionsfehler“ bewirke, daß „die notwendige massive Kreditfinanzierung eines expansiven Budgets zu einer rasanten Ausweitung des Schuldendienstes“ führt, die sich niederschlägt in einer - von Nowotny unter Anführungszeichen gesetzten - Finanzkrise, aus der dann die Undurchführbarkeit eines weiteren konjunkturpolitischen Einsatzes und auch die notwendige Vernachlässigung anderer Staatsfunktionen abgeleitet werde. Er sieht darin weder eine „zwangsläufige“ Entwicklung noch irgendwelche ökonomische „Notwendigkeiten“, sondern „institutionelle Barrieren, die den stillen Sieg der konservativen Finanzpolitik, der 'sound finance', über Keynes signalisieren“. Ist schon die Vorstellung eine Illusion, Beschäftigungs- und Wachstumsprobleme durch Staatsdefizite lösen zu können, ist es die Hoffnung noch viel mehr, diese einfach durch kostenfreie Geldschöpfung zu finanzieren, ohne daß der „Preis“ dafür irgendwo zutage käme.

Generell sei - so Nowotny - das Konzept der „Unabhängigkeit der Notenbank“ ja ein eigenartiger Fremdkörper im Rahmen eines demokratischen Staatswesens, bedeute es doch eine Selbstausschaltung des parlamentarischen Systems in einem zentralen Entscheidungsbereich.

Freilich werden die Gefahren, die mit dem Einsatz der Notenbank als Geldmaschine für den Staat verbunden sind, vom Autor nicht einfach ignoriert, aber die Wege, mit denen er einem Mißbrauch dieses Systems und den Gefahren einer inflationären Entwicklung zu begegnen trachtet, sind völlig unzulänglich, wenn nicht gar konterproduktiv. Wenn auf die direkte Einwirkungsmöglichkeit der Notenbank auf die Kreditgewährung durch die auch in Österreich gehandhabte Kreditwachsbegrenzung („Limes“) verwiesen wird, dann heißt das, daß die Bekämpfung des daraus resultierenden Inflationauftriebs durch einseitige Begrenzung der Kredite an den nichtstaatlichen Sektor mit einer entsprechenden Ausweitung des Staatsanteils am Sozialprodukt erfolgen soll (21). Geldmengentechnisch macht es sicherlich keinen Unterschied, ob der inländische Geldumlauf aufgrund einer Kreditaufnahme des Bundes im Ausland oder einer originären Geldschöpfung der Notenbank erhöht wird.

Die Erfahrung zeigt aber, daß der Geldimport (unter Berücksichtigung der Publizität, der Kreditfähigkeit im Ausland, der Notwendigkeit der Tilgung und Verzinsung in Devisen) doch eine wirksamere Hürde gegen eine Staatsverschuldung ist als eine Notenbankfinanzierung, die geräusch- und risikolos vor sich gehen könnte. Das gilt auch für die Beanspruchung der heimischen Geld- und Kapitalmärkte, in welchen überdies noch auf die Bedürfnisse des nichtstaatlichen Sektors irgendwie Bedacht genommen werden muß. Angesichts der heutigen Neigung, die Budgets der öffentlichen Hand zu überfordern, würde die Möglichkeit einer Finanzierung der Budgetdeckung durch Schuldenaufnahme bei der Nationalbank es dem Finanzminister zu leicht machen, seinen eigenen Ambitionen und noch viel mehr seinen Kollegen im Kabinett keinen Widerstand gegen eine Überforderung von Budget und Volkswirtschaft entgegenzusetzen zu müssen.

Die Beschränkung dieser Finanzierung auf eine Situation, in welcher es an der Nachfrage aus konjunkturellen Gründen fehlt, würde die Inflationsgefahr nicht verringern, da seit Jahren in Österreich auch alle strukturellen Budgetdefizite als konjunkturell bedingt dargestellt und als für die Vollbeschäftigung notwendig begründet werden. Eine Diskussion darüber zwischen Finanzministerium und Notenbank würde nicht nur im Hinblick auf die Organe der Notenbank keinen Erfolg versprechen, eindeutige statistische Daten über das Vorliegen einer solchen Situation sind kaum jemals verfügbar.

### *Erste Signale: Verletzungen des Nationalbankgesetzes*

Es fehlt nicht an Symptomen, die erkennen lassen, daß das Bekenntnis zur Unabhängigkeit der Nationalbank doch immer wieder großen Versuchungen ausgesetzt ist. Dazu zählen neben diesen Artikeln von Nowotny auch die wiederholten Versuche, die Nationalbank zur Überschreitung der ihr gesetzten Grenzen zu veranlassen. Ein solcher Fall, den dann der Rechnungshof aufdeckte, ereignete sich 1974, als sich Finanzminister Hannes Androsch über das Verbot hinwegsetzte, die Mittel der Notenbank zu beanspruchen. Im Dezember d.J. wurden Rechnungen von Auftragnehmern des Bundes in der Höhe von rund zwei Milliarden Schillingen fällig, für deren Finanzierung weder der damals noch offene parlamentarisch genehmigte Kreditrahmen von nur noch 47 Millionen Schillingen ausreichte, noch die nötigen Kassenmittel zur Verfügung standen. Die Begleichung erfolgte mit Hilfe der Österreichischen Postsparkasse und der Österreichischen Kontrollbank. Nach einer zu Recht erfolgten Beanstandung durch den Rechnungshof (22) und einer ein-

gehenden Diskussion dieses Mißgriffs in Generalrat (die der ÖVP nahestehende Fraktion hatte gegen die Vorgangsweise Protest eingelegt) und Parlament hat sich die Regierungsmehrheit dann dadurch schützend vor ihren Minister gestellt, daß sie diese Zession der gegen den Bund gerichteten Forderungen an die Postsparkasse durch eine Entschließung einfach als Verwaltungsschuld deklarierte. Damit erschien das Problem mangels einer ausreichenden gesetzlichen Regelung dieser Art der Staatsverschuldung zunächst rechtlich saniert.

Der zweite Fall bestand in einer auf Verlangen des Finanzministers gegebenen Zusage der Oesterreichischen Nationalbank, auf zehn Jahre laufende Schuldentitel des ERP-Fonds und der Investkredit AG mit einem Gesamtvolumen von ebenfalls rund zwei Milliarden Schilling zu erwerben, sobald die Banken sie ihr zur Refinanzierung präsentieren, d.h. ohne Rücksicht auf die Währungslage, obwohl solche Offenmarktoperationen nur aus währungspolitischen Gründen durchgeführt werden dürfen. Gemäß § 54 des Nationalbankgesetzes hat die Nationalbank nur dann das Recht, Wertpapiere anzukaufen, wenn sie es für notwendig hält, zusätzlich Geld in die Wirtschaft zu pumpen, bzw. Wertpapiere abzugeben, wenn es gilt, inflationistische Gelder abzuschöpfen und vorübergehend stillzulegen. Mit dem auf den ERP-Fonds entfallenden Teil erfolgte überdies eine dem Nationalbankgesetz zuwiderlaufende unmittelbare Finanzierung des Bundes.

### *Schutz durch einfaches Gesetz . . .*

Alle Staaten, die ihren Notenbanken untersagen, die Budgets der öffentlichen Hand zu finanzieren, sind damit gut gefahren. Dieser Grundsatz ist jedoch überall nur durch ein einfaches Gesetz verankert. Es könnte mit einfacher parlamentarischer Mehrheit abgeändert werden. Ja, selbst die unveränderte Weitergeltung dieser Bestimmung wäre kein Schutz, wenn ein Sondergesetz (etwa als „Budgetsanierungsgesetz“) eine zumindest teilweise Übernahme der Staatsschuld durch die Notenbank verfügen würde: Sowohl als späteres Gesetz wie auch als Spezialgesetz würde es für die Dauer seiner Geltung das vorausgegangene, allgemeine außer Kraft setzen. In Österreich bedarf ein Gesetz, das eine Verfassungsbestimmung abändert, einer Zweidrittelmehrheit. Zu seiner Beschlußfassung braucht es unter den heutigen Umständen einer Zustimmung von Abgeordneten zumindest zweier parlamentarischer Fraktionen. Die Diskussion darüber würde die Öffentlichkeit beschäftigen. Falls es Sondersituationen geben sollte, mit deren Möglichkeit

die Ablehnung solcher Verfassungsbestimmungen u.a. auch begründet wird, dann müßte sich in einem solchen Fall auch eine qualifizierte Mehrheit der Volksvertreter finden lassen.

Das Anliegen einer verfassungsmäßigen Verankerung der für die Währungspolitik der Oesterreichischen Nationalbank maßgeblichsten Grundsätze ist nicht bloß ein theoretisches. Es wird mit fortschreitender Finanzmalaise in Österreich immer dringlicher. „Die Finanzierung der Budgetdefizite wird zunehmend schwieriger“, heißt es im Entwurf für das SPÖ-Programm vom März 1981: Die Aufbringung der notwendigen Mittel über Steuern stoße an psychologische Grenzen, der Spielraum für neue Kreditausweitung wird zwar als gegeben angenommen, sollte aber vorsichtig genutzt werden. Die Korrektur des Budgetabganges durch Ausgabenkürzungen sei ein politisch sehr schwieriges Unternehmen. Aus struktur-, aber auch konjunktur- und beschäftigungspolitischen Gründen werde in den achtziger Jahren ein hohes Investitionsniveau des öffentlichen Sektors für erforderlich gehalten. Aus dem Haftungsvolumen des Bundes für Sonderfinanzierungen seien beachtliche Zahlungsverpflichtungen zu erwarten. Die Sozialversicherung werde schon in naher Zukunft eine klaffende Finanzierungslücke aufweisen. Muß angesichts dieser Entwicklung die derzeitige Blockierung der Staatsfinanzierung durch die Notenbank durch ein einfaches Bundesgesetz nicht zur steigenden Versuchung werden, sich zur Finanzierung der Staatsverschuldung doch einmal des scheinbar so einfachen Instruments der Notenbank zu bedienen?

Die derzeit gesetzwidrige Inanspruchnahme der Mittel der Notenbank war in diesem Programm auch schon vorgesehen: Der ERP-Fonds sei unter Mithilfe der Oesterreichischen Nationalbank auszubauen und der ebenfalls vorgeplante Einsatz öffentlicher Mittel für Strukturverbesserungen im Wege einer Stärkung der Oesterreichischen Investitionskredit AG hat inzwischen durch gesetzwidrige Finanzierungen der Notenbank tatsächlich stattgefunden. Das wird im Programm „gezielte Offenmarktoperationen im beschränkten Ausmaß“ genannt.

Nach der letzten Budgetvorschau des Beirats für Wirtschafts- und Sozialfragen für die Jahre 1980 - 1984 ist zu erwarten, daß die Staatsschuld vom Ende des Jahres 1980 bis Jahresende 1984 von 261,7 auf 407 Milliarden Schilling, das ist von 26,4 auf 30,3 Prozent des Bruttonationalproduktes, steigen wird. Der Anteil des Schuldendienstes am Nettosteueraufkommen des Bundes wird diesen Erwartungen zufolge von 26 auf 32,6 Prozent anwachsen, der Anteil des Zinsendienstes von 12,3 auf 14 Prozent. Die rasch gestiegene und immer noch stark steigende Staatsverschuldung ist bei dem

derzeitigen Zinsniveau mit enormen, steigenden Kosten verbunden. Während die laufende Umschuldung erst problematisch wird, wenn die öffentliche Hand ihre Kreditwürdigkeit wirklich einbüßt, ist die steigende Last der Verzinsung, deren Kosten jährlich im Budget neu aufgebracht werden müssen, ein Problem, das bei steigender Staatsverschuldung selbst wachsende Staatseinnahmen immer mehr in Anspruch nimmt. Im Falle einer Finanzierung der Staatsschuld durch die Notenbank wären laufende Umschuldungen nicht einmal technisch ein Problem, eine Verzinsung könnte nach der Meinung solcher, die diesen Weg befürworten, unterbleiben oder im Wege der Gewinnausschüttung an den Bund zurückfließen.

Das deutsche Grundgesetz hat der Notenbank mit dem Artikel 88 zwar eine verfassungsmäßige Grundlage gegeben, die vorsieht, daß der Bund eine Währungs- und Notenbank als Bundesbank errichtet, zur Sicherung ihrer Unabhängigkeit reicht dies offensichtlich jedoch nicht aus. Unter den Bonner Parlamentariern riskierte es bisher allerdings nur der SPD-Wirtschaftsexperte Herbert Ehrenberg, der inzwischen als Minister für Arbeit und soziale Ordnung Mitglied der deutschen Bundesregierung geworden ist, die Position der Deutschen Bundesbank anzutasten: Eine kleine Gruppe hoher Beamter könnte hier im Ernstfall, für den seitens des Gesetzgebers eine Lösungsmöglichkeit vorzusehen sei, die Politik einer demokratisch gewählten Regierung lahmlegen. Der deutsche Bundesminister Hans Apel, der damals Finanzminister war, bekannte sich zwar „trotz aller Unbequemlichkeiten“ in anerkennungswürdiger Weise zur Autonomie der Bundesbank, vertrat aber gleichzeitig die Meinung, daß die Bundesbank insofern „nicht unkontrolliert“ sei, „als der Gesetzgeber jederzeit, wenn er das Gefühl hätte, die Bundesbank würde die eigene politische Orientierung konterkarieren, das Bundesgesetz ändern könnte“ (23).

### *... oder Schutz durch die Verfassung*

In Österreich fehlt der Zentralbank sogar jegliche verfassungsmäßige Erwähnung. Anlässlich des 50-jährigen Jubiläums der Österreichischen Bundesverfassung ist auf einige Schwächen dieser Rechtsgrundlage unseres Staates hingewiesen worden. Dazu zählt auch das Fehlen eines entsprechenden Einbaus der Zentralbank und jener währungspolitischen Grundsätze in die österreichische Bundesverfassung, die mit anderen Grundrechten des Staatsbürgers, wie z.B. auf Gleichheit vor dem Gesetz, auf persönliche Freiheit, auf die Freizügigkeit von Person und Vermögen, auf Unverletzlichkeit des Eigentums,

auf Berufsfreiheit, aufs engste verbunden sind, so daß hier eine echte Verfassungslücke zu schließen wäre.

Dies ist umso dringlicher, als der Gesetzgeber auch eine neue verfassungsmäßige Grundlage für das Haushaltsrecht des Bundes vorbereitet. Wie immer es gelingen wird, die Regierung durch ein neues verfassungsrechtlich abgesichertes Haushaltsrecht zu einer strengeren Budgetdisziplin zu veranlassen, um dadurch ähnliche Entwicklungen wie in der jüngsten Vergangenheit zumindest zu erschweren ( wie z.B. durch Verpflichtung zur mittelfristigen Finanzplanung, Begrenzung der außerbudgetären Finanzierung, Verpflichtung zur Folgekostenberechnung und zur Einholung von Vorbelastungsgenehmigungen, Kontrolle der Verwaltungsschulden etc.), die Unantastbarkeit der Banknotenpresse und die Untersagung des Weges der Geldschöpfung zur Finanzierung der Staatsausgaben müssen mit gleichrangiger Verbindlichkeit verankert werden!

Seit sich mit der Novelle zum Nationalbankgesetz die ganz ungewöhnliche Absicht der Regierungspartei durchgesetzt hat, auch die beamtete Spitze der Notenbank nur auf beschränkte Zeit mit der Verantwortung für währungspolitische Aufgaben zu betrauen und damit ihre weitere Tätigkeit von einer neuerlichen Betrauung abhängig zu machen - was in keinem anderen vergleichbaren Institut eine Parallele findet - , hat eine verfassungsrechtliche Verankerung der Grundlagen ihrer Tätigkeit eine zusätzliche Bedeutung erhalten.

Die für eine erfolgreiche Inflationsbekämpfung wichtigsten Bestimmungen des Nationalbankgesetzes 1955, die unter den Schutz der Verfassung gestellt werden sollten, sind folgende:

- Der § 2 Abs. 1, der bestimmt, daß die Oesterreichische Nationalbank eine Aktiengesellschaft und die Notenbank der Republik Österreich ist. Entsprechend der schon seit der Gründung der Oesterreichischen Nationalbank im Jahre 1816 gegebenen Rechtslage hat sich der Gesetzgeber im Jahre 1955 aus guten Gründen entschlossen, für Österreich eine selbständige und von Weisungen der Regierung unabhängige Notenbank beizubehalten. Das ist dadurch geschehen, daß ihr - wie der Motivenbericht erläutert - die Rechtsform einer Aktiengesellschaft mit selbständigen Organen gegeben wurde.
- Gemäß § 2 Abs. 2 obliegt die Regelung des Geldumlaufes in Österreich und die Sorge für den Zahlungsausgleich mit dem Ausland der Oesterreichischen Nationalbank.

- Der § 2 Abs. 3, der die Stabilität des Geldwertes zur vorrangigen Aufgabe der Nationalbank macht: Sie habe „mit allen ihr zu Gebote stehenden Mitteln dahin zu wirken, daß der Wert des österreichischen Geldes in seiner Kaufkraft im Inland sowie in seinem Verhältnis zu den wertbeständigen Währungen des Auslandes erhalten bleibt“.
- Der § 41 mit den Absätzen 1 - 3, die die Finanzierung von Staatsausgaben durch die Notenpresse verhindern und die es dem Bund, den Ländern und den Gemeinden grundsätzlich auftragen, mit Ausnahme beschränkter Kredite zum Zwecke der Kassenführung des Bundes, „die Mittel der Bank in keiner Weise, also weder mittelbar noch unmittelbar“, zu beanspruchen, „ohne daß sie den Gegenwert in Gold oder Devisen leisten“, und dem Bund verbieten, eigenes Papiergeld auszugeben und selbst keine Maßnahmen zu treffen, die geeignet sind, die Bank an der Erfüllung der ihr obliegenden Verpflichtungen zu hindern (z.B. durch eine zu umfangreiche Emission von Münzen, deren Nominalwert mit den Banknoten als Zahlungsmittel konkurrieren).
- Aus grundsätzlichen Erwägungen könnte auch ins Auge gefaßt werden, die Verpflichtung zur Kooperation mit der Regierung nach § 4 in Verfassungsrang zu erheben, der bestimmt, daß „bei Festsetzung der allgemeinen Richtlinien der Währungs- und Kreditpolitik, welche die Oesterreichische Nationalbank zwecks Erfüllung der ihr zufallenden Aufgaben auf diesem Gebiet zu beobachten hat, auf die Wirtschaftspolitik der Bundesregierung Bedacht zu nehmen“ ist. Der Deutlichkeit halber sollte noch die Bestimmung hinzugefügt werden, daß die Oesterreichische Nationalbank bei Erfüllung der ihr obliegenden Aufgaben an keine Weisungen gebunden ist. Dafür könnte der § 12 des Gesetzes über die Deutsche Bundesbank Vorbildlich sein.

Der heute bestehende verfassungsgerichtliche Schutz beschränkt sich auf die Kontrolle von nach außen gerichteten, öffentlichen Rechtsakten (Gesetze, Verordnungen usw.). Daher wäre auch eine Reaktivierung jener Bestimmungen aus dem Nationalbankgesetz vom 4. Oktober 1922 zweckmäßig, die es sowohl der Nationalbank als auch jedem einzelnen Mitglied des Generalrates ermöglichten, wegen Verletzung der Bestimmungen über die Unabhängigkeit der Bank die Beschwerde an den Verfassungsgerichtshof zu ergreifen.

Wenn in die Bundesverfassung Bestimmungen mit diesen Inhalten eingebaut

werden, bräuchte der Wortlaut des jetzt geltenden Nationalbankgesetzes nicht geändert zu werden. Damit würde auch ein Argument wegfallen, das bisher gegen jede verfassungsmäßige Verankerung notenbankrechtlicher Bestimmungen durch deren Erhebung in den Rang von Verfassungsbestimmungen eingewendet wurde, daß nämlich ein solcher Versuch andere unerwünschte Absichten auf Novellierung des Nationalbankgesetzes auslösen würde. Heute können - wie gezeigt wurde - längst keine „schlafenden Hunde“ mehr geweckt werden, heute geht es darum, ihre Wächter zu wecken und sie vor ihnen zu schützen! Nachdem Wünsche nach einer verfassungsrechtlichen Verankerung der wichtigsten geld- und währungspolitischen Bestimmungen des Notenbankgesetzes seit langem schon in der Nationalbank selbst immer wieder laut geworden waren, wurde eine solche Verankerung dann auch von der Bundeswirtschaftskammer in ihrer Stellungnahme zum Entwurf der Notenbankgesetznovelle des Jahres 1980 gefordert.

Die immer bedrohlicher werdenden Finanzierungsprobleme des Wohlfahrtsstaates, die wachsende Staatsquote und die Aufgaben des Staates auf neuen Problemgebieten - auf welcher föderalistischen Ebene immer - sowie die mit 6 bis 7 Prozent ja doch keineswegs geringe Inflationsrate machen es notwendig, alle Kräfte zur Wiederherstellung der Grundlagen einer gesunden Währungspolitik zu aktivieren und erst recht einer weiteren Gefährdung der Währung rechtzeitig vorzubeugen.

An einem verfassungsrechtlichen Schutz unserer Währung muß allen politischen Parteien des Landes gelegen sein. Wer immer die Regierungsverantwortung in Zukunft zu tragen haben wird, die Anfechtungen, denen die währungspolitische Grundsatztreue angesichts der herankommenden Strukturprobleme der achtziger Jahre ausgesetzt sein wird, werden immer stärker werden. Welche politischen Parteien immer den Finanzminister und den Notenbankpräsidenten stellen und welche Parteien immer in Opposition stehen werden, für jede wird es nicht nur hilfreich sondern sogar notwendig sein, gegenüber schillingfeindlichen Wünschen gerade auch aus den eigenen Reihen eine verfassungsrechtliche Rückendeckung zu haben.

### ***Kontrolle der Notenbank durch Öffentlichkeit und Parlament***

Heute steht als ein gewisser Schutz hinter dem einfachen Gesetz die öffentliche Meinung, ein Schutz, der - wie sich zeigte - heute schon nicht immer ausreicht, eine Gesetzesübertretung im Einzelfall zu verhindern, und die - wie das Vorgehen auf anderen Rechtsgebieten befürchten läßt - im Falle einer

weiteren Verschärfung der Finanzmisere des Bundes durchaus von einer auch nur sehr knappen Mehrheit ignoriert werden könnte.

Diese öffentliche Meinung könnte noch gestärkt werden und mit ihr das Rückgrat der Notenbankleitung. Ein Beispiel dafür ist das Ausmaß an Verständnis, das der Präsident des US-Zentralbanksystems auch in schwierigen Zeiten in einer sehr breiten öffentlichen Meinung seines Landes findet, der schon vor der im Jahre 1975 beschlossenen „Resolution 133“ des Gesetzgebers zur Teilnahme an parlamentarischen Hearings verpflichtet war, seither aber angehalten ist, zweimal im Jahr vor dem Senat und dem Repräsentantenhaus Rechenschaft abzulegen und die geldpolitischen Absichten für die nächsten zwölf Monate vor dem Kongreß zu erläutern, ohne daß das Parlament dem Gouverneursrat des Federal Reserve Systems Vorschriften machen könnte. Da gegen ein Weisungsrecht des Gesetzgebers nicht weniger Gründe sprechen als gegen ein solches der Regierung, bedarf eine solche „Auskunfts-kontrolle“ ganz besonders des Schutzes einer verfassungsrechtlich abgesicherten Unabhängigkeit.

Eine regelmäßige Anhörung des Notenbankpräsidenten durch ein öffentliches parlamentarisches Forum würde der Notenbankleitung Gelegenheit geben, die Politik ihres Institutes vor dem Budgetgesetzgeber als einem wichtigen Partner in der Stabilitätspolitik zu erläutern, würde in Währungsfragen den Lernprozeß der Abgeordneten und der Öffentlichkeit fördern und nicht zuletzt die Notenbank selbst zwingen, ihrer Geldpolitik mehr Kontinuität und Transparenz zu verleihen, eine konsequentere „Manöverkritik“ zu pflegen und aus Fehlern rascher zu lernen.

Eine solche institutionalisierte Information könnte vielleicht auch einem etwaigen Mißbrauch der Kontrolle der Regierung über die Notenbank vorbeugen, wie sie mit dem Ernennungs- bzw. Vorschlagsrecht ihrer Spitzenfunktionäre unter Umständen verbunden sein könnte. Damit wäre die Notenbank jedenfalls in den demokratischen Schutz der „checks and balances“ einbezogen. Gleichzeitig wäre so vorgesorgt, daß die Nationalbank nicht ohne jegliche demokratische Kontrolle operiert.

Sicherlich ist auch eine solche Schaffung einer Währungsverfassung keine absolute Garantie für eine tatsächlich erfolgreiche Inflationsbekämpfung oder gar Inflationsvermeidung. Die Geldpolitik der Notenbank ist wohl die wichtigste, aber nicht die einzige Voraussetzung für eine Wertsicherung der Währung. Mitverantwortlich sind in einer parlamentarischen freien Demokratie mit einer entsprechenden Aufgabenteilung in der Wirtschaftspolitik Regierung und Parlament vor allem mit ihrer Budgetpolitik (24) und die Sozialpart-

ner mit ihrer Einkommenspolitik. Immerhin aber wäre die eine der tragenden Säulen in ihren Fundamenten besser gesichert.

#### Anmerkungen

- (1) H. Rittershausen, Die Zentrale Notenbank, Frankfurt am Main 1962.
- (2) Siehe z.B. bei O. Hahn, Die Währungsbanken der Welt, II. Bd.: Die Abhängigkeiten der Zentralbankleitung, Stuttgart 1968, S. 12ff.
- (3) E. März, Österreichische Bankpolitik in der Zeit der großen Wende 1913 - 1923. Am Beispiel der Creditanstalt für Handel und Gewerbe, Wien 1981, S. 14; siehe auch S. 45f.
- (4) K. Bachinger, H. Matis, Der österreichische Schilling. Geschichte einer Währung, Graz, Wien, Köln 1974, S. 11ff.
- (5) März, Bankpolitik, S. 471.
- (6) Schumpeter, Grundlinien der Finanzpolitik für jetzt und die nächsten drei Jahre, Wien 1919, zitiert nach März, Bankpolitik, Anhang I, Dokumente, S. 552.
- (7) Ebd., S. 552.
- (8) Ebd., S. 562.
- (9) Memorandum der Österreichischen Regierung zur Finanzsituation Österreichs, August 1922, zitiert nach März, Bankpolitik, Anhang I, Dokumente, S. 573.
- (10) Ebd., S. 575.
- (11) K. Ausch, Als die Banken fielen, Wien 1968, S. 59.
- (12) Stenographisches Protokoll über die zweite und dritte Lesung des Gesetzentwurfes, betreffend die Errichtung einer österreichischen Notenbank und über den Bericht des Finanz- und Budgetausschusses über die Vorlage der Bundesregierung, betreffend die Errichtung einer österreichischen Notenbank in der 125., 126. und 132. Sitzung des Nationalrates der Republik Österreich am 13., 14. und 25. Juli 1922, abgedruckt bei R. Kerschagl, Die österreichischen Währungs- und Notenbankgesetze, Wien 1929, S. 40.
- (13) Im Rahmen seiner Würdigung anlässlich der Feier des 100. Geburtstages von Ludwig von Mises in der Wiener Handelskammer am 25. September 1981.
- (14) R. Kerschagl, Zur Geschichte unserer Währung. Der Weg zum Schilling. Die Furche Nr. 24/1974.
- (15) Bachinger, Matis, Schilling, S. 53.

- (16) Ebd., S. 53.
- (17) März, Bankpolitik, S. 14; S. Pressburger, Oesterreichische Nationalbank 1816 - 1966. Geschichte des österreichischen Noteninstituts, Wien 1966, S. 367 und 385.
- (18) F. Diwok, H. Koller, Reinhard Kamitz, Wegbereiter des Wohlstandes, Wien 1977, S. 149.
- (19) Bundesgesetz zur Neuordnung der Rechtsverhältnisse der Oesterreichischen Nationalbank vom 8. September 1955, BGBl. Nr. 184/1955.
- (20) E. Nowotny, Wirtschaftliche Krisenerscheinungen und öffentlicher Sektor. (Von der antizyklischen zur kompensatorischen Finanzpolitik), in: Krise der Wirtschaftspolitik, hrsg. von H. Markmann, D. B. Simmert, Köln 1978, S. 209 ff.
- (21) Siehe im übrigen die Diskussion in den Wirtschaftspolitischen Blättern: W. Schmitz, Deficit spending ohne Finanzkrise – durch die Nationalbank? Wirtschaftspolitische Blätter 2/1979; E. Nowotny, Deficit spending ohne Finanzkrise – eine Erwiderung, Wirtschaftspolitische Blätter 3/1979; W. Schmitz, Deficit spending ohne Finanzkrise? – eine Replik, Wirtschaftspolitische Blätter 4/1979.
- (22) Tätigkeitsbericht des Rechnungshofes, Verwaltungsjahr 1974, Sonstige Wahrnehmungen auf dem Gebiet der Finanzschuld, Ziff. 68, S. 174 ff. Die Zinsenbelastung, die sich aus dieser Finanzierung ergab, trug der Bund. Eine Zinsenabrechnung für den Bund wurde aber nicht angefertigt, damit „jede über die Eröffnung der Konten hinausgehende Korrespondenz unterbleibt, um die Abwicklung der staatlichen Zahlungsaufträge über das neueröffnete Abwicklungskonto tunlichst reservat zu halten“ (Ziff. 68.3.6).
- (23) Interview der Monatszeitschrift „Evangelische Kommentare“ mit Bundesfinanzminister Apel, Finanznachrichten des Bundesministeriums der Finanzen, Bonn, vom 2. April 1975, abgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Frankfurt/Main, 9. April 1975.
- (24) Siehe W. Schmitz, Der Einfluß der Schuldenpolitik des Staates auf die Geldpolitik der Zentralbank, in: Geldpolitik, Zins- und Staatsverschuldung, hrsg. von W. Ehrlicher, Berlin 1981, S. 156 ff.

*Peter Berger*

## Österreichs Geldwesen 1918 bis 1922 und die zeitgenössische Inflationstheorie

### *Einleitung*

Die verwirrende Wirkung, die sie auf die Bevölkerung ganzer Länder ausübt, ist keineswegs auf den Moment der Inflation selbst beschränkt. Man kann sagen, daß es in unseren modernen Zivilisationen außer Kriegen und Revolutionen nichts gibt, das sich in seiner Tragweite mit Inflationen vergleichen läßt.

Elias Canetti, Masse und Macht

Jene Verwirrung, von der Canetti spricht, erfaßt auch den Wirtschaftshistoriker, der sechzig Jahre nach Österreichs größter Geldentwertung versucht, ihr Bild in Einklang mit den Erklärungsmodellen zu bringen, die die Volkswirtschaftstheorie der Zwischenkriegszeit (1) anzubieten hatte. Zwei sind es insbesondere, die mit einem heute noch zugleich fesselnden und frappierenden Absolutheitsanspruch vertreten wurden, Quantitätstheorie und Zahlungsbilanztheorie, die eine von den Schwankungen der Geldmenge, die andere von jenen der Wechselkurse ausgehend. Abseits von diesen befahrenen Wegen gab es eine Vielzahl von teils zu Recht, teils zu Unrecht ephemeren Ansätzen, darunter die heute im deutschsprachigen Raum kaum beachtete Psychologische Geldwertlehre des an der Pariser Universität lehrenden gebürtigen Bulgaren Albert Aftalion, die im vorliegenden Aufsatz - als ein den Nichtvolkswirt faszinierendes Gegengewicht zur „Klassik“ (2) - besprochen werden soll.

Man kann nicht ein halbes Jahrhundert post festum Richter sein wollen in einer Auseinandersetzung, deren Denkschemata heute nicht mehr existieren - oder muß man sagen: existieren sollten? Doch es hat seinen Reiz, sich den Streitgegenstand am österreichischen Beispiel vor Augen zu führen und dann Theorie und Praxis zu vergleichen, sei es nur, um über die kühnen und oft erheblich realitätsfernen Schlüsse von Adepten dieser oder jener Richtung zu staunen, sei es, um doch da und dort wertvolle Anregungen für eine Sichtweise zu gewinnen, die über das rein Mechanistische hinausgeht. Denn schließ-

lich handelt es sich ja bei der Inflation um ein säkulares Phänomen von unüberschätzbarer Bedeutung, dazu im konkreten Fall um eines, dessen Beschreibung, wie Stefan Zweig gemeint hat, an Spannung leicht jeden Roman übertreffen müßte (3).

*Der „Wettersturz der Werte“*

Wer vierzig Jahre gespart und überdies sein Geld patriotisch in Krieganleihe angelegt hatte, wurde zum Bettler. Wer Schulden besaß, war ihrer ledig. . . Wer zu bestechen wußte, kam vorwärts; wer spekulierte, profitierte. Wer gemäß dem Einkaufspreis verkaufte, war bestohlen; wer sorgfältig kalkulierte, blieb geprellt. Es gab kein Maß, keinen Wert innerhalb dieses Zerfließens und Verdampfens des Geldes . . .

Stefan Zweig, Die Welt von Gestern

Soviel subjektives Empfinden versteckt sich in der Fachliteratur hinter einigen prosaischen Zahlenreihen, aus deren Schwankungen und zeitlicher Aufeinanderfolge die Inflationsforschung ihre Schlüsse zieht. Es sind zumeist dieselben Indikatoren: Geldmenge, Preisniveau und der Wechselkurs der betroffenen Währung, zur Diskussion stehen bei der Auswahl nur technische Fragen, etwa ob die Berücksichtigung von Sichtguthaben bei den Banken die Aussagekraft der Geldmengenangabe erhöht, oder ob eher die Groß- oder Kleinhandelspreise symptomatisch für die Teuerung im allgemeinen sind.

Hierzulande folgte man in solchen Dingen bisher immer dem Standardwerk von Walré de Bordes, The Austrian Crown (4), und hielt sich an die Monatsausweise der Oesterreichisch-ungarischen Bank, später ihrer österreichischen Geschäftsführung, an den Lebenshaltungskostenindex der Paritätischen Kommission, sowie die Dollarnotierung in Wien (5). Deutliche Zäsuren im Verlauf dieser Zahlenreihen und Änderungen ihrer Rangordnung ermöglichen eine Periodisierung der Inflation, die hier nachgezeichnet werden soll, ohne einstweilen auf den Begriff selbst näher einzugehen.

Wäre Joseph Roths Bezirkshauptmann von Trotta Finanzbeamter gewesen, er hätte wohl die Kronenwährung für ebenso ewig und unveränderlich gehalten wie die Monarchie selbst. Und dennoch spielte der erste Akt des monetären Dramas im kriegführenden Habsburgerreich, das durch kaiserliche Verordnung am 4. August 1914 sein Notenbankstatut außer Kraft setzte, um sich so die Mittel zur Finanzierung des auf nur wenige Wochen anberaumten

„Feldzugs“ zu beschaffen.

Aus den Wochen wurden mehr als vier Jahre ungehemmter Papiergeldwirtschaft - bis Juli 1918 hatte sich der Banknotenumlauf gegenüber dem letzten Friedensmonat nominal verzehnfacht! - und einer sich allmählich vom Zahlungsmittel emanzipierenden Preislawine. Als im März 1919 die formelle Währungsunion der deutschösterreichischen Republik mit den Nachbarstaaten endlich auch von Wiener Seite gelöst wurde (6), zirkulierten in den damaligen sieben Bundesländern ca. 8 Milliarden Kronen (mehr als ein Fünftel des Gesamtausweises der Oesterreichisch-ungarischen Bank!), und die Lebenshaltungskosten in der Hauptstadt waren dreißigmal so hoch wie im Juli 1914. Dagegen ist der Außenwert des Geldes verhältnismäßig stabil geblieben: die durch den Krieg und danach die Ententeblockade bedingte Ausschließung der Donaumonarchie vom Weltmarkt und der gestörte Informationsfluß ins Ausland verhinderten bis ins Frühjahr 1919 ein Absinken der Papierkrone unter ein Fünftel der Goldparität.

Vom Juni 1919 an schlugen dann aber die Eskapaden des Wechselkurses das Wirtschaftsleben gänzlich in ihren Bann. In vier mächtigen Sprüngen, dazwischen jeweils einige Wochen der sprichwörtlichen Ruhe vor dem Sturm, erreichte das Goldagio bis September 1922 seinen höchsten Monatsdurchschnitt (1 : 15.154).

Tabelle 1

*Die Entwertung der Papierkrone im Verhältnis zum Gold*

Phase	Dauer	Ausgangspunkt	Kurssturz in %
I	Juni 19 ; Februar 20	Mai 19	1.099
II	August 20 - März 21	Juli 20	464
III	Juni 21 - Januar 22	Mai 21	1.296
IV	März 22 - Sept. 22	Feb. 22	1.090

Quelle: J. v. Walré de Bordes, The Austrian Crown, S. 115ff.

Erst zu diesem Zeitpunkt nahm die von Österreichs Regierung seit langem angestrebte ausländische Intervention feste Konturen an, und das allein genügte, um die kurz vorher noch unaufhaltsam scheinende „Déroute“ zum Stillstand zu bringen. Am 4. Oktober verordnete man der Republik mit den

Genfer Protokollen jene bittere Medizin, die, nach der damals herrschenden volkswirtschaftlichen Lehrmeinung, jedes zerrüttete Finanzwesen sanieren mußte. Und tatsächlich gab es bald so etwas wie eine alpenländische Wunderheilung, die vielfach beschworen und der übrigen Welt zur Beachtung empfohlen wurde (7). Nur einige wenige erkannten schon in den zwanziger Jahren die Gefahr einer glanzvollen Fassadenrenovierung, bei der die Bausubstanz unangetastet bleibt. Der Völkerbund und seine Theoretiker aber sahen sich durch den festen Alpendollar in eindrucksvoller Weise bestätigt.

### *Was ist Inflation? Die Quantitätstheorie des Geldes*

Der aktuelle Prozeß der Inflation, mit dem wir es hier zu tun haben, ist wenigstens in den meisten europäischen Ländern das gleichzeitige Ergebnis einer künstlichen Erzeugung von Kaufkraft, um die Regierungsausgaben über die Fähigkeit des Landes hinaus zu finanzieren, und einer Fälschung des Geldmarktes durch zu niedrigen Zinsfuß, in beiden Fällen mit Hilfe einer willkürlichen Schaffung gesetzlicher Zahlungsmittel.

Gustav Cassel, Das Geldproblem der Welt

Als Gustav Cassel im Auftrag des Völkerbundes diese Zeilen schrieb (8), war es genau 110 Jahre her, daß eine Notenbank gewissermaßen amtlich beschuldigt wurde, durch willkürliche Ausweitung der Geldmenge Preissteigerungen hervorgerufen zu haben. Das britische Unterhaus hatte 1810, angesichts einer unerhörten Teuerungswelle mitten im Krieg gegen Napoleon, das Select Committee on the High Price of Bullion beauftragt festzustellen, ob es die Störungen im internationalen Handel waren, die den Goldpreis - und damit alle anderen Warenpreise - hinauftrieben, oder ob das Übel bei der 1797 erfolgten Sistierung der Bankakte und der seither beschleunigten Geldschöpfung zu Rüstungszwecken lag. Das Gutachten des Untersuchungsausschusses, der berühmte Bullion-Report, empfahl die Rückkehr zur vollen Edelmetalldeckung und Beendigung der, wie es hieß, ungerechtfertigten Zahlungsmittelvermehrung (9).

Die neuere Quantitätstheorie bedient sich zur Begründung der Preisschwankungen einer mathematischen Gleichung, die von Irving Fisher her stammt

und die eine monetäre sowie eine güterwirtschaftliche Komponente umfaßt:

$$M \cdot V = P \cdot G \cdot S \quad (10).$$

Dabei ist M die durchschnittlich umlaufende Geldmenge,  
V die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes,  
P das durchschnittliche Warenpreinsniveau,  
G die durchschnittlich umgesetzte Gütermenge  
und S die Umlaufgeschwindigkeit der Waren.

Die rigorose Verknüpfung der materiellen Produktion mit den zu ihrem Erwerb verfügbaren Zahlungsmitteln soll eines ausschließen: daß nämlich Knappheit an Gütern für sich allein als Teuerungsursache angesehen wird, eine Auffassung, die die Quantitätstheorie als „illusion of money“ heftig bekämpft (11). Die Preise können nur steigen, wenn sich entweder die Geldmenge oder deren Umschlaggeschwindigkeit im Verhältnis zur Gütermenge erhöht - oder umgekehrt, wenn die Gütermenge ohne Einschränkung auf der monetären Seite der Verkehrsgleichung abnimmt. So bleibt auf alle Fälle ein Zahlungsmittelüberhang für die Zunahme von P verantwortlich, Inflation ist immer ein geldwirtschaftliches Phänomen und immer relativ. Das gilt selbstverständlich, mutatis mutandis, auch für die Deflation.

Aus dieser Sichtweise ergeben sich zwei Konsequenzen, eine politischer und eine technischer Natur, die beide Ansatzpunkte der Kritik am monetaristischen Modell gebildet haben. Erstens erscheint den Parteigängern der Quantitätstheorie zwangsläufig jede Inflation bzw. Deflation als „gemacht“, und häufig erhoben sie nach 1918 den Verliererstaaten gegenüber den Vorwurf der politischen Erpressung - das heißt, sich durch absichtliche Zerstörung ihrer wirtschaftlichen Grundlagen den Wiedergutmachungspflichten entziehen zu wollen (12). Zweitens muß die aus einem außerordentlichen Geldbedarf resultierende Notenflut (1810 war Napoleon der Schuldige gewesen, nun hatte man wieder einen Krieg zu finanzieren und dann ganze Völker von physischen und psychischen Sozialfällen, die er zurückgelassen hatte!) natürlich vor dem Preisanstieg kommen. Dafür, daß man überall, wo es in der Umsturzzeit Inflationen gegeben hat, schon sehr bald das Gegenteil beobachten konnte, ja daß sogar der Kurs der Auslandswährungen schneller stieg als die Teuerungsrate und diese ganz offensichtlich mit sich zog, hat die Quantitätstheorie jedoch eine Erklärung parat: „Auf diese Weise kann in einer aufgeklärten Welt, in der die Spekulation vorherrscht, die Wirkung der Ursache vorausgehen. Aber der Beweggrund bleibt immer der Umlauf. Durch den

Wechselkurs hindurch ist er es, der die Preise beeinflusst“ (13).

Wie ergeben sich aber normalerweise Schwankungen etwa der Dollarnotierung oder des Schweizer Franken, wenn sie nicht einfach Geldumlaufveränderungen spekulativ antizipieren?

Die Antwort darauf soll die Lehre von der Kaufkraftparität geben, sozusagen als außenwirtschaftlicher Ableger der quantitätstheoretischen Schule (14). Sie behauptet nichts anderes, als daß, ungehinderten Warenaustausch zwischen den Welthandelspartnern vorausgesetzt, das Produkt aus heimischem Preisniveau und Außenwert der Landeswährung zur internationalen Parität graviert. Sind zum Beispiel die Preise in Österreich hoch, in der Schweiz niedrig, so wird der Wert des österreichischen Geldes in Relation zum Franken solange sinken, bis ein Züricher in Wien über die gleiche Kaufkraft verfügt wie zu Hause. Umgekehrt kann auch Zürich nicht lange lukrativ für Österreicher bleiben, die vom komparativen Preisvorteil profitieren wollen: denn die Valuta, die sie dort benötigen, wird ansteigen, bis der Gleichstand wieder erreicht ist. Der Wechselkurs ist demnach ein Multiplikator, der dazu dient, die Preisdivergenzen zwischen den einzelnen Ländern im Wege des regulären Wirtschaftsverkehrs zum Verschwinden zu bringen (15). Dieser automatische Ausgleichsmechanismus hat, um es vorwegzunehmen, nach 1918 nicht funktioniert. Die einst so ehrwürdige Habsburgerwährung stürzte weitaus tiefer, als zur Kompensation der Teuerung notwendig gewesen wäre, und nicht nur Schweizer, sondern „stattliche Massen von Ausländern nützten die Konjunktur aus, um sich an dem zuckenden Kadaver der österreichischen Krone anzufressen“ (16). Gustav Cassel selbst mußte die Existenz von Faktoren eingestehen, „die den internationalen Wert einer Valuta unter deren Kaufkraftparität herabdrücken können“, und er nennt in „Das Geldproblem der Welt“ zwei davon ausdrücklich: Mißtrauen in die Zukunft einer Währung, sowie die Berufsspekulation (Dinge übrigens, die nicht miteinander verwechselt werden sollten!). Im Normalfall sei aber trotzdem, wenn nur die Freizügigkeit des Handels gewährleistet werde, kaum ein äußerer Impuls in der Lage, mehr als zeitweilig die Harmonie der Wirtschaftszahlen zu stören.

Doch durfte man den Normalfall erwarten in den „Jahren der Nachkriegszeit, die sich schnell genug in eine Vorkriegszeit verwandeln sollte“ (17)? Am Beispiel des Deutschen Reiches erlebten die Ökonomen, wie ein besiehtes, erschöpftes Land sein Papiergeld verschleuderte, um nur den geringsten Teil seiner Bedürfnisse befriedigen, seiner Verpflichtungen erfüllen zu können, ohne reale Chance, diesem Ausverkauf durch vermehrten Güterexport entgegenzuwirken. War das ein abgekartetes Spiel der deutschen Politiker? War es

einfach Resignation, oder doch force majeure? An diesen Fragen entzündete sich der in der Folge überaus heftige Disput.

### *Ist Inflation lenkbar? Die Zahlungsbilanztheorie*

Auch der stärkste Glaube an die intellektuelle und moralische Entwicklungsfähigkeit des Menschengeschlechts kann nicht darüber hinwegtäuschen, daß es noch lange dauern wird, bis die Mangelhaftigkeit der menschlichen Erkenntnis und die Macht der menschlichen Selbstsucht und Leidenschaft soweit überwunden sein werden, daß für das alle wirtschaftlichen Beziehungen tragende und durchdringende Geld ohne Gefahr auf die Verankerung in dem festen Grunde eines allgemein anerkannten Wertes verzichtet werden kann.

Karl Helfferich, Das Geld

Die Beschäftigung mit dem Problem, kriegsbedingt isolierte Länder wieder in die Weltwirtschaft zu integrieren, ist so alt wie die klassische Nationalökonomie (18). Sie wird dadurch nicht erleichtert, daß in Nachkriegszeiten menschliche Selbstsucht, Leidenschaft und mangelhafte Erkenntnis meistens Hochsaison haben. Trotzdem hielten sich noch im 19. Jahrhundert monetäre Verzerrungen, die aus Reparationsverpflichtungen der Unterlegenen und aus der Rückkehr ihrer Produktion auf den internationalen Markt resultierten, in engen Grenzen. Das bewirkten die Konvertibilität aller maßgeblichen Währungen in Gold und der dadurch ermöglichte automatische Zahlungsbilanzausgleich, dessen Funktion am Beispiel der deutsch-französischen Wirtschaftsbeziehungen nach 1871 anschaulich wird.

Die mißlungene Revanche für Sadowa sollte Frankreich 5 Milliarden Francs Wiedergutmachung kosten, die es in kürzester Zeit, teils in Gold, teils in Wertpapieren und Waren, aufzubringen und zu transferieren imstande war. Dem Geldstrom folgte jedoch bald ein Güterstrom nach: die Vermehrung disponibler Zahlungsmittel erhöhte das deutsche Preisniveau in dem Maße, als deren Abnahme das französische senkte und damit der Industrie der Republik Wettbewerbsvorteile verschaffte. So floß ein großer Teil der Kriegsschädigung zur Abgeltung von Warenkäufen wieder zurück, den Rest saugten die Pariser Wiederaufbauleihen auf, die deutschen Anlegern eine wesentlich höhere Rendite als der gefallene heimische Zinsfuß versprochen.

Knappe fünfzig Jahre später, als Clemenceau an der Reihe war, dem Erzfeind seine Rechnung zu präsentieren (19), gehörte der universelle Goldstandard der Vergangenheit an (20). Auch bei normalen Verhältnissen hätte kein Goldpunkt mehr der Nachfrage nach Auslandswechseln Einhalt geboten (21); so aber, unter dem Damoklesschwert unbestimmter Milliardenforderungen der Siegermächte (22) und durch die Erschöpfung der Produktionskapazitäten außerstande gesetzt, Exportüberschüsse zu realisieren, konnte die Weimarer Republik schwerlich den Rekurs zur Papiergeldschwemme unterlassen!

Die Zahlungsbilanztheorie, wie sie etwa vom deutschen Bankfachmann und Politiker Karl Helfferich vertreten wurde, war eine Theorie der politischen Opportunität. Als solche stieß sie auf heftige Ablehnung seitens der Nationalökonomien in den Ententestaaten, die überdies fast alle den quantitativen Ansatz favorisierten (23) und damit eine Diskussion wiederaufleben ließen, die bis auf die Zeit der Bullion-Kontroverse zurückgeht (24).

Die neuere Zahlungsbilanzlehre statuiert zweierlei:

- 1., daß es im Prinzip, auch bei einer Papierwährung (25), Geldnachfrage und Geldangebot (ausgedrückt im Stand der Zahlungsbilanz!) sind, die dessen intervalutarischen Wert bestimmen. Der Wechselkurs wirkt über die außenwirtschaftlichen Verflechtungen der Länder auf deren Preisniveau ein: entsprechend diesem variiert dann die Zahlungsmittelmenge. Setzt ein Staat zur Begleichung seiner Auslandsschulden die Notenpresse in Bewegung, so beeinflusst das zwar den Inflationsprozeß, ist aber nicht seine erste Ursache: die liegt allein in der Verschuldung selbst!
- 2., daß es unter der Voraussicht langfristiger, bedeutender Distorsionen im internationalen Zahlungsverkehr, wie sie durch eine „Erfüllungspolitik“ Deutschlands gegenüber der Entente 1919 erwartet werden konnten, unmöglich ist, eine Währung zu stabilisieren, geschweige denn sie zum Goldstandard zurückzubringen.

Der zweite, quasi tagespolitische Punkt, der seinen publizistischen Niederschlag im fragwürdigen Nachkriegsoeuvre Helfferichs, insbesondere in seiner Polemik gegen den später ermordeten Reichsfinanzminister Erzberger (26) fand, hat - von der Öffentlichkeit kaum bemerkt - den ersten aktualisiert. Hier verkehrt die Zahlungsbilanzlehre, in ihrer Unnachgiebigkeit den Monetaristen ebenbürtig, deren Aussagen ins Gegenteil: nicht die Kaufkraftschwankungen im Inland sind es, die die Wechselkurse im Sinne eines zwischenstaatlichen Ausgleichs manipulieren, sondern die von Angebot und Nachfrage abhängige Valuta bestimmt den inneren Geldwert (27).

### *Die Entdeckung der Inflationserwartung (28). Albert Aftalions Psychologische Geldwerttheorie*

... ist sie eine wahrhaft aufschlußreiche Theorie in Bezug auf die Bewegungen des Geldwertes und der Preise, weil sie psychologische Motive wirken läßt, weil sie zurückgeht auf das Spiel unserer Wünsche und Bedürfnisse, auf die individuellen Wertungen, auf die großen Triebkräfte, welche das Wirtschaftsleben beherrschen.

Albert Aftalion, Die Einkommenstheorie des Geldes und ihre Bestätigung durch die gegenwärtigen Phänomene

Die intransigente Mechanistik der beiden herrschenden Erklärungsmodelle mußte früher oder später eine Gegenströmung hervorrufen, umso mehr, als die beobachtbaren Fakten in den Inflationsländern sich mit keiner der Theorien vollständig im Einklang befanden. Daß sich namhafter Widerstand gerade in Frankreich regte, hängt wohl mit der antidoktrinären Geldpolitik zusammen, die dieses Land - mit beträchtlichem Erfolg! - nach 1918 betrieb (29). Für Österreich wiederum war Albert Aftalions Lehre von besonderer Bedeutung, da sie in vieler Hinsicht von der Psychologischen Schule um Professor v. Wieser inspiriert war und außerdem einen kritischen Kommentator in Georges-Henri Bousquet fand, der eine zeitlang Mitarbeiter des Wiener Völkerbundkommissariats war (30).

Aftalion geht, ebenso wie die Zahlungsbilanztheoretiker, von der Tatsache aus, daß in Perioden schwankenden Geldwerts die Preise oft eine engere Bindung an den Wechselkurs als an den Notenumlauf entwickeln. Doch verzichtet er darauf, Ursache und Wirkung einfach zu vertauschen und die Bestimmung des Preisniveaus durch eine „politische“ Valuta zu statuieren. Stattdessen führt er, im Sinne der Grenznutzenlehre Wiesers, das individuelle Einkommen als vermittelndes Glied in die Kausalkette ein.

Ob auf Grund staatlicher Geldschöpfung oder intervalutarischer Wertschwankungen, jedenfalls vermehrt sich das nominelle Einkommen einer Reihe von Personengruppen; (im ersteren Fall sind es Beamte, Rentner, Pensionisten, im letzteren die Exporteure, die in stabilen oder steigenden Fremdwährungen fakturieren, weiters ihre Mitarbeiter oder die Inhaber ausländischer Wertpapiere etc.) (31). Diese werden nun geneigt sein, der zuletzt hinzugekommenen Einheit weniger Relevanz beizumessen als den vorherigen, die

Nachfrage nach Waren wird steigen und damit deren Preis. Die Bewegung, die sich so, ähnlich einer Lohn-Preis-Spirale, vollzieht (32), hat ihren Ursprung in der „direkten Nützlichkeit des Stoffes, namentlich des Metalls ..., welches man als Geld gewählt hatte“ (33); ihre Geschwindigkeit wird durch das Tempo der Umsetzung von Valutenkursanstieg bzw. Papiergeldvermehrung in nominelle Einkommenszuwächse determiniert.

Nun ist aber eines der prägnantesten Kennzeichen der Hyperinflationen der zwanziger Jahre die rasend schnelle Abfolge von Kursstürzen und Teuerungswellen, wobei das Wirken mechanischer Übertragungsfaktoren ausgeschlossen erscheint. John Keynes erzählt, 1922 habe man Wirtschaftsbesuchern in Österreich im Scherz geraten, gleich zwei Bier auf einmal zu bestellen, um der Preiserhöhung während des Trinkens zuvorzukommen!

Die Erklärung dieses Phänomens ist das Kernstück der Aftalionschen Theorie, hier wird erstmals die „doppelte Psychologie des Käufers und des Verkäufers“ (34) berücksichtigt. Angesichts des monetären Chaos (35), sagt Aftalion, antizipiert der Anbieter von Waren die Geringschätzung des Mehrverdienstes durch den Nachfrager, die Entwicklung der qualitativen Geldkomponente! Die Preise steigen im Takt mit dem Währungsverfall, noch bevor wirksamer Druck auf den Gütermarkt ausgeübt werden kann.

Mit seiner Bearbeitung der Einkommenstheorie Wiesers ist es Aftalion gelungen, die rigorose Monokausalität der „klassischen“ Inflationsableitungen zu überwinden, die Psychologische Theorie vom Geldwert setzt darüber hinaus noch deren Forderungen nach strikter Proportionalität und unveränderbarer zeitlicher Folge der Indexschwankungen außer Geltung. Die letzte offene Frage, nämlich nach der Ursache der Valutabewegungen, die so oft und so direkt die Preise beeinflussen, soll eine neue Wechselkurslehre beantworten. Auch bei ihrer Konzeption bekundet der Pariser Wissenschaftler eine für die damalige Nationalökonomie seltene Bereitschaft, die außenwirtschaftlichen Verflechtungen in ihrer ganzen Vielgestaltigkeit zu erfassen: „Il faut faire comme des praticiens, aboutir à une théorie suffisamment compréhensive pour qu'elle cadre avec toute la réalité complexe et mouvante“ (36). Die Kursnotierung, argumentiert er, wird zunächst durch den quantitativen Faktor von Angebot und Nachfrage bestimmt: hier liefert der Zahlungsbilanzansatz die Erläuterung, wenn sie auch nicht ausreicht, da übersehen wird, daß es zu jedem Kurs eine Vielzahl von angebotenen und nachgefragten Valutamengen gibt (37). Doch dann wirken, analog zur Situation bei den Preisen, noch qualitative Determinanten: der Geldumlauf, die Lage der Staatsfinanzen, direkte Interventionen zur Stützung der Währung und, last not

least, die all das betreffenden Erwartungen des Publikums, nicht selten in spekulativ übersteigter Form. Wie befreit man sich aus dem evidenten Erklärungsnotstand? Am besten durch die Verknüpfung von grundlegenden Gedanken über Kaufkraft(dis)-parität und Zahlungsbilanzausgleich zu einem Modell, das überdies Raum für die Erkenntnis hat, daß jedes monetäre Phänomen zugleich eines der menschlichen Psyche ist.

### *Theorie und inflationäre Praxis der Ersten Republik*

Die Ökonomen werden lernen müssen, daß die Wirtschaftswissenschaft eine Wissenschaft von gesellschaftlich wirtschaftenden Menschen ist, in der es infolge menschlicher Lernfähigkeit und menschlicher Handlungsfreiheit nicht nur jeweils eine Variante, sondern eine Mehrzahl von Wahlmöglichkeiten gibt.

Helmut Arndt, Irrwege der politischen Ökonomie

Nachdem der Völkerbund im Sommer 1926 das „österreichische Sanierungswerk“ für abgeschlossen erklärt hatte, feierten die Publikationen der Weltorganisation überschwenglich das, wie sie meinten, offenkundige Ergebnis monetaristischer Diagnostik und Therapie. Trotzdem hörte die Kritik an der Quantitätstheorie nicht auf, ja es mehrte sich sogar die Zahl derer, die „es nicht ruhig mit anhören konnten, daß man die Beziehung des Preisniveaus zur Höhe des Notenumlaufs bejaht“ (38). Wenn Keynes hier auch polemisch übertreibt, die Hartnäckigkeit des Widerstands nimmt doch wunder.

Die Lösung liegt im Wissen um die Möglichkeiten, Österreichs Kriegs- und Nachkriegsinflation theoretisch zu interpretieren. Nachstehende Tabelle (Seite 40) erleichtert eine solche Interpretation durch Zäsuren, die das ansonsten übliche Gliederungsschema nach Etappen des Währungsverfalls ergänzen.

Drei Phasen unterscheiden sich voneinander durch den Indikator, der das allgemeine Crescendo der Wirtschaftszahlen anführt. Welche der zur Auswahl stehenden Erklärungsmodelle jeweils anwendbar sind, soll im folgenden überprüft werden.

Tabelle 2

*Theorie und Praxis.  
Stadien der Inflation 1914 – 1922*

Monat	Notenumlauf <sup>1</sup>	Lebenshaltungskosten lt. Parität. Kommission	Wert der Goldkrone in Papierkr. <sup>2</sup>	Phasen der Kursbewegung
	Juli 1914 = 1			
7. 1915	2.50	1.73	1.35	
2. 1916	2.90	2.78 <sup>3</sup>	1.61	
3. 1916	2.97	—	1.65	
7. 1917	5.15	8.17	2.29	dynamisch
7. 1918	9.83	14.34	2.00	
11. 1918	13.17	16.40	2.90	
4. 1919	15.60	29.68	5.35	
5. 1919	15.87	30.18	4.85	retardierend
6. 1919	16.39	30.50	6.07	
2. 1920	27.33	52.15	53.30	dynamisch
7. 1920	35.58	63.67	31.01	retardierend
8. 1920	38.23	65.60	43.02	
11. 1920	53.26	76.42	93.80	dynamisch
3. 1921	78.75	111.68	143.81	
5. 1921	89.41	118.74	117.14	retardierend
6. 1921	95.57	118.90	134.31	
1. 1922	403	830	1.518	dynamisch
2. 1922	488	980	1.390	
4. 1922	647	1.073	1.477	retardierend
9. 1922	3.728	14.153	15.154	dynamisch

1. Laut Ausweis der Oesterreichisch-ungarischen Bank, ab Jänner 1920 ihrer Österreichischen Geschäftsführung für das Territorium der Republik.

2. Wiener Notierung. Der Basiswert für Juli 1914 beträgt 1.003.

3. Wert vom Jänner 1916. Für Feber und März sind keine Daten verfügbar.

Quellen: K. Bachinger, Umbruch und Desintegration nach dem Ersten Weltkrieg, Habilitationsschrift, Wien 1981, S. 260 ff. P. Berger, Der Donauraum im wirtschaftlichen Umbruch nach dem Ersten Weltkrieg, Dissertation, Wien 1979, S. 317.

*Phase 1 : Der Geldumlauf als Leitfaktor (8. 1914 - 2. 1916)*

Die ersten eineinhalb Jahre des großen Krieges waren in finanzwirtschaftlicher Hinsicht eine Wiederholung dessen, was die Väter des Monetarismus 1810 und 1872 zur Formulierung ihrer Thesen veranlaßt hatte. Unfähig, seinen angeschwollenen Zahlungsmittelbedarf ad hoc zu decken, entledigte sich der Habsburgerstaat (wie alle anderen auch!) seiner Verantwortlichkeit gegenüber der Notenbank, suspendierte die Goldeinlösungs- und Informationspflicht und druckte soviel Geldscheine wie er brauchte. Die Öffentlichkeit merkte zunächst wenig von der Papierflut, denn die wöchentlichen Ausweise der Oesterreichisch-ungarischen Bank erschienen ja nicht mehr in den Zeitungen. Nur die Erzeuger im weitesten Sinne kriegswichtiger Güter, auch die Landwirtschaft, und hier vor allem die ungarische (39), profitierten von der Leichtigkeit, mit der das Militärärar auf Grund seiner unerschöpflich scheinenden (papierenen) Kaufkraft die Konkurrenz der privaten Nachfrager aus dem Feld schlug.

Nach und nach begannen auch die Preise der Waren zu steigen, die für die Rüstung irrelevant waren. Diese Fortpflanzung der Teuerungswelle bis in die peripheren Gebiete der Produktion kann ihre Erklärung in der zwingenden Mechanik der Fisherschen Verkehrsgleichung finden: Das Preisniveau muß im ganzen gesehen steigen, wenn der Geldumlauf sich ohne entsprechende Veränderung der güterwirtschaftlichen Komponente vermehrt. Eleganter ist aber Aftalions Einkommenstheorie, auf die konkrete Situation angewendet. Demnach verursachten die Partizipanten am Mobilisierungsboom mit ihren Einnahmenezuwächsen einen Nachfrageüberhang, der die beobachtete Multiplikatorwirkung hervorrief.

Wie auch immer, es ist entscheidend, daß der Lebenshaltungskostenindex während dieser ganzen Periode nicht über den der Notenzirkulation hinauswuchs. Das geschah erst im März 1916.

*Phase 2 : Die Preise als Leitfaktor (3. 1916 - 10. 1920)*

Die Quantitätstheorie gibt sich, wie gezeigt, noch nicht geschlagen, wenn die Teuerung größer sein sollte, als der Anstieg der Geldmenge (40). Doch

hat ihre Anwendbarkeit in einem solchen Fall zeitliche Grenzen, und überdies steht ihr die mindestens so plausible Psychologische Theorie vom Geldwert gegenüber, die zudem eine Beeinflussung menschlicher Erwartung auch durch den Wechselkurs konzidiert.

Vorerst jedoch hatten die Alpenländer durch den Krieg und die bis März 1919 aufrechterhaltene alliierte Blockade keinen Zugang zum Weltmarkt, so daß die Valutaschwankungen bis über den Umsturz hinaus sehr geringfügig blieben. Dagegen verdoppelten sich in den sieben Monaten von November 1918 bis Juni 1919 die Preise, und die Tatsache, daß der Umlauf gleichzeitig bei einer Zunahme von nur 24 Prozent weit zurückfiel, läßt den von Irving Fisher so sehr verabscheuten Gedanken an die Güterknappheit als nichtmonetäre Inflationsursache aufkommen. Die Not des Winters 1918/19 lebt bis heute in der Erinnerung der Menschen fort; und der Warenhunger dürfte noch viel länger eine wesentliche Rolle gespielt haben, überholte der Valutaanstieg doch erst im Herbst 1920 die Teuerungsrate, als die sogenannte Überproduktionskrise in den industrialisierten Siegerstaaten Österreichs Versorgungslage endgültig entkrampfte.

Viell früher allerdings, im Juni 1919, hatte die Papierkrone rasend schnell zu fallen begonnen. Schon die erste Etappe ihres abyssischen Sturzes, in der sie auf ein Zehntel ihres anfänglichen Wertes reduziert wurde, mag im Sinne eines psychologisch orientierten Zahlungsbilanzansatzes gewirkt haben!

So gibt es, bezogen auf dieses ganze Nacheinander von Krieg und Niederlage, Revolution und prekärem Frieden, eine Vielzahl von Interpretationsmöglichkeiten. Die Quantitätstheorie kann bis zur Reintegration Österreichs in die Weltwirtschaft im Frühjahr 1919 ihre Glaubwürdigkeit bewahren. Während des „Warenhungers“ scheint die Inflation zeitweilig überhaupt kein monetäres Phänomen zu sein. Der Anfang des Währungssturzes wiederum nimmt Überlegungen vorweg, wie sie im Mittelpunkt der Diskussion des nächsten Zeitabschnitts stehen werden.

### *Phase 3: Der Wechselkurs als Leitfaktor (11. 1920 - 9. 1922)*

Vom Standpunkt der Casselschen Lehre hat die eineinhalbjährige Aufholjagd des Wechselkurses bis Herbst 1920 durchaus ihre Logik; einer auch nur annähernd proportionalen Umlaufsteigerung bedarf es gar nicht (41). Erst angesichts der Konstellation, wie sie in Österreich ab November gegeben war, erklären sich die Monetaristen selbst für inkompetent: „Wenn ... Veränderungen in dem von der Volkswirtschaft so genannten 'Austauschgleichgewicht'

zwischen Leistungen und Produkten eines Landes und denen eines anderen eintreten, dann kann der Gleichgewichtspunkt zwischen Kaufkraftparität und Wechselkurs dauernd verändert werden. Solche Veränderungen können eintreten durch Kapitalverschiebungen oder Reparationszahlungen oder Veränderungen im relativen Arbeitsertrag, oder . . . dergleichen mehr“ (42).

Es scheint, als würde nun die Zahlungsbilanztheorie, nach dem leicht erungenen Sieg über ihren erbittertsten Gegner, unangefochten das Feld behaupten. Doch sie muß sich gefallen lassen, sogleich von Aftalion relativiert zu werden (43), dessen Einwände umso mehr Aufmerksamkeit verdienen, als die Eigentümlichkeiten der Kronenkursbewegung kaum allein auf die Kontraktion oder Expansion des Außenwirtschaftsdefizits zurückzuführen sein dürften.

Das illustrieren etwa die aufeinanderfolgenden Phasen der verlangsamten bzw. beschleunigten Inflation von April bis Dezember 1921 (44). Kurz vor der ersten Umkehr der Wechselkursentwicklung hatte Bundeskanzler Mayr beim Alliierten Obersten Rat in London vorgesprochen und die Zusage erhalten, man werde sich an Ort und Stelle von der Hilfsbedürftigkeit Österreichs überzeugen. Als die Delegation des Völkerbundes, die ein Sanierungskonzept ausarbeiten sollte, im April in Wien eintraf, war die Goldkrone schon um 20 Prozent gefallen, und das bloß infolge vager Versprechungen, denn weder waren realiter Anleihebeträge eingegangen, noch ist anzunehmen, daß die usuelle nachwinterliche Entspannung im Zahlungsverkehr einen solchen Valutaeinbruch hervorrufen konnte. Das ganze wiederholt sich mit umgekehrtem Vorzeichen ab Juni. Die bis kurz davor noch strahlend optimistische Öffentlichkeit, aber auch jene, die vom professionellen Gesinnungswandel lebten, begannen, die legislatorischen Probleme einer Pfandrückstellung, wie sie der neue Völkerbundplan verlangte, zu begreifen. So verzerrte die teils panische, teils kalkulierte Flucht vor der Krone die Wirkung des saisonbedingt ohnehin erhöhten Geldbedarfs (45) bis zur Unkenntlichkeit. Es sei hier nochmals daran erinnert: Nicht nur nähert dieser Multiplikatoreffekt der Spekulation die Valutaschwankungen jenen des Zahlungsbilanzdefizits an, er läßt die Kurse sogar durch limitierte Kauf- und Verkaufordern einen Vorsprung gewinnen (46)!

Wenn der Leser aus all dem bisherigen einen klaren Schluß zu ziehen vermag, so ist es wohl der, daß man Ursache und Verlauf der Inflation von 1914 bis 1922, insgesamt wie in den einzelnen Abschnitten, monokausal nicht erklären kann. Das ändert aber die Feststellung am Anfang dieses Kapitels: Nun überrascht nicht mehr die vermeintlich blasphemische Kritik an der er-

folgreichen Quantitätstheorie, sondern deren Erfolg trotz erwiesener Unzulänglichkeiten!

Hier haben die Monetaristen sich selbst, ihre Zeitgenossen und die Nachwelt, bewußt oder unbewußt getäuscht. Sie haben aus dem Genfer Programm, einem Cocktail von Maßnahmen, die ihre Berechtigung von ganz verschiedenen, ja konträren Theorien über Inflation herleiten können, jenen besondere Publizität verschafft, die in ihr Konzept paßten. Sie haben zum Beispiel immer wieder darauf bestanden, das abrupte Ende der Währungsderoute sei in Voraussicht des Abstellens der Notenpresse eingetreten. Zahlungsbilanztheoretiker hätten mit demselben Recht argumentieren dürfen, das Kommen der Anleihe und der dadurch bevorstehende Bilanzausgleich seien vom Publikum antizipiert worden! In Wahrheit wirkte natürlich der psychologische Faktor – weil aber ab dem Frühjahr 1921 in Österreich aller Augen nach Genf gerichtet waren, wird man verstehen, daß Wunder gerade mit Ereignissen zusammenhängen mußten, deren Heilkraft nach Ansicht der dortigen Finanzgewaltigen völlig außer Zweifel stand.

Die österreichische Inflationsforschung wird sich der Vielschichtigkeit des Kausalitätsproblems immer mehr bewußt.

Schon bei den frühen Apologeten der Genfer Sanierung schleichen sich Zweifel an der streng monetaristischen Auffassung ein. „During the period of severe depreciation we see in Austria, first a rise in the rates of foreign exchange, secondly a rise in prices, and only as a final development an increase of the Austrian circulation, the very converse, in fact, of what might have been expected according to the ordinary quantity theory and the purchasing power parity theory“, schreibt Walré, um gleich danach abzuschwächen: Die Quantitätstheorie halte, ausreichend flexibel formuliert (47), auch im Fall einer schwerwiegenden Entwertung stand - nicht so der Kaufkraftparitätenansatz, doch sei dieser ohnehin von Cassel selbst zum Teil revidiert worden!

Georges Morgains 1927 erschienene Lobpreisung der Völkerbundintervention erinnert wieder, trotz allem, stellenweise an die Lamenti über Österreichs Lebensunfähigkeit (48): „Telle était la république de l'Autriche le 10 septembre 1919: un corps réduit à un squelette et dont les dettes étaient proportionnellement très supérieures à ce qu'étaient les charges du corps en bonne santé; une nation artificiellement découpée aux hasards des nécessités de la politique, en dépit de toutes les règles économiques, où toutes les possibilités d'échange étaient quasi annihilées, où le producteur était séparé

de son marché normal, où tous les courants commerciaux étaient à modifier, où l'actif tout entier, où la substance même du pays étaient à reconstituer, où des industries étaient à créer 'ex nihilo'...“ (49).

Weder Walré noch Morgain verraten im übrigen Kenntnis von ihrem Zeitgenossen Albert Aftalion, jedenfalls erwähnen sie nichts von seinen Versuchen, Quantitäts- und Zahlungsbilanztheorie miteinander zu versöhnen und um den psychologischen Aspekt zu bereichern.

Als Christian Suppanz 1976 eine Studie über die Inflation nach dem Ersten Weltkrieg veröffentlicht, steht man gerade inmitten der Diskussion über „technische und politische Wahlfreiheit“ bei deren Bekämpfung. Unter dem Eindruck der Arbeit von Pedersen und Laursen (50) vertritt Suppanz die Dominanz exogener, nicht steuerbarer Einflüsse auf den Prozeß der Geldentwertung in Österreich: „Im zu untersuchenden Fall war die Eindämmung der Nachfrage durch strikte Restriktionsmaßnahmen im fiskalischen und monetären Bereich der einzige Handlungsparameter. Dies entsprach der traditionellen Theorie und hätte notwendigerweise - wie es nach der Stabilisierung offenkundig wurde - zu einer immensen Arbeitslosigkeit geführt. Betrachtet man dies als nicht wünschenswert, so wäre kein Aktionsparameter mehr zur Verfügung, die Entwicklung des Systems würde durch die Daten bestimmt und müßte sich selbst überlassen werden“ (51).

Neuerdings hat man zu einem sehr differenzierten, nach allen Seiten hin offenen Standpunkt zurückgefunden. Bei Eduard März heißt es etwa, bezogen auf den Theorienstreit: „Aus unseren Ausführungen sollte klar geworden sein, daß keine dieser Theorien einen Monopolanspruch erheben kann und daß ihnen beiden - unter bestimmten historischen Bedingungen - ein gewisser, wenn auch die Wirklichkeit etwas simplifizierender, Erkenntniswert zukommt“ (52). Und wenig später wird die bedeutende Rolle der Spekulation, zumeist gegen die Krone, ausdrücklich hervorgehoben.

Ist dem noch etwas hinzuzufügen? Nichts als die Hoffnung, daß kommende Untersuchungen die statistischen Grundlagen festigen mögen, auf denen jede Kausalanalyse beruht; daß sie dabei aber niemals den human factor vergessen, dessen Urheberchaft uns die Inflation als den wahrhaft erschütternden Massen-Vorgang empfinden läßt, den Canetti beschwört.

#### Anmerkungen

- (1) Die neueste Entwicklung hier einzubeziehen, wäre auf Grund der radikalen Wandlung des Erkenntnisgegenstandes verfehlt!

- (2) Für diese Faszination ist nicht zuletzt der versöhnlich-integrative Gehalt von Aftalions Ideen verantwortlich.
- (3) St. Zweig, die Welt von Gestern, Berlin 1962, S. 268.
- (4) J. v. Walré de Bordes, The Austrian Crown. Its Depreciation and Stabilization, London 1924.
- (5) Diese entwickelte sich, da der Dollar in Relation zum Gold fixiert war, entsprechend dem Agio der Gold- gegenüber der Papierkrone.
- (6) Die „Nationalisierung“ der jugoslawischen Währung erfolgte vom 8. bis 20. Jänner 1919, die Tschechoslowakei stempelte in der Woche vom 3. bis 9. März 1919. Walré de Bordes, The Austrian Crown, S. 40.
- (7) „Puissent ces principes généraux“ (gemeint sind die Sanierungsrichtlinien des Völkerbundes „dans le respect desquels nous voyons surtout l'intérêt de l'exemple autrichien, guider promptement les Etats qui n'ont pas encore eu le courage de s'attaquer au mal! „G. Morgain, La couronne autrichienne depuis le traité de Saint-Germain, Paris 1927, S. 331.
- (8) Sie sind dem Memorandum für die Brüsseler Friedenskonferenz 1920 entnommen. Siehe G. Cassel, Das Geldproblem der Welt, deutsch München 1921.
- (9) J. K. Galbraith, Money. Whence it came, where it went, London 1975, S. 36 f.
- (10) Siehe Walré de Bordes, The Austrian Crown, S. 178 f. Der Einfachheit halber seien hier die Kreditgeldformen, die gleichfalls Einfluß auf das Preisniveau nehmen können, vernachlässigt.
- (11) Siehe I. Fisher, Die Illusion des Geldes, deutsch Berlin 1928.
- (12) Österreich kommt da – wahrscheinlich wegen seiner Gefügigkeit gegenüber dem Völkerbund – noch recht gut weg: „Sans doute y a-t-il quelquefois exagération voulue de leur part; il n'en reste pas moins vrai que la vérité économique était – l'histoire l'a prouvé – du côté de nos adversaires.“ Morgain, La couronne autrichienne, S. 44.
- (13) A. Aftalion, Die Einkommenstheorie des Geldes und ihre Bestätigung durch die gegenwärtigen Phänomene, in: Wert, Preis, Produktion, Geld und Kredit. Dargestellt von A. Aftalion und anderen, Wien 1932, S. 379.
- (14) Als Vater der Purchasing Power Parity Theory gilt der schwedische Nationalökonom Gustav Cassel. Siehe: Das Geldproblem, S. 30 ff.
- (15) Analog zur früheren Beobachtung, daß der Notenumlauf vor den Preisen ansteigt, gilt die Priorität der Warenvertéuerung vor jener der Auslandswährungen!
- (16) St. Zweig, Die Welt von Gestern, S. 269.

- (17) M. Sperber, Die vergebliche Warnung. All das Vergangene . . . München 1980, S. 8.
- (18) Von Smiths, Ricardos und Mills Stellungnahmen dazu handeln Ch. Gide und Ch. Rist, A History of Economic Doctrines, 2. engl. Aufl. London 1948, S. 640 ff.
- (19) Zu den Verhandlungszielen des französischen Ministerpräsidenten in Versailles siehe J. M. Keynes, Die wirtschaftlichen Folgen des Friedensvertrages, deutsch München-Leipzig 1921, S. 20 ff.
- (20) Deutschland hatte am selben Tag wie Österreich-Ungarn, dem 4. August 1914, für die Kriegskredite und damit die Aufhebung der Goldeinlösungspflicht votiert.
- (21) Der (untere) Goldpunkt kennzeichnet bei einer gebundenen, d.h. auf Edelmetall fußenden Währung die Grenze, bis zu der sich ihr Wechselkurs verschlechtern kann. Ist sie erreicht, wird es für das verschuldete Land vorteilhafter, das Edelmetall selbst auszuführen, als die weitere Entwertung seines Geldes in Kauf zu nehmen. Siehe K. Helfferich, Geld und Banken, I. Teil: Das Geld, Leipzig 1903, S. 406 ff.
- (22) Erste Schätzungen nannten einen Betrag von 132 Milliarden Goldmark. Galbraith, Money, S. 154.
- (23) J. M. Keynes stellt hier die große Ausnahme dar. Zwar bekennt er sich ausdrücklich zur Quantitätstheorie, doch ist er imstande, sie angesichts der, wie er meint, unangemessenen Härte der Versailler Friedensbedingungen zu relativieren. Siehe Keynes, Die wirtschaftlichen Folgen des Friedensvertrages; weiters Ch. Suppanz, Die österreichische Inflation, Wien 1976, S. 145.
- (24) Siehe G. Stavenhagen, Geschichte der Wirtschaftstheorie, Göttingen 1969, S. 519 ff.
- (25) Die Zahlungsbilanztheoretiker sind aber dabei überzeugte Verfechter des Gold- bzw. Silberstandards: „So lange unsere Einsicht in die wirtschaftlichen Zusammenhänge nicht sehr viel tiefer und sicherer ist als bei dem gegenwärtigen Stande der national-ökonomischen Wissenschaft, wird die Papierwährung stets nur als eine Anomalie betrachtet und die Verbindung des Geldwertes mit einem der Edelmetalle als der wünschenswerte und normale Zustand angestrebt werden . . .“ K. Helfferich, Das Geld, S. 529.
- (26) Matthias Erzberger, Zentrumspolitiker und vom Juni 1919 bis zu seinem Rücktritt im März 1920 Reichsfinanzminister, war Exponent einer – auch finanziellen – Verständigung mit Deutschlands Weltkriegsgegnern.
- (27) Auch in Österreich kam der Konflikt zwischen Quantitäts- und Zahlungsbilanztheorie auf die politische Bühne. Die Monetaristen gaben den Verantwortlichen der Notenbankpolitik die Schuld am Währungselend und zweifelten keinen Moment an der prinzipiellen Existenzfähigkeit der Alpenrepublik. Dagegen betrachteten ihre Opponenten die Misere als Konsequenz der ungenügenden Ressourcen Deutschösterreichs und des daraus resultierenden Importzwangs; für sie blieb nur mehr eine außerökonomische Lösung wie etwa der Anschluß anzustreben. Siehe K. Bachinger, Umbruch

und Desintegration nach dem Ersten Weltkrieg. Österreichs wirtschaftliche und soziale Ausgangssituation in ihren Folgewirkungen auf die Erste Republik, ungedr. Habilitationsschrift, Wien 1981, S. 297 ff.

- (28) A. Burghardt erläutert den Begriff wie folgt: „Bei generellen Inflationserwartungen... wird von den Angehörigen eines Geldsystems vermutet, daß es für eine nicht absehbare, d.h. nicht abgrenzbare Zeitdimension keine Sicherheit über den Realwert der (eigenen, 'privaten') Kasse gäbe bzw., daß die Opportunitätskosten der Kassenhaltung steigen werden: Es scheint besser zu sein, Geld auszugeben, als es in der Kasse (auf Sparkonten) zu speichern... Das Bezugssystem für das Geldverhalten ist nun ein System steigender Preise.“ A. Burghardt, Soziologie des Geldes und der Inflation, Wien-Köln-Graz 1977, S.97.
- (29) „The French followed the line of least resistance, with, on the whole, the best results.“ Galbraith, Money, S.147.
- (30) Siehe G.H. Bousquet, Albert Aftalion et l'École Psychologique Autrichienne, in: L'oeuvre scientifique d'Albert Aftalion, hrsg. von F. Perroux, Paris 1947, S. 67 ff.
- (31) Siehe A. Aftalion, Monnaie et industrie. Les grands problèmes de l'heure présente, Paris 1929, S.3.
- (32) „Es sind die Preise von gestern, welche Einfluß nehmen auf die individuelle Einschätzung des Geldes. Die Preise von heute werden von der individuellen Einschätzung abhängen.“ Aftalion, Einkommenstheorie, S. 377.
- (33) Ebd., S. 376.
- (34) É. James, La théorie psychologique de la monnaie et les dévaluations d'avant-guerre, in: L'oeuvre scientifique d'Albert Aftalion, hrsg. von F. Perroux, S. 111.
- (35) Das sich im Kurssturz, aber auch in der Banknotenschwemme manifestieren kann!
- (36) Aftalion, Monnaie et industrie, S. 7.
- (37) „L'erreur de la théorie de la balance des comptes était de faire dépendre le change de la confrontation de deux quantités déterminées. Mais, à cause de toutes les possibilités dues au mouvement des capitaux, il y a autant de quantités offertes où demandées qu'il y a de cours.“ Aftalion, Monnaie et industrie, S. 8.
- (38) J. M. Keynes, Ein Traktat über Währungsreform, deutsch München-Leipzig 1924, S. 77.
- (39) Siehe E. Hantos, Das Geldproblem in Mitteleuropa, Jena 1925.
- (40) Siehe auch Keynes, Ein Traktat, S. 84: „Eine große Veränderung von n“ (Geldumlauf, Anm.) andererseits, welche die Anfangsreibung überwindet, wird eine größere als die genau entsprechende Wirkung auf p (die Preise, Anm.) ausüben, zumal dann, wenn die Gründe, die zur Steigerung von n führten, eine allgemeine Erwartung weiterer Veränderung in derselben Richtung hervorrufen.“

- (41) Nach der Wiederaufnahme internationaler Wirtschaftsbeziehungen muß der neue Kronenkurs ja, ceteris paribus, das gestiegene österreichische Preisniveau zum Ausdruck bringen!
- (42) Keynes, Ein Traktat, S. 100.
- (43) Siehe die vorangegangenen Ausführungen zur Psychologischen Wechselkursstheorie.
- (44) Siehe Bachinger, Umbruch und Desintegration, S. 270 f.
- (45) Die Landwirtschaft, zum Beispiel, steht nach der Ernte im Spätsommer vor der Notwendigkeit, neues Saatgut einzukaufen.
- (46) Siehe Anm. 37.
- (47) An Flexibilität hat es dem Methusalem der österreichischen Inflationsgeschichtsschreibung nicht gefehlt! Aftalions Vorwurf, er habe zwar die umgekehrte Kausalkette (Kurs-Preis-Geldmenge), zugleich aber die prinzipielle „Übereinstimmung mit der Quantitätstheorie“ statuiert (Aftalion, Einkommenstheorie, S. 383), geht ins Leere, wie folgender Passus beweist: „We may therefore conclude that whilst there exists a tendency of the rate of exchange and the purchasing power parity to coincide, in cases of deviation between the two factors, sometimes the one and sometimes the other will prove the stronger.“ Walré de Bordes, The Austrian Crown, S. 199.
- (48) Besonders die Herausgeber der Zeitschrift „Der Österreichische Volkswirt“, Gustav Stolper und Walther Federn, bestritten vehement die Lebensfähigkeit eines autonomen Deutschösterreich. Sie standen in ihrer finanzwirtschaftlichen Argumentation der Zahlungsbilanztheorie nahe. Siehe Bachinger, Umbruch und Desintegration, S. 298 ff.
- (49) Morgain, La couronne autrichienne, S. 43 f.
- (50) K. Laursen, I. Pedersen, The German Inflation, Amsterdam 1964.
- (51) Suppanz, Die österreichische Inflation, S. 151 f.
- (52) E. März, Österreichische Bankpolitik in der Zeit der großen Wende 1913 – 1923. Am Beispiel der Creditanstalt für Handel und Gewerbe, Wien 1981, S. 400. Im gleichen Sinne äußert sich auch Bachinger, Umbruch und Desintegration, S. 296 ff.

*Wolfgang Kemmetmüller und Alois Mosser*

## **Betriebswirtschaftliche Probleme bei sinkendem Geldwert. Vermögens- und Kapitalstruktur der Oesterreichisch-Alpinen Montangesellschaft (OeAMG) 1911 bis 1924**

### *Zielsetzung und Methode*

Die in der Folge starken Geldwertverfalls auftretenden Probleme der Finanzierung, Leistungserstellung, Vermarktung sowie der Produktions- und Kostenstruktur bilden heute ein zentrales Diskussionsthema. Das heißt nicht, daß in der Betriebswirtschaftslehre hinsichtlich der Folgen von Inflation oder der adäquaten Instrumente zu deren Ausschaltung Übereinstimmung besteht. Noch viel stärker weichen die Stellungnahmen über historische Erscheinungen dieser Art wie etwa die Kriegs- und Nachkriegsinflation 1914 bis 1924 voneinander ab. Weisen die einen auf geradezu sagenhafte Gewinne der Industrie hin, heben die anderen den durch den wirtschaftlichen Zusammenbruch erlittenen enormen Substanzverlust der Unternehmen hervor (1). Solche Aussagen entbehren jedoch mehr oder weniger noch der wissenschaftlichen Beweisführung, können also nur hypothetischen Wert beanspruchen. Wenn überhaupt möglich, erscheint es zumindest heute als noch zu früh, generelle Entwicklungsabläufe zu skizzieren. Es bleibt jedoch Ziel der Betriebswirtschaftslehre, durch empirisch - induktiv geführte Analysen zu Aussagen von höherer Allgemeingültigkeit zu kommen. So möchte die folgende Untersuchung die in Rede stehende Problematik in unternehmensspezifischer Form, an Hand einer Industriefirma aufzeigen; Hinweise auf unternehmensübergreifende Entwicklungen wollen nur als erste Vermutungen verstanden sein, die es durch weitere Untersuchungen zu erhärten oder zu widerlegen gilt.

Die Tatsache sinkenden Geldwertes allein berechtigt nicht zu Schlußfolgerungen auf die wirtschaftliche Lage der Betriebe. Dies deshalb, weil Inflation nur einer von vielen Beeinflussungsfaktoren ist, die, zusammen auftretend, sich in ihrer Wirkung verstärken, abschwächen oder auch aufheben können. Der wirtschaftliche Erfolg eines Unternehmens ist von einer Vielzahl von Variablen abhängig, in deren Beziehungsgefüge inflationäre Tendenzen höchst unterschiedliche Auswirkungen haben können.

Die folgenden Überlegungen beruhen überwiegend auf Bilanz, Gewinn- und

Verlustrechnung bzw. dem Geschäftsbericht. Das als Beispiel ausgewählte Unternehmen, die Oesterreichisch - Alpine Montangesellschaft, wurde 1881 als Aktiengesellschaft gegründet; es zählte sowohl in der Monarchie als auch in der Republik zu den größten nicht nur der Grundstoffindustrie (2).

Der methodische Zugang, mittels der Daten des Jahresabschlusses die Folgen des Inflationsprozesses ersichtlich zu machen, wird durch die Tatsache gerechtfertigt, daß Geldwertschwankungen in bestimmter Weise auf Einzelpositionen der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung Einfluß nehmen. Die Ursache liegt im Charakter des Geschäftsabschlusses, ein Ermittlungsverfahren des wirtschaftlichen Ergebnisses einer Periode, in der Regel eines Jahres zu sein. Verändert sich nun in diesem Zeitraum der allgemeine Geldwert, also das der Verrechnung zugrundegelegte gemeinsame Maß, dann führt eine Gegenüberstellung von Erträgen und Aufwendungen zu einem von der Realität abweichenden Gewinnausweis (3). Dazu kommt es, weil eben der Jahresabschluß auf der Basis von nominellen Anschaffungswerten erstellt wird, wie es der Gesetzgeber in Österreich und in einer Reihe anderer Länder vorschreibt (4).

Welcher Art sind nun die Auswirkungen auf Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung?

Im Finanzvermögen treten Verluste entsprechend dem Geldwertverfall auf; dies gilt nur bedingt für Beteiligungen, da diese eine über das Inflationsausmaß hinausgehende Wertsteigerung erzielen können. Das Sachanlagevermögen wird unterbewertet. Der daraus resultierende Vorteil stiller Reserven ist trügerisch, da Unterbewertung vielfach zwangsläufig zu ungenügenden Reinvestitionen und somit zu Substanzeinbußen und Scheingewinnen führt. Solche entstehen auch bei den unmittelbar in den Umsatzprozeß eingehenden Vermögenswerten wie den Vorräten, da höheren, aber inflationierten Umsätzen niedriger bewerteter Aufwand gegenübergestellt wird. Bezüglich der Kapitalausstattung führt Inflation zu Verlusten bei den Eigenmitteln und zu Gewinnen im Fremdkapital.

Allein dieser skizzenhafte Überblick zeigt zweierlei: Eine nominalistische (auf Anschaffungswerten beruhende) Erfolgsrechnung verfälscht bei schwankendem Geldwert den realen Erfolg (Gewinn oder Verlust); entscheidend für Art und Ausmaß der Inflationsfolgen für ein Unternehmen sind dessen Vermögens- und Kapitalzusammensetzung sowie die Kosten- und Ertragsstrukturen. Die Tatsache des Geldwertschwundes allein ist an sich indifferent zum Erfolg. Daraus resultiert, daß mit branchentypischen Folgen der Inflation gerechnet werden muß, da etwa die hohe Anlagenintensität der Schwer-

industrie bestimmte Wirkungsmechanismen bedingt. Deutlich wird aber auch, daß die Unternehmen über investitions- und finanzpolitische Entscheidungen in der Lage sind, diese Mechanismen zu beeinflussen. So inflationieren umfangreiche Investitionen die Beständebilanz und bauen den Anteil der stillen Reserven am Anlagevermögen ab. Die verstärkte Heranziehung von Fremdmitteln vermindert das Ausmaß der Inflationsverluste im Eigenkapital usw. Ziel der folgenden Analyse ist es, Einsicht in die Auswirkungen der Inflation auf die Vermögens- und Kapitalstruktur der OeAMG zu gewinnen.

### *Die Vermögensstruktur*

Das Gesamtvermögen der Alpinen Montangesellschaft betrug 1913 mit 115 Millionen Kronen 78 Prozent des im Rahmen des ersten Jahresabschlusses 1882 ermittelten Wertes (5). Während es im Ersten Weltkrieg bereits eine Vermehrung um etwas mehr als die Hälfte erfuhr, trat von 1918 bis 1924 eine Erhöhung um etwa das 4.540 fache ein. Die Eskalation des nominellen Wertes widerspiegelt eindrucksvoll die Auswirkungen der Nachkriegsinflation auf die Bilanz. Vor Einführung der Schilling-Währung (1. Jänner 1925) wurde das Gesamtvermögen mit 799 Milliarden Kronen ausgewiesen (Diagramm 1).

An dieser Entwicklung hatten die einzelnen Vermögenspositionen sehr unterschiedlich Anteil. So wuchs das Umlaufvermögen bis 1918 um 258 Prozent, von Kriegsende bis 1924 um das 5.441 fache an. Die Vergleichszahlen für das Sachanlagevermögen signalisieren eine 4 prozentige Abnahme während des Krieges und anschließend eine Aufstockung auf das 2.116 fache (Diagramm 1 und 2).

Der Geldwertverfall wirkte sich demgemäß nicht gleichmäßig auf die einzelnen Vermögensteile aus; als entscheidend hierfür erweist sich deren unterschiedliche Bindungsdauer. Je kurzfristiger diese ist, desto rascher kommt es zu Reinvestitionen, welche die Wertansätze inflationieren.

Diese Wirkungsmechanismen führten zu tiefgreifenden Veränderungen in der Vermögensstruktur. Vor dem Krieg hatten die Sachanlagen der OeAMG vier Fünftel des Gesellschaftsvermögens repräsentiert. Ihr Anteil sank bis zum Jahre 1918 kontinuierlich auf 51 Prozent ab und betrug 1922 am Höhepunkt der galoppierenden Inflation nur mehr 0,1 Prozent (Diagramm 3 und Tabelle 1).

Die Tatsache des in den Bilanzen zum Ausdruck kommenden enormen Wertunterschiedes der Anlagen zum Umlaufvermögen gibt aber auch einen

ersten Hinweis auf die Investitionspolitik des Unternehmens. Überlickt man die Buchwerte für das langfristige Sachvermögen, so wird deutlich, daß bis zum Kriegsende keine nennenswerten Investitionen getätigt wurden, ja diese nicht einmal das Ausmaß der Abschreibungen erreichten. Obwohl in den Jahren danach bis einschließlich 1922 die Buchwerte stiegen, kann bei Berücksichtigung des Geldwertverfalls von keiner Werterhaltung gesprochen werden. Erst in den Jahren 1923 und 1924 liefen umfangreiche Investitionen an und erhöhten so den Anteil der Sachanlagen am Gesamtvermögen auf 24 Prozent. Diese Tatsache wird bei Beurteilung der Finanzierungs- und Leistungskraft des Unternehmens noch zu spezifizieren sein.

Eine differenziertere Betrachtung der Aktiva gestattet einen tieferen Einblick in die Vermögenslage der Gesellschaft (Tabelle 1).

Durch die bereits festgestellte geringe Investitionstätigkeit blieb die wertmäßige Zusammensetzung der Sachanlagen, wie sie vor dem Krieg bestanden hat, im wesentlichen weiterhin erhalten. Diese ist dadurch gekennzeichnet, daß auf die Wohn- und Wirtschaftsgebäude zwischen 12 und 20 Prozent, auf die Werkgebäude plus/minus 50 und auf die maschinelle Einrichtung meist weniger als 10 Prozent entfielen. Der bereits vor dem Krieg niedrige Modernisierungsgrad der Erzeugungsbetriebe rührte daher, daß seit der Jahrhundertwende keine größeren Investitionen mehr durchgeführt worden waren. Strukturverändernd wirkte allein der zwischen 1913 und 1921 von 30 auf 20 Prozent sinkende Anteil der Erz- und Kohlelagerstätten. Da diese auch von den 1923 und 1924 getätigten Investitionen ausgenommen blieben, kam der in diesen Jahren für den Bergbaubesitz bilanzierte Betrag nur mehr einem Erinnerungswert gleich. Dadurch erhöhten die Fabriksgebäude ihren Anteil an den Sachanlagen auf zwei Drittel und die Maschinen auf über ein Fünftel. Unverändert blieb die Wertrelation der gesellschaftseigenen Wohngebäude.

Das Umlaufvermögen der OeAMG repräsentierte vor dem Krieg (1913) wie erwähnt rund ein Fünftel des gesamten Vermögens und wies damit den niedrigsten Wertanteil seit Bestehen des Unternehmens aus. Der Durchschnitt der Jahre 1882 bis 1913 lag knapp unter 28 Prozent (6). Während der Kriegsjahre stieg die Anteilsquote auf 45, erreichte 1922 mit 99,9 Prozent ihren absoluten Höhepunkt und sank bis 1924 auf 54 zurück (Diagramm 3). Deutlich wird aus diesen Zahlen der Einfluß des Geldwertverfalls auf die Positionen des Umlaufvermögens sichtbar; auch die „Normalisierung“ der Bilanzwerte in den beiden letzten Untersuchungsjahren widerspiegeln die Währungsverhältnisse, nämlich die Stabilisierung der Papierkrone. In gleicher

Weise wirkte sich die anlaufende Investitionstätigkeit aus.

Die Veränderungen in der Zusammensetzung des Umlaufvermögens veraten nicht nur Beziehungen zum inflationären Geschehen, sondern auch einen grundsätzlichen Strukturwandel der Vermögenswerte.

Seit 1904 lag der Anteil der Vorräte am Gesamtvermögen unter der 10 - Prozentmarke (7). Auch bei Kriegsausbruch waren nur 8 Prozent des Vermögens in Waren- und Materialvorräten gebunden. Der Jahresabschluß 1918 läßt einen Anteil von einem Viertel erkennen; trotz der danach rapide gesunkenen Kaufkraft der Krone und enormer Preissteigerungen ging die Vorratsintensität bis Ende 1921 auf 6 Prozent zurück.

Daraus kann abgelesen werden, daß es keine als Kriegsvorbereitung zu bezeichnenden Bevorratungsmaßnahmen gab, daß das Unternehmen während des Krieges sich die notwendigsten Hilfsstoffe und Materialien zu beschaffen wußte, aber in den ersten Nachkriegsjahren keine ausreichende Auffüllung der allmählich aufgezehrten Vorratslager bewerkstelligen konnte. Mit 1922 erhöhten sich die Lagerbestände, wofür allerdings auch das Abflauen der ersten Nachkriegskonjunktur verantwortlich sein dürfte.

Auch innerhalb des Warenlagers vollzogen sich Umschichtungen. Während vor dem Ersten Weltkrieg dem Wert nach etwa die Hälfte der Vorräte aus Rohstoffen bestand, erhöhte sich dieser Anteil im Krieg auf drei Viertel und in den Jahren 1920 und 1921 (erhöhte Nachfrage nach Halbfertig- und Fertigwaren) auf über vier Fünftel. Demgegenüber bewegte sich der Wertanteil der Halbfabrikate, der 1913 an die 15 Prozent betrug, zwischen 1914 und 1922 mit Ausnahme des Jahres 1918 unter der 10 - Prozentgrenze; 1920 bis 1922 entfielen gar nur 2 bis 3 Prozent auf diese Kategorie. Die gleiche Entwicklung nahmen die Fertigwaren. Sie repräsentierten vor 1914 etwa ein Drittel des Lagerwertes, 1915/1916 einige Prozentpunkte darunter, zwischen 1917 und 1924 jedoch weniger als ein Fünftel. Nur 1919 können 21 Prozent als Anteilsquote gemessen werden (Tabelle 2).

Insgesamt zeigen die Bilanzen das vorrangige Bestreben des Unternehmens, die Rohstoffversorgung sicherzustellen. Die Lagerhaltung von Halbfabrikaten und Fertigwaren verlor im Verhältnis dazu immer mehr an Bedeutung. Erst in den letzten zwei bis drei Jahren des Untersuchungszeitraumes kann eine gewisse Tendenzwende erkannt werden.

Ungleich stärker als das Vorratsvermögen wuchsen die Debitoren an. Dies überrascht nicht, da sowohl im Krieg als auch in den Jahren danach die Lagerdauer mit 30 bis 99 Tagen über den eingeräumten Zahlungsfristen lag, wodurch die Position der Forderungen aufgrund von Lieferungen stärker als die

der Vorräte inflationiert wurde (8). Von 1918 bis 1921 ging der Anteil der Warenbestände am Firmenvermögen von 25 auf 6 Prozent zurück, während sich jener der Debitoren von 13 auf 88 Prozent erhöhte. Die folgenden Jahre brachten eine Trendumkehr, und die im Jahre 1924 ausgewiesenen 24 bzw. 28 Prozent für Vorräte und Forderungen müssen zwar bezüglich ihrer Anteilsquote am Gesamtvermögen als hoch, in ihrer Relation zueinander aber bereits als unternehmenstypisch bezeichnet werden.

Die liquiden Mittel (Wertpapiere und Geldvermögen) nahmen zwischen 1900 und 1913 im Durchschnitt 4 Prozent des Gesellschaftsvermögens ein. In der Inflationsperiode war das Unternehmen bemüht, diese Position tunlichst klein zu halten; von 1921 bis 1924 entfielen auf sie nur 1 bis 2 Prozent der Aktiva.

### Die Kapitalstruktur

Die sich entsprechend der Zunahme der Vermögenswerte verbreiternde Kapitalbasis unterlag im Untersuchungszeitraum einem tiefgreifenden Strukturwandel (Diagramme 4 und 5). Im letzten Vorkriegsjahr standen die Eigen- zu den Fremdmitteln im Verhältnis von vier zu eins. Während das Jahr 1914 eine weitere Anteilserhöhung des Eigenkapitals auf nun 83 Prozent brachte, kam es in der Folge zu verstärkter Heranziehung von Kreditkapital. Am Ende des Krieges entfielen von 100 investierten Kronen bereits 45 auf fremde Kapitalgeber. Durch Aufstockung des Grundkapitals und Überweisung des dabei erzielten Emissionsagios an den Reservefonds erhöhte sich 1919 der Anteil des Eigenkapitals wieder auf 77 Prozent. Die nächsten zwei Geschäftsperioden führten infolge der für 1921 obligaten Vermögensabgabe zu einer Reduktion der Eigenmittel von 193 auf 125 Millionen Kronen; gleichzeitig wuchs das Fremdkapital von 56 Millionen auf 4 Milliarden an, was vor allem auf das Konto der durch den inflationsbedingten Preisauflauf aufgeblähten Kreditoren ging. So stellten die Aktionäre nur mehr 3 Prozent des dem Unternehmen zugeführten Kapitals. Dieses Mißverhältnis erzwang - beschleunigt durch die fortschreitende Inflationierung der Bestände Bilanz - eine Anhebung des Grundkapitals, die abermals bedeutende Agiobeträge einbrachte. Die Eigenkapitalausstattung wurde dadurch verbessert und 1924 setzte sich der Kapitalfonds wie zu Kriegsende aus 55 Prozent Eigen- und 45 Prozent Fremdkapital zusammen.

Bezüglich der Zusammensetzung der gesellschaftseigenen Mittel fällt das nach 1918 zunehmende Auseinanderklaffen des bilanzierten Eigenkapitals

und des Grundkapitals ins Auge (Diagramm 6). Bis zu diesem Zeitpunkt repräsentierten die Einzahlungen der Aktionäre mehr als 70 Prozent der Eigenmittel. Danach ging die Bedeutung des Grundkapitals als Finanzierungs- und Risikoträger rasch zurück. Zwischen 1922 und 1924 entsprach es nur mehr 0,1 bis 0,2 Prozent des Eigenkapitals. Hauptursache waren gerade jene Aktienemissionen der Jahre 1922 und 1923, die eine Aufstockung des Grundkapitals von 100 auf 600 Millionen Kronen bezweckten. Nach Durchführung konnte das Unternehmen einen Agiogewinn von 451 Milliarden Kronen verbuchen.

Aus diesen Zahlen kann unschwer auch die Entwicklung der Reservefonds abgelesen werden, wozu Tabelle 3 die Daten liefert. Stellten die Rücklagen bis 1918 etwa ein Viertel des Eigenkapitals dar, wuchs ihr Anteil innerhalb von zwei Jahren auf die Hälfte an; 1921 wurden sie aus schon bekannten Ursachen (Vermögensabgabe) stark reduziert, doch anschließend repräsentierten sie bis zur Schilling-Eröffnungsbilanz (1925) de facto allein die gesamten Eigenmittel.

Zur Frage der Entstehungsursache der Reserven enthalten bereits die vorangegangenen Ausführungen über die Kapitalstruktur einige Hinweise. Die folgende Aufstellung zeigt, daß die aus Gewinnanteilen gebildeten Rücklagen ihrer wirtschaftlichen Bedeutung nach weit hinter den aus Aktienemissionen resultierenden zurückstanden.

Die Rücklagenbildung der OeAMG 1914 bis 1924  
(Angaben in Millionen Kronen)

Zeit	Gewinnrücklagen	Kapitalrücklagen
1914-1918	3	-
1919	-	74
1920	-	-
1921	3	-
1922	-	110.394
1923	-	340.324
1924	-	-

Seit dem Jahre 1919 verzichtete das Unternehmen auf regelmäßige Zuweisungen an den Reservefonds aus dem Gewinn. Hingegen wird deutlich, zu welchem bedeutendem Faktor sich die Agioerlöse für die Reserve- und Finanzierungspolitik entwickelten.

Betrachtet man die Zusammensetzung des Fremdkapitals, fällt das Fehlen langfristiger Kredite ins Auge. Ausschließlich für soziale Zwecke reservierte Kapitalien können hier namhaft gemacht werden, denen jedoch insgesamt kaum eine Finanzierungsfunktion zukam. Ob sich dahinter eine bestimmte Unternehmensstrategie verbarg oder einfach kein Leihkapital für einen längeren Zeitraum zu bekommen war, kann daraus nicht erkannt werden.

Das kurzfristige Fremdkapital entsprach bezüglich seines Volumens mit zunehmender Inflationseinwirkung immer mehr den Kreditoren. Im ersten Kriegsjahr betragen die Lieferschulden 27 Prozent der kurz- und mittelfristigen Verbindlichkeiten, bei Kriegsende bereits 82 und 1924 waren es 99,4 Prozent.

### *Verschuldungs- und Deckungsverhältnisse*

Die Analyse der Wechselbeziehungen zwischen Vermögens- und Kapitalstruktur gewährt Einblick in Mittelbedarf und Mittelbeschaffung. Die Bereitstellung des betriebsnotwendigen Vermögens und die Sicherstellung der Zahlungsbereitschaft darf als das Ziel jeder unternehmerischen Finanzpolitik hingestellt werden. Obwohl die Möglichkeiten, die dadurch ausgelösten finanzwirtschaftlichen Vorgänge zu rekonstruieren, im Rahmen einer externen Bilanzanalyse sehr begrenzt erscheinen, können doch wertvolle Anhaltspunkte gefunden werden.

Als erstes sei ein Blick auf die Finanzierung des Anlagevermögens, die Anlagedeckung geworfen.

Im Jahre 1913 entsprach die Wertrelation zwischen den Anlagen und den langfristigen Kapitalpositionen der sogenannten „Goldenen Bilanzregel“ (9). Einem mit 93,4 Millionen Kronen bilanzierten Vermögen standen 93,2 Millionen an Eigen- und 0,6 Millionen Kronen an Fremdkapital gegenüber, so daß eine Finanzierungsrelation von etwas über eins gegeben war. Wie aus Diagramm 7 deutlich hervorgeht war das Unternehmen bis 1918 mit Erfolg bemüht, Anlagen- und Eigenkapitalausstattung in Übereinstimmung zu halten. Die im Jahre 1919 mit Blick auf größere Bauvorhaben ausgegebenen Aktien führten vorübergehend zu einer Überdeckung von 93 Prozent. Als dann die getätigten Investitionen im Produktions- und Sozialbereich zu Buche schlugen, wurde der Überhang an Eigenmitteln geringer (74 Prozent).

Ungünstig beeinflusste die 1921 in Rechnung gestellte Vermögensabgabe die finanzielle Lage der OeAMG. Sie verschlang 38 Prozent des gesamten Eigenkapitals und führte zu einem Finanzierungskoeffizienten von 0,67; jede dritte in das Anlagevermögen investierte Krone entstammte zu diesem Zeitpunkt kurz- und mittelfristigen Krediten.

Das Ende des Währungsverfalls im Jahre 1922 und zunehmende Investitionstätigkeit ließen in der Folge die Anlagenwerte in Relation zum Gesamtvermögen ansteigen. Finanziert wurden die Zugänge durch Eigenkapital (Vermehrung des Grundkapitals und Kapitalrücklagen). Das Jahr 1924 wurde mit einer Überdeckung von 19 Prozent abgeschlossen.

Auch die Deckungsrelation gestaltete sich zu Beginn des Untersuchungszeitraumes in geradezu vorbildlicher Weise: die umlaufenden Vermögenswerte entsprachen zu 100 Prozent den kurz- und mittelfristigen Zahlungsverpflichtungen (Tabelle 4). Nachdem sich im ersten Kriegsjahr die Verhältnisse noch günstiger gestellt hatten, führten 1915 und 1916 die wertmäßige Minderung der Vorratslager und hohe Dividendenzahlungen zu einer Liquiditätsverengung. Durch niedrigere Bemessung der Ausschüttungen an die Aktionäre gelang es bereits 1917, eine ausreichende Deckung sicherzustellen.

Hohe Inflationsraten können eine Vernachlässigung der Zahlungsbereitschaft nahelegen oder diese zumindest zu einem Objekt der Spekulation machen. Umgekehrt kann eine hohe Deckungsrelation zu Verlusten führen. So gelang es der Unternehmensführung im Jahre 1918, die Debitoren gegenüber dem Vorjahr um rund 20 Prozent zu senken, während man die Lieferschulden um die Hälfte anwachsen ließ; die Deckungsrelation fiel dadurch immer noch nicht unter eins. Ein Jahr später mußten die umgekehrten Bedingungen hingenommen werden: Die Debitoren kletterten von 24 auf 81 Millionen Kronen, die Kreditoren gingen von 65 auf 38 Millionen zurück. Der daraus resultierende Überhang an Umlaufvermögen von 168 Prozent verbirgt die so entstandene ungünstige Finanzlage. In den folgenden Jahren des rasanten Kaufkraftschwundes lagen bei sehr unterschiedlichen Verhältnissen die Bilanzwerte der Umlaufmittel über denen des Fremdkapitals; nur im Jahre 1921 bewirkte das wertmäßige Zurückbleiben der Warenlager eine Unterdeckung von zwei Prozent.

### *Die Finanzierungskraft des Unternehmens*

Zur Beurteilung der Finanzierungskraft eines Unternehmens werden die verschiedensten Kennziffern eingesetzt. Eine der gängigsten in Theorie und Praxis ist der Cash Flow, der allerdings sehr unterschiedlich berechnet wird. Grundsätzlich geht es jedoch um die Erfassung jenes Teiles der Einnahmen, der die Ausgaben übersteigt und somit frei zur Disposition (für Dividendenzahlungen, Reinvestitionen etc.) steht. Unter Berücksichtigung der Datenstruktur bietet sich für die vorliegende Untersuchung ein Verfahren an (10), das dem in den Vereinigten Staaten in den fünfziger Jahren entwickelten nahe kommt. Der

Cash Flow setzt sich zusammen:

- + Jahresgewinn
- Jahresverlust
- + Rücklagenzuführung
- Rücklagenauflösung
- + Abschreibungen vom Sachanlagevermögen

Bei der Position „Rücklagenzuführung“ handelt es sich um außerordentliche, nicht über die Gewinnverteilung erfolgte Zuwendungen, da diese ja bereits im „Jahresgewinn“ enthalten sind.

Die Entwicklung des von der Alpinen Montangesellschaft erzielten Cash Flow geht aus Tabelle 5 hervor. Nun spielt bei Fragen der Finanzierungskraft das Preisniveau eine erhebliche Rolle. Das Mehr an Einnahmen, das in einer Periode der Inflation zu verzeichnen ist, muß mit dem Weniger an Kaufkraft verglichen werden. Da aber kein Preisindex eines der OeAMG angemessenen Warenkorbes zur Verfügung steht, wurde den Ermittlungen der Realwerte der von der „paritätischen Kommission“ (gegründet 1921) nach eigenen Erhebungen und nach Angaben des Bundesamtes für Statistik erstellte Verbraucherpreisindex zugrunde gelegt (11). Diesem kommt durch die Vielzahl der darin berücksichtigten Konsumgüter eine gewisse Bedeutung als Gradmesser der Entwicklung des „allgemeinen“ Geldwertes zu. Die Ausgaben für Wohnung und Miete blieben ausgeklammert, da sie – gesetzlich geregelt und künstlich niedrig gehalten – den Index verfälscht hätten.

Die Cash Flow-Entwicklung der Oesterreichisch-Alpinen Montangesellschaft nahm einen zum Teil überraschenden Verlauf. Als eines der bedeutendsten Unternehmen der Rüstungsindustrie der Donaumonarchie müßte es, so stünde zu erwarten, erhebliche Gewinne und steigende Finanzierungskraft im Krieg erwirtschaftet haben. Dies trifft nicht einmal zu, wenn man die Nominalwerte heranzieht.

Wird der Durchschnitts-Cash Flow der drei letzten Friedensjahre 1911 bis 1913 als Ausgangspunkt genommen, zeigt sich, daß allein 1915 und 1916 Ergebnisse erzielt wurden, die den Vorkriegsverhältnissen entsprachen. Hingegen signalisieren die 1914 sowie 1917 und 1918 erreichten Werte Einbußen an der Finanzierungskraft bis zu 40 Prozent. Wie ebenfalls aus Tabelle 5 hervorgeht, hielt der Cash Flow mit dem Steigen der Umsätze nicht Schritt. Die letzten Geschäftsperioden vor dem Krieg brachten Einnahmenüberschüsse im Ausmaß von rund 30 Prozent des Umsatzes. Im Krieg wurde nur 1915 annähernd die gleiche Quote erreicht; sie ging von da an zurück und lag 1918 bei 10 Prozent.

Der Eindruck unzureichender Finanzierungskraft zur Zeit des Ersten Weltkrieges verstärkt sich, zieht man den fortschreitenden Kaufkraftschwund der

österreichischen Krone ins Kalkül. Der auf diese Weise errechnete „reale“ Cash Flow (siehe Tabelle 5) ist durch ein rapides Absinken gekennzeichnet; im Jahre 1918 entsprach sein Wert nur mehr 2 Prozent des Durchschnittes von 1911 bis 1913.

Eine der Hauptursachen der mangelnden Kapitalbildung in diesen Jahren waren realer Preisverfall und nominelle Kostensteigerungen. Dies zeigt sich auch an den sehr niedrig angesetzten Abschreibungen (siehe Tabelle 6). Das aus der Vorkriegszeit übernommene und noch immer angewendete Verfahren der Buchrestwert-Abschreibung, das eine sehr lange Nutzungsdauer der Anlagen unterstellt, entsprach durch die wesentlich kürzere Verwendungsfrist nicht mehr den Gegebenheiten. So erreichten die Abschreibungsquoten im betrachteten Zeitraum durchwegs keine sieben Prozent der jeweiligen Restwerte.

Die Abschreibetätigkeit des Unternehmens muß jedoch im Ganzen der Investitionspolitik gesehen und beurteilt werden. Dabei fällt auf, daß die OeAMG während des Krieges insgesamt weniger für Investitionen ausgab, als sie an Abschreibungen in Rechnung stellte. Die Finanz- und Investitionspolitik des Unternehmens war demnach nicht auf Erweiterung oder auch nur Erhaltung des Betriebsvermögens ausgerichtet.

Die Folgen unterdimensionierter Abschreibungen sind überhöhte Steuern und Reingewinne, d.h. Dividendenzahlungen. Andererseits führen mangelnde Reinvestitionen zu Einbußen am Gesellschaftsvermögen. Dies trifft vor allem auf die Jahre 1915 und 1916 zu, in denen aufgrund der überdurchschnittlichen Beanspruchung und Abnutzung der Produktionseinrichtungen in entsprechendem Maße angehobene Investitionen notwendig gewesen wären. So wurden 1915 bei einem Bilanzgewinn von 21 Millionen Kronen 15,1 Millionen an Dividenden ausgeschüttet; die Abschreibungen berechnete man mit einem Satz von nur 5,8 Prozent der entsprechenden Buchwerte, was einen Betrag von 5,2 Millionen ergab. Die Reinvestitionen beliefen sich jedoch nur auf 1,1 Millionen Kronen, das sind gut 20 Prozent der in Anschlag gebrachten Wertminderungen. Die aus diesem Jahresergebnis resultierende Steuer betrug 7,5 Millionen. Die Vergleichswerte für 1916 lassen bei höheren Einzelwerten die gleichen Relationen erkennen.

Rückschlüsse auf die Unternehmenspolitik und ihre Ziele müssen natürlich auch berücksichtigen, ob eine verstärkte Investitionstätigkeit unter den Bedingungen einer Kriegswirtschaft überhaupt möglich gewesen wäre. Feststellungen dieser Art grenzen jedoch ausschließlich den seinerzeit verfügbaren Entscheidungsrahmen ein, rühren also nicht an die Tatsache der Vermögenseinbußen. Für diese Frage nicht unwesentlich ist jedoch, daß das Unternehmen gleichsam

mit der Inflation im Rücken bilanzieren konnte. Werden nämlich keine Investitionen vorgenommen, bleiben die Buchwerte niedrig und die Inflation wirkt wie eine außerordentliche Abschreibung, da der tatsächliche Wert des Sachvermögens viel höher als der bilanzierte Nominalwert liegt. Bei starkem Geldwertschwund, wie er nach dem Krieg einsetzte, werden auf diese Weise nicht unerhebliche stille Reserven geschaffen. Die unrealistisch niedrigen Wertansätze der langfristigen Kapitalgüter verschleiern aber, daß, wenn nicht angemessene Reinvestitionen erfolgen, der Polster der stillen Reserven durch Abnutzung und technische Veralterung der Produktionseinrichtungen rasch zusammenschrumpft. So weist manches darauf hin, daß das Anlagevermögen der Alpinen Montangesellschaft nach dem Krieg bezüglich seines tatsächlichen Wertes in beträchtlich geringerem Ausmaß über dem bilanzierten Buchwert gelegen war, als es das Preisniveau der Zeit erwarten läßt.

Einen Hinweis auf die zuletzt getroffene Feststellung erhält man bei Heranziehung der Schilling-Eröffnungsbilanz vom 1. Jänner 1925. Darin wurde das Sachanlagevermögen mit 99 Millionen Schillingen eingestellt und entsprach damit in etwa dem zu Beginn des Ersten Weltkrieges. Bedenkt man, daß mit dem Jahre 1921 ein umfangreiches Investitionsprogramm anlief, dessen Finanzierung allein 1924 einen Betrag von umgerechnet 16 Millionen Schillingen in Anspruch nahm, kann auf die während des Krieges und danach bis 1920 eingetretene Substanzminderung geschlossen werden.

Hinsichtlich der Kapitalquellen, welche die Realisierung dieser Investitionspläne ermöglichten, wurden bereits erste Anhaltspunkte gegeben.

Das Unternehmen nahm keinerlei langfristige Kredite auf. Die Innenfinanzierung war bedeutungslos, wie die Abschreibungsquoten und die Dotierung der Reservefonds mit Gewinnanteilen beweisen. Nun zeigt der Cash Flow nach Kriegsende eine zwar schwankende, jedoch 1922 und 1923 beträchtliche Finanzierungskraft an. Diese gründete aber auf den hohen Agioerlösen, welche die beiden Emissionen dieser Jahre einbrachten. Die Investitionen wurden demnach durch außenfinanziertes Eigenkapital sichergestellt.

Das Beziehungsgefüge zwischen Aktiva und Passiva gewährt also Einblick in die Finanzierungspolitik des Unternehmens. Dieses war sichtlich bemüht, bei all den unterschiedlichen Inflationseinwirkungen auf die einzelnen Bilanzposten am Grundsatz der Eigenfinanzierung des Anlagevermögens festzuhalten. So lange mangels an Investitionen keine oder nur unbedeutende Erhöhungen der betreffenden Buchwerte eintraten, sich also das steigende Preisniveau nicht auf die Bilanz übertrug, drosselte man die Eigenkapitalbildung (geringe Gewinnrücklagen). Man bilanzierte de facto in Friedenskronen. Die Finanzierungsre-

lation pendelte um die Eins. Diese Praxis konnte bis 1918 aufrecht erhalten werden. Die Erneuerung des Erzeugungsapparates sowie die Umstellung auf Friedensproduktion erforderten nach Kriegsende große Geldmittel. Man suchte und fand sie auf dem sich neu formierenden Kapitalmarkt, wobei das zu erwartende Agio jeweils einen fixen Bestandteil der Kalkulation bildete. Nur die Vermögensabgabe 1921 durchkreuzte vorübergehend die Pläne der Gesellschaft. Die letzte Inflationsbilanz läßt ein Verhältnis der Eigenmittel zu den Anlagen von 1 zu 1,2 erkennen.

Das rascher voranschreitende Anschwellen der Nominalwerte des Umlaufvermögens, vor allem der Debitoren und Warenlager, wurde bilanzmäßig durch ein entsprechendes Aufstocken der Kreditoren bewältigt, die, wie bereits oben erwähnt, allmählich in den Umfang des gesamten kurzfristigen Fremdkapitals hineinwuchsen. Ohne im einzelnen die Bedeutung der mittelfristigen Ausleihungen präzisieren zu können, scheinen sie im Untersuchungszeitraum zusehends ihre Funktion als Finanzierungsträger eingebüßt zu haben. In der Schlußbilanz des Jahres 1924 stellen die Kreditoren 99,4 Prozent der gesamten Verbindlichkeiten.

Diese für die Bilanzstruktur dieser Zeit typische Gemengelage von mehr oder minder inflationierten Vermögens- und Kapitalpositionen wirft die Frage auf, ob deren Gegenüberstellung zu einer den Verhältnissen entsprechenden Gewinngröße führt. Das gleiche gilt für die Gewinn- und Verlustrechnung. Zu diesem Problem soll im folgenden Abschnitt Stellung genommen werden.

### ***Die Substanzerhaltung des Unternehmens bei Inflation für Gläubiger, Fiskus, Management und Aktionäre***

Die tiefgreifenden Auswirkungen der großen Inflation nach dem Ersten Weltkrieg auf Finanzwirtschaft und Leistungserstellung der Wirtschaftsunternehmen blieben den Zeitgenossen nicht verborgen. Die Tatsache der Gewinnverfälschung schien ein offenes Problem gewesen zu sein. So empfahl bereits 1921 Fritz Schmidt in seinem Buch „Die organische Tageswertbilanz“, die substanzverzehrende Wirkung der Inflation durch Bildung eines „Vermögenswertänderungskontos“ auszuschalten. Dieses Konto hatte Eigenkapitalcharakter und wurde aus dem Aufwand dotiert. Während verschiedene Unternehmen tatsächlich eine „Währungsverlustrücklage“ in die Bilanz einstellten oder ein Konto „Substanzverluste“ unterhielten, nahm die Alpine Montangesellschaft von derartigen Gegensteuerungsmaßnahmen Abstand. Allgemein muß jedoch festgestellt werden, daß deren Wirksamkeit ohnehin gering war, da sie in keinem

Verhältnis zum Ausmaß der inflationsbedingten Aufblähung der Gewinne und des Finanzierungskraftverlustes des Eigenkapitals standen.

Demnach stellt sich die Frage, wie im Rahmen einer externen Betriebsanalyse und auf der Basis der ordentlichen Geschäftsabschlüsse die Umrechnung des nominellen, bilanzierten Gewinnes in einen inflationsbereinigten vorgenommen werden kann.

Grundsätzlich scheint die von Schmidt propagierte Methode, den Kaufkraftverlust des Eigenkapitals über eine aufwandwirksame Rücklagenbildung zu paralysieren, auch aus heutiger Sicht brauchbar. Sein Konzept hat zum Ziel, die Finanzierungskraft des Eigenkapitals – gemessen an den Wiederbeschaffungspreisen der von ihm finanzierten Vermögensteile, zu erhalten. Darin liegt jedoch bereits ein schwerwiegendes Problem verborgen. Es ist nicht möglich, angemessene Wiederbeschaffungspreise für die einzelnen Teile des Betriebsvermögens in Erfahrung zu bringen, ganz abgesehen davon, daß reine Ersatzbeschaffungen nur bei einem Teil der Sachgüter möglich gewesen wären. Nun könnte man trotz allem von der Realisierbarkeit qualitativ und quantitativ entsprechender Wiederbeschaffungen ausgehen und auch unterstellen, daß die aufgetretenen Preisänderungen dem Ausmaß der allgemeinen Geldentwertung entsprochen hätten. In deren Höhe wäre nun zusätzliches Eigenkapital – verbucht als Aufwand – in die Bilanz aufzunehmen. Als rechnerische Grundlage böte sich abermals der Verbraucherpreisindex an.

Das Ergebnis ist überraschend. Wie die überwiegende Mehrzahl aller Industriegesellschaften wäre auch die OeAMG nicht in der Lage gewesen, ein „Vermögenswertänderungskonto“ in dem geforderten Umfang zu bilden, ohne in die Verlustzone zu kommen. Dies trifft nicht nur für die Jahre der galoppierenden Inflation (1920 bis 1922) zu; schon während des Ersten Weltkrieges hätte die Ertragslage eine solche Vorgangsweise nicht zugelassen.

Vor Interpretation dieses Sachverhaltes sei der Blick noch auf ein anderes, von Gerhard Seicht entwickeltes Verfahren geworfen, das in besonderem Maße der Problemlage einer externen Bilanzanalyse gerecht wird (12). Als eine der möglichen Methoden zur Messung des Scheingewinnes, jener Ertragsgröße, die nicht Ergebnis güterwirtschaftlicher Vorgänge sondern nur die Folge einer in Geldeinheiten unterschiedlichen Kaufkraft geführten Verrechnung ist, schlägt Seicht eine den Geldwertschwankungen angegliche Korrektur des Eigenkapitals vor. Dies kann etwa durch Inflationierung des zu Beginn einer Geschäftsperiode vorhandenen Eigenkapitals erreicht werden; denn dadurch gelangt man zu einer Eigenkapitalgröße, die durch gleiche Kaufkraft wie die zu Ende der Periode bilanzierte gekennzeichnet ist. Eine Gegenüberstellung

zeigt den realen Jahreserfolg (Mehr an Eigenkapital) an, und die Differenz zum nominellen Gewinn, wie er in den Bilanzen ausgewiesen ist, kann nun als Scheingewinn apostrophiert werden.

Auch diese Methode führt zu unerwarteten Ergebnissen. Danach hätte nämlich die OeAMG bereits das Jahr 1914, das eine Geldwertverschlechterung von etwa 30 Prozent brachte, nicht mit einem nominellen Erfolg von 10 Millionen Kronen, sondern mit einem „realen“ Verlust von 20 Millionen abgeschlossen. Anders ausgedrückt: Die 1914 erzielten Erträge waren um 20 Millionen Kronen zu gering, um eine Korrektur des eingetretenen Kaufkraftschwundes der Eigenmittel zuzulassen. In den folgenden Jahren würde sich diese Differenz ständig weiter vergrößert haben. Bis einschließlich 1924 wäre das Unternehmen nicht aus den roten Ziffern gekommen.

Trotz der in dieser Untersuchung schon festgestellten relativ niedrigen Finanzierungskraft des Unternehmens scheint ein solches Resultat unglaubwürdig. Andererseits ist die Aussage über die eingetretenen Kaufkraftverluste im Eigenkapital unanfechtbar. Der Fehler liegt in der Ermittlung des als Abgangsgröße zu bezeichnenden Scheingewinnes. Der nach dem Grundsatz der Erhaltung der Kaufkraft des Eigenkapitals errechnete Vermögenszuwachs ist strukturell ein anderer als der in den Jahresabschlüssen bilanzierte. Ihre Gegenüberstellung ist daher nur begrenzt informativ und führt keineswegs zur definitiven Feststellung „des“ Scheingewinnes, sondern nur zur Einsicht in die auf verschiedenen Ermittlungsverfahren beruhenden Differenzen zwischen den Reinertragsgrößen.

Damit ist aber auch schon ausgesagt, daß es gleichermaßen verschiedene „reale“ wie „scheinbare“ Gewinngrößen gibt. Der Gewinn stellt eine Restgröße dar, die aus der Beständebilanz und aus der Gewinn- und Verlustrechnung resultiert. Seine Höhe wird entscheidend von den geltenden Bilanzierungsvorschriften und den, bestimmten Unternehmenszielen dienenden, Bilanzierungspraktiken beeinflusst. Die Frage nach dem angemessenen und somit auch „realen“ Gewinn läßt sich nur in Zusammenhang mit bestimmten Interessenlagen, wie den Ansprüchen des Fiskus, der Gläubiger, der Aktionäre oder der Unternehmensleitung, sinnvoll stellen und beantworten.

Im vorliegenden Fall ist zu beachten, daß es Handelsbilanzen sind, die als Grundlage der Analyse dienen. Also selbst dann, wenn es gelänge, die Inflationseinwirkungen durch angemessene Indizierung auszuschalten, würde nicht die „reale Reinertragsgröße“ schlechthin, sondern nur der „reale Handelsbilanzgewinn“ konstruiert werden.

Wird dieser Sachverhalt entsprechend einkalkuliert, ist es durchaus aufschlußreich, Realwerte zu ermitteln. So bringt Diagramm 8 zum Ausdruck, in welchen Größenordnungen sich das Eigenkapital nach dem Grundsatz der Kaufkrafterhaltung hätte entwickeln müssen. Die Differenzen zu den bilanzierten (nominellen) Beträgen zeigen die zu Lasten der Aktionäre gehenden Einbußen an Kapitalvermögen in aktualisiertem Geldwert an. Den Berechnungen wurde folgendes Verfahren zugrunde gelegt:

$$EK_{r_{n+1}} = EK_{r_n} \cdot \frac{I_{n+1}}{I_n} + (EK_{nom_{n+1}} - EK_{nom_n})$$

EK = Eigenkapital                      n = Geschäftsperiode  
 r = real                                      I = Index  
 nom = nominell

Diese Formel baut auf dem Grundsatz der Bilanzkontinuität auf, d. h. auf der Tatsache, daß die Schlußbilanz eines Geschäftsjahres (n) die Eröffnungsbilanz des nachfolgenden (n+1) ist. Das reale Eigenkapitalvolumen am Ende eines Geschäftsjahres ergibt sich aus der Summe der indizierten Eigenmittel zu Beginn und der nominellen Zugänge während der Periode. Selbstverständlich können auch die Realwerte einzelner Teile der Eigenmittel auf eben diese Weise errechnet werden.

Der Vergleich der Real- und Nominalwerte macht ersichtlich, daß das Eigenkapital im Untersuchungszeitraum einen erheblichen Substanzverlust erlitt, da die nominellen Erhöhungen mit dem eingetretenen Kaufkraftverlust bei weitem nicht Schritt hielten. Allein in den Emissionsjahren konnte infolge der bedeutenden Agioerlöse diese Entwicklung gebremst (1919) oder sogar in das Gegenteil verkehrt werden (1922 und 1923).

Angesichts des rapiden Geldwertverfalls und des enormen Preisanstiegs ist es nicht verwunderlich, daß es auch keinem der Interessenten gelang, die Einkünfte aus dem Unternehmen so zu steigern, daß kein Kaufkraftverlust entstand. Die stärksten Einbußen mußten die Aktionäre hinnehmen. Selbst die Superdividende des Jahres 1922 von 2.000 Prozent, die jedem Gesellschafter 4.000 Kronen pro Aktie einbrachte, entsprach der Kaufkraft nach nur dem dritten Teil einer Friedenskrone, was einem Dividendensatz von 0.17 gegenüber 17,5 Prozent im Jahre 1913 gleichkommt. Ähnlich entwickelten sich

die Tantiemen des Verwaltungsrates und der Direktionsmitglieder. Auch ihr Entgelt besaß 1922 nur etwa 1 Prozent der Kaufkraft des 1913 vereinnahmten Betrages.

Der Staat war in der Wahrung seiner Ansprüche erfolgreicher. Immerhin schrumpfte aber – verbleiben wir bei dem Vergleich der Jahre 1922 und 1913 – die Finanzierungskraft der erhobenen Steuern und Abgaben auf ein Fünftel zusammen. Keinesfalls erfüllten diese die mit Fortschreiten der Inflation immer stärker in sie gesetzten Erwartungen hinsichtlich eines gewissen Abschöpfungseffektes. Ein solcher wurde jedoch durch die 1921 und 1922 angeordnete Vermögensabgabe erreicht, ebenso durch die Zwangsanleihen, die von den Unternehmen in der Regel aus dem Reservefonds bezahlt wurden. Die Abschöpfung von Kaufkraft bedeutete aber für die Unternehmen wie etwa für die OeAMG im Jahre 1921 eine störende Einengung des Zahlungsspielraumes, die durch neue Kapitalzufuhr ausgeglichen werden mußte. Die Reduktion des Kapitalvermögens der Produktionsbetriebe muß aus betriebswirtschaftlicher und letztlich auch aus volkswirtschaftlicher Sicht als gefährliches Mittel der Inflationsbekämpfung bezeichnet werden, da so nur das Warenangebot nicht aber die Nachfrage gedrosselt wird. Ohne gleichgerichtete Maßnahmen auf der Konsumebene kommt es unweigerlich zu weiteren Preissteigerungen.

Die bisherigen Überlegungen zeigen, daß die Frage nach dem realen Gewinn in den Jahren der Inflation besser so zu formulieren ist, inwieweit das Unternehmen in der Lage war, die seitens der verschiedenen Interessenten an es herangetragenen Ansprüche zu befriedigen, wobei dem Aspekt der sinkenden Kaufkraft des Geldes eine besondere Bedeutung zuzumessen ist.

Dazu ist einmal festzustellen, daß die OeAMG jederzeit termingerecht ihren Verpflichtungen den Gläubigern gegenüber nachkam. Dasselbe gilt bezüglich der Steuerleistung, die, wie sich zeigte, den Staat zum „kleinsten“ Verlierer unter den Interessenten machte. Die ärgsten Ertragseinbußen erlitten die Aktionäre und – gemessen an den Tantiemen – das Management des Unternehmens. Hinsichtlich der Kaufkrafterhaltung des von den Gesellschaftern investierten Vermögens muß nach den Bilanzdaten geradezu von dessen Vernichtung gesprochen werden. Die isolierte Betrachtung der Kaufkraft des bilanzierten Eigenkapitals führt jedoch zu einem falschen Bild von seiner Werterhaltung. Diese ist nämlich von der spezifischen Finanzierungsfunktion, die es im Unternehmen erfüllt, abhängig. Nun trat während des Krieges und auch noch 1919 mangels Investitionen keine dem sinkenden Geldwert entsprechende Inflationierung des bilanzierten Anlagevermögens ein. Daher war bis zu diesem Zeitpunkt die anfangs gegebene Finanzierungsrelation von eins zu eins nach wie

vor intakt und damit auch die Werterhaltung des Eigenkapitals. Erst die Zuführung neuen Aktienkapitals verwässerte die Anteile der Altaktionäre. Wie hoch sich schließlich diese Wertverluste am Gesellschaftskapital stellten, kann aus dem Beschluß der anlässlich der Golderöffnungsbilanz (1. Jänner 1925) einberufenen Generalversammlung abgelesen werden, die Zahl der Aktien zwar zu belassen, aber ihren Nennwert von 200 Kronen auf 20 Schillinge zu ändern. Dies konnte, je nach Zeitpunkt des Aktienerwerbs, eine Einbuße von 90 Prozent oder eine enorme Wertsteigerung gegenüber dem umlaufenden Barvermögen bedeuten, das 10.000 zu 1 umgewechselt wurde.

Die durch das Firmenvermögen gewährleistete Werterhaltung der Eigenmittel war also um Vieles günstiger als es die isolierte Betrachtung der Kaufkraft des investierten Kapitals vermuten läßt. Sicherlich hätte eine der Überalterung und der kriegsbedingten übermäßigen Abnutzung Rechnung tragende, stärkere Investitionstätigkeit die wirtschaftlichen Konsequenzen der Inflation zugunsten der Aktionäre verändert. Wie weit Erneuerungen, Modernisierungen etc. überhaupt möglich gewesen wären ist dabei eine andere Frage. Alles in allem muß dem Unternehmen ein gewisser Erfolg in seinen Bemühungen um Substanzerhaltung, gerade im Hinblick auf eine maximale Berücksichtigung der unterschiedlichen Interessenlagen, bescheinigt werden.

#### Anmerkungen

- (1) Eine durch die Weite des Blickwinkels auch aus heutiger Sicht herausragende Leistung bietet W. Winkler, Die Einkommensverschiebungen in Österreich während des Weltkrieges, Wien 1930.
- (2) Die umfassendste Darstellung der Geschichte der Gesellschaft findet sich in der seitens des Unternehmens initiierten und herausgegebenen Festschrift „Die Österreichisch-Alpine Montangesellschaft 1881 – 1931, Wien 1931. Daten und Überlegungen zur finanzwirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens bringt A. Mosser, Die Industrieaktiengesellschaft in Österreich 1880 – 1913. Versuch einer historischen Bilanz- und Betriebsanalyse, Wien 1980. Bezüglich Bedeutung und Rolle der Gesellschaft im Krieg siehe H. Mejzlik, Die Eisenbewirtschaftung im Ersten Weltkrieg. Die Planwirtschaft des k. u. k. Kriegsministeriums, Wien 1977; R. J. Wegs, Die österreichische Kriegswirtschaft 1914 – 1918, Wien 1979.
- (3) G. Seicht, Unternehmensführung und Inflation. Betriebliches Rechnungswesen und Unternehmenspolitik in Zeiten chronischen Geldwertschwundes, (Schriftenreihe der österreichischen Steuer- und Wirtschaftskartei 38), Wien 1978, S. 57 ff.

- (4) Heute ist die Zahl der an nominalistischen Wertansätzen festhaltenden Staaten bereits in der Minderzahl.
- (5) Mosser, Industrieaktiengesellschaft, S. 218 und 281.
- (6) Ebd., S. 121 und 218.
- (7) Ebd., S. 218.
- (8) Bemerkenswert ist jedoch, daß zwischen 1914 und 1924 mit Ausnahme des durch eine kurze aber vehemente Nachkriegskonjunktur geprägten Jahres 1920 die Umschlagshäufigkeit des Warenlagers nicht den Durchschnitt der letzten Vorkriegsjahre erreichte.
- (9) Mosser, Industrieaktiengesellschaft, S. 133, 223 und 286.
- (10) Ebd., S. 70 ff.
- (11) Statistische Nachrichten 3 (1925) S. 255 f.
- (12) Zuletzt in „Die Kontrolle der Kapitalerhaltung“, in: Management und Kontrolle. Festgabe für Erich Loitlsberger zum 60. Geburtstag, hrsg. von G. Seicht, Berlin 1981, im besonderen S. 488 bis 501.

Tabelle 1

## Die Vermögensstruktur im einzelnen

Jahr	Anlagevermögen			Umlaufvermögen			Gesamtvermögen
	Finanzanlagevermögen	Sachanlagevermögen		Vorräte	Debitoren	Liquide Mittel	
		Grund- und Bergbaubesitz	Gebäude				
1911	—	28	39	6	11	6	100
1912	—	26	37	5	16	6	100
1913	—	26	44	8	6	5	100
1914	2	26	43	8	5	5	100
1915	11	22	34	8	12	5	100
1916	14	19	30	8	15	7	100
1917	6	17	29	7	14	8	100
1918	4	15	29	7	25	7	100
1919	2	10	23	3	33	5	100
1920	1	5	14	2	50	5	100
1921	—	1	4	(0,45)	88	1	100
1922	—	(0,008)	(0,08)	(0,009)	65	2	100
1923	27	(0,003)	6	2	44	1	100
1924	22	(0,002)	19	5	28	2	100

Angaben in Prozenten

Tabelle 2

## Zusammensetzung und Umschlagshäufigkeit des Warenlagers

Jahr	Vorräte			Anteil der Vorräte am Umlaufvermögen	Umschlagshäufigkeit der Vorräte pro Jahr	Lagerdauer in Tagen
	Rohstoffe	Halbfertigwaren	Fertigwaren			
1911	47	11	42	25	12,53	29
1912	40	7	53	19	15,07	24
1913	55	15	30	43	8,80	41
1914	52	12	36	43	11,08	32
1915	64	7	29	32	9,02	40
1916	63	8	29	26	11,89	30
1917	78	5	17	33	6,41	56
1918	74	12	14	55	3,68	99
1919	72	7	21	36	4,53	80
1920	82	3	15	29	14,30	25
1921	84	2	14	6	?	?
1922	79	3	18	33	?	?
1923	67	16	17	30	7,66	47
1924	74	9	17	45	5,00	73

Angaben in Prozenten

Tabelle 3

## Die Kapitalstruktur im einzelnen

Jahr	Eigenkapital		Fremdkapital			Gesamt- kapital	Verschul- dungs- koeffizient
	Grund- kapital	Rücklagen	langfristig	kurz- und mittelfristig			
1911	62	16	1	21	100	0,28	
1912	59	17	1	23	100	0,31	
1913	62	18	1	19	100	0,25	
1914	64	19	1	16	100	0,20	
1915	55	18	—	27	100	0,40	
1916	49	17	2	32	100	0,52	
1917	46	16	—	38	100	0,61	
1918	41	14	—	45	100	0,82	
1919	40	37	—	23	100	0,30	
1920	17	16	4	63	100	2,03	
1921	2,6	0,4	1	96	100	32,33	
1922	(0,1)	39	—	61	100	1,56	
1923	(0,1)	69	—	31	100	0,45	
1924	(0,1)	55	—	45	100	0,82	

Angaben in Prozenten

$$\text{Verschuldungskoeffizient} = \frac{\text{Fremdkapital}}{\text{Eigenkapital}}$$

Tabelle 4

## Finanzierungs- und Deckungsverhältnisse

Jahr	Eigen- kapital	Anlage- vermögen	Finanzie- rungsrela- tion	Umlauf- vermögen	kurzfristiges Fremdkapital	Deckungs- rela- tion
1912	93	90	1,03	33	29	1,14
1913	93	93	1,00	22	22	1,00
1914	93	92	1,01	20	18	1,11
1915	96	99	0,97	33	37	0,89
1916	98	103	0,95	45	47	0,96
1917	96	93	1,03	64	61	1,05
1918	97	97	1,00	79	79	1,00
1919	193	98	1,97	150	56	2,68
1920	194	123	1,58	460	369	1,25
1921	125	217	0,58	3.962	4.034	0,98
1922	111.104	286	388,48	282.581	171.762	1,65
1923	452.983	229.642	1,97	427.296	203.956	2,10
1924	439.934	369.077	1,19	429.864	359.007	1,20

$$\text{Finanzierungsrelation} = \frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Anlagevermögen}}$$

$$\text{Deckungsrelation} = \frac{\text{Umlaufvermögen}}{\text{kurzfr. Fremdkapital}}$$

Angaben in Millionen Kronen

Tabelle 5

## Finanzierungskraft

Jahr	Index Cash Flow nominal Ø 1911-1913=100 100=25,9 MK	Index Cash Flow real Ø 1911-1913=100 100=25,9 MK	Cash Flow nominal bei einer Krone Umsatz	Verhältnis Cash Flow nominal - Investitionen	Anteil der Abschreibungen am Cash Flow nominal in Prozenten	Anteil der Abschreibungen an den Investi- tionen in Prozenten
1911	94	94	0,29	3,48	19	66
1912	118	118	0,31	5,75	17	98
1913	88	88	0,27	2,54	23	58
1914	62	46	0,17	13,42	32	425
1915	101	36	0,27	23,82	20	472
1916	117	18	0,22	10,07	18	180
1917	68	9	0,13	3,20	30	96
1918	60	2	0,10	1,29	35	45
1919	359	7	0,38	9,29	6	60
1920	149	2	0,02	1,21	20	24
1921	12	0,02	?	0,03	409	12
1922	445,322	40	?	847,45	0,2	50
1923	1,441,880	103	0,37	6,86	5	9
1924	18,325	1	0,005	0,03	340	10

MK = Million Kronen

Tabelle 6

## Abschreibungen und Investitionen

Jahr	Abschreibungen in Mill.Kronen	Bruttoinve- stitionen in Mill.Kronen	Abschreibungen in Prozenten vom Buchwert d. Sachanlagen	Bruttoinve- stitionen in Prozent vom Buchwert d. Sachanlagen	Abschreibungen in Prozenten vom Umsatz	Bruttoinve- stitionen in Prozent vom Umsatz
1911	4,6	7,0	5,3	8,0	5,5	8,3
1912	5,2	5,3	5,8	5,9	5,2	5,4
1913	5,2	9,0	5,8	10,0	6,2	10,7
1914	5,1	1,2	5,5	1,3	5,4	1,3
1915	5,2	1,2	5,8	1,2	5,3	1,1
1916	5,4	3,0	6,3	3,5	3,9	2,2
1917	5,3	5,5	6,4	6,6	3,9	4,0
1918	5,4	12,1	6,5	14,5	3,4	7,5
1919	6,0	10,0	6,7	11,1	2,4	4,1
1920	7,7	32,0	8,2	34,0	0,4	1,7
1921	13,1	111,9	11,1	94,8	?	?
1922	67,4	136,1	31,1	62,8	?	?
1923	5,065,4	54,422,3	1,774,2	19,062,1	0,5	5,4
1924	16,149,5	156,584,8	34,5	315,4	1,7	16,1

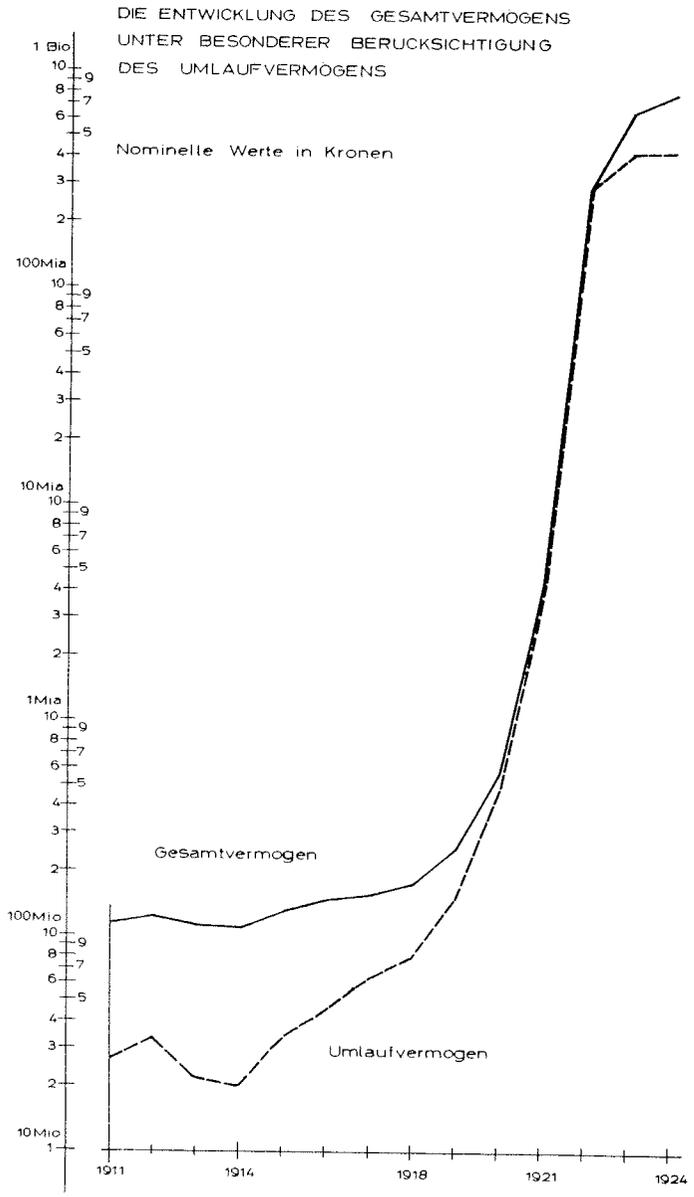


Diagramm 1

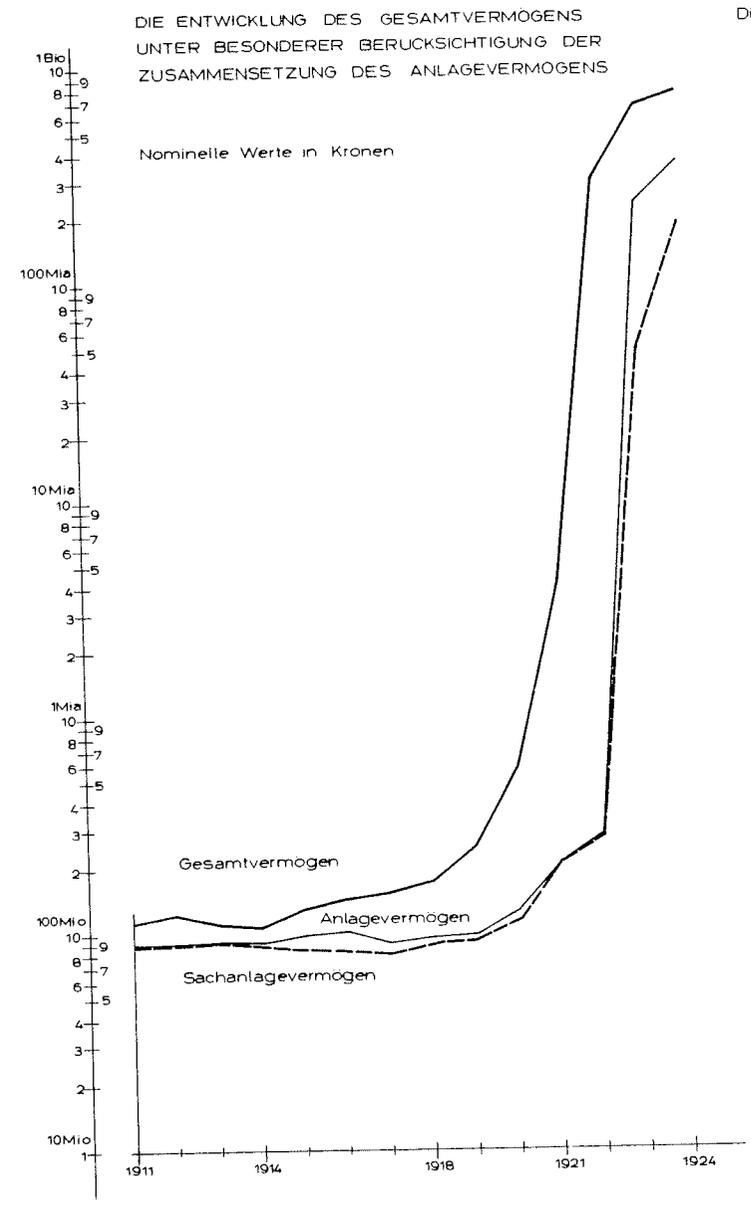
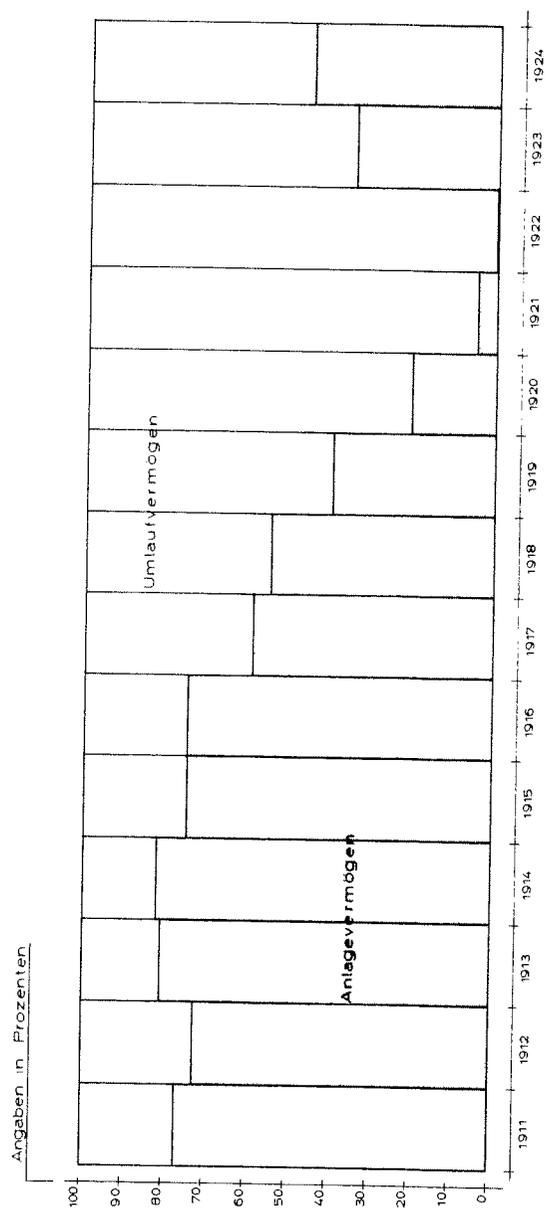


Diagramm 2

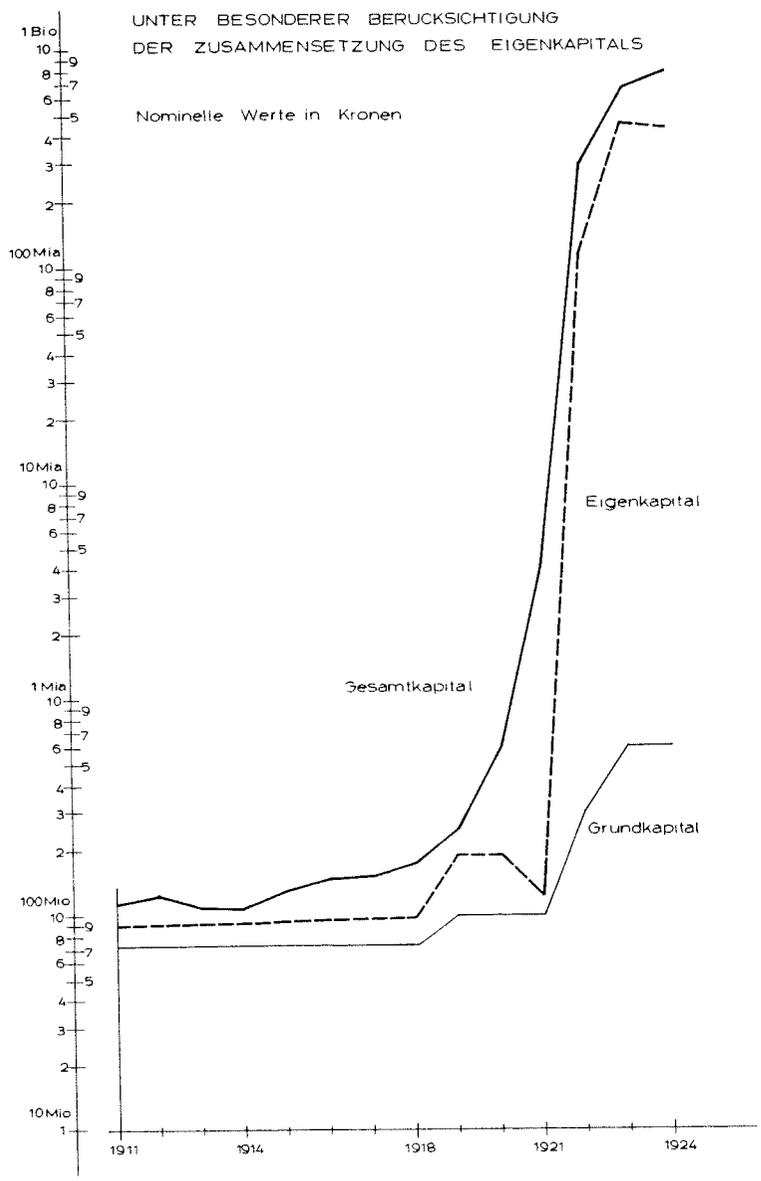
DER VERMÖGENSAUFBAU

Diagramm 3



DIE ENTWICKLUNG DES KAPITALFONDS  
UNTER BESONDERER BERÜCKSICHTIGUNG  
DER ZUSAMMENSETZUNG DES EIGENKAPITALS

Diagramm 4



DIE ENTWICKLUNG DES KAPITALFONDS  
 UNTER BESONDERER BERÜCKSICHTIGUNG  
 DER ZUSAMMENSETZUNG DES FREMDKAPITALS

Diagramm 5

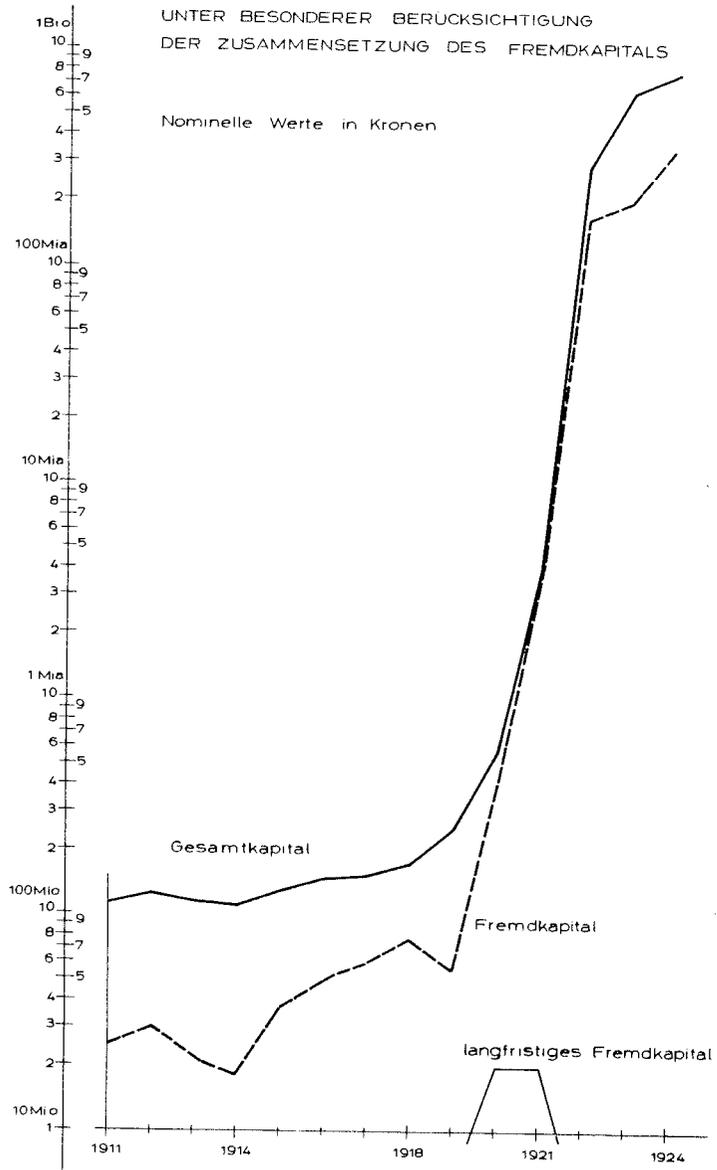
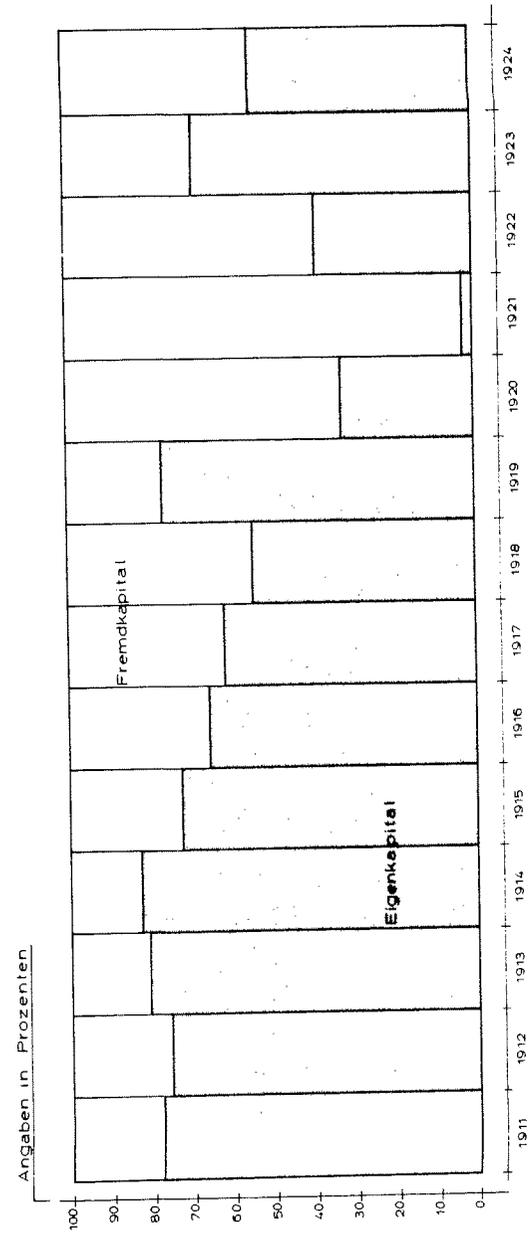


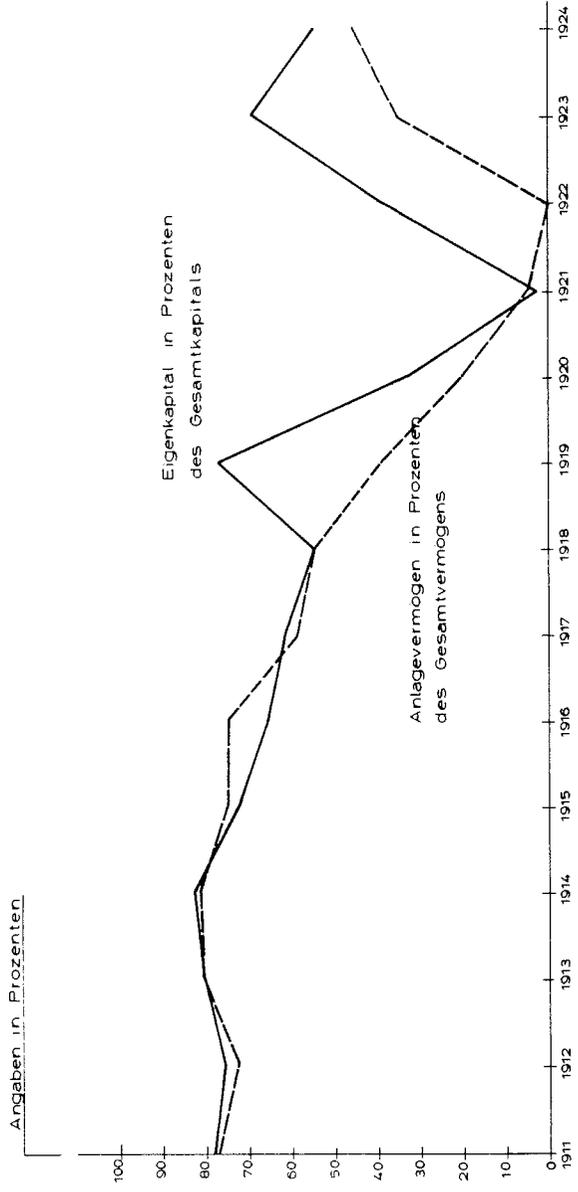
Diagramm 6

DIE KAPITALSTRUKTUR



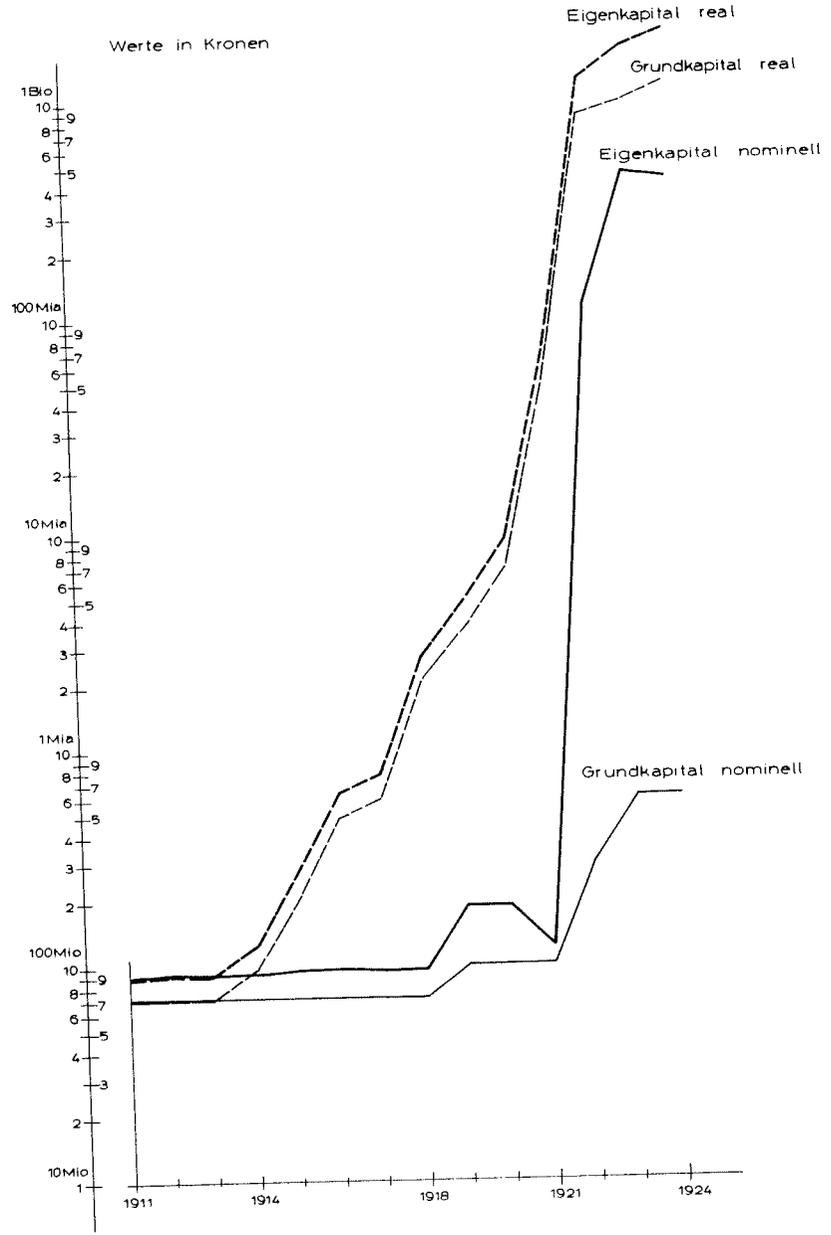
EIGENKAPITAL - UND ANLAGENAUSSTATTUNG

Diagramm 7

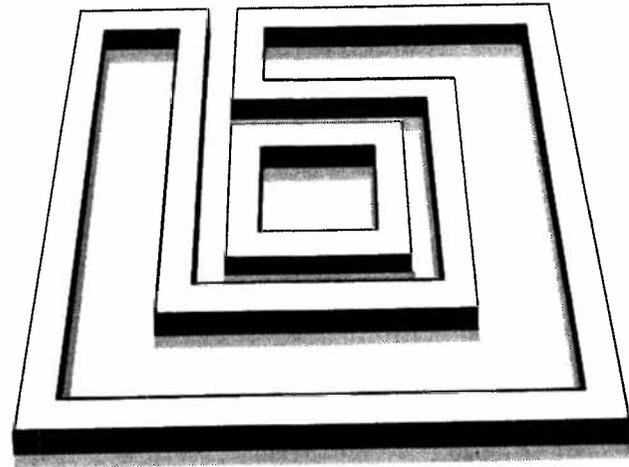


DIE ENTWICKLUNG DES EIGENKAPITALS  
NOMINELL UND REAL

Diagramm 8



**ANZEIGENTEIL**



**Ihr Geld wächst-  
über kurz oder lang.**

**LÄNDERBANK-  
Sparen.**

**SIEMENS**

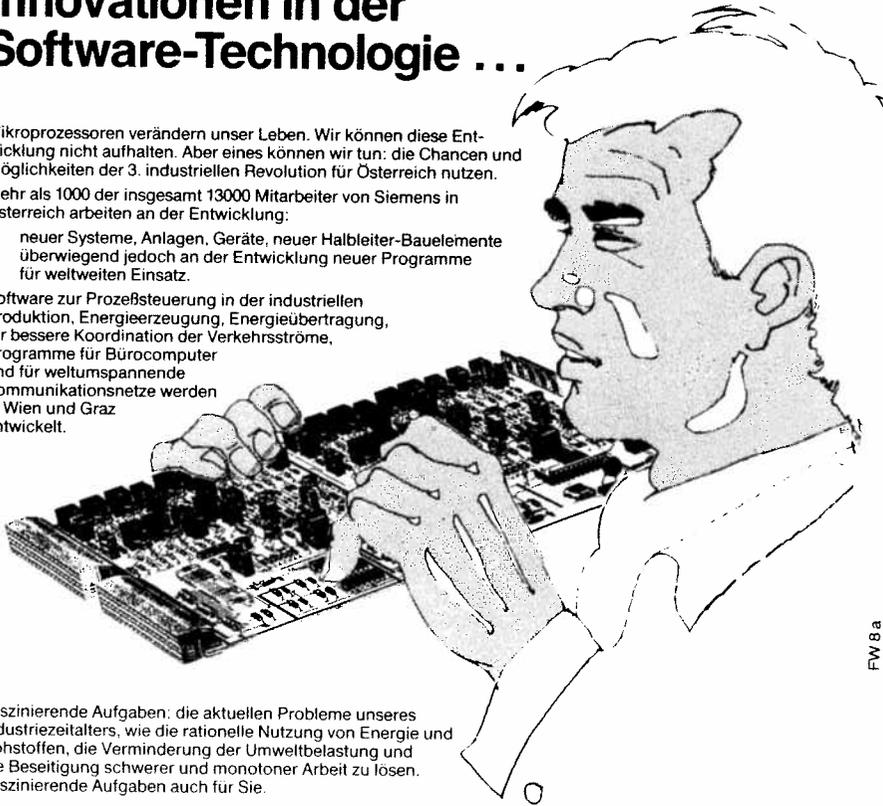
## Innovationen in der Software-Technologie ...

Mikroprozessoren verändern unser Leben. Wir können diese Entwicklung nicht aufhalten. Aber eines können wir tun: die Chancen und Möglichkeiten der 3. industriellen Revolution für Österreich nutzen.

Mehr als 1000 der insgesamt 13000 Mitarbeiter von Siemens in Österreich arbeiten an der Entwicklung:

neuer Systeme, Anlagen, Geräte, neuer Halbleiter-Bauelemente  
überwiegend jedoch an der Entwicklung neuer Programme  
für weltweiten Einsatz.

Software zur Prozeßsteuerung in der industriellen  
Produktion, Energieerzeugung, Energieübertragung,  
für bessere Koordination der Verkehrsströme,  
Programme für Bürocomputer  
und für weltumspannende  
Kommunikationsnetze werden  
in Wien und Graz  
entwickelt.



FW 8 a

Faszinierende Aufgaben: die aktuellen Probleme unseres Industriezeitalters, wie die rationelle Nutzung von Energie und Rohstoffen, die Verminderung der Umweltbelastung und die Beseitigung schwerer und monotoner Arbeit zu lösen. Faszinierende Aufgaben auch für Sie.

## Programm- und Systementwicklung bei Siemens

# SEMPERIT

## Gummitechnik im Automobil

Reifen – Keilriemen –  
Kühler-, Heizungs- und  
Benzinschläuche –  
Profile – Dichtungen –  
Gummi-Metall-Elemente –  
Formartikel  
Brems- und Hydraulik-  
schläuche  
Schaumstoff-Auskleidungen



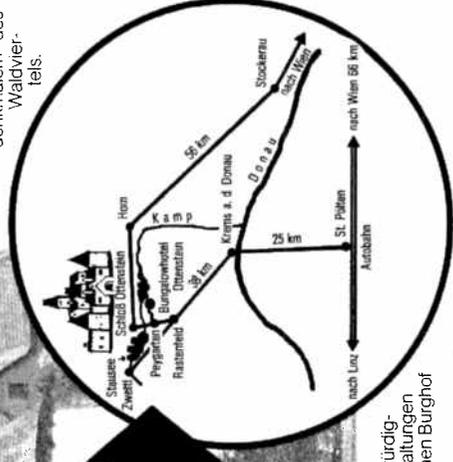
Diese Automobilhersteller verwenden Semperit-Produkte für die Erstausrüstung

Schloßrestaurant Ottenstein  
3532 Rastenfeld  
Telefon (0 28 26) 254

# OTTENSTEIN

mit seinen Sehenswürdigkeiten  
und dem gemütlichen  
Schloßrestaurant

Ein lohnendes Ausflugsziel



Die kunsthistorischen Sehenswürdigkeiten der Burg Ottenstein locken Kunstfreunde aus nah und fern an. Nach der sensationellen Entdeckung der Fresken im sakralen romanischen Raum der Burgkapelle wurde nun auch die Barockkapelle restauriert und Besuchern zugänglich gemacht. Auch das Pappsteszimmer mit den 241 Bildnissen der Päpste von Petrus bis Innozenz XI. sowie die barocke Schatzkammer zählen zu den bedeutendsten Kunstdenkmälern des Waldviertels.

Nah dem Stausee im Waldviertel liegt das Schloß Ottenstein mit seinen Sehenswürdigkeiten und den stillvollen Räumen, welche einen vorzüglichen Rahmen zu Festveranstaltungen und erlebener Gastronomie bilden. In gemütlichen Gaststuben und dem romantischen Burghof wird gutbürgerliche Küche sowie ein Heurigenbetrieb geboten.  
Öffnungszeiten: April, Mai, Juni, September, Oktober – Montag Ruhetag, Juli, August – kein Ruhetag, November bis März – Montag und Dienstag Ruhetag.



## Girozentrale

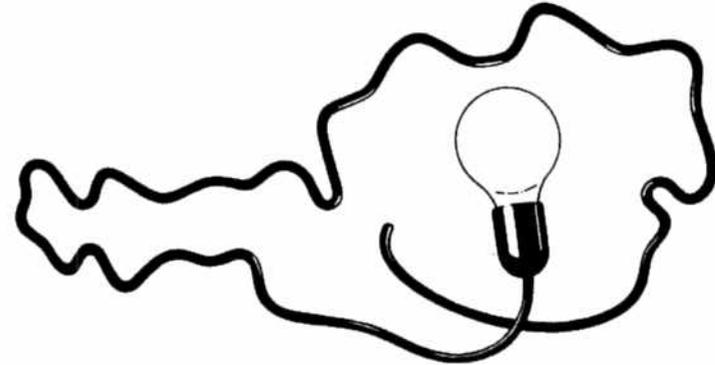
Die Bank für die Sparkassen.  
Die Bank für die Wirtschaft.

Sehen Sie den Computer einmal so:

Er hilft Ihnen bei der Arbeit von heute, damit Sie den Kopf frei haben, für die Aufgaben von morgen.

**IBM**

**Verbundgesellschaft.**



**Wir sorgen für den Strom.**

Bitte gehen Sie sorgsam damit um.

# Energiesparer Aluminium

Der Werkstoff Aluminium trägt durch sein geringes spezifisches Gewicht und seine vielfältigen Anwendungsmöglichkeiten dazu bei, daß die Energiebilanz entlastet wird.  
Ein paar Beispiele zur näheren Erörterung:

Ein U-Bahnwagen, statt aus Stahl aus Aluminium gefertigt, braucht um ca. 18.000 kWh Energie pro Jahr weniger! Durch Aluminium leichtere Autos benötigen weniger Treibstoff! Lebensmittel in der Aluminiumverpackung sind länger haltbar!

Der Energieverlust bei Freileitungen aus Aluminium ist wesentlich geringer als bei vergleichbaren anderen Werkstoffen.

Wie gesagt, nur ein paar Beispiele von vielen, die mit dem Vorurteil, daß Aluminium ein „Energieverschwender“ ist, aufräumen sollen. Sie sind doch auch unserer Meinung, daß Aluminium eigentlich eine „Energiebank“ ist.

Wir gehen täglich neue Wege. Begleiten Sie uns ein Stück. Mit Aluminium!



**VEREINIGTE METALLWERKE  
RANSHOFEN-BERNDORF AG**

Aluminiumwerke Ranshofen  
A-5282 Braunau-Ranshofen

## Coupon:

Ich interessiere mich für den modernen Werkstoff Aluminium und bitte um kostenlose Übermittlung von Informationsunterlagen.

Name \_\_\_\_\_

Adresse \_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_



# WISSEN IST MARKT

Weltmarkt, Flohmarkt, Supermarkt, Arbeitsmarkt . . .  
Wie funktionieren diese Tummelplätze von Angebot und Nachfrage? Was ist gegeben, was variabel? Wie werden wir vom Markt beeinflusst, wie können wir ihn selbst beeinflussen?

Der Markt ist das faszinierende Element, in dem wir leben.  
Wer Marktführer sein will, muß die technischen, ökonomischen und psychologischen Aspekte des Marktes besser kennen als andere.

Fortschritt – Schritt für Schritt

**Persil**

# Erwartet uns das Unerwartete?

Es gibt nur wenige, die sich über die Zukunft Gedanken machen. Vieles von heute wird der Vergangenheit angehören. Vieles, was heute groß und bedeutend ist.

**Mehr Sicherheit durch Internationalität**  
Bessere Chancen, zu überleben, hat nur ein Unternehmen, das in verschiedenen Märkten, in verschiedenen Ländern zu Hause ist. Unilever ist eine internationale Gruppe, organisiert in überschaubaren, mittelgroßen Unternehmen, die sich immer wieder den neuen Verhältnissen anpassen. Denn das einzig Sichere ist die Veränderung.

**Die neue Kunst des Befehlens**  
Die Arbeit ist nur menschenwürdig im Team. Dadurch ist der Raum für die persönliche Entfaltung gegeben. Jeder kann mitdenken, mitreden, mitentscheiden, mitverantworten. Die Zeit der „Einzelchefs“ und ihrer Untergebenen ist vorbei.

Die besten Manager sehen sich selbst als Teil des Teams.

**Wachsen Sie in die Zukunft**  
Das grenzenlose Wachstum ist vorbei. Quantität macht der Qualität Platz. Eine Entwicklung, die verpflichtet. Auch Unilever. Wir brauchen immer wieder neue, qualifizierte Mitarbeiter, die wir durch internationalen Austausch und neueste Methoden auf ihre Aufgabe in unserem Management vorbereiten. Die internationale Erfahrung unserer Führungsleute hilft mit, Arbeitsplätze zu sichern und neue zu schaffen.

**Die Formel für morgen**  
Eine menschliche Zukunft bewältigen nur jene, die das richtige Maß an schöpferischer Phantasie mit Entschluß-

kraft verbinden. Wir brauchen Menschen der Tat.

**Das bessere Leben schaffen wir selbst**  
Wir alle arbeiten, damit die Zukunft angenehmer wird als das Heute. In Zukunft wird sich daran nichts ändern. Deshalb forscht Unilever in Entwicklungszentren. Damit es uns und unseren Kindern besser geht. Unilever findet ständig neue Produkte, neue Verfahren und neue Märkte.  
Wir machen das Unerwartete zur lebenswerten Wirklichkeit.

**Persönliche Ziele verwirklichen**  
Wie Sie vielleicht wissen, kommen alle unsere Führungskräfte aus den eigenen Reihen. Fragen Sie sich, ob unsere Ziele mit den Ihren übereinstimmen. Informieren Sie sich über uns.  
Wir senden Ihnen gerne unsere Broschüre „Das ist Unilever“ zu.



**Unilever**

Osterr. Unilever Ges.m.b.H.  
Tel. (0 22 2) 66 19/251  
E. Inhaber:  
1010 Wien, Rossengasse 4

14. und 15. Jänner

10 1/2%  
Industrie  
anleihe 82

der Österreichischen Investitionskredit AG.

invest  
kredit

für  
Investitionen  
in Österreich



KW 2/194 \*

## Unsere Zukunft – eine harte Nuß?

Die Chemie hat schon eine ganze Menge Nüsse geknackt. Mit Produktideen und Produkten, die gegen Krankheiten schützen, den Hunger in der Welt lindern, bessere Arbeitsbedingungen schaffen und unser Leben leichter und angenehmer gestalten.

Aber auf viele Fragen wird von der Chemie noch eine Antwort erwartet. Wie zum Beispiel lassen sich die begrenzten Rohstoffvorräte der Erdelänger verfügbar halten?

Was kann man tun, um auf bislang noch nicht nutzbaren Flächen Nahrungs-

mittel zu erzeugen? Wie ist dem zunehmenden Mangel an Trinkwasser entgegenzuwirken?

Mit diesen und vielen anderen Zukunftsproblemen setzt sich die Bayer-Forschung auseinander.

Wo es um den Kern der Sache geht, ist Bayer dabei.

# Bayer



**Raiffeisen. Die Bank**   
mit dem persönlichen Service.

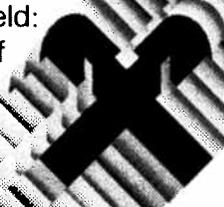


## Damit es sicher weitergeht... Raiffeisen-Sparen.

Raiffeisen Spargeld ist auch morgen sicheres Bargeld:

- Sparbuch ● Sparbrief
- Prämiensparen
- Treuesparen mit Bonus.

**Raiffeisen-Sparen zahlt sich aus.**





**VOITH**

**Leistungen im  
Großmaschinenbau**

Produktionsprogramm:  
Papier- und Kartonmaschinen, Turbinen, Pumpen und Ventilatoren, Asbestzement-Rohr- und -Plattenmaschinen, Zahnrad- und Turbogetriebe, Elektrische Steuer- und Überwachungsanlagen sowie Gießereierzeugnisse.

**J.M. VOITH AG - ST. PÖLTEN**

AL1286

## **Spar- und Anlage- tips von der Ersten**

Sparbuch  
Sparbuch gebunden  
Opti-Briefe  
Prämiensparen  
Das Neue **E** Sparbuch  
Wertpapiere  
Die **E** Anleihe  
Sparpolizze  
EFFECTA-Fonds

Fragen Sie einen Berater in  
Ihrer nächstgelegenen Filiale  
der Ersten!

**DIE ERSTE**  
seit 1819

