

BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH

SIEBENTER JAHRESBERICHT

1. APRIL 1936 — 31. MÄRZ 1937

**BASEL
3. Mai 1937**

INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
I. Einleitung	5
II. Devisenkurse, Preisbewegungen und Außenhandel	19
III. Ein Jahr steigender Goldversorgung	40
IV. Kapitalbewegungen und internationale kurzfristige Verschuldung	61
V. Die Entwicklung der Zinssätze	74
VI. Die Entwicklungen im Bankwesen während des Jahres	100
VII. Die laufenden Geschäfte der Bank	108
1. Die Tätigkeit der Bankabteilung	108
2. Die Bank als Treuhänder und Agent	113
a) Die Annuitätenzahlungen Deutschlands, Ungarns, Bulgariens und der Tschechoslowakei	113
b) Die Deutsche Äußere Anleihe von 1924 und die Internationale 5½% Anleihe des Deutschen Reichs 1930	113
c) Die Internationale Bundesanleihe der Republik Österreich 1930	114
d) Andere Aufgaben der Bank als Agent	115
3. Der Reingewinn und seine Verteilung	116
4. Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Bankleitung	117
VIII. Schlußbemerkungen	119

ANLAGEN

- I. Zentralbanken und andere Banken, die zur Teilnahme an der Generalversammlung der Bank und zur Stimmabgabe berechtigt sind.
- II. Bilanz vom 31. März 1937.
- III. Gewinn- und Verlust-Rechnung sowie Gewinnverteilung für das am 31. März 1937 beendete Geschäftsjahr.
- IV. Treuhänder für die Internationale Bundesanleihe der Republik Österreich 1930.
 - a) Übersicht der Einnahmen und Ausgaben für das sechste Anleihejahr (1. Juli 1935 bis 30. Juni 1936).
 - b) Übersicht der Guthaben bei den Depotstellen am 30. Juni 1936.
- V. Treuhänder für die Internationale Bundesanleihe der Republik Österreich 1930. Zwischen-Übersicht der Einnahmen und Ausgaben für das am 31. Dezember 1936 beendete Halbjahr.
- VI. Internationale Anleihen, für welche die Bank Treuhänder oder Fiscal Agent der Treuhänder ist — Guthaben am 31. März 1937.
- VII. Das Währungsabkommen vom 25. September 1936.
 - a) Erklärung der Französischen Regierung.
 - b) Erklärung des Britischen Schatzamtes.
 - c) Erklärung des Staatssekretärs des Schatzamtes der Vereinigten Staaten.

SIEBENTER JAHRESBERICHT

AN DIE GENERALVERSAMMLUNG DER
BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH
in BASEL am 3. Mai 1937.

Meine Herren!

Ich habe die Ehre, Ihnen den Jahresbericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich für das siebente Geschäftsjahr vom 1. April 1936 bis zum 31. März 1937 vorzulegen. Die Geschäftsergebnisse des Jahres — die annähernd dieselben sind wie die des Vorjahres — werden im einzelnen in Kapitel VII behandelt. Nach Vornahme vorsorglicher Rückstellungen für unvorhergesehene Ausgaben empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung die Beschließung einer Jahresdividende von 6 v. H. und der satzungsmäßigen Zuweisungen an die Rücklagen.

Während des Jahres, das seit der letzten Generalversammlung verflossen ist, haben große Währungsänderungen stattgefunden. In Frankreich kam im Frühjahr 1936 eine neue Wirtschafts- und Finanzpolitik zur Durchführung, und im Frühherbst wurde eine Wertangleichung der französischen Währung beschlossen. Am 25. September 1936 wurden gleichzeitig von den Regierungen Frankreichs, Englands und der Vereinigten Staaten Erklärungen veröffentlicht, in denen die drei Regierungen ihre Absicht bekundeten, weiterhin ihnen zur Verfügung stehende geeignete Mittel anzuwenden, um nach Möglichkeit zu vermeiden, daß die aus der geplanten Angleichung sich ergebende neue Grundlage des internationalen Austauschverkehrs gestört werde. Am selben Wochenende wurde in Bern eine Änderung des Wertes des Schweizer Franken beschlossen und im Haag ein Goldausfuhrverbot erlassen; bald danach nahmen die italienischen Behörden eine Angleichung der Lira an eine neue Goldgrundlage vor, während die tschechoslowakische Krone noch einmal im Verhältnis zum Gold abgewertet wurde und die lettische Währung abgewertet und an das Pfund angehängt wurde.

Die in den einzelnen Ländern getroffenen technischen Maßnahmen und die von den verschiedenen Währungsbehörden vereinbarten Regelungen werden weiter unten in diesem Bericht behandelt. Hier sei nur bemerkt, daß die Wertänderungen der verschiedenen Währungen für die ausländischen Waren- und Kapitalmärkte völlig reibungslos vor sich gingen und daß in der Aufwärtsentwicklung der Weltwirtschaft kein Rückschlag eintrat.

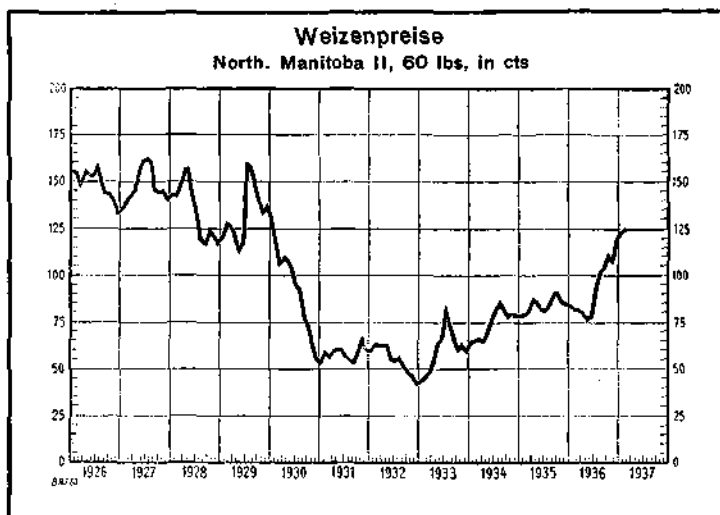
Die wirtschaftliche Erholung ist im abgelaufenen Jahr rascher fortgeschritten; zum erstenmal seit Beginn der Krise ist so gut wie jedes wichtige Wirtschaftsgebiet von der Aufwärtsbewegung erfaßt worden. Diese Erholung beruht auf der Wiederherstellung des Gleichgewichts zwischen Kosten und Preisen, das die Geschäfte wieder einträglich gestaltete, so daß sich deren natürliches Streben nach Ausdehnung durchsetzen konnte.

Die industrielle Erholung, die ein deutliches Zeichen des Konjunktumschwungs ist, läßt sich zweifellos zum Teil auf die während der Krise durch Liquidationen, Kapitalneubildung und Anpassung der Kosten in ver-

schiedenen Geschäftszweigen erfolgten Ausgleichungen zurückführen. Normalerweise wäre der Ausgleichungsvorgang in zwei bis drei Jahren beendet gewesen. Wenn sich die Krise über diese Zeitspanne hinaus erstreckt hat, so ist dies anderen aus der Vergangenheit stammenden ungünstigen Ursachen, die die Gesundung erschwert haben, zuzuschreiben. Bei einem Vergleich mit der wirtschaftlichen Entwicklung in den zehn Jahren nach dem Kriege ist deutlich zu erkennen, welche Verbesserungen, abgesehen vom politischen Felde, inzwischen erzielt worden sind und was noch nachzuholen bleibt.

Erstens fiel eine allgemeine Landwirtschaftskrise mit dem industriellen Rückgang zusammen. Die Bedeutung dieses Zusammenstreffens läßt sich daran ermessen, daß über 60 v. H. der Gesamtbevölkerung der Erde noch immer in der Landwirtschaft tätig sind. Das gleichzeitige Auftreten einer landwirtschaftlichen und einer industriellen Krise steht im Gegensatz zu der Erfahrung vieler früherer Konjunkturabläufe. So trat z. B. während der Krisen, die 1900 und 1907 begannen, kein Rückgang der Preise für landwirtschaftliche Erzeugnisse ein. In der Nachkriegszeit hielten sich bis 1928 die Preise für landwirtschaftliche Erzeugnisse mit den Preisen für industrielle Rohstoffe auf gleicher Höhe; von da an machte sich allerdings ein Rückgang namentlich der Getreidepreise bemerkbar. Eine Zeitlang wurden die Preise durch Regierungsmaßnahmen gestützt; es wurden große Käufe (besonders in Weizen) getätigt, und die so erworbenen Vorräte eingelagert. Als die Verpflichtungen zu drückend wurden und die Käufe aufhörten, lasteten die angesammelten Lagerbestände schwer auf den Märkten, und der Weizenpreis sank in Gold auf den niedrigsten Stand der letzten vier Jahrhunderte.

Als die Getreideerzeugung immer weniger lohnend wurde, wandten sich die Landwirte in vielen Ländern der Viehzucht und der Viehwirtschaft zu, so daß vom Jahre 1931 an auch die Preise für diese Erzeugnisse rasch fielen. Das folgende Schaubild zeigt die in Winnipeg von 1926 bis 1937 notierten Weizenpreise. Der niedrigste Punkt wurde zu Anfang des Jahres 1933 erreicht, und die erste



Wendung nach oben erfolgte mit der Abwertung des kanadischen und nordamerikanischen Dollars. Es folgten Regierungsmaßnahmen in den Vereinigten Staaten zur Begrenzung des Anbaus landwirtschaftlicher Erzeugnisse und damit zur Hebung der Preise. Stärker wirkten sich aber in den Jahren 1935 und 1936 die un-

günstigen Witterungsverhältnisse aus, die zu Mißernten führten. Im Jahre 1936 herrschte in den Vereinigten Staaten Trockenheit, während Europa zu viel

Regen hatte; infolge der sich daraus ergebenden Mißernten stieg der Weizenpreis in Winnipeg Anfang 1937 auf rund 1,25 Dollar. Die Besserung war somit zum großen Teil zufällig. Trotzdem darf nicht übersehen werden, daß es auch eine Anzahl von Dauereinflüssen gibt, die sich wahrscheinlich in einer Festigung der Preise für landwirtschaftliche Erzeugnisse auswirken werden.

Die großen Weizenbestände, die früher auf die Märkte drückten, sind jetzt so gut wie erschöpft. Außerdem dürfte der zukünftige Umfang der landwirtschaftlichen Erzeugung zurückgehen, und zwar nicht nur infolge der Sandstürme, die weite Gebiete Nordamerikas auf Jahre hinaus in Mitleidenschaft gezogen haben, sondern auch aus anderen Gründen. Während der Krise waren die Landwirte in den großen Agrarländern außerstande, ihr Land zu düngen, ihre Maschinen und Werkzeuge zu erneuern, wie überhaupt ihre Erzeugung auf dem gleichen Leistungsstand zu halten wie in der Vergangenheit. Die folgende Aufstellung zeigt, daß die landwirtschaftliche Gesamterzeugung seit 1929 beinahe unverändert geblieben ist, obwohl in der gleichen Zeit die Bevölkerung der Erde um rund 10 v. H. zugenommen hat. Um eine Vergleichsmöglichkeit zu haben, ist die Meßziffer für die Erzeugung von Rohstoffen nicht-landwirtschaftlichen Ursprungs mitangegeben:

1925-29 = 100 *	1929	1932	1933	1934	1935
Welterzeugung landwirtschaftlicher Produkte	103	103	104	102	102
von Rohstoffen nicht-landwirtschaftlichen Ursprungs	114	75	84	95	104

* Quelle: "World Economic Survey 1935/36", herausgegeben vom Völkerbund, S. 59-60.

Der Welthandel besteht zum großen Teil aus dem Austausch von Gütern zwischen Industrie- und Agrarländern. Als während der Krise die landwirtschaftliche Erzeugung mehr oder weniger gehalten, die industrielle Erzeugung aber gedrosselt wurde, war diese ungleiche Entwicklung notgedrungen nachteilig für die Bedingungen, zu denen die landwirtschaftlichen Erzeugnisse abgesetzt werden konnten. Aus den Zahlen der vorstehenden Aufstellung ist zu ersehen, daß von 1934 an noch einmal ein besserer Ausgleich zwischen dem Umfang der landwirtschaftlichen und industriellen Erzeugung erzielt worden ist. Da in den meisten landwirtschaftlichen Betrieben die Entlohnung noch immer verhältnismäßig niedrig ist, dürfte im großen ganzen kaum mit einer Steigerung der landwirtschaftlichen Erzeugung zu rechnen sein, die einen Vergleich mit der Steigerung der industriellen Erzeugung aushält. Die landwirtschaftliche Gesamterzeugung wird weiter steigen, aber die Landwirtschaft wird doch voraussichtlich einen sich verringernden Anteil an der Weltwirtschaft haben; eine solche Entwicklung ist aber durchaus vereinbar mit der Rückkehr zum Wohlstand in der Landwirtschaft, ja sogar eine unerläßliche Voraussetzung dafür.

Zweitens war der Goldmarkt in den zehn Jahren nach dem Kriege weitgehend gekennzeichnet durch eine Spannung, die zusammenhing mit den großen Kapitalbewegungen von einem Markt zum

anderen und mit der Aufrechterhaltung eines Preisstandes, der volle 40 v. H. höher war als im Jahre 1913 — dies zu einer Zeit, als die jährliche Goldförderung der Welt sich auf einem etwas niedrigeren Stande hielt als in den Jahren unmittelbar vor dem Kriege. Von 1924 bis 1929 betrug die Goldherzeugung der Welt 19 Millionen Unzen im Jahr, die zum Preise von 84 s 11½ d je Unze einen Wert von knapp 80 Millionen Pfund Sterling hatten. Von diesem Betrag wurden etwa 30 Millionen Pfund Sterling für nichtmonetäre Zwecke verwendet, einschließlich des Bedarfs Indiens, Chinas und einiger anderer Länder des Ostens, so daß nicht mehr als 50 Millionen Pfund Sterling im Jahr für die Deckung des Währungsbedarfs verblieben.

Als während der Krise die Warenpreise und Kosten zu sinken begannen, stieg die Goldherzeugung der Welt allmählich an. Diese Steigerung wurde nach 1931 stärker, als der Goldpreis in den entwerteten Währungen plötzlich um 40 v. H. und mehr stieg. Von 1929 bis 1936 stieg die Goldherzeugung von noch nicht 20 Millionen Unzen auf über 35 Millionen Unzen oder um fast 80 v. H. Zu dem Londoner Goldpreis von 140 s je Unze berechnet, erreichte die Goldgewinnung im Jahre 1936 einen Wert von insgesamt 245 Millionen Pfund Sterling. In den letzten Jahren wurde der industrielle Goldbedarf zum großen Teil durch das aus der Bevölkerung gezogene Gold gedeckt. Außerdem kam im Jahre 1936 nicht nur die private Goldhortung, die während der Krise ein großes Ausmaß angenommen hatte, zum Stillstand, sondern es setzte sogar eine Enthortung ein; auch trafen noch immer Goldsendungen aus Indien, China und anderen östlichen Ländern ein.

So war das gesamte im Jahre 1936 neu gewonnene Gold für Währungszwecke verfügbar. Gegenüber einem jährlichen Betrag von 50 Millionen Pfund Sterling, der vor zehn Jahren zur Verfügung gestanden hatte, waren es im Jahre 1936 volle 245 Millionen Pfund Sterling neuen Goldes aus den Bergwerken zum jeweiligen Londoner Marktpreis. Die ganze Lage hat sich im Vergleich zu den zehn Jahren nach dem Kriege von Grund auf geändert; die Goldversorgung ist jetzt reichlich — ja sogar allzu reichlich.

Drittens wurden einzelne der Hauptwährungen in den Jahren 1924–1930 zu Sätzen stabilisiert, die um 10–15 v. H. von ihrem inneren Wert, gemessen an dem Verhältnis zwischen Kosten und Preisen, abwichen. Die Durchführung der notwendigen Angleichung wäre ohne den Rückgang der Weltpreise wohl nicht allzu schwierig gewesen; der Rückgang ging zuerst zwar allmählich vor sich, nahm nach dem wirtschaftlichen Umschwung im Jahre 1929 aber stärkere Ausmaße an. Die 1931 einsetzenden Währungsabwertungen und darauffolgenden Kosten- und Preisbewegungen sollten im großen ganzen das eine Ergebnis haben, die verschiedenen Währungen, bei denen Änderungen vorgenommen wurden, in ein besseres gegenseitiges Verhältnis zu bringen. Außerdem sollte die Aufwärtsbewegung der Preise es den verschiedenen Währungen erleichtern, sich den Erfordernissen eines Weltstandards anzupassen; auch sollten hierdurch die Störungen beseitigt werden, die aus einer Über- oder Unterbewertung der Währungen entstehen.

Viertens blieben die Zinssätze, namentlich für langfristige Verbindlichkeiten, nach dem Kriege hoch; eine Herabsetzung mußte

aber notgedrungen kommen, als die Kapitalversorgung der Welt wiederhergestellt war. Diese Angleichung war nach dem Beginn der Krise sogar noch dringender, da eine Senkung der Zinssätze eines der klassischen Mittel zur Beschleunigung der wirtschaftlichen Gesundung ist. Bei den gewaltigen Regierungsschulden, die während des Krieges und danach aufgenommen worden waren, war es allerdings unmöglich, die Zinssätze zu senken, bevor diese Schulden auf einen niedrigeren Stand konvertiert worden waren. Die große britische Kriegsanleihekonzersion in der zweiten Hälfte des Jahres 1932 war deshalb von überragender Bedeutung nicht nur für Großbritannien selbst, sondern auch als Beispiel für andere Länder.

In den letzten fünf Jahren sind in einer großen Anzahl von Ländern bedeutende Fortschritte in der Herabsetzung der inneren Zinssätze gemacht worden. Eine stattliche Zahl von Auslandsanleihen ist ebenfalls umgewandelt worden, jedoch waren hier die Schwierigkeiten größer, und eine wichtige, noch nicht vollendete Aufgabe ist die Zinssenkung für Auslandsverbindlichkeiten.

Fünftens war die schwere Last der inneren und äußeren Schulden auch in anderer Beziehung ein Hindernis für die wirtschaftliche Gesundung, besonders da die aus dem Kriege stammenden Schulden in den zwanziger Jahren durch bedeutende lang- und kurzfristige internationale Anleihen vergrößert wurden. In einigen Ländern wurden die Hauptschwierigkeiten durch eine übermäßige private Verschuldung, z. B. durch Hypothekenschulden von Landwirtschaftsverbänden, verursacht, in anderen Ländern durch die innere Verschuldung der Regierung, die schwer auf dem Staatshaushalt lastete, in weiteren Ländern hauptsächlich durch Auslandsverbindlichkeiten, die die Zahlungsbilanz und die Währungsreserven belasteten.

Während der Krise sind einige Fortschritte in der Schuldenabtragung gemacht worden. Abgesehen von den Auswirkungen der Währungsabwertungen wurde die innere Schuldenlast durch Konversionen erleichtert, die äußere Verschuldung dagegen durch Rückzahlungen, Rückkäufe von Anleihen und durch Vereinbarungen verschiedener Art. Auf diese Weise wurde der Umfang der internationalen kurzfristigen Verschuldung in Pfund Sterling (einer Währung, die selbst um nahezu 40 v. H. abgewertet wurde) um etwa ein Drittel und in Gold um noch mehr verringert. Die langfristige Verschuldung ging nicht in dem gleichen Maße zurück; hier gab es aber sehr bedeutende Rückkäufe und Tilgungen von Wertpapieren, namentlich in den Vereinigten Staaten und England.

Sechstens bildeten die erhöhten Zolltarife ein großes Hindernis für die Herstellung des Gleichgewichts, und die Schwierigkeiten nahmen zu, als mit fortschreitender Krise der Umfang der internationalen Ausleihungen plötzlich verringert wurde und die Zahlungsbilanzen und Währungsreserven der Schuldnerländer infolgedessen einem äußerst heftigen Druck ausgesetzt wurden. Auf diesem Gebiet brachte die Krise nicht nur keine Erleichterung, sondern sogar noch eine Wendung zum Schlimmeren. Der menschliche Geist hat sich in der Erfindung von Hindernissen für den internationalen Austausch von Gütern und Dienstleistungen selbst übertroffen.

Als eine weitere Entwicklung des auswärtigen Handels aussichtslos schien, ging eine große Anzahl von Ländern dazu über, sich in der Erzeugung auf den Binnenmarkt umzustellen, um die Arbeitslosigkeit zu bekämpfen. Dies ist einer der Gründe für die Stärkung der Autarkiebestrebungen in den letzten Jahren. Dieses Heilmittel barg jedoch neue Schwierigkeiten in sich, da die wachsende Unnatürlichkeit der Wirtschaftsausdehnung in den verschiedenen Staaten eine allgemeine Verbesserung in der Welt verhinderte.

Zeiten sinkender Preise waren gewöhnlich Zeiten steigender Zölle, und es ist daher nicht überraschend, daß der überstürzte Preisfall nach 1929 zu einer Steigerung des wirtschaftlichen Unabhängigkeitsdrangs der einzelnen Länder führte.

Wird jetzt nun das Gegenteil eintreten? Wird die Preiserhöhung, die eingesetzt hat, eine umgekehrte Bewegung zum freieren Handel hin auslösen? Es sind bereits einige — wenn auch noch schwache — Anzeichen vorhanden, die auf einen gewissen Wandel in der Einstellung sowohl der Öffentlichkeit wie auch der Regierenden hindeuten. Die von der Regierung der Vereinigten Staaten abgeschlossenen zweiseitigen Handelsverträge sehen eine gegenseitige Herabsetzung der Zollsätze vor, und einige Länder gehen dazu über, Kontingente und ähnliche Einschränkungen durch einseitige Maßnahmen zu lockern, in der Regel um ein zu starkes Anziehen der Preise im eigenen Lande zu verhindern. Außerdem stellen Mengenzölle, wenn sie unverändert bleiben, nach einer Preissteigerung einen geringeren Teil des Warenwertes dar. Die bisher erreichte Besserung ist allerdings klein, und die Welt ist immer noch weit von jener Handelsfreiheit entfernt, die 1929 vorhanden war.

Es kann jetzt die Endsumme der Änderungen gezogen werden, die bei den verschiedenen für die Krise verantwortlichen nachteiligen Einflüssen eingetreten sind. In den meisten Fällen trat eine deutlich wahrnehmbare Wendung zum Bessern ein; in der Industriekonjunktur ist ein Umschwung eingetreten; die Bewegung geht nach oben; die Goldversorgung ist bis zum Überfluß gestiegen; die entwerteten Währungen sind in ein besseres Verhältnis zueinander gebracht worden; die Zinssätze für Inlandskredite sind gesenkt worden, wenn auch der Umfang der nicht angeglichenen Auslandsverschuldung noch immer bedeutend ist. Bei der Landwirtschaft ist im Augenblick durch die höheren Preise eine Entspannung eingetreten. Diese Entspannung ist jedoch bis zu einem gewissen Grade, wenn auch nicht gänzlich, das zufällige Ergebnis ungünstiger Witterungsbedingungen. Ein bedeutender Fortschritt ist bei der Schuldenregelung durch Konversionen und andere Maßnahmen erzielt worden; trotzdem ist die Schuldenlast in vielen Ländern noch immer schwer, und viele Fragen der Auslandsverschuldung müssen noch in Angriff genommen werden. Bei den Zöllen und anderen Handelshemmnissen ist die Lage sehr viel schlechter als vor der Krise, und dieser Rückstand ist der Kernpunkt einiger der schwierigsten Fragen, mit denen sich die Welt gegenwärtig zu befassen hat.

Das verbesserte Gleichgewicht zwischen Kosten und Preisen, das der jetzigen wirtschaftlichen Gesundung zugrunde liegt, ist auf die verschiedenste Weise erzielt worden; teils durch Anpassung der Kosten, teils auch durch

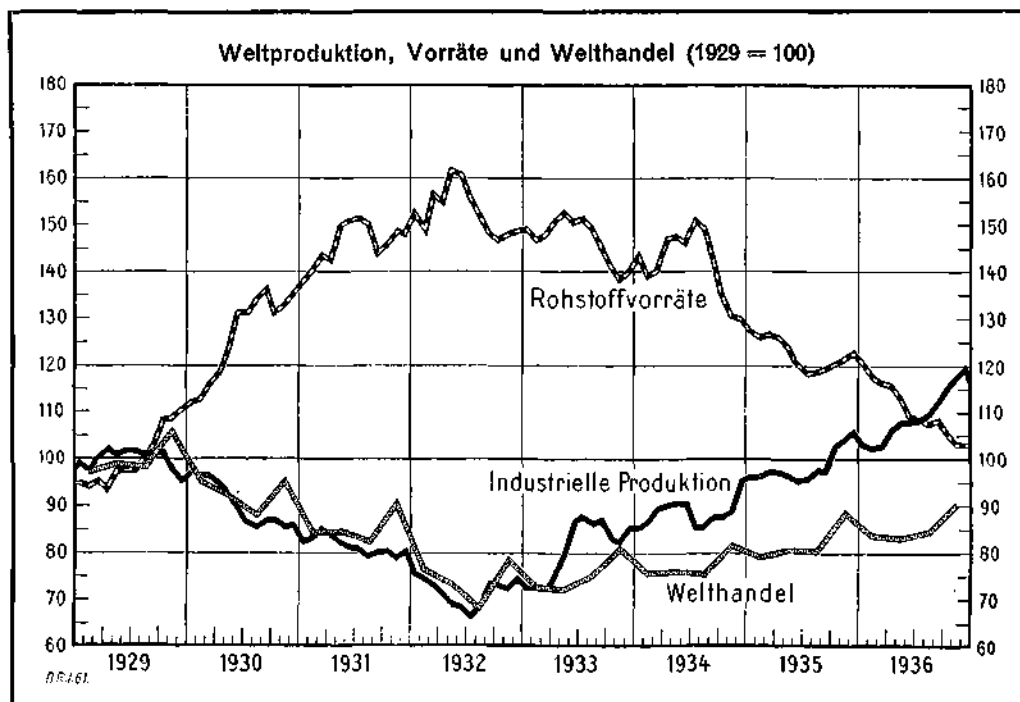
Währungsänderungen, einschließlich der Währungsabwertungen, die zu einer Umkehr der Preisentwicklung geführt haben. In einigen Ländern war die in erster Linie auf private Anregung zurückzuführende starke Bautätigkeit die Haupttriebfeder der wirtschaftlichen Erholung, in anderen waren die staatlichen Ausgaben ausschlaggebend. Es ist viel darüber gestritten worden, welche Rolle die öffentlichen Ausgaben bei der Überwindung der Krise spielen können. Tatsache ist, daß die Staatshaushalte der meisten Länder große Fehlbeträge aufweisen; die Politik zusätzlicher öffentlicher Ausgaben war demnach so gut wie allgemein. In einigen Ländern, wo dies der Fall war, trat die wirtschaftliche Erholung frühzeitig ein, während sie in anderen verzögert wurde. Hieraus wäre wohl zu schließen, daß nur, wenn die allgemeinen Voraussetzungen für die Herstellung des Gleichgewichts zwischen Kosten und Preisen vorhanden sind, staatliche Ausgaben den wirtschaftlichen Gesundungsvorgang unterstützen können. Sind diese Bedingungen nicht vorhanden, so können solche Ausgaben im Endergebnis gradezu schädlich sein, denn dauernde Kreditaufnahmen zur Bestreitung zusätzlicher Ausgaben können das Vertrauen untergraben und das natürliche Fallen der Zinssätze verzögern.

Was auch immer zugunsten einer Politik der öffentlichen Arbeitsbeschaffung gesagt werden mag, so kann doch kein Zweifel darüber bestehen, daß gesteigerte staatliche Ausgaben unerwünscht sind, sobald der Geschäftsaufschwung erst einmal in vollem Gange ist, denn sonst besteht die Gefahr eines Sonderantriebs, der eine ungesunde Hochkonjunktur zur Folge haben kann. Von diesem Standpunkt aus muß die gegenwärtige Steigerung der Rüstungsausgaben beklagt werden. Es sei nebenbei bemerkt, daß sowohl in den angelsächsischen wie auch in den meisten kleineren europäischen Ländern die Rüstungsausgaben im wesentlichen erst im Laufe des Jahres 1936 zu steigen begonnen haben und daß bis dahin diese Ausgaben verhältnismäßig wenig mit der Steigerung der Erzeugung in diesen Ländern zu tun hatten. Jetzt allerdings sind ihre Rüstungsausgaben höher als je zuvor in Friedenszeiten. In Anbetracht der Entwicklungsstufe, die im Konjunkturablauf erreicht worden ist, kommt diese Steigerung zur un rechten Zeit; außerdem trägt sie dazu bei, den unrichtigen Handelszweigen einen Auftrieb zu geben, nämlich denjenigen, denen die allgemeine Wirtschaftserholung schon am meisten zugute gekommen ist. Es ist ausgerechnet worden, daß für die Welt im ganzen der Stand der Rüstungsausgaben im Jahre 1936 in Gold dreimal so hoch war wie 1913 und doppelt so hoch wie in den Jahren 1924/30. Außerdem überstiegen die für Rüstungsaufträge vorgesehenen Beträge im Jahre 1936 in vielen Ländern die laufenden Rüstungsausgaben des Jahres, und es ist grade die Vergebung von Aufträgen, die in erster Linie die geschäftlichen Einrichtungen beeinflußt.

Eines der Ergebnisse der Rüstungsausgaben ist, daß die Aufmerksamkeit der Industrie einseitig auf die Inlandsmärkte gelenkt und das Ausfuhrgeschäft weniger gepflegt wird. Für die Länder, die aufrüsten, ist dies sicherlich ein schwerer Nachteil, aber es ist eine Ironie des Schicksals, daß diese Interessenverschiebung, obgleich sie eine Folge der Rüstungen ist, die Spannungen im internationalen Wettbewerb verringert. Wenn die Fabrikanten voll beschäftigt sind, kümmern sie sich weniger um die Ausdehnung ihres Handels nach

anderen Ländern und sind eher bereit, den Absatz auf ausländischen Märkten mit Erzeugern zu teilen, die normalerweise ihre stärksten Wettbewerber sein würden.

Die so durch bedeutende staatliche Ausgaben verstärkte wirtschaftliche Anregung kam zu einer Wirtschaftserholung hinzu, die in einer Anzahl von Ländern schon seit geraumer Zeit im Zunehmen begriffen war. Selbst wenn man die Welt als Ganzes nimmt, so trat der Wendepunkt der Krise im Jahre 1932 ein, wenn auch zunächst nur eine leichte Besserung zu verzeichnen war und Rückschläge nicht ausblieben. Das nachstehende Schaubild zeigt die Änderungen, die in den vergangenen acht Jahren in dem mengenmäßigen Umfang der Erzeugung und des Welthandels sowie in den Lagerbeständen eingetreten sind. Der Herbst 1932 brachte eine Steigerung der industriellen Erzeugung und eine Abnahme der Rohstoffbestände. Die Besserung in der Erzeugung setzte sich bis zum Sommer 1933 fort, dann ließ allerdings fast zwei Jahre lang die Aufwärtsbewegung deutlich nach, bis im Sommer 1935 die Wiedergesundung der Wirtschaft endgültig wurde.



Seit dem Umschwung im Jahre 1932 sind nun fünf Jahre vergangen, und in der Geschichte der Konjunktur ist eine mehr als fünfjährige Dauer für eine Aufwärtsbewegung eine sehr seltene Erscheinung. Die Wirtschaftsgeschichte Großbritanniens bietet kein Beispiel einer wirtschaftlichen Besserung, die ununterbrochen länger als fünf Jahre angehalten hat, und auch in anderen Ländern können nur ganz wenige Beispiele dafür gefunden werden. Ist im Hinblick auf diese Erfahrung damit zu rechnen, daß die jetzige wirtschaftliche Erholung bald ihr Ende erreichen wird? Es ist natürlich unmöglich, auf diese Frage eine bestimmte Antwort zu geben; es mag aber darauf hingewiesen

werden, daß in einigen grundlegenden Punkten der jetzige wirtschaftliche Aufschwung einzelne ganz besondere Merkmale aufweist, die wohl dazu berechtigen könnten, die gegenwärtige Lage einigermaßen hoffnungsvoll zu beurteilen.

Vor allem ist zu bemerken, daß die Wendung zum Bessern in den einzelnen Ländern zu ganz verschiedenen Zeitpunkten eintrat. Nur beim Sterlingblock kann man von einer Besserung sprechen, die seit über fünf Jahren anhält. In den Vereinigten Staaten begann der Aufschwung, abgesehen von einem ersten Anlauf nach der Abwertung des Dollars im Jahre 1933, im Jahre 1934, und die wirtschaftliche Erholung in Deutschland, die bedingt war durch große staatliche Ausgaben, geht ungefähr auf das gleiche Jahr zurück. In den zu dem früheren Goldblock gehörenden Ländern war vor dem Herbst 1936 kaum eine anhaltende Besserung zu spüren. Es besteht also die Möglichkeit, daß die Besserung in den Gebieten, die sich erst spät der Aufwärtsbewegung angeschlossen haben, die allgemeine geschäftliche Entwicklung in gewissem Masse stützt und einen Rückschlag in der Weltwirtschaft hinausschiebt.

Weiter ist zu erwähnen, daß der Wiederaufstieg, der 1932 einsetzte, sehr allmählich vor sich ging; er erstreckte sich über mehrere Jahre, bevor der Erzeugungsstand der vorhergehenden Wirtschaftsblüte erreicht wurde. Je tiefer der Sturz war, umso länger dauert die Erholung; Wiedergesundung ist aber nicht dasselbe wie Gesundheit, und die lange Zeit, die nötig war, um den verlorenen Boden wiederzugewinnen, setzt an sich der möglichen Dauer der Wirtschaftsblüte keine Grenze. Das oben wiedergegebene Schaubild zeigt, daß in der Welt im allgemeinen der Umfang der Erzeugung Anfang 1936 grade den Stand von 1929 erreicht hatte. Jahrelang erfuhren die Industrieanlagen und -ausrüstungen nur eine sehr geringe Ausdehnung, außer in den Industrien, die sich unter besonderem Schutz entwickelt haben, und diese Ausdehnung wurde zudem häufig aufgehalten durch den Rückgang der Kaufkraft der Bevölkerung. Im allgemeinen bestand die wirtschaftliche Erholung, wie sie in den letzten Jahren eingetreten ist, in der besseren Ausnutzung der vorhandenen Leistungsfähigkeit. Dies trifft insbesondere zu für die Rohstoffländer, die nur allmählich einen normalen Gebrauch von den vorhandenen Produktionsmitteln machen konnten. Es hat tatsächlich den Anschein, als ob der Schatten des wirtschaftlichen Tiefstandes solange auf den Gemütern der Fabrikanten lastete, wie die vorhandenen Anlagen nur teilweise ausgenutzt werden konnten.

Sofern Wirtschaftsblüte eine Entwicklung über den vorher erreichten Höchststand hinaus bedeutet, begannen die Rohstoffländer tatsächlich erst im Laufe des Jahres 1936 die Krise zu überwinden. Auch in den Industrieländern Westeuropas und in den Vereinigten Staaten scheint bis dahin eine weniger große Ausdehnung der industriellen Anlagen und Ausrüstungen stattgefunden zu haben, als es die Regel in Zeiten früherer Geschäftsbelebungen war. Die Industrieunternehmen konnten zum großen Teil alle Erweiterungen ihrer Anlagen aus eigenen Mitteln finanzieren, die sie früher angesammelt hatten. Die Begebungen von Aktien und Schuldverschreibungen durch Aktiengesellschaften zur Beschaffung zusätzlichen Kapitals waren verhältnis-

mäßig beschränkt. In den Vereinigten Staaten beliefen sich derartige Anleihen im Jahre 1936 auf 1,2 Milliarden Dollar gegenüber einem Durchschnitt von 5 Milliarden Dollar für die Jahre 1925/29. Nur auf zwei Gebieten waren nennenswerte Steigerungen in Industrieanlagen zu verzeichnen: zusätzliches Kapital wurde in den Goldbergwerken angelegt und infolge der staatlichen Ausgaben auch in der Rüstungsindustrie. Es ist damit zu rechnen, daß der in letzter Zeit erfolgte Rückgang unverkaufter Lagerbestände und das Steigen der Preise für gewerbliche Rohstoffe zu einer Steigerung der Anlagen und Ausrüstungen in größerem Rahmen führen werden; dies ist aber eine Entwicklung, die in den meisten Ländern noch in den Anfängen ist.

Es ist eine Eigentümlichkeit der jetzigen Geschäftsbelegung, daß ihr einige der kennzeichnenden Merkmale früherer Aufstiegszeiten fehlen. Die Erwerbslosigkeit ist z. B. größer geblieben, als sie früher in solchen Zeiten zu beobachten war. Bis zu einem gewissen Grade mag der Unterschied rein statistische Ursachen haben, insofern als gegenwärtig, nach Einführung der öffentlichen Erwerbslosenfürsorge, genauere Angaben verfügbar sind; aber selbst in diesem Falle müssen die heutigen Erwerbslosenziffern als ungewöhnlich hoch angesehen werden. Es ist errechnet worden, daß die Zahl der Erwerbslosen in Europa und Nordamerika zusammen Ende 1936 noch immer 12 Millionen überstieg. Einer der Gründe für diese hohe Erwerbslosenzahl ist die oben erwähnte verhältnismäßig geringe Zunahme der neuen Fabrikanlagen und Betriebsausrüstungen. Abgesehen von einigen wenigen Ländern des Sterlingblocks und Deutschland war erst im vergangenen Jahr eine ausgesprochene Belegung in der Maschinen- und Baustoffindustrie zu verzeichnen. In einer Anzahl der verschiedensten Industriezweige besteht dagegen eine sehr große Nachfrage nach Facharbeitern, die nicht voll befriedigt werden kann, da der Mangel zum Teil auf die verhältnismäßig geringe Zahl der während der Krise ausgebildeten Lehrlinge zurückzuführen ist. Leider führt der Mangel an geschulten Arbeitern nicht immer zu deren Ersetzung durch andere Arbeiter, sondern wirkt sich eher hemmend auf die Erzeugung aus, so daß möglicherweise der Gesamtbeschäftigungsumfang herabgedrückt wird.

Die Rückkehr zur vollen Beschäftigung wird außerdem durch die Schwierigkeit gehemmt, Arbeiter von einem Beruf in den anderen und von einem Bezirk in den anderen zu überführen. Es ist in der Regel leichter, in der Industrie neue Arbeitskräfte aus der Landbevölkerung (Söhne kleiner Landwirte und Landarbeiter) einzustellen, als Erwerbslose aus Krisengebieten herauszuziehen. Von 1933 bis 1936 fiel die Zahl der Landarbeiter in England von 716.000 auf 640.000, d. h. um 76.000; in den gleichen Jahren kamen 50.000 Einwanderer aus dem Irischen Freistaat nach England, und diese Neuankömmlinge fanden Arbeit zu einer Zeit, als die Erwerbslosenziffer in vielen Industriezweigen ungewöhnlich hoch blieb.

Es ist ferner zu beachten, daß in einer Anzahl von Ländern die größte Erwerbslosigkeit im Ausfuhrhandel zu finden ist. Wenn die zu diesen Berufen gehörenden Arbeiter ein geringeres Einkommen haben, können sie weniger kaufen und weniger für Dienstleistungen ausgeben, so daß sich ihre Erwerbslosigkeit auf andere Berufe auswirkt. In zwei Ländern, in denen die Arbeitslosigkeit auf ein mehr oder weniger normales Maß zurückgeführt ist, Finnland

und Schweden, hat der Ausfuhrhandel den Höchststand vom Jahre 1929 nicht nur erreicht, sondern überschritten — diese beiden Länder hatten das Glück, eine sehr starke Nachfrage nach ihren Erzeugnissen zu finden, nämlich: Papiermasse, Papier, Nutzholz, und Schweden auch Eisenerz.

Gegenwärtig könnte dem Arbeitsmarkt kein größerer Auftrieb gegeben werden als durch die Belebung des Welthandels. Aus dem oben wiedergegebenen Schaubild ist zu ersehen, daß der mengenmäßige Umfang des Welthandels noch immer 10 v. H. unter dem Stande von 1929 liegt. In früheren Aufstiegszeiten ging die Belebung des Welthandels häufig voran, während sie jetzt nachhinkt. Die jetzige Entwicklung der Geschäftstätigkeit läßt sich als eine Reihe einzelner staatsgebundener Aufstiegsbewegungen kennzeichnen, die sich noch nicht zur Weltbewegung ausgewachsen haben.

Unter diesen Umständen gab es für neue Auslandsanlagen sehr wenig Raum. Die Schwierigkeiten der Schuldnerstaaten bei der Erfüllung ihrer Verpflichtungen haben abschreckend auf neue Ausleihungen gewirkt, und es war wenig oder gar kein Anreiz vorhanden, industrielle Neuanlagen vorzunehmen, solange die vorhandenen Anlagen in den Rohstoffländern nicht bis zur vollen Leistungsfähigkeit ausgenutzt wurden. Mit Ausnahme der Steigerung im Goldbergbau fehlten in der Regel die Möglichkeiten einer lohnenden Anlage in neuen Unternehmungen in überseeischen Ländern. Allerdings sind große Beträge in Aktien bereits bestehender Unternehmungen auf ausländischen Märkten angelegt worden, da die Erholung der Börsenkurse nach der Krise derartige Anlagen anziehend machte. In den beiden Jahren 1935 und 1936 legten ausländische Kapitalisten über 900 Millionen Dollar in amerikanischen Wertpapieren an und kauften außerdem in den Vereinigten Staaten für über 300 Millionen Dollar nichtamerikanische Wertpapiere. Diese Geschäfte haben zwar eine Eigentumsübertragung mit sich gebracht, aber keine Aufsaugung von Spargeldern durch neue wirtschaftliche Anlagen und keine Ausdehnung des Welthandels, wie es die Wiederaufnahme der internationalen Kreditgewährung für neue Unternehmungen getan hätte.

Eine ähnliche Entwicklung zeigte sich auch in der Binnenwirtschaft einiger Länder, wie z. B. in England, wo private Unternehmen in Aktiengesellschaften umgewandelt und Aktien zur öffentlichen Zeichnung aufgelegt wurden. Der für die Aktien gezahlte Betrag fließt denen zu, die ihre Geschäfte verkaufen, und die nun ihrerseits das Geld anlegen müssen. Die Kapitalmärkte in den Ländern, in denen das Vertrauen zur Währung wiederhergestellt worden ist, werden gekennzeichnet durch große Mengen Anlage suchender Gelder. Ein erheblicher Betrag privaten Sparkapitals muß angelegt werden; hierbei bildet einen wesentlichen Posten der große Umfang der von den Versicherungsgesellschaften eingezogenen Prämien, die in einer Anzahl von Ländern alles Bisherige übersteigen. Am englischen und amerikanischen Markt sowie an einigen anderen Märkten scheint das ungeheure „Gewicht des Geldes“ die Haupterklärung für die niedrigen Zinssätze zu sein, die sich in diesen Jahren der industriellen Wiedergesundung trotz des Steigens der Warenpreise behauptet haben.

In den letzten Monaten haben die Sätze etwas angezogen, sowohl für kurzfristiges Geld und langfristiges Kapital in Neuyork, wie auch

die langfristigen Sätze in London. Die allgemeine Stimmung dieser Märkte wird aber noch immer durch „billiges Geld“ und verhältnismäßig hohe Kurse für Staatspapiere widerspiegelt. Wenn der Zugang an Spargeldern während eines wirtschaftlichen Tiefstands im Verhältnis zu den Anlagemöglichkeiten bedeutend ist, so ist es doch natürlich, daß die Zinssätze auf einen niedrigen Stand gesenkt werden sollten. Wenn jedoch die über das übliche Maß hinausgehende Leistungsfähigkeit der Fabrikanlagen erschöpft ist und die Rohstoffvorräte auf einen Mindeststand sinken, so kommt die Zeit für eine Ausdehnung der Erzeugungsmöglichkeiten, und der sich dann ergebende Bedarf an lang- und kurzfristigem Kredit wird natürlich eine der Hauptursachen sein, die die Zinssätze beeinflussen. Übrigens pflegt der für das Kapital gezahlte Preis eine gewisse Beziehung zu den Einkünften aus der Wirtschaftstätigkeit zu haben. Die in England zusammengestellten Zahlen zeigen, in welchem Ausmaß die Gewinne in den letzten Jahren gestiegen sind: 1932/33 beliefen sie sich für die Gesellschaften, von denen Angaben gesammelt wurden, auf 5,9 v. H. des eingezahlten Kapitals und 1935/36 auf 9,4 v. H.; seitdem sind sie weiter gestiegen.

Zur Zeit kann die Gefahr bestehen, daß die Gewinne durch vorübergehende Erscheinungen in die Höhe getrieben werden und daß diese vorübergehende Verdienstmöglichkeit auf einer neuen Grundlage bei zu niedrigen Zinssätzen kapitalisiert wird. In einer Zeit der Ausdehnung wird die Verdienstmöglichkeit von Industriegesellschaften im allgemeinen überschätzt. Zur Zeit gibt es mindestens zwei weitere Einflüsse, die in Rechnung gestellt werden müssen. Einer ist die ungeheure Steigerung der Rüstungsausgaben, die voraussichtlich keine Dauererscheinung der Weltwirtschaft werden kann, der andere die allgemeine Preissteigerung, die nicht nur eine Erscheinung der gegenwärtigen Konjunktur oder eine Folge der Rüstungen ist, sondern die auch der Niederschlag einer mit dem Anwachsen der Golderzeugung zusammenhängenden langwelligen Bewegung sein kann. Bei Preissteigerungen ist, solange sie anhalten, damit zu rechnen, daß sie zu höheren Real- und Nominal-Gewinnen führen. Gewisse Kosten hinken in der Aufwärtsbewegung gewöhnlich nach; zudem vernachlässigen es die Geschäftsleute häufig, bei ihren Berechnungen gebührend zu berücksichtigen, daß die Kosten für die Erneuerung des Materials und der Bestände steigen und daß infolgedessen ein Teil des Unterschiedes zwischen ihren Beschaffungs- und Verkaufspreisen nicht als Gewinn anzusehen ist, sondern zurückgestellt werden sollte, damit das Betriebskapital nicht angegriffen wird.

Die gegenwärtigen hohen Steuersätze haben zweifellos einen mäßigen Einfluß auf die Gewinne; wenn ihnen aber steigende Preise zugrunde liegen und die Regierungen über ihre laufenden Einnahmen hinaus Ausgaben machen, so sind hohe Steuersätze an sich kein unfehlbares Schutzmittel gegen die Entwicklung einer ausgesprochenen Hochkonjunktur. Es erhebt sich natürlich die Frage, ob die allgemeinen Kreditbedingungen geändert werden sollten. Bei den Banken wird regelmäßig bei der Kreditgewährung eine Auswahl getroffen, und es wird jetzt im allgemeinen größere Vorsicht geübt, als es in der Vergangenheit üblich war, um Ausleihungen für spekulative Zwecke zu verhindern. Es sind aber große flüssige Mittel im Besitz der Bevölkerung und

privater Unternehmen, und bei ihnen nützt eine Kreditüberwachung nichts. In einigen Märkten sind Schritte unternommen worden, um den Überfluß an flüssigen Mitteln abzuschöpfen — durch die Vorschrift höherer Kassenbestände für Handelsbanken (Vereinigte Staaten), durch die Tätigkeit eines Ausgleichsfonds (England) oder durch andere Offenmarktgeschäfte (Ausgabe von Solawechseln der Golddiskontbank in Deutschland und Verkauf von Staatspapieren durch die Zentralbank in Argentinien).

Auf der Londoner Konferenz vom Jahre 1933 wurden gewisse währungspolitische Grundsätze aufgestellt, und es dürfte vielleicht angebracht sein, die folgende EntschlieÙung, die sich insbesondere mit der Kreditregelung befaßt, anzuführen: Die Zentralbanken „sollten bemüht sein, ihre Kreditpolitik, soweit dies die Lage im eigenen Lande zuläßt, einer Tendenz zu einem allgemeinen Umschwung der allgemeinen Geschäftstätigkeit anzupassen. Eine Ausdehnung der allgemeinen Geschäftstätigkeit, die offensichtlich nicht dauernd aufrechterhalten werden kann, sollte die Zentralbanken veranlassen, eine in der Richtung der Krediteinschränkung liegende Politik bei ihrer inneren Kreditpolitik in Anwendung zu bringen. Auf der anderen Seite sollte sie ein übermäßiger Rückgang der allgemeinen Geschäftstätigkeit veranlassen, eine in der Richtung der Auflockerung liegende Kreditpolitik zu verfolgen.“

Bei der Beurteilung der Frage, ob die gegenwärtige Ausdehnung der Geschäftstätigkeit derart ist, daß sie offensichtlich nicht dauernd aufrechterhalten werden kann, ist es wichtig, sich ins Gedächtnis zu rufen, daß in den meisten Gebieten die Besserung bisher hauptsächlich in der volleren Ausnutzung der vorhandenen Erzeugungsmöglichkeiten bestanden hat. Die Aufwärtsbewegung ist in der letzten Zeit allerdings rascher geworden und sollte eingehend untersucht werden. Wenn ein erhöhter tatsächlicher Kapitalbedarf vorhanden ist, so braucht eine Angleichung der Zinsen an einen höheren Stand nicht unbedingt den gesunden wirtschaftlichen Fortschritt zu verzögern, sondern kann eher die Gewähr schaffen helfen, daß die industrielle Ausdehnung auf der Grundlage einer richtigen Berechnung der tatsächlichen Kosten durchgeführt wird. Eine der Schwierigkeiten der gegenwärtigen Lage ist, daß in einzelnen Ländern, in denen das Vertrauen gefehlt hat oder sonst ungünstige Bedingungen geherrscht haben, die Zinssätze hoch geblieben sind und weiter gesenkt werden müssen. Dies trifft auch für eine Reihe internationaler Verpflichtungen zu. Ein mögliches Anziehen der Sätze auf bestimmten Gebieten sollte deshalb mit weiteren Bemühungen zur Herabsetzung auf anderen zusammenfallen.

In den Jahren des Wirtschaftstiefs waren die Hauptziele der Währungspolitik, einerseits eine Anpassung der Zinssätze nach unten zu erleichtern, soweit dies die Verfassung der einzelnen Märkte zuließ, andererseits durch eine erhöhte Kursbeständigkeit und den allmählichen Abbau der Devisenbeschränkungen geordnete Verhältnisse in den internationalen Währungsbeziehungen wiederherzustellen. Betrachtet man die Welt als Ganzes, so sind diese Ziele bisher nur teilweise erreicht worden; dabei haben sich schon wieder neue Fragen aus dem Umschwung der Wirtschaftsbedingungen ergeben. Ein wichtiger Punkt in der gegenwärtigen Währungslage ist die Haushaltsgebarung der verschiedenen Regierungen. Es ist unvermeidlich, daß sich die

Regierungen mit den Währungsfragen des Tages beschäftigen und diese Fragen gemeinsam mit den Zentralbanken behandeln, die über besondere Einrichtungen für die Durchführung der Währungspolitik und für die Sammlung der nötigen Erfahrung in Währungsfragen verfügen. Die Leitung der errichteten Währungsfonds ist den Zentralbanken anvertraut worden, und diese Regelung macht eine Fühlungnahme erforderlich. Es müssen aber noch weit umfassendere Fragen als die Politik dieser Fonds von den Regierungen in Zusammenarbeit mit den Zentralbanken erörtert werden, denn es ist in steigendem Maße notwendig, den währungs- und finanzpolitischen Rückwirkungen der allgemeinen politischen Maßnahmen Rechnung zu tragen. Die Erreichung und Aufrechterhaltung geregelter Verhältnisse in den öffentlichen Finanzen und auf den Geld- und Kapitalmärkten ist noch immer von grundlegender Bedeutung, und alle technischen Maßnahmen können keine Erfolge haben, solange das Gleichgewicht, auf dem sich alles aufbauen muß, fehlt. Nichts kann gefährlicher sein, als die Hauptbedingungen für eine Besserung zu übersehen im Glauben, daß man mit rein technischen Anordnungen eine unausgeglichene Lage ausgleichen könnte.

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich hat auf internationalem Gebiet weiterhin als Bindeglied zwischen den Zentralbanken gedient. Niemals war eine engere Fühlung zwischen den Währungsstellen in den verschiedenen Ländern nötiger als jetzt, wo noch immer große Unsicherheit über die Zukunft der Währungen herrscht. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich hat sich bemüht, die Fragen, die in den verschiedenen Ländern auftauchen, auch in ihren Wechselwirkungen zueinander genau zu verfolgen. Die persönliche Fühlungnahme der Zentralbankvertreter in Basel dient weiter dem gleichen Zweck wie in früheren Jahren: denen, die an den Sitzungen teilnehmen, die Möglichkeit zu geben, gemeinsam über technische und andere Fragen, die die Währungslage betreffen, zu beraten.

II. DEISENKURSE, PREISEBEGEGUNGEN UND AUSSENHANDEL.

1. DEISENKURSE.

Nach dem starken Druck in der ersten Hälfte des Jahres 1935, dem zuerst der englische und später mehrere festländische Märkte ausgesetzt waren, wurde im weiteren Verlauf dieses Jahres eine erfreuliche Beständigkeit in der Währungslage der Welt erreicht. Nach der Abwertung der belgischen Währung am 1. April und der Danziger Währung am 2. Mai 1935 bewegten sich die Devisenkurse aller europäischen und so gut wie aller außereuropäischen Währungen über ein Jahr lang in sehr engen Grenzen. Im Grunde waren jedoch noch große Schwierigkeiten vorhanden, und das Vertrauen in die Währungen war international noch nicht wiederhergestellt.

In Frankreich wurde die Lage 1936 durch die politischen Veränderungen nach den Wahlen im Mai beeinflusst. Der Geldabfluß vom französischen Markt, der mit Unterbrechungen seit 1933 im Gange war, nahm wieder großen Umfang an und erreichte nach einer Pause während des Sommers 1936 im September ein sehr großes Ausmaß. Diese zu den früheren Schrumpfungen der Goldbestände noch hinzukommenden Verluste führten dazu, daß die Möglichkeit einer Abwertung in der Öffentlichkeit und von Sachverständigen lebhaft besprochen wurde. Der Bericht des Wirtschaftsausschusses des Völkerbundes an den Rat vom 14. September 1936 beschäftigte sich mit der Notwendigkeit, die Kluft, die die Preise der meisten Länder mit wirklicher oder nur so bezeichneter Goldwährung von denen der meisten Länder mit abgewerteten Währungen trennte, auszufüllen. Wenn auch der Ausschuß erklärte, daß es nicht in seiner Absicht läge, sich einseitig für oder gegen Währungsabwertungen auszusprechen, so wies er doch darauf hin, daß eine ganze Reihe von einschränkenden Maßnahmen notgedrungen angewendet werden müßte, um angesichts entgegengerichteter Entwicklungen eine überbewertete Währung aufrechtzuerhalten. Demgegenüber sei aber nach Ansicht des Ausschusses die Politik allein gesund, die Handlungsfreiheit gewährleiste und normale Beziehungen mit anderen Ländern ermöglicht dadurch, daß sie die wirtschaftlichen Kräfte möglichst frei arbeiten läßt. Der Finanzausschuß, dem der Bericht unterbreitet wurde, erklärte seine allgemeine Zustimmung zu den Schlußfolgerungen und stellte fest, daß die Erfahrungen der letzten Jahre deutlich gezeigt hätten, daß der Erreichung eines festen inneren Gleichgewichts auf dem Wege der Deflation (Kostenherabsetzung) Grenzen gesetzt sind.

Wie später bekannt wurde — das Geheimnis wurde streng gehütet —, hatte die französische Regierung schon seit einiger Zeit mit den Regierungen der Vereinigten Staaten und Englands die im Falle einer Wertänderung des französischen Franken zu treffenden Maßnahmen besprochen, und am 25. September 1936, fünf Jahre und vier Tage nach der Aufhebung der Goldwährung durch Großbritannien im Jahre 1931, gab die französische Regierung ihren Entschluß bekannt, dem Parlament eine Angleichung des Frankenwertes vorzuschlagen. Diese Ankündigung erfolgte in einer Erklärung, die zusammen mit den gleichzeitigen Erklärungen der englischen und der amerikanischen Regierung, die das sogenannte Dreierabkommen bilden, in Anlage VII abgedruckt ist.

Der wichtigste Punkt dieser Erklärungen, der festgehalten zu werden verdient, ist der, daß die Angleichung des französischen Franken von den beiden anderen Regierungen begrüßt worden ist. Sie wurde von ihnen nicht als ein Rückschlag gegenüber der Zusammenarbeit angesehen, sondern als ein Mittel zur Herstellung besserer Grundlagen für die Festigkeit der weltwirtschaftlichen Beziehungen. Entsprechend der von ihnen eingenommenen Haltung verzichteten die Regierungen Englands und der Vereinigten Staaten nicht nur darauf, Gegenmaßnahmen gegen das Vorgehen der französischen Regierung zu ergreifen, sondern verbanden sich im Gegenteil mit dieser Regierung, indem sie es als ihre Absicht erklärten, weiter durch den Einsatz geeigneter, ihnen zur Verfügung stehender Mittel im Rahmen des Möglichen eine Störung der neuen aus der geplanten Angleichung sich ergebenden Grundlagen des internationalen Tauschverkehrs zu vermeiden und etwa zu diesem Zweck notwendig werdende Besprechungen vorzubereiten. Wenn auch ein gemeinsamer Einsatz von Geldern nicht stattfand, so bestand doch kein Zweifel darüber, daß alles darangesetzt werden würde, um geordnete Verhältnisse auf den Devisenmärkten zu erhalten. Zudem unterstrichen die Regierungen die Bedeutung, die sie der Entwicklung des Welthandels beimessen, und betonten, daß sie insbesondere den größten Wert darauf legten, daß Maßnahmen eingeleitet werden, um nach und nach mit dem Ziel ihrer völligen Beseitigung die Kontingentierungen und Devisenbewirtschaftungen abzubauen. Schließlich wurden andere Länder zur Mitarbeit aufgefordert und die Erwartung ausgesprochen, daß keine Währungsabwertung vorgenommen werden würde, um unbillige Währungsvorteile zu Wettbewerbszwecken zu erlangen, weil dadurch die Bemühungen, wieder bessere Wirtschaftsbeziehungen herzustellen, durchkreuzt würden. In den Erklärungen wird ein stillschweigend anerkannter Unterschied gemacht zwischen einer Währungsangleichung, die eine festere Grundlage für die weltwirtschaftlichen Beziehungen schaffen soll, und der Herabsetzung des Tauschwertes einer Währung auf einen so niedrigen Punkt, daß sie als eine Währungsabwertung zu Wettbewerbszwecken angesehen werden muß.

Am 1. Oktober 1936, sechs Tage nach der Bekanntgabe des Dreierabkommens, hob ein neues Währungsgesetz in Frankreich die Verpflichtung der Bank von Frankreich, ihre Noten in Gold einzulösen, auf und sah die Abwertung des Franken innerhalb einer Spanne von 25,19 und 34,35 v. H. der früheren Parität vor. Die Bestimmungen über einen Spielraum dürften getroffen worden sein, um den französischen Behörden die Möglichkeit zu geben, den Wert des Franken je nach Bedürfnis zu ändern. Die Regierung der Vereinigten Staaten ist noch immer berechtigt, den Goldgehalt des Dollars innerhalb einer Spanne von 50 bis 60 v. H. des früheren Dollarwertes zu ändern, und die englischen Behörden haben die volle Freiheit bezüglich des Pfundwertes behalten.

Zur Zeit der Angleichung des Franken belief sich der Goldbestand der Bank von Frankreich auf 50.218 Millionen Franken, die, zu einem Abwertungssatz von 25,2 v. H. aufgewertet, einen Buchgewinn von etwa 17 Milliarden Franken ergaben. Von diesem Gewinn wurden 7 Milliarden den Konten des Schatzamts gutgeschrieben und 10 Milliarden einem Ausgleichsfonds zugeteilt, der errichtet worden war, um das Verhältnis zwischen dem Franken und aus-

ländischen Währungen zu regeln und die Parität des Franken im Verhältnis zum Gold innerhalb der festgesetzten Grenzen zu halten. Dem Fonds floß auch das Gold zu, das nach dem Währungsgesetz von allen in Frankreich wohnhaften Personen oder Körperschaften, die am 26. September 1936 Goldbarren oder -münzen in Besitz hatten, zum früheren Frankenwert abgeliefert werden mußte. Die Ein- und Ausfuhr von Gold ohne Genehmigung der Bank von Frankreich wurde verboten; ihre Genehmigung wurde auch für alle Umsätze in Gold erforderlich.

Nach der Veröffentlichung des Dreierabkommens wurden währungs-politische Maßnahmen noch in folgenden Ländern durchgeführt:

In der Schweiz wurde am 26. September 1936 bekanntgemacht, daß der Bundesrat beschlossen habe, den Wert des Franken zu ändern, und durch eine Verordnung vom folgenden Tage wurde die Schweizerische Nationalbank von der Verpflichtung befreit, ihre Noten in Gold oder Golddevisen einzulösen; andererseits blieb sie weiter verpflichtet, die Golddeckung ihres Notenumlaufs auf mindestens 40 v. H. zu halten. Sie sollte den Goldwert des Franken zwischen 215 und 190 Milligramm Feingold halten, d. h. innerhalb einer Spanne, die einer Abwertung des Franken von 25,94 bis 34,56 v. H. entspricht. Durch besondere Anweisungen des Bundesrats wurde die Bank außerdem verpflichtet, den Franken ungefähr 30 v. H. unter der alten Parität zu halten und die Buchgewinne, die sich aus der Neubewertung ihres Goldbestandes zu einem Abwertungssatz von 25,94 v. H. ergaben, einem besonderen Konto gutzuschreiben. Am 26. September 1936 betrug der Goldbestand der Schweizerischen Nationalbank 1.537 Millionen, die auf 2.075 Millionen neue Franken aufgewertet wurden, wobei sich ein Buchgewinn von 538 Millionen ergab.

In den Niederlanden wurde am 26. September 1936 eine Königliche Verordnung erlassen, durch die die Ausfuhr von Goldmünzen und Barrengold verboten wurde. Diese Verordnung wurde durch das Gesetz vom 30. September 1936 bestätigt. Durch ein weiteres Gesetz vom gleichen Tage wurde ein Ausgleichsfonds errichtet, um die Devisenkurse durch den Kauf und Verkauf von Überweisungen, Wechseln und ähnlichen im Auslande zahlbaren Papieren und von Gold zu beeinflussen. Der Finanzminister wurde ermächtigt, dem Fonds Vorschüsse bis zum Betrage von 300 Millionen Gulden zu geben und die für diesen Zweck erforderlichen Beträge durch den Verkauf von Schatzanweisungen oder durch Vorschüsse gegen Hinterlegung solcher Papiere zu beschaffen. Während die in Frankreich und der Schweiz eingerichteten Fonds aus den aus der Höherbewertung der Goldbestände der Zentralbanken erzielten Gewinnen errichtet wurden (entsprechend dem Beispiel der Vereinigten Staaten), erhielt der in den Niederlanden errichtete Fonds sein Betriebskapital aus der Ausgabe von Schatzwechseln (in Anlehnung an das für den Währungsausgleichsfonds in London angenommene Verfahren). In den Niederlanden wurde keine Abwertungsspanne vorgesehen, und wenn auch der Fonds am Markt eingriff, so ließ man doch den Guldenkurs, unter dem Einfluß von Geldbewegungen etwas schwanken. In Niederländisch-Indien wurde die Goldwährung ebenfalls aufgehoben. Die Regierung erklärte, daß die Parität der Währung mit der des Mutterlandes aufrechterhalten werden würde.

In Lettland wurde durch einen Beschluß des Kabinettsrats vom 28. September 1936 der Lat, der bis dahin auf seinem Goldwert, der mit dem Schweizer Franken gleich war, gehalten wurde, abgewertet und zu einem Satz von 25,22 Lat (dem vor dem 21. September 1931 geltenden Satz) gegenüber dem Pfund an dieses angeschlossen; die Änderung bedeutete eine Abwertung von 40 v. H. Gleichzeitig wurde der Goldbestand der Latvijas Banka unter Zugrundelegung der Durchschnittskurse der Rigaer Börse vom 28. und 29. September 1936 Neubewertet. Die dabei entstandenen Buchgewinne wurden einem Stabilisierungsfonds überwiesen.

In Italien wurde durch Königliches Gesetz vom 5. Oktober 1936 der Wert der italienischen Lira auf 4,677 Gramm Feingold für je 100 Lire Nennwert festgesetzt, was einer Abwertung von 40,94 v. H. (d. h. die gleiche Abwertung wie beim amerikanischen Dollar) gegenüber der früheren Parität entsprach. Außerdem sah das Gesetz die Möglichkeit einer weiteren Abwertung bis zu 10 v. H. vor. Die Banca d'Italia wurde ermächtigt, ihre Gold- und Devisenbestände auf der Grundlage des neuen Lirawertes aufzuwerten; der aus der Abwertung sich ergebende Überschuß wurde dem Staat überlassen.

In der Tschechoslowakei setzte das Gesetz vom 9. Oktober 1936 den Wert der Tschechenkrone auf 32,21 bis 30,21 Milligramm Feingold fest; diese Spanne entsprach einer Abwertung von 13,3 bis 18,7 v. H. gegenüber der bestehenden Parität und von 27,7 bis 32,2 v. H. gegenüber der früheren Parität vom Jahre 1929. Die Regierung wurde ermächtigt, innerhalb dieser Grenzen durch Verordnung den genauen Wert der Krone im Verhältnis zum Gold festzusetzen, und noch am gleichen Tage wurde der Goldgehalt der Krone auf 31,21 Milligramm Feingold festgesetzt, was einer Abwertung von 30. v. H. gegenüber der Parität vom Jahre 1929 entsprach. Die Gold- und Devisenbestände der Nationalbank wurden vorläufig auf der Grundlage der oberen Grenze des Kronenwertes Neubewertet. Der aus der Neubewertung sich ergebende Buchgewinn wurde dem Staat gutgeschrieben; er wird aber als dauernde Einlage bei der Nationalbank belassen, um diese in den Stand zu setzen, der ihr auferlegten Verpflichtung nachzukommen, den Kronenwert aufrechtzuerhalten.

Außer diesen augenfälligeren Maßnahmen in sieben Ländern wurde im Anschluß an die Veröffentlichung des Dreierabkommens eine Reihe weiterer Währungsänderungen vorgenommen.

In der Türkei nahm die Regierung am 28. September 1936 als Grundlage für die Währung das Pfund Sterling an Stelle des französischen Franken an. Der Ankaufskurs wurde auf 6,35 türkische Pfund und der Verkaufskurs auf 6,38 türkische Pfund gegenüber dem Pfund Sterling mit geringer Abweichung von den vorher geltenden Kursen festgesetzt.

In Griechenland beschloß am 29. September 1936 die Bank von Griechenland im Einvernehmen mit der Regierung, die Währung an das Pfund anzuschließen, anstatt wie bisher einen festen Kurs des französischen Franken aufrechtzuerhalten. Der Ankaufspreis für das Pfund war durch Beschluß des Gouverneurs der Bank auf mindestens 540 und höchstens 550 Drachmen festzusetzen; außerdem wurde beschlossen, den Ankaufspreis auf 546 und den Verkaufspreis auf 550 Drachmen für ein Pfund festzusetzen (gegenüber einem Kurs von 540 vor der Änderung).

In der UdSSR wurde beschlossen, die Verbindung mit dem französischen Franken beizubehalten, doch wurde der Devisenkurs von 3 Franken gleich einem Rubel (wie im Februar 1936 festgesetzt) in einen Kurs von 4,25 Franken gleich einem Rubel umgeändert.

In Rumänien wurde in einem Königlichen Erlaß vom 6. November 1936 Bezug genommen auf eine der Nationalbank am 27. Juni gegebene Ermächtigung, für Gold ein Aufgeld von 38 v. H. zu zahlen. Außerdem wurde bestimmt, daß der Goldbestand der Bank zu diesem Satz Neubewertet und das aus dieser Neubewertung sich ergebende Mehr entsprechend einer vom Staat und von der Nationalbank getroffenen Vereinbarung verwendet werden sollte. Nach der Verwendung verschiedener Beträge für Sonderrücklagen und Rückzahlungen sollte der dem Staat zufallende Überschuß ausschließlich zur Deckung außergewöhnlicher Heeresbedürfnisse verwendet werden.

Bei einem Vergleich zwischen den Währungsänderungen im Herbst 1936 und der Abwertungswelle, die sich im Oktober 1931 über die Welt ergoß, sind einige sehr große Unterschiede festzustellen. Im Jahre 1931, als die Goldwährung in Großbritannien und einer Anzahl anderer Länder aufgehoben wurde, ließ man die Währungen auf den Märkten in der Regel ihren eigenen Kurs finden mit geringer oder ohne Unterstützung durch die meistens erschöpften Bestände der Zentralbanken. Dann folgte eine Zeit oft heftiger und im höchsten Grade störender Schwankungen, deren man nur allmählich Herr werden konnte. 1936 wurden dagegen in fast allen Fällen Vorkehrungen getroffen, um die Devisenkurse auf einem bestimmten Punkt oder innerhalb bestimmter Grenzen zu halten; außerdem wurden besondere Fonds errichtet oder andere Schritte unternommen, um übermäßige Schwankungen zu vermeiden.

Um eine wirkungsvolle Zusammenarbeit zwischen den Währungsbehörden der Länder, die dem Dreierabkommen beigetreten waren, herzustellen, wurden gewisse technische Vereinbarungen getroffen, die es den zuständigen Stellen in den Vereinigten Staaten, Großbritannien und Frankreich ermöglichen, jeweils auf den beiden anderen in Betracht kommenden Märkten Gold im Austausch gegen von ihnen gehaltene Währungsbeträge zu kaufen. Der Staatssekretär des Schatzamtes der Vereinigten Staaten verkündete am 13. Oktober 1936, daß er vorbehaltlich einer 24stündigen Kündigung Gold verkaufen würde zur sofortigen Ausfuhr an oder zur Earmark-Deponierung für die Währungsausgleichsfonds solcher Länder, deren Fonds ebenfalls bereit sind, Gold an die Vereinigten Staaten zu verkaufen, vorausgesetzt, daß dieses Gold zu Sätzen und Bedingungen angeboten wird, die der Staatssekretär des Schatzamtes als vorteilhaft für das öffentliche Wohl erachtet. Der Staatssekretär werde täglich die Länder bekanntgeben, die den vorstehenden Bedingungen entsprechen; am gleichen Tage benannte er Großbritannien und Frankreich. Auch vom britischen Schatzamt und vom französischen Finanzministerium wurden Erklärungen veröffentlicht, in denen die von einem Tag zum andern weiterlaufenden Vereinbarungen bekanntgegeben wurden.

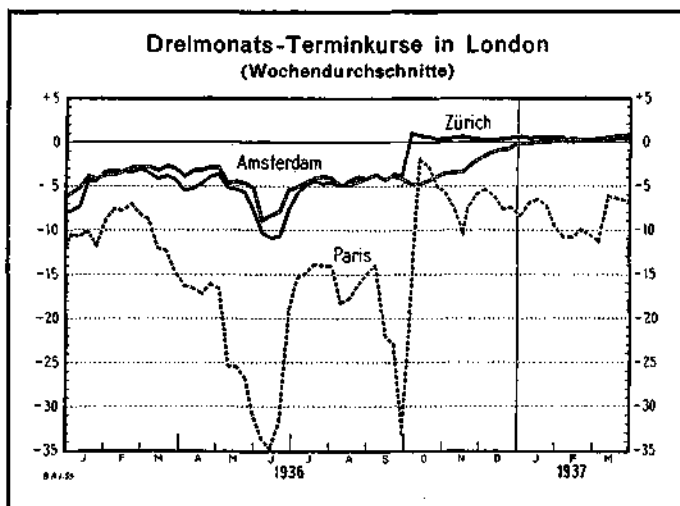
Schon am 26. September 1936 hatte die belgische Regierung erklärt, daß sie sich den Grundsätzen des Dreierabkommens anschließe, und am 21. November verkündeten die schweizerische und die holländische Regierung eben-

falls ihren Beitritt zu den Grundsätzen dieses Abkommens. Drei Tage später nahm der Staatssekretär des Schatzamtes der Vereinigten Staaten Belgien, die Niederlande und die Schweiz in das Verzeichnis derjenigen Länder auf, die den Bedingungen entsprechen, auf Grund deren sie Gold vom Schatzamt der Vereinigten Staaten erhalten können; das britische Schatzamt und das französische Finanzministerium gaben ebenfalls bekannt, daß diese drei Länder Vertragspartner geworden seien.

Durch diese verschiedenen Vereinbarungen dehnten die Währungsbehörden der sechs Länder, die die Grundsätze des Dreierabkommens angenommen hatten, die technischen Erleichterungen für die Umwandlung ihrer Währungen in Gold aufeinander aus. Die Vereinigten Staaten, Belgien und die Schweiz haben den Preis in ihrer Landeswährung bekanntgemacht, zu dem sie zur Zeit Gold annehmen und abgeben, während die anderen Länder nicht so weit gegangen sind, den Preis im voraus festzusetzen. Die Währungsbehörden in Ländern, die dem Dreierabkommen nicht beigetreten sind, haben nicht die gleichen klar umschriebenen Rechte, Gold gegen Währung zu erhalten. Abgesehen von etwaigen Vereinbarungen über einzelne Geschäfte können sie Gold nur gegen Belga erhalten, da die Belgische Nationalbank verpflichtet ist, ihre Noten gegen Gold, das tatsächlich ausgeführt werden darf, einzulösen, sowie gegen Pfunde, da Gold zu dem jeweils geltenden Preis am Londoner Markt nach Maßgabe der verfügbaren Mengen gekauft werden kann.

Es würde die internationalen Währungsbeziehungen verbessern, wenn technische Erleichterungen, ähnlich denen, wie sie von den Ländern vereinbart worden sind, die sich den Grundsätzen des Dreierabkommens angeschlossen haben, allgemeiner eingeführt würden, zumal da Gold in zunehmendem Maße für den Ausgleich von Spitzen aus dem Tauschverkehr verwendet wird. Die ausgedehntere Verwendung von Gold ist zum Teil auf die Einschränkung des Haltens von Devisenbeständen durch Zentralbanken und Währungsfonds zurückzuführen (außerhalb des Sterlingblocks), zum andern Teil auf den engeren Rahmen, in dem sich die privaten Arbitragegeschäfte abwickeln, da die Devisenmärkte von dem Eingreifen der Währungsbehörden beherrscht werden, schließlich zum Teil auf den zum mindesten bei einigen Ländern eingetretenen Rückgang des Gesamtumfangs der Handels- und sonstigen Kredite zwischen den einzelnen Märkten. Es werden technische Verfahren entwickelt, die von denjenigen der Gold- und Golddevisenwährung abweichen. Die neue Ordnung kann man als eine des täglichen Goldausgleichs bezeichnen, der abhängig ist von den Maßnahmen der Währungsbehörden. Im letzten Jahr hat auch die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich eine starke Zunahme der für Rechnung ihrer Kunden ausgeführten Goldgeschäfte weit über alle bisherigen Ziffern hinaus erlebt.

Auch im Laufe des letzten Jahres haben Geldbewegungen von einem Markt zum anderen in großem Maßstabe stattgefunden, und ihre Auswirkungen haben wieder die Einflüsse jahreszeitlicher und ähnlicher Bewegungen überschattet. Wenn die Kassakurse mehr oder weniger starr auf demselben Punkt gehalten werden, so deuten häufig die Terminkurse die Richtung und Stärke einer Geldbewegung an. Im vergangenen Jahr haben die Termindevisenkurse weitgehend das Mißtrauen widerspiegelt, das hinsichtlich des zukünftigen Wertes der



dem Druck ausgesetzten Währungen besteht. Der Abschlag am Terminmarkt für den französischen Franken erreichte Mitte Juni und in der zweiten Hälfte des September 1936 die hohe Ziffer von etwa 35 v. H. (auf das Jahr berechnet).

Daß so hohe Kurse notiert worden sind, ist teilweise auf eine Einschränkung der den Terminmärkten zur Verfügung stehenden Beträge

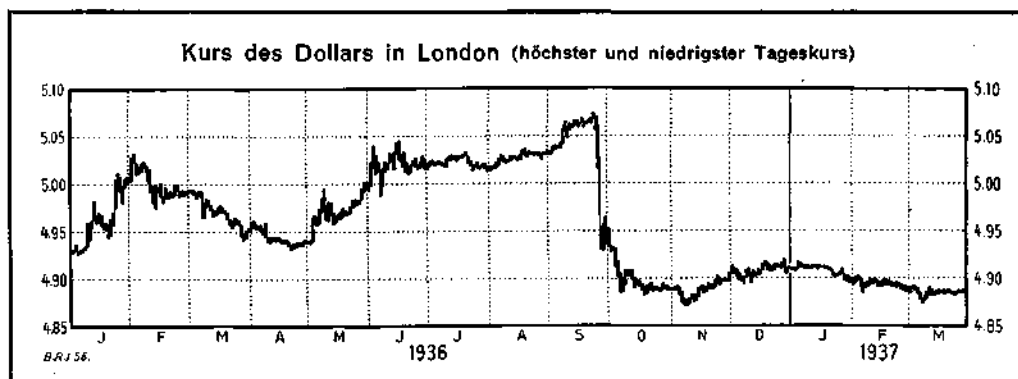
zurückzuführen; die Zentralbanken waren ängstlich darauf bedacht, die Möglichkeiten der Kapitalausfuhr durch Abschluß von Zeitgeschäften einzuschränken. Natürlich waren derartig hohe Kurse ein Hindernis für das echte Geschäft, und in einigen Fällen wurden besondere Erleichterungen geschaffen, um den Erfordernissen der ordentlichen Handelsgeschäfte entgegenzukommen. Die Kurse für französische Terminfranken wurden auch nach der Abwertung mit einem starken Abschlag notiert, während die Terminkurse für Schweizer Franken und Gulden sich in engen Grenzen gehalten haben. Seit dem Verlassen der Goldwährung haben die Kassakurse des Guldens Schwankungen in den Geldbewegungen zum eigenen Markt widerspiegelt. Im letzten Vierteljahr 1936 bewegte sich der Guldenwert in Dollar zwischen einer Höchst- und Mindestentwertung von 22,67 v. H. am 5. Oktober und 19,54½ v. H. an mehreren Tagen im Dezember.

Nachdem die Goldwährung in Frankreich, der Schweiz und den Niederlanden aufgegeben worden ist, ist, abgesehen von Albanien, kein Land, das beim Gold zu der vor Beginn der Krise bestehenden Parität blieb, mehr frei von Devisenverordnungen. Unter den Ländern mit Devisenverordnungen haben Deutschland, Polen und Litauen den Kurswert ihrer Währungen nicht geändert, und in den von diesen Ländern abgeschlossenen Verrechnungsabkommen gilt der Kurswert als Rechnungsgrundlage. Gewisse Ausnahmen sind von Deutschland bei besonderen Abkommen, vorwiegend mit überseeischen Ländern, zugestanden worden; diese Ausnahmen sind aber kürzlich eingeschränkt worden — besonders durch eine im Februar 1937 erlassene Verordnung. Die hauptsächlich für Reisezwecke bestimmte „Registermark“ wurde mit einem Abschlag notiert, der sich im Jahre 1936 zwischen 40 und 56 v. H. bewegte. Es mag erwähnt werden, daß in Italien den Reisenden Lire zu einem Preis zur Verfügung gestellt werden, der etwa 10 v. H. unter dem gewöhnlichen Kurs liegt.

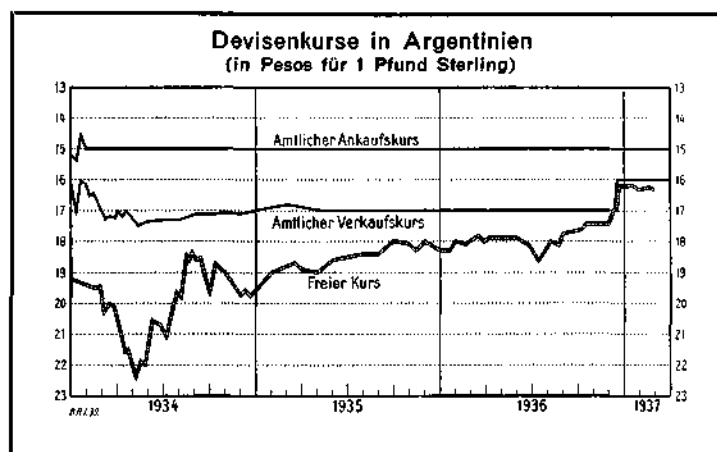
Devisenverordnungen wurden von Polen im Frühjahr 1936 eingeführt, und in einer Anzahl von Ländern, namentlich Deutschland, Griechenland, Jugoslawien und Ungarn, die die bereits bestehende Devisenbewirtschaftung beibehalten haben, sind die Verfahren vervollkommenet und schärfere Maßnahmen

getroffen worden, um Lücken zu schließen und Umgehungen zu verhindern. Infolge des Bürgerkrieges ist der Wert der spanischen Peseta rasch gesunken. Am 2. August 1936 wurde ein Zahlungsaufschub erklärt, und es sind große Schwierigkeiten bei der Behandlung der vielen Fragen entstanden, die sich aus der Unmöglichkeit der Erfüllung von Verträgen und fälligen Verbindlichkeiten ergeben.

Das folgende Schaubild zeigt den Kurs Pfund Sterling-Dollar seit Anfang 1936.



In dem von dem Schaubild erfaßten Zeitabschnitt ist ein Unterschied von 4 v. H. zwischen dem höchsten und dem niedrigsten Kurs festzustellen. Am 25. September 1936 stieg der Pfundkurs unter dem Einfluß des Geldabflusses aus Frankreich auf 5,06 Dollar, fiel am 28. September auf 4,93 Dollar und Anfang November auf 4,87 Dollar. Bis zum April 1937, als etwas größere Schwankungen zu beobachten waren, blieben die Änderungen des Kurses Dollar-Pfund Sterling klein. Lettland, Griechenland und die Türkei haben sich, wie oben erwähnt, dem Sterlingblock



angeschlossen, und im Herbst 1936 wurde die uruguayische Währung ebenfalls an das Pfund angehängt. Der „freie Peso“ Argentiniens ist im Laufe des Jahres gestiegen, und im Dezember 1936 wurde der amtliche Verkaufskurs von 17 auf 16 Peso je Pfund gesenkt, der Ankaukskurs blieb bei 15. Diese Veränderung spiegelt deutlich die

Besserung des Ausfuhrhandels und des Staatshaushalts wider. Die südamerikanischen Länder haben im allgemeinen aus dem Steigen der Rohstoffpreise Vorteil gezogen. Die brasilianische Währung stieg im Jahre 1936 um annähernd 10 v. H.; am 15. Oktober wurde die Währung an den Dollar angeschlossen, und es traten ruhigere Verhältnisse auf dem Devisenmarkt ein.

Peru und Venezuela bleiben die einzigen südamerikanischen Länder, in denen keine Devisenbewirtschaftung in Kraft ist; in den übrigen Ländern sind jedoch im vergangenen Jahr in der Regel die bestehenden Beschränkungen in ihrer praktischen Anwendung gelockert und die Übertragungen von Geldern erleichtert worden. Zu erwähnen ist, daß in Chile Devisen für die Einfuhr von als Luxuswaren geltenden Erzeugnissen nur unter bestimmten Bedingungen und mit einem Aufgeld von 35 v. H. über dem gewöhnlichen Kurs zu erhalten sind, sonst hat aber im allgemeinen eine Vereinheitlichung der Devisenkurse stattgefunden.

Die japanische Währung wurde unter anderm nachteilig beeinflusst durch die gestiegenen Preise der Rohstoffeinfuhren (seit Aufgabe der Goldwährung im Jahre 1931 war die Preisentwicklung im Außenhandel für Japan ungünstig — der Durchschnittspreis für die Ausfuhr stieg um einige 50 v. H., während die Preise für die Einfuhr sich mehr als verdoppelt haben). Der Kurs, der durch das Eingreifen der Yokohama Specie Bank viereinhalb Jahre lang gegenüber dem Pfund auf 1s2d gehalten werden konnte, zeigte gegen Ende 1936 Anzeichen der Schwäche, und im Januar 1937 wurden Devisenbestimmungen eingeführt, hauptsächlich um große halbspekulative Einfuhren zu verhindern. Private Kapitalausfuhren wie aus Frankreich gab es nicht, aber große japanische Kapitalanlagen in Mandschukuo, und gewaltige militärische Ausgaben haben den Druck verstärkt, der infolge der Verschlechterung der Handelsbilanz von 15 Millionen Yen im Jahre 1935 auf 135 Millionen Yen zu Ungunsten Japans im Jahre 1936 eingetreten war. Es wird zugegeben, daß die rasch steigenden Preise im Innern eine weitere Abwertung des Yen besonders gefährlich machen würden. Im Januar 1937 wurde der Kurs von 1s2d amtlich anerkannt; der Finanzminister erklärte, daß er bei diesem Satz gehalten werden würde, und im März und April wurde Gold nach den Vereinigten Staaten ausgeführt. Der Goldbestand der Bank von Japan beläuft sich auf etwa 1.600 Millionen Yen zum jetzigen Preis, während über 100 Millionen Yen jährlich aus den inländischen Goldminen gewonnen werden. Die mandschurische Währung, der Yuan, ist dem japanischen Yen gegenüber unverändert gehalten worden.

Seit seiner Lösung vom Silber ist der chinesische Dollar auf einem festen Wert gehalten worden, mit dem Ergebnis, daß die Schwankungen der Devisenkurse im Verhältnis zum amerikanischen Dollar und zum Pfund Sterling auf ein Mindestmaß verringert worden sind. Im Jahre 1936 verminderte sich der Wareneinfuhrüberschuß beträchtlich, und unter Berücksichtigung der Silberausfuhr wurde die Handelsbilanz aktiv.

Chinas Außenhandel im Jahre 1936	Waren	Silber	Gold	Zusammen
	in Millionen chinesischen Dollar			
Ausfuhr	705,7	254,3	19,1	979,1
Einfuhr	941,5	4,7	1,1	947,3
Überschuß . . .	—235,8	+249,6	+18,0	+ 31,8

Von den 254,3 Millionen Dollar, die auf die Silberausfuhr entfallen, wurden für 216,9 Millionen Dollar (die 153 Millionen Unzen entsprechen) nach den Vereinigten Staaten ausgeführt. Im Verlauf des Jahres verkauften die chinesischen Behörden große Mengen Silber an das amerikanische Schatzamt, wenn auch die genauen Beträge und der erzielte Preis nicht bekanntgegeben worden sind. Für das verkaufte Silber erhielten die chinesischen Behörden amerikanische Dollars, die zum Teil in Gold umgewandelt wurden, und die so erhaltenen Mittel gaben ihnen die Möglichkeit, ihre Währungslage sicherzustellen. Im Mai 1936 verkündete die chinesische Regierung, daß beschlossen worden sei, eine angemessene Gold-, Silber- und Devisenreserve als Deckung für den Notenumlauf zu unterhalten und daß der Silberbestand mindestens 25 v. H. der umlaufenden Noten betragen würde; der Gold- und Devisenbestand würde weiter erhöht und Silberscheidemünzen von einem halben und einem ganzen Dollar würden ausgegeben werden. Außerdem wurde die Beschränkung der Verwendung von Silber für künstlerische und gewerbliche Zwecke aufgehoben. Es wird damit gerechnet, daß Mitte 1937 die Umwandlung der Central Bank of China in eine Zentralreservebank vollzogen sein wird.

Abgesehen von der spanischen Währung, die ins Wanken gekommen ist, blieb die Währungslage seit den Angleichungen vom Herbst 1936 im ganzen unverändert. Der Abschluß des Dreierabkommens war eine Anerkennung der Tatsache, daß kein Land den Außenwert seiner Währung ändern kann, ohne die gegenseitige Lage anderer Währungen zu beeinflussen, und daß die Kurschwankungen einer Währung, besonders einer wichtigen, mit Recht eine Angelegenheit aller Völker sind. Das Abkommen stellte auch fest, daß die Grundlage für den Währungsausgleich das Gold sein muß, und führte durch technische Vereinbarungen ein Verfahren für den Ausgleich von Spitzen ein.

In der Sitzung des Verwaltungsrats der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich vom 12. Oktober 1936 wurde eine EntschlieÙung gefaÙt, durch die von den verschiedenen angenommenen Maßnahmen Kenntnis genommen und „erneut die Aufmerksamkeit auf die dringende Notwendigkeit gelenkt wurde, die allgemeine Stabilität der Wechselkurse zu sichern“. In der vorhergehenden Woche hatte der englische Schatzkanzler die folgende Erklärung abgegeben:

„ . . . Ich sehe keinerlei Veranlassung, meine früher geäußerte Ansicht zu ändern, daß wir am Ende wahrscheinlich zu einer internationalen Währungsverfassung auf der Grundlage zurückkehren werden, die allein allgemeines Vertrauen einzuflößen scheint. Natürlich müÙte, bevor wir dies tun, eine Sicherheit geschaffen werden gegen diejenigen starken Schwankungen des Goldwertes, in Waren ausgedrückt, die in den letzten Jahren so viel Störungen verursacht haben. Wenn wir dies vermögen — und das ist Sache der weiteren internationalen Zusammenarbeit —, dann sehe ich selbst keine unüberwindlichen Schwierigkeiten, um schließlich wieder zu einer auf freiem Goldaustausch beruhenden Währungsverfassung zu gelangen“

(London, 6. Oktober 1936)

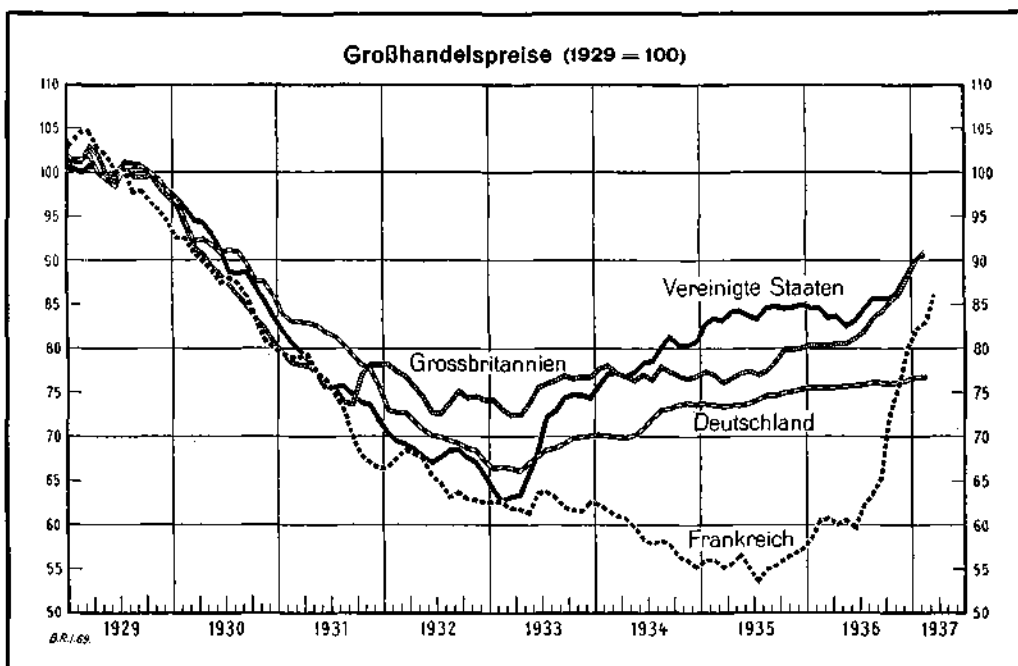
Die Schweizerische Nationalbank gibt in ihrem Jahresbericht für 1936 der Ansicht Ausdruck, daß die Bedeutung des Dreierabkommens besonders in der Tatsache liegt, daß es eine Grundlage für die Zusammenarbeit auf dem Währungsgebiet geschaffen hat. In einer am 30. September abgegebenen Erklärung bemerkte der Reichsbankpräsident unter anderm, daß die deutsche Regierung

und die Reichsbank die Unsicherheit der internationalen Währungslage durch eine Änderung des Wertes der Reichsmark nicht noch vermehren wollten. Wenn auch die Mängel einer Devisenbewirtschaftung, wie sie in Deutschland besteht, anerkannt würden, so würde diese doch nicht durch eine bloße Abwertung der Mark überflüssig gemacht. Die deutsche Regierung wäre indessen jederzeit bereit, an zweckdienlichen internationalen Verhandlungen teilzunehmen, die unter selbstverständlicher — auch in der Erklärung der drei Mächte betonter — Wahrung der nationalen Belange einen freieren internationalen Handels- und Zahlungsverkehr zum Ziel haben.

Wenn daher die grundlegenden Bedingungen in jedem Land anders sind und ein Unterschied in der Auffassung über die Bedeutung verschiedener Punkte sowie in der genauen Auslegung der ergriffenen Maßnahmen besteht, so ist doch zweifellos der gemeinsame Wunsch vorhanden, eine Währungsgrundlage aufzubauen, die das größtmögliche Gleichgewicht im internationalen Austauschverkehr sicherstellt und so die Entwicklung des Welthandels erleichtert.

2. PREISBEWEGUNGEN.

Im Berichtsjahr hat die Belebung der Geschäftstätigkeit ihren Niederschlag in der starken Aufwärtsbewegung der Preise gefunden. Das folgende Schaubild zeigt die Bewegung der Großhandelspreise in den Landeswährungen von vier wichtigen Ländern in der Zeit von 1929 bis 1937, auf die gemeinsame Grundlage von 1929 gebracht.



Nach dem starken Anziehen der Preise im Herbst 1935 setzte in der ersten Hälfte 1936 eine Zeit verhältnismäßiger Beständigkeit ein, in der einige Preise sogar die Neigung zeigten, leicht nachzugeben. Der Wendepunkt trat im Laufe des Sommers ein. Für den Welthandel ist die Preisentwicklung in

Großbritannien und den Vereinigten Staaten von größter Bedeutung. Aus dem Schaubild ist zu ersehen, daß sich in diesen beiden Ländern die Aufwärtsbewegung den ganzen Herbst hindurch bis ins Jahr 1937 hinein mit großer Stärke fortgesetzt hat. Die Erhöhung der Rüstungsausgaben führte zu einem besonderen Steigen der Preise für Metalle und gewisse andere Stapelwaren. Ein weitergehender Einfluß auf die Preishöhe wurde indessen durch die Steigerung der tatsächlichen Nachfrage, wie sie in dem größeren Umfang der Kleinhandelsumsätze zum Ausdruck kommt, zusammenfallend mit einer Erhöhung der Volkseinkommen und einer neueinsetzenden Tätigkeit in den Kapitalgüter-Industrien ausgeübt.

In den Vereinigten Staaten betrug das Volkseinkommen (d. h. das ausgezahlte Einkommen) nach einer Schätzung des Handelsamtes im Jahre 1936 60 Milliarden Dollar gegenüber dem niedrigen Stande von 45 Milliarden Dollar im Jahre 1933. Es wird berichtet, daß die Güterverteilung an die Verbraucher während des ganzen Jahres 1936 schneller stieg als in irgendeinem anderen Jahr der Zeit der Wiedergesundung. In Großbritannien sind die Kleinhandelsumsätze von 1935 bis 1936 um 7 v. H. gestiegen, d. h. mehr als in irgendeinem anderen Jahr seit 1932 (dem ersten Jahr, in dem Zahlen über Kleinhandelsumsätze gesammelt wurden).

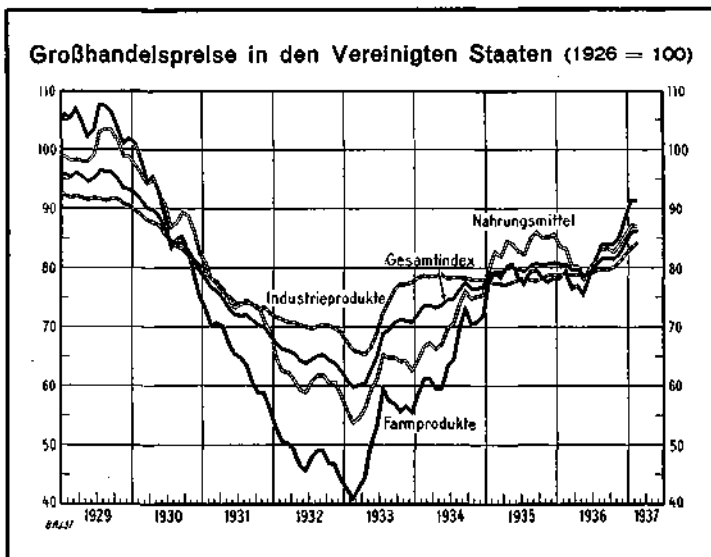
Das Wachsen der Nachfrage im Großhandel war zeitweilig sehr stark, besonders weil viele Käufer Terminaufträge erteilten, teilweise um Preiserhöhungen zuvorkommen und um sich die dem vergrößerten Geschäftsumfang entsprechenden Mengen zu sichern. Es ist besonders bemerkenswert, daß seit 1933 oder 1934 eine Verlagerung der Warenbestände von den Orten der Erzeugung zu denen des Verbrauchs stattgefunden hat. Der Rückgang der sichtbaren Rohstoffvorräte bei gleichzeitiger Zunahme der Erzeugung ist ein Zeichen für die gute Beschäftigung der Industrie, dagegen pflegen die Lagerbestände der Gewerbetreibenden oder Großhändler sich zu vermehren, wenn sich die Geschäfte bessern und die Preise steigen. Es ist natürlich ein viel gesünderer Zustand, wenn die Lagerbestände freiwillig von den Gewerbetreibenden statt unfreiwillig von den Erzeugern gehalten werden. Da sich die tatsächliche Nachfrage verstärkt hat und die Lager geräumt worden sind, sind in der Regel höhere Mengenanteile für die Erzeugung oder die Ausfuhr von Gütern, die internationalen Regelungen unterliegen, bewilligt worden.

Es leuchtet ein, daß alle Ursachen, die den wirtschaftlichen Gesundungsvorgang beeinflussen, berücksichtigt werden müssen, wenn man die Ursachen der Aufwärtsbewegung der Preise richtig bewerten will. Die Entwertung einer Währung gegenüber dem Gold gehört zu diesen Ursachen, nicht nur weil sie ein besseres Verhältnis zwischen den Inlands- und Auslandspreisen wiederherstellen kann, sondern auch wegen ihrer Rückwirkung auf die Geldmärkte und den Umfang der Golderzeugung. Es ist bezeichnend, daß die Angleichung der Währungen im Herbst 1936 keinen Rückschlag in der Weltpreisbewegung verursacht hat. Sie erfolgte zu einer Zeit, als die Weltpreise im Steigen begriffen waren (und nicht wie die Entwertung des Pfundes mitten in einer außergewöhnlich heftigen Krise), und wurde allgemein als Mittel angesehen, ein Währungsgleichgewicht wiederherzustellen, das voraussichtlich geeignet ist, die Belebung des Welthandels zu erleichtern.

Die nachstehende Übersicht zeigt die Erhöhung der englischen Preise im Laufe des Jahres 1936 nach der Gruppeneinteilung der Meßziffer des Board of Trade:

Großhandelspreise in England (Durchschnitte 1930 = 100)	Dezember 1935	Dezember 1936	Erhöhung in v. H. im Jahre 1936
Getreide	91,8	118,1	+28,6
Fleisch, Fische und Eier	82,4	85,0	+ 3,2
Sonstige Nahrungsmittel und Tabak	91,0	98,1	+ 7,8
Nahrungsmittel und Tabak zusammen	88,6	99,3	+12,1
Kohlen	108,1	111,2	+ 2,9
Eisen und Stahl	102,1	110,5	+ 8,2
Nichteisen-Metalle	91,7	106,6	+16,2
Baumwolle	88,9	94,5	+ 6,3
Wolle	97,7	122,7	+25,6
Sonstige Textilien	74,4	75,5	+ 1,5
Chemikalien und Öle	93,6	97,1	+ 3,7
Verschiedenes	87,5	97,4	+11,3
Industrie- und Fertigwaren zusammen	92,9	101,6	+ 9,4
Sämtliche Waren zusammen	91,5	100,8	+10,2

Abgesehen von der Wolle entfallen die größten Steigerungen auf Getreide und Nichteisen-Metalle. Beim Getreide ist die Erhöhung hauptsächlich eine Folge des knappen Angebots, das auf die Trockenheit in Amerika und einen ungewöhnlich regenreichen Sommer in den meisten europäischen Einfuhrländern zurückzuführen ist. Bei den Nichteisen-Metallen machte sich besonders der Einfluß des Rüstungsbedarfs geltend. Die Steigerung der Rüstungsausgaben wirkte sich unverkennbar auf die Preise aus, wenn diese Wirkung auch nicht überschätzt werden sollte. Der erhöhte Bedarf beispielsweise am amerikanischen Markt war im großen ganzen eine wichtigere Ursache. Ungefähr 40 v. H. der Welterzeugung an Gummi, Kupfer und mehreren anderen Industriewaren wird vom amerikanischen Markt aufgenommen; die Wirtschaftsbedingungen dieses Landes sind deshalb von überragender Bedeutung für die Preisentwicklung.



Das nebenstehende Schaubild zeigt die Preisbewegungen der Hauptwarengruppen in den Vereinigten Staaten seit 1929.

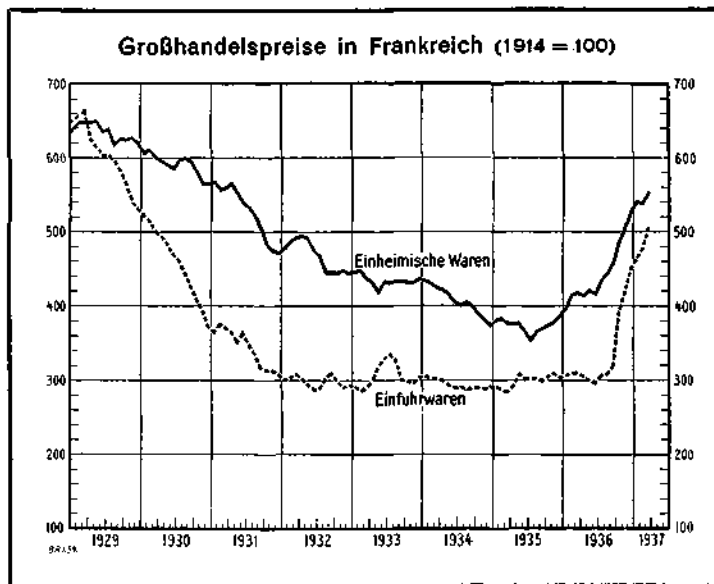
Die Preise für Industrieprodukte begannen ihre Aufwärtsbewegung im Sommer 1936, nachdem sie fast zweieinhalb Jahre lang ziemlich unverändert geblieben waren. Von dem neuerlichen Steigen

der Preise werden zahlreiche Güter, Rohstoffe sowohl wie Halb- und Fertigwaren, erfaßt.

Unter den wenigen Waren, die 1936 im Preise sanken, zeigt die Butter den stärksten Rückgang. Dieses Erzeugnis fiel am englischen Markt um nicht weniger als 15 v. H., was besonders ins Gewicht fällt, weil der englische Markt mehr als zwei Drittel der gesamten Butterausfuhr aufnimmt. In den letzten Jahren ist der Verbrauch in Großbritannien von Jahr zu Jahr gestiegen, aber trotzdem ist der Preis gefallen. In den meisten Ausfuhrländern wurde die Butterausfuhr in der einen oder anderen Form vom Staat unterstützt, so daß die Erzeugungsmenge trotz der fallenden Preise noch gesteigert wurde. Dagegen stieg der Wollpreis im Jahre 1936 um etwa 25 v. H. Wolle ist das Beispiel eines landwirtschaftlichen Erzeugnisses, bei dem kaum künstliche Stützungen stattgefunden haben, um den Preis während der Krise zu halten. Australien, das hier am meisten in Betracht kommende Land, erntet jetzt die Frucht der rücksichtslosen Politik, die es in den Krisen Jahren verfolgt hat, als es alle Wollvorräte verkaufte, ohne Lagerbestände, die auf den zukünftigen Absatz drücken, anzuhäufen.

Der Baumwollpreis befestigte sich etwas im Laufe des Jahres infolge erhöhter Nachfrage und eines gewissen durch die Trockenheit bedingten Rückgangs der Erzeugung in den Vereinigten Staaten. In den Jahren 1931/32 und 1935/36 wies die Welterzeugung mit $26\frac{1}{4}$ Millionen amerikanischen Ballen kaum eine Veränderung auf; der Anteil der amerikanischen Erzeugung an dieser Gesamtmenge fiel aber von über 60 auf etwas unter 40 v. H. Der Rückgang der amerikanischen Erzeugung war zum großen Teil das Ergebnis amtlicher Planung; inzwischen stieg aber die Erzeugung in der übrigen Welt um über 60 v. H., und die Preise besserten sich zum Vorteil solcher Länder, wie Brasilien und Ägypten, die die Stelle der Vereinigten Staaten in der Weltversorgung eingenommen haben.

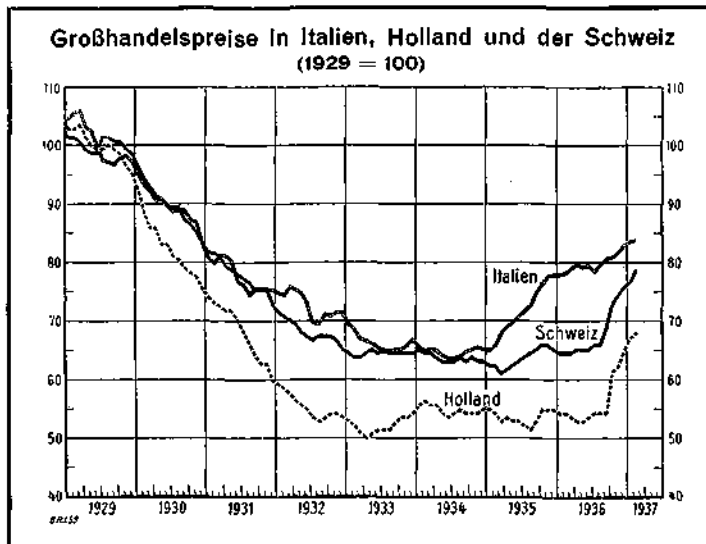
Unter den Ländern, die ihre Währungen im Herbst 1936 angeglichen



hatten, war Frankreich dasjenige, in dem die Preissteigerung am bedeutendsten war; sie wurde nicht nur durch die Abwertung zu einer Zeit, als die Weltpreise anzogen, bewirkt, sondern auch durch eine Reihe von Maßnahmen vorwiegend auf sozialem Gebiet, durch die die inländischen Erzeugungskosten erhöht wurden. Das Schaubild zeigt, nach eingeführten und einheimischen Waren ge-

trennt, die Preisbewegung von 1929 bis zur Gegenwart. Die Kurve der einheimischen Waren, die, wie das Schaubild zeigt, seit Mitte 1935 steil ansteigt, wird durch die Preise der landwirtschaftlichen Erzeugnisse besonders beeinflusst.

In Holland und der Schweiz waren die Preiserhöhungen weniger stark als in Frankreich. Die italienischen Preise stiegen 1935 stark an, aber seit der Abwertung waren die Erhöhungen verhältnismäßig gering.



Die Angleichung der Lira ging Hand in Hand mit einem zweijährigen Verbot aller Miet-, Wasser-, Gas- und Strompreissteigerungen, sowie der Erhöhung der Steuern und Beförderungssätze, während die Notabgaben auf Rohstoffe beseitigt oder wesentlich herabgesetzt wurden. Seitdem sind Maßnahmen getroffen worden, um die Preisbewegungen aller Waren und Dienst-

leistungen zu überwachen. In der Schweiz wurde ein Preisüberwachungsausschuß eingesetzt, und gewisse Preiserhöhungen sind verboten worden. In Deutschland, Italien, Polen und einigen anderen Ländern sind ebenfalls immer strengere Maßnahmen ergriffen worden, um ein unangemessenes Steigen der Preise zu verhindern. Im Rahmen des deutschen Vierjahresplanes ist ein Preiskommissar bestellt worden, dem die Aufgabe übertragen ist, nicht nur die Lebenshaltungskosten, sondern die gesamte inländische Preisbildung zu überwachen. Auf Grund einer Verordnung sind Preiserhöhungen, soweit sie nicht besonders genehmigt sind, verboten, namentlich für alle Erzeugnisse des täglichen Bedarfs, für den gesamten Handel mit landwirtschaftlichen Erzeugnissen und für die gewerblichen Erzeugnisse, für die Güterbeförderung sowie für Dienstleistungen. Die Verordnung enthält auch Bestimmungen über alle Änderungen in den Zahlungs- und Lieferungsbedingungen sowie über mittelbare Preiserhöhungen durch Verwendung minderwertiger Stoffe.

Die höheren Preise und die gestiegene Nachfrage nach Rohstoffen haben natürlich die Lage der Rohstoffländer gebessert, die von der Krise arg betroffen waren. Die bemerkenswerte Veränderung in den Wirtschaftsbedingungen Argentiniens seit Mitte 1936 ist das unmittelbare Ergebnis des starken Anziehens der Getreide- und Leinsamenpreise infolge der Trockenheit und den Sandstürmen in den Vereinigten Staaten und Kanada. Auch die Aussichten für Brasilien und andere südamerikanische Länder sind günstiger. Die Besserung in den Rohstoffländern müßte auch zu erhöhten Erträgen aus dem dort

angelegten Kapital zu Gunsten solcher Länder wie England und die Niederlande führen, die in der Vergangenheit große Summen angelegt und während des wirtschaftlichen Tiefstandes bedeutende Verluste erlitten haben.

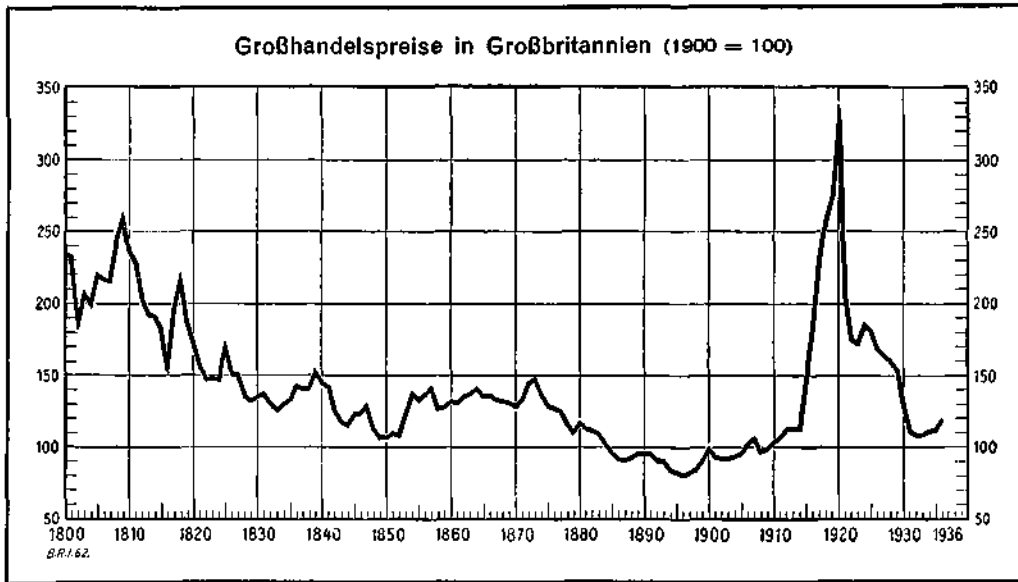
In einer Zeit der wirtschaftlichen Gesundung geht die Anregung von den großen Industrieländern aus, die gezwungen sind, größere Mengen Rohstoffe einzuführen, um den Erfordernissen der vermehrten industriellen Erzeugung gerecht zu werden. Derartige Einfuhren sind ein Beweis auflebender Wirtschaftstätigkeit und dürfen nicht als Zeichen einer dauernden Unausgeglichenheit der Zahlungsbilanz angesehen werden. Die Stärkung der Kaufkraft der überseeischen Erzeuger wird diese zu gegebener Zeit in den Stand setzen, ihre Fertigwareneinfuhr auszudehnen.

Wenn sich die Verhältnisse rasch ändern, ist es nicht leicht zu entscheiden, ob eine bestimmte Währung als überbewertet anzusehen ist oder nicht. Die Meßziffern der Großhandelspreise können bestimmt nicht als ausreichender Maßstab für den inneren Wert der verschiedenen Währungen gelten. Es müssen auch Änderungen in der Kostenhöhe und andere auf die Zahlungsbilanzen einwirkenden Einflüsse berücksichtigt werden, die sich nicht gut zu einem internationalen Vergleich eignen. Es ist in der Regel für ein Land leichter, das Gleichgewicht seiner Zahlungsbilanz herzustellen, wenn die Weltpreise steigen, als wenn sie fallen. Die jetzige Neigung zum Steigen der Preise setzt sich, wenn sie auch bei den Rohstoffen am ausgeprägtesten ist, schließlich auch bei den Lebenshaltungskosten durch.

Im Jahre 1936 betrug die Steigerung der Lebenshaltungskosten in Großbritannien nahezu 3 v. H., in den Vereinigten Staaten etwas weniger, in den Niederlanden trat trotz der Abwertung keine Erhöhung ein, in der Schweiz betrug die Steigerung 2 v. H., in Italien etwa 6 v. H. und in Frankreich noch mehr, da die Aufwärtsbewegung in dem letztgenannten Lande durch gesetzliche und andere Maßnahmen, die sich auf die Erzeugungskosten ausgewirkt haben, beeinflußt wurden. Dagegen zeigen die Meßziffern in Deutschland und Österreich kaum eine Veränderung. In der überwiegenden Mehrheit der Länder, in denen die Lebenshaltungskosten gestiegen sind, wurde die Erhöhung in den Wintermonaten 1936/37 stärker. Die Bewegung ist also noch neu und hat sich bisher nicht allzusehr in der Richtung einer Änderung der Einfuhrbeschränkungen und anderer Maßnahmen, die dazu beitragen, die Lebenshaltungskosten hochzuhalten, ausgewirkt. Sie hat jedoch in einer Anzahl von Ländern zu Lohnbewegungen geführt und allgemein die Fragen des Arbeitsmarktes verschärft.

Das Schaubild auf der folgenden Seite zeigt die Entwicklung der Großhandelspreise in Großbritannien von 1800 ab.

Es dauerte dreißig Jahre bis zum Ende der vierziger Jahre, bevor der Preiserückgang nach den napoleonischen Kriegen zum Stillstand kam und die Kurve wieder stieg. Es scheint, als ob der Preiserückgang nach dem Weltkrieg in der halben Zeit zum Stillstand gebracht wurde und einer Aufwärtsbewegung Platz machte. In einer Welt, die mit einer ungeheuren Verschuldung ringt, ist eine Besserung der Preise zweifellos wünschenswert, wenn aber die Steigerung zu heftig ist, kann sie zu Verschiebungen in der Erzeugung



führen und den Keim zu späteren Schwierigkeiten in sich tragen. Es ist natürlich, daß einige Besorgnis wegen der Stärke der neuerlichen Preisentwicklung besteht, und daß bereits jetzt Überlegungen angestellt werden sollten, welche Maßnahmen etwa zu ergreifen sein werden.

3. AUSSENHANDEL.

Im Vergleich mit dem Stande von 1929 war der mengenmäßige Umfang des Welthandels im Jahre 1932 um 25 v. H. gefallen. Seitdem ist eine schrittweise Erholung eingetreten; trotzdem lag der Umfang des Welthandels im Jahre 1936 noch immer 14 v. H. unter dem des Jahres 1929. Eine ausgesprochene Besserung trat in den letzten Monaten des Jahres 1936 ein und setzte sich 1937 fort. Bei einer Einteilung der Länder nach der Besserung (in v. H.) ihrer Einfuhren und Ausfuhren im Jahre 1936 in Landeswährungen erhält man eine Reihenfolge, wie sie die Aufstellung auf der nächsten Seite zeigt.

Eine wesentliche Besserung trat in den Ländern des Donauraums ein (Rumänien, Bulgarien, Ungarn), denen eine gute Ernte bei steigenden Getreidepreisen zugute kam. Unter den überseeischen Ländern findet sich die größte verhältnismäßige Erhöhung der Ausfuhrziffern bei Indo-China, Manschukuo, Niederländisch-Indien, China, Kanada, Neuseeland, Brasilien, Chile und Britisch-Indien. Niederländisch-Indien blieb bis September 1936 beim Gold zur alten Parität; trotzdem stieg aber die Ausfuhr um fast 20 v. H.; das Land zog insbesondere Nutzen aus der Erhöhung des Gummipreises. Die südafrikanische Ausfuhr, hauptsächlich Gold, setzte die stetige Aufwärtsbewegung der letzten Jahre fort. Auch die Einfuhr erhöhte sich um 15 v. H., und es ist erwähnenswert, daß im Jahre 1936 Südafrika der bedeutendste Kunde Englands war, und daß Indien die erste Stelle, die es seit vielen Jahren innehatte, verlor.

Veränderungen im Außenhandel verschiedener Länder von 1935 bis 1936.*

Einfuhr				Ausfuhr			
in Millionen der Landeswährung							
Land	1935	1936	Veränderungen in v. H.	Land	1935	1936	Veränderungen in v. H.
U d S S R	1.057	1.353	+ 28,0	Philippinen	186	270	+ 45,2
Estland	69	87	+ 26,3	Haiti	34	49	+ 42,0
Belgien-Luxemburg	17.112	21.098	+ 23,3	Lettland	99	138	+ 39,4
Iran	718	878	+ 22,3	Danzig	235	325	+ 38,2
Neuseeland	36	44	+ 21,5	Manschukuo	356	474	+ 33,1
Litauen	129	156	+ 21,4	Indochina	1.298	1.682	+ 29,6
Frankreich	20.974	25.387	+ 21,1	Rumänien	16.756	19.692	+ 17,5
Lettland	101	122	+ 20,8	Marokko	621	782	+ 25,9
Finnland	5.344	6.343	+ 18,7	Litauen	152	191	+ 25,1
Ver. Staat. v. Amerika	2.047	2.420	+ 18,2	Belgien-Luxemburg	15.786	19.724	+ 24,9
Chile	295	347	+ 17,7	Türkei	96	118	+ 22,9
Tschechoslowakei	6.716	7.888	+ 17,5	China	576	706	+ 22,7
Polen	861	1.003	+ 16,5	Kanada	838	1.028	+ 22,6
Kanada	550	635	+ 15,4	Neuseeland	47	57	+ 21,9
Südafrikan. Union	73	84	+ 14,9	Bulgarien	3.253	3.910	+ 20,2
Philippinen	169	192	+ 13,6	Brasilien	4.104	4.896	+ 19,3
Australien	76	86	+ 12,8	Niederl.-Indien	447	533	+ 19,2
Manschukuo	572	644	+ 12,6	Chile	465	549	+ 18,2
Großbritannien	701	789	+ 12,6	Schweden	1.297	1.515	+ 16,8
Dänemark	1.276	1.431	+ 12,1	Finnland	6.241	7.215	+ 15,6
Norwegen	816	912	+ 11,8	Indien	1.571	1.805	+ 14,8
Kolumbien	107	119	+ 11,4	Norwegen	598	675	+ 12,9
Japan	2.427	2.702	+ 11,3	Australien	113	127	+ 12,4
Mexiko	406	452	+ 11,2	Ungarn	452	507	+ 12,2
Uruguay	60	67	+ 11,2	Irischer Freistaat	20	22	+ 12,1
Peru	181	201	+ 11,0	Deutschland	4.270	4.768	+ 11,7
Brasilien	3.856	4.269	+ 10,7	Südafrikan. Union	100	112	+ 11,6
Griechenland	10.680	11.808	+ 10,6	Schweiz	792	881	+ 11,2
Jugoslawien	3.603	3.984	+ 10,6	Kolumbien	143	158	+ 10,5
Schweden	1.476	1.619	+ 9,7	Polen	925	1.026	+ 10,9
Indochina	899	979	+ 8,9	Niederlande	675	745	+ 10,4
Niederlande	936	1.017	+ 8,6	Portugal	924	1.020	+ 10,4
Algerien	2.844	3.079	+ 8,3	Britisch-Malaya	572	630	+ 10,1
Britisch-Malaya	470	507	+ 7,9	Dänemark	1.213	1.327	+ 9,3
Ungarn	402	433	+ 7,7	Peru	309	336	+ 8,7
Rumänien	10.846	11.535	+ 6,3	Jugoslawien	4.030	4.376	+ 8,6
Irischer Freistaat	37	39	+ 6,3	Tschechoslowakei	7.396	8.003	+ 8,2
Bulgarien	3.009	3.181	+ 5,7	Ver. Staat. v. Amerika	2.283	2.455	+ 7,6
Türkei	88	93	+ 5,7	Japan	2.454	2.631	+ 7,2
Danzig	88	93	+ 5,6	Österreich	895	952	+ 6,4
Haiti	38	40	+ 4,7	Ceylon	230	244	+ 6,3
Österreich	1.206	1.247	+ 3,4	Argentinien	1.569	1.652	+ 5,3
Niederl.-Indien	275	282	+ 2,8	Italien	5.239	5.458	+ 4,2
China	919	942	+ 2,4	Estland	80	83	+ 3,8
Deutschland	4.159	4.218	+ 1,4	Griechenland	7.101	7.371	+ 3,8
Marokko	1.139	1.151	+ 1,1	Syrien	1.174	1.217	+ 3,7
Schweiz	1.257	1.263	+ 0,5	Großbritannien	426	441	+ 3,5
Ägypten	31	31	— 2,1	Mexiko	750	773	+ 3,0
Siam	105	101	— 3,7	Siam	149	151	+ 1,8
Argentinien	1.175	1.117	— 5,0	Iran	1.942	1.960	+ 0,9
Ceylon	204	190	— 6,9	Frankreich	15.496	15.454	— 0,3
Indien	1.343	1.221	— 9,1	Algerien	2.613	2.534	— 3,0
Portugal	2.295	1.967	— 14,3	Ägypten	34	33	— 4,2
Syrien	2.979	2.406	— 19,2	Palästina	4	4	— 14,0
Italien	7.790	6.002	— 23,0	Uruguay	95	81	— 14,9
Palästina	18	13	— 23,7	U d S S R	1.609	1.359	— 15,5
Tunis	1.341	925	— 31,0	Tunis	873	597	— 31,6

* Teilweise vorläufige Zahlen.

In den Rohstoffe und Lebensmittel erzeugenden Ländern ist die Ausfuhr mit wenigen Ausnahmen mehr als die Einfuhr gestiegen, da die Besserung der Kaufkraft noch nicht zu größeren Käufen im Ausland geführt hat. Besonders in Niederländisch-Indien stieg die Einfuhr nur leicht im Vergleich zum Vorjahr. Dagegen ist die Einfuhr in einer Anzahl europäischer Länder, namentlich in England, Frankreich und der Tschechoslowakei, mehr gestiegen als die Ausfuhr; die Steigerung erklärt sich aus dem größeren Rohstoffbedarf für die vermehrte industrielle Erzeugung. Die Vereinigten Staaten haben nicht nur die Einfuhr von Rohstoffen, sondern auch von Halbwaren (Holzmasse, Öle, Fette usw.), Lebensmitteln und Fertigwaren (Druckpapier, Textilwaren, Pelze, Dia-

manten, Getränke usw.) erhöht. Im Jahre 1936 kam es in der ersten Jahreshälfte zum erstenmal seit zehn Jahren zu einem Einfuhrüberschuß. Die Ausfuhr stieg jedoch im Herbst rasch, insbesondere die von Fertigwaren, vor allem aber von Maschinen und anderen Eisen- und Stahlerzeugnissen, gereinigten Mineralölen, Flugzeugen und Textilwaren. Für das ganze Jahr belief sich der Ausfuhrüberschuß auf 34 Millionen Dollar (die niedrigste Ziffer seit 1895), gegenüber 235 Millionen Dollar im Jahre 1935.

Bemerkenswert ist die Ausdehnung des Handels der Belgisch-Luxemburgischen Zollunion; die Ausfuhr stieg um 25 v. H.; diese Steigerung erklärt sich zum großen Teil aus der erhöhten Nachfrage nach Eisen- und Stahlwaren.

Deutschland erhöhte seinen Ausfuhrüberschuß von 111 Millionen Reichsmark im Jahre 1935 auf 550 Millionen Reichsmark im Jahre 1936. Dieser Überschuß entfiel ausschließlich auf die Handelsbilanz mit Europa; die Handelsbilanz mit den überseeischen Ländern war wie üblich ungünstig. Die Steigerung des Ausfuhrüberschusses führte zu keiner unmittelbaren Besserung der Devisenlage des Landes, zum Teil weil größere Beträge für laufende Zahlungsverpflichtungen beiseitegestellt wurden; ein Betrag von etwa 100 Millionen Reichsmark wurde durch die Verringerung von Verrechnungsschulden aufgebraucht, die sich zu Beginn des Jahres insgesamt auf etwa 500 Millionen Reichsmark belaufen hatten. Der im September 1934 eingeführte Neue Plan ist nun über 2½ Jahre in Kraft, und wenn auch ein großer Teil des Transithandels verloren gegangen ist, so ist es Deutschland doch in weitem Maße gelungen, seine Einfuhr und Ausfuhr auszugleichen und die aufgelaufenen Handelsschulden zu vermindern. Trotz aller Schwierigkeiten bleibt Deutschland noch immer das dritt wichtigste Handelsland der Welt.

Devisenbestimmungen und Verrechnungsabkommen erschweren noch immer den Welthandel, wenn auch in den letzten Jahren einige technische Verbesserungen vorgenommen worden sind, die den üblichen Handels- und Finanzierungsverfahren einen größeren Spielraum lassen. Unter den Verrechnungsabkommen werden die Zahlungen an die Ausfuhrfirmen der Reihe nach aus Konten geleistet, die in den beiden Ländern geführt werden. Sammeln sich Rückstände an, so muß die einzelne Ausfuhrfirma warten, bis sie für die Zahlung an die Reihe kommt, und sie kann, was noch mehr ins Gewicht fällt, die genaue Dauer der Verzögerung nicht berechnen. Unter solchen Umständen kann nur wenig oder gar kein Gebrauch von den normalen Kreditmöglichkeiten der Banken und Devisenmärkte gemacht werden, und das Betriebskapital der Ausfuhrfirma kann in unfreiwilligen Handelskrediten festliegen. Die Preise werden durch die Unsicherheit der Geschäfte beeinflusst, und die Wirtschaft wird zum Schaden des allgemeinen Güteraustauschs abgeschreckt.

Im November 1934 wurde zwischen Deutschland und Großbritannien ein neuartiges Zahlungsabkommen abgeschlossen, das einige der schlimmsten Nachteile der üblichen Verrechnungsabkommen ausschaltete. Der Abschluß des neuen Abkommens wurde durch die deutsche Außenhandelsüberwachung ermöglicht, nach der jede deutsche Einfuhrfirma im Besitz einer Genehmigung sein muß, um Devisen zu erhalten. Die deutschen Behörden sind in der Lage,

den Umfang der Einfuhr innerhalb der Grenzen zu halten, die sie nicht nur im Verhältnis zur Außenwelt im allgemeinen, sondern auch im Verhältnis zu jedem einzelnen Land zu ziehen wünschen. In dem erwähnten Abkommen vom Jahre 1934 wurde festgelegt, daß Deutschlands monatliche Einfuhr aus England sich auf 55 v. H. der zwei Monate zurückliegenden deutschen Ausfuhr nach England belaufen sollte; abgesehen von einem Betrag, der anfänglich abgezweigt wurde, um bestehende Handelsschulden abzudecken, werden die verbleibenden 45 v. H. teils für Zinsen und gewisse Nebenkosten verwendet, teils Deutschland zur freien Verfügung überlassen. In einem späteren Abkommen mit der Belgisch-Luxemburgischen Zollunion wurden die zugelassenen Mengen nicht auf der Grundlage der Außenhandelsziffern errechnet, sondern auf Grund der von den deutschen Ausfuhrfirmen erfolgten Anmeldung von Devisen; in anderen Abkommen wiederum wurde der Betrag der tatsächlich an die Reichsbank abgelieferten Devisen als Grundlage genommen.

Ähnliche Zahlungsabkommen sind mit etwa 5 Ländern abgeschlossen worden, und im allgemeinen sind die Erfahrungen damit befriedigend gewesen. Eine deutsche Einfuhrfirma, die eine ordnungsmäßige Genehmigung erhalten hat, ist sicher, daß die Devisen am Tage der Zahlung zur Verfügung stehen, wodurch es den beiden Geschäftsbeteiligten möglich ist, die üblichen Kreditmöglichkeiten, die die Banken bieten, in Anspruch zu nehmen. Eine ausländische Firma, die nach Deutschland verkauft, muß natürlich hinsichtlich der geschäftlichen Lage des deutschen Käufers das übliche Handelsrisiko übernehmen; sie wird aber keine Zahlungsverzögerung zu befürchten haben, die sich aus der Schwierigkeit ergibt, Devisen gegen Reichsmark zu erhalten.

Die gewöhnlichen Verrechnungsabkommen haben den schweren Nachteil, daß sie dazu beitragen, die unmittelbaren Beziehungen zwischen Käufer und Verkäufer zu zerstören und Behörden einzuschalten, durch die die Zahlungen geleistet werden. Infolgedessen verlieren die Handeltreibenden die Fühlung mit ihren Märkten und sind geneigt, der Kreditwürdigkeit ihrer Schuldner weniger Aufmerksamkeit zu schenken, da sie sich auf die behördlichen Abmachungen verlassen, die mehr oder weniger umfassende Regierungsmaßnahmen bedingen. Der große Vorzug der „Zahlungsabkommen“ ist, daß die unmittelbare Fühlung zwischen Käufer und Verkäufer erhalten bleibt, besonders aber, daß der Verkäufer sich wegen der Zahlung an den Käufer halten muß. Diese Abkommen bedeuten somit einen Schritt vorwärts; allerdings setzt ihre Durchführung die Einrichtung einer Außenhandelsüberwachung voraus, wie sie in Deutschland mit all den Erschwerungen, die eine solche Überwachung mit sich bringt, besteht. Es sind in den letzten Jahren viele Vorschläge zur Verbesserung der Verrechnungsabkommen gemacht worden, beispielsweise durch Verrechnung zwischen einer größeren Anzahl von Ländern und Bereitstellung von Krediten zur Abzahlung aufgelaufener Reste aus Verrechnungsabkommen. Je eingehender man sich mit diesen Vorschlägen befaßt, umso klarer wird es, daß die Vorteile der internationalen Arbeitsteilung und des normalen Güteraustausches zwischen den Völkern nicht vereinbar sind mit einer Ordnung, die den Handel in bestimmte Kanäle zwingt, und insbesondere für Geschäfte in geringer Höhe übermäßig schwerfällig und kost-

spielig wird. Verrechnungsabkommen mögen, als die Devisenbestimmungen ihre weiteste Ausdehnung gefunden hatten, nützlich gewesen sein, um den bestehenden Handel einigermaßen aufrechtzuerhalten, oder um die Abzahlung aufgelaufener Handelsschulden oder die wenigstens teilweise Abtragung anderer Schulden zu sichern. Und die Genehmigung sogenannter Privatverrechnungen oder Kompensationen, die eine Abweichung von dem Verrechnungsgrundsatz darstellen, mögen manchmal einer sonst starren Ordnung eine gewisse Schmiegsamkeit gegeben haben. Aber das Ziel für den Welthandel muß die Rückkehr zu den üblichen Handels- und Zahlungsarten sein, unter denen alle die Kreditmöglichkeiten, die zum Vorteil des Handelsverkehrs zwischen den Völkern entwickelt worden sind, wieder vollständig und nutzbringend eingesetzt werden können.

III. EIN JAHR STEIGENDER GOLDVERSORGUNG.

Im Jahre 1936 erreichte die Golderzeugung der Welt einen neuen Höchststand; sie stieg gegenüber 1935 um 4,3 Millionen Unzen; das ist die größte jemals während eines Jahres erzielte Steigerung. Sie bedeutet eine Erhöhung von $13\frac{1}{2}$ v. H., eine Ziffer, wie sie nur in Zeiten von Neuentdeckungen großer Goldlagerstätten übertroffen wurde, d. h. in den vierziger und fünfziger Jahren des letzten Jahrhunderts, als Gold in Kalifornien und Australien gefunden wurde, und in den neunziger Jahren nach der Entdeckung der Goldfelder in Transvaal. Die Goldverschiffungen aus Indien und China, ein Zeichen für weitere Enthortungen im Osten, hielten auch 1936 an, wenn auch in geringerem Maße. Zum erstenmal seit dem Ausbruch der Krise kam die Hortung im Westen nicht nur zum Stillstand, sondern es setzte im letzten Viertel des Jahres 1936 sogar eine starke Enthortung ein. Außerdem hielt sich der Goldverbrauch für gewerbliche Zwecke auf einem niedrigen Stande; er betrug nicht mehr als 5 v. H. der Gesamtgolderzeugung. Infolgedessen war ein sehr großer Betrag — mindestens 5 Milliarden Goldfranken oder 335 Millionen Pfund Sterling zum jetzigen Londoner Goldpreis — für Währungszwecke verfügbar. Diese überreichliche Goldversorgung hat die Lage, wie sie in den zehn Jahren nach dem Kriege war, von Grund auf geändert und wirft eine Reihe neuer Fragen auf, die die Aufmerksamkeit der Währungsbehörden in steigendem Maße in Anspruch nehmen.

1. DIE GOLDVERSORGUNG.

Im Jahre 1936 stieg die Goldförderung in allen Haupterzeugungsländern, wie aus der folgenden Aufstellung zu ersehen ist:

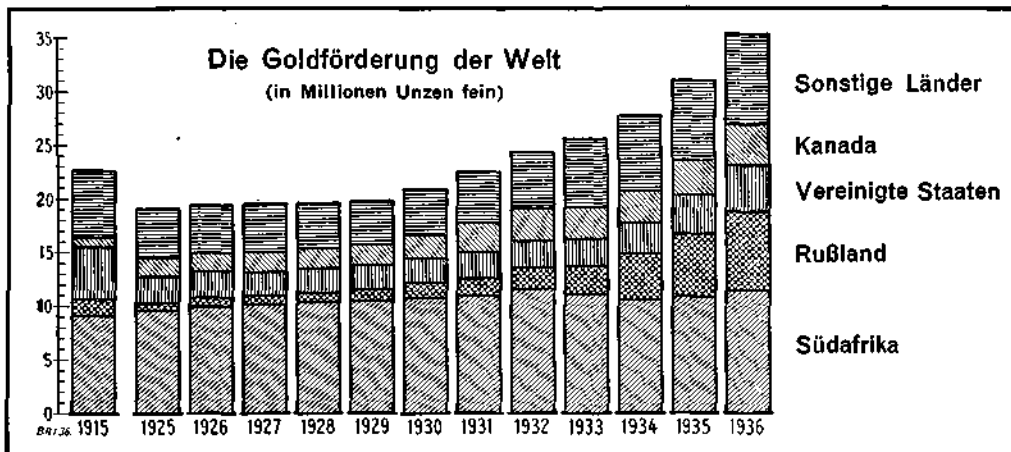
Jahr	Süd-afrika	UdSSR	Vereinigte Staaten von Amerika **	Kanada	Sonstige Erzeugerländer	Golderzeugung der Welt	
						In Tausend Unzen fein	
							In Millionen Schweizer Goldfranken
1915 *	9.096	1.546	4.888	918	6.146	22.594	2.420
1923	9.149	438	2.503	1.233	4.463	17.786	1.905
1924	9.575	594	2.529	1.525	4.827	19.050	2.041
1925	9.598	693	2.412	1.736	4.592	19.031	2.039
1926	9.955	895	2.335	1.754	4.430	19.369	2.075
1927	10.122	810	2.197	1.853	4.464	19.446	2.083
1928	10.354	899	2.233	1.891	4.206	19.583	2.098
1929	10.412	1.085	2.208	1.928	4.040	19.673	2.108
1930	10.716	1.434	2.286	2.102	4.184	20.722	2.220
1931	10.878	1.701	2.396	2.694	4.702	22.371	2.397
1932	11.559	1.990	2.449	3.044	5.264	24.306	2.604
1933	11.014	2.667	2.537	2.949	6.336	25.503	2.732
1934	10.480	4.263	2.916	2.972	6.999	27.630	2.960
1935	10.774	5.831	3.619	3.283	7.484	30.991	3.320
1936	11.339	7.350	4.295	3.721	8.549	35.254	3.777

* Höchstjahr vor 1932.

** Einschließlich Philippinen.

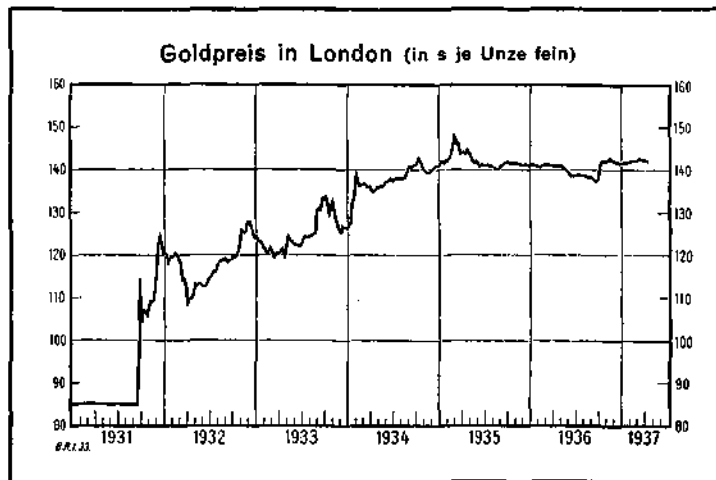
Um den Vergleich mit den in früheren Berichten gegebenen Zahlen zu erleichtern, sind der Geldwert der Golderzeugung ebenso wie einzelne andere Ziffern in diesem Bericht noch immer in Schweizer Goldfranken zur alten Parität angegeben. (Um den ungefähren Gegenwert in heutigen Dollars zu erhalten, genügt es, diesen Betrag durch drei zu teilen; bei einer Umrechnung in Pfund Sterling muß der Betrag, wenn der Londoner Goldpreis etwa bei 140s je Unze steht, ungefähr durch fünfzehn geteilt werden.)

Nahezu ein Drittel des gewonnenen Goldes stammt aus Südafrika, ein Fünftel aus Rußland, ein Neuntel aus den Vereinigten Staaten und ein Zehntel aus Kanada; das restliche Viertel wurde in den übrigen Ländern erzeugt.



Die südafrikanischen Golderzeuger haben weiterhin geringerwertige Erze ausgebeutet, deren Verhüttung sich bei den jetzigen Kosten und dem höheren Goldpreis lohnt. Wenn auch das Tonnengewicht des verhütteten Erzes um 9 v. H. gestiegen ist, so betrug doch die Steigerung der Goldausbeute nur 5 v. H., und die Ziffer für 1936 ist noch immer etwas niedriger als im Höchstjahr 1932. Die Verarbeitung geringerwertiger Erze und die Steigerung ihrer Verhüttungsfähigkeit haben einen vermehrten Arbeitseinsatz notwendig gemacht, so daß die Zahl der beschäftigten eingeborenen und farbigen Arbeiter von 213.000 im Jahre 1930 auf 299.000 im Jahre 1935 und 310.000 im Jahre 1936 gestiegen ist.

Es machte bis jetzt keine große Schwierigkeit, europäische oder eingeborene Arbeiter zu erhalten; die technische Ausbildung der ersten wurde durch die Neueröffnung von Schulen unterstützt. Die gezahlten Löhne blieben in den Jahren 1929–1935 so gut wie unverändert; der durchschnittliche Tageslohn für europäische Arbeiter betrug im Jahre 1929 24s 4d, im Jahre 1935 24s 10d und im Jahre 1936 25s 1d; bei den eingeborenen und farbigen Arbeitern ist eine leicht sinkende Bewegung festzustellen. Allerdings muß eine Zunahme sonstiger Vergünstigungen, z. B. bezüglich der bezahlten Feiertage, in Rechnung gestellt werden. Im Vergleich zum Jahre 1929 sind die Kosten für Maschinen und Werkstoffe, die für die Erzeugung gebraucht werden, eher gesunken als gestiegen. Unter diesen Umständen haben sich aus der Erhöhung des für das Gold in Landeswährung und in Pfund Sterling zu erzielenden Preises



von 84 s 11½ d auf über 140 s je Unze oder um beinahe 70 v. H. natürlich große Gewinne ergeben, die allerdings auch einer höheren Besteuerung unterlagen. Nur weil die Grubengesellschaften ihre hochwertigen Erze und die leichter auszubeutenden Erzadern für die Zukunft aufgespart haben, hat sich die Ausbeute-

steigerung in so engen Grenzen gehalten. Es sind alle Voraussetzungen für weitere Steigerungen vorhanden, und nach den Berichten der führenden Grubengesellschaften sind die Grundlagen für eine wesentliche Steigerung der Ausbeute in den nächsten Jahren schon gelegt worden.

Der Umfang der russischen Erzeugung ist nur annähernd bekannt, denn die Sowjetbehörden veröffentlichen keine Zahlen über den Gesamtbetrag des alljährlich gewonnenen Goldes, sondern geben nur die Steigerung in v. H. von einem Jahr zum anderen an. Für das Jahr 1936 wird eine Steigerung von 26 v. H. genannt, die unter Zugrundelegung früherer Schätzungen zu einer Ziffer von 7,35 Millionen Unzen als Erzeugungsmenge für dieses Jahr führt. Es scheint, daß der Fünfjahresplan, soweit der Goldbergbau in Betracht kommt, bereits Ende 1936 durchgeführt war und somit ein Jahr eingespart wurde. In Sibirien und Mittelasien sind in den letzten Jahren neue Goldbergbaubezirke entstanden, von denen einige eine Bevölkerung von über 25.000 Köpfen haben. Über 750.000 Arbeiter und 12.000 ausgebildete russische Ingenieure sollen im Goldbergbau beschäftigt sein.

In den Vereinigten Staaten steigt die Golderzeugung ebenfalls rasch an; die Ausbeute im Jahre 1936 war 19 v. H. höher als die des Jahres 1935 und

Golderzeugung in den hauptsächlichsten Ländern	1929	1936	Steigerung in v. H.
	in Tausend Unzen fein		
Südafrika	10.412	11.339	+ 9
U d S S R	1.085	7.350	+ 577
Vereinigte Staaten von Amerika*	2.208	4.295	+ 95
Kanada	1.928	3.721	+ 93
Australien	426	1.199	+ 181
Mexiko	652	755	+ 16
Japan	335	676	+ 102
Rhodesien	562	802	+ 43
Andere Länder	2.065	5.117	+ 148
Zusammen	19.673	35.254	+ 79

* Einschließlich Philippinen.

beinahe doppelt so groß wie im Jahre 1929. Auch in Kanada steigt die Erzeugung infolge neuer Goldfunde und der Ausbeutung in Gebieten, die bisher unzugänglich waren, jetzt aber im Luftverkehr erreichbar sind. Seit 1929 hat sich die Ausbeute nahezu verdoppelt und beinahe die gleiche Steigerung wie in den Vereinigten Staaten gezeigt. Die vorstehende Aufstellung zeigt für die Hauptezeugungsgebiete die tatsächliche Ausbeute und ihre Steigerung von 1929 bis 1936.

Von der Gesamtgoldausbeute der Welt im Jahre 1929 stammten 72 v. H. aus Ländern des britischen Reichs, im Jahre 1936 aber nur 53 v. H. Der Rückgang ist auf die Verminderung des Anteils von Südafrika zurückzuführen, dessen Erzeugung im Jahre 1929 sich auf 53 v. H. und im Jahre 1936 auf 32 v. H. der Welterzeugung belief.

Außer dem Gold, das 1936 aus der laufenden Erzeugung gewonnen wurde, ist eine Menge im Werte von 437 Millionen Schweizer Goldfranken aus dem Osten verschifft worden; das bedeutet einen Rückgang gegenüber dem vorhergehenden Jahr, wie sich aus der folgenden Übersicht ergibt:

Gold aus dem Osten	Indien	China	Hongkong	Zusammen
	in Millionen Schweizer Goldfranken			
1931	477	54	63	594
1932	1.014	118	59	1.191
1933	653	74	100	827
1934	706	54	68	828
1935	495	43	34	572
1936	371	37	29	437
Zusammen	3.716	380	353	4.449

Ein wesentlicher Rückgang ist wiederum bei den Verschiffungen aus Indien eingetreten, und die Verschiffungen aus China und Hongkong sind ebenfalls kleiner geworden. Aller Wahrscheinlichkeit nach wird die Goldbewegung aus dem Osten bald zum Stillstand kommen, wenn sie nicht gar in das Gegenteil umschlägt. Die Erhöhung des Goldpreises in Landeswährungen übt nicht mehr den gleichen Reiz aus wie in den Jahren, die unmittelbar auf die Entwertungen des Jahres 1931 folgten, und die Besserung der Wirtschaftslage setzte den sogenannten Notverkäufen ein Ende. Aus Java wird berichtet, daß wieder Goldmünzen von den Eingeborenen aufgenommen werden. Es mag auch erwähnt werden, daß nach den vier Jahren, während denen Indiens jährliche Silberaufnahme nur durchschnittlich 10 Millionen Unzen betrug, die Silberaufnahme im Jahre 1936 plötzlich auf schätzungsweise 100 Millionen Unzen gestiegen ist, ein Beweis für eine erneute Nachfrage nach Edelmetallen im Osten.

Dem während des Jahres neu gewonnenen Gold muß in erster Linie der Betrag gegenübergestellt werden, der für kunst- und andere gewerbliche Zwecke gebraucht worden ist. Es ist geschätzt worden, daß in der Zeit von 1920 bis 1929 etwa 20 v. H. der jährlichen Golderzeugung für solche Zwecke in Anspruch genommen wurden. Während der Krise ging der Betrag des für gewerbliche und künstlerische Zwecke verwendeten Goldes nicht nur

zurück, sondern es stieg auch der Betrag des aus dem Ankauf alter Schmucksachen usw. wiedergewonnenen Goldes. In den Vereinigten Staaten, einem Land, für das ziemlich vollständige Zahlen vorliegen, wurde für das Jahr 1934 der gewerbliche Goldverbrauch mit 14 Millionen und die Wiedergewinnung von altem Gold mit 62 Millionen Dollar angegeben; die entsprechenden Ziffern für 1935 waren 26 Millionen und 32 Millionen Dollar. Mit zunehmendem Wohlstand mag der gewerbliche Goldverbrauch weiter gestiegen und im Jahre 1936 wohl nicht vollständig aus wiedergewonnenem alten Gold gedeckt worden sein; der neubenötigte Betrag ist aber wahrscheinlich noch immer unbedeutend.

In Großbritannien wird der gewerbliche Goldverbrauch auf jährlich etwa 2 Millionen Pfund Sterling geschätzt, und in den letzten Jahren ist dieser Betrag durch altes Gold gedeckt worden, das von der Bevölkerung hergegeben wurde. In Frankreich ist der gewerbliche Goldverbrauch etwas größer; er wird für die beiden letzten Jahre auf 25.000 Kilogramm oder etwa 85 Millionen Schweizer Goldfranken jährlich geschätzt (mehr als was durch Einziehung alten Goldes gedeckt wurde). In Deutschland ist der Verbrauch von neuem Gold für 1936 auf etwa 30 Millionen Reichsmark geschätzt worden. Für andere Länder sind nur unvollständige Angaben vorhanden; es kann allerdings mit Sicherheit angenommen werden, daß der Weltverbrauch von Gold durch die Industrie 190 Millionen Schweizer Goldfranken nicht übersteigt, was etwa 5 v. H. der laufenden Golderzeugung ausmacht. Es ist möglich, daß in den kommenden Jahren der gewerbliche Bedarf an Gold etwas steigen wird, es ist aber unwahrscheinlich, daß die Vorkriegsziffern wieder erreicht werden. Beim Frauenschmuck scheint ein deutlicher Wandel in der Mode eingetreten zu sein, insofern als Goldgegenstände weniger beliebt sind und entweder durch billigen Schmuck, der oft gewechselt werden kann, oder durch Platin für die teureren Geschmacksrichtungen ersetzt werden.

	Millionen Schweizer Goldfranken
Der Betrag des aus der Neuerzeugung im Jahre 1936 zur Verfügung stehenden Goldes	3.777
erhöht durch Verschiffungen aus dem Osten in Höhe von	437
aber verringert durch den vom Kunstgewerbe und von der Industrie aufgenommenen Betrag, nämlich	— 190
ergibt so insgesamt	<u>4.024</u>

Diese 4.024 Millionen Schweizer Goldfranken entsprechen etwa 270 Millionen Pfund Sterling oder 1.300 Millionen Dollar. Der für Währungszwecke verfügbare Betrag war im Jahre 1936 sogar noch größer, denn es wurden über 1 Milliarde Schweizer Goldfranken aus der Enthortung gewonnen.

2. DIE GOLDENTHORTUNG.

Eine der merkwürdigsten durch die Krise hervorgerufenen Erscheinungen war das gleichzeitige Auftreten einer starken Goldenthortung im Osten und einer ausgedehnten Hortung im Westen. Von 1931 bis Ende 1936 wurden nahezu 4,5 Milliarden Schweizer Goldfranken (gleich 42 Millionen Unzen) aus Indien, China und Hongkong verschifft, was einer 2½jährigen Goldgewinnung vor der Krise entspricht. Aus vielen Gründen war es einigermaßen schwierig,

genaue Zahlen über das seit 1931 im Westen gehortete Gold zu erhalten, wenn auch genügend Angaben vorliegen, die es ermöglichen, sich ein allgemeines Bild von der Hortungs- und Enthortungsbewegung in diesen Jahren zu machen. Für einige Länder konnten in der letzten Zeit vollständigere Angaben beschafft werden: für Frankreich werden gewisse Einzelheiten in der folgenden Aufstellung gegeben, die die Goldbeträge zeigt, die in der Zeit vom Juni 1931 bis September 1936 die französische Bevölkerung von der Bank von Frankreich gekauft und an sie verkauft hat, sowie die Beträge, die privat ein- und ausgeführt worden sind. Die in der Aufstellung angeführten Zahlen sind errechnet worden, indem von den Goldbewegungen bei der Bank von Frankreich und durch die Zollämter alle diejenigen abgesetzt sind, von denen bekannt ist, daß sie für ausländische Rechnung vorgenommen wurden (ausländische Märkte, Zentralbanken oder Währungsfonds).

Gold, das an die französische Bevölkerung gelangte oder von ihr abgestoßen wurde	1931 (Juni- Dez.)	1932	1933	1934	1935	1936 (Januar- Sept.)	Zusammen
In Millionen französischen Franken — Kurswert von 1928							
bei der Bank von Frankreich							
von der Bank gekauftes Gold	858	618	3.477	631	2.243	395	8.222
an die Bank verkauftes Gold	80	443	788	1.035	455	597	3.398
	+ 778	+ 175	+2.689	— 404	+1.788	— 202	+4.824
durch die Zollämter							
eingeführtes Gold	1.274	2.836	2.412	1.805	1.835	2.379	12.541
ausgeführtes Gold	382	607	2.546	2.638	2.039	1.714	9.926
	+ 892	+2.229	— 134	— 833	— 204	+ 665	+2.615
Überschuß	+1.670	+2.404	+2.555	—1.237	+1.584	+ 463	+7.439

+ bedeutet Zunahme des Goldbesitzes der Bevölkerung ; — bedeutet Abnahme des Goldbesitzes der Bevölkerung.

Die Goldhortung in Frankreich setzte im Sommer 1931 ein und hielt bis zur Abwertung im Jahre 1936 mit einer Unterbrechung im Jahre 1934 an, als sich nicht nur der Goldbestand der Bank von Frankreich um 4.532 Millionen Franken vermehrte, sondern, wie aus der Aufstellung ersichtlich ist, der Betrag des im Lande gehorteten Goldes um über eine Milliarde abnahm. Für die Zeit vom Juni 1931 bis September 1936 belief sich der Betrag des durch die Bevölkerung von der Bank von Frankreich oder aus der Einfuhr erworbenen Goldes auf 7.439 Millionen Franken (der alten Parität). In diesem Betrag ist allerdings das vom Kunst- und sonstigen Gewerbe aufgenommene Gold enthalten, das für die Berichtszeit auf etwa 2 Milliarden Franken (außer dem wiedergewonnenen alten Gold) geschätzt wird. Es verbleibt somit ein Betrag von etwa 5,4 Milliarden französischen Franken, der als Höchstziffer des in Frankreich bis zum 30. September 1936 gehorteten Goldes angenommen werden kann. Erwähnt sei noch, daß sich nur noch unbedeutende Beträge der vor dem Kriege ausgegebenen Goldmünzen im Besitz der Bevölkerung befinden, und daß der Goldschmuggel über die Grenzen kaum einen nennenswerten Umfang angenommen haben kann.

Während der ersten neun Monate des Jahres 1936 nahm das im Besitz der französischen Bevölkerung befindliche Gold weiter zu, nach der Abwertung Ende September schlug die Bewegung aber in ihr Gegenteil um. Bekanntlich machte das neue Währungsgesetz mit einigen Ausnahmen die Goldablieferung allen in Frankreich ansässigen Personen und Gesellschaften zur Pflicht. Von Anfang Oktober 1936 bis März 1937 betrugen die Goldverkäufe aus Privatbesitz an den Währungsfonds sowie die Anmeldungen von Kaufleuten und Gewerbetreibenden nahezu 40 v. H. des schätzungsweise in Privatbesitz innerhalb Frankreichs befindlichen Goldes.

In den letzten Monaten des Jahres 1936 kam in der Schweiz ein Betrag von etwa 150 Millionen Schweizer Goldfranken aus Goldhorten zurück und in den Niederlanden ein Betrag in Höhe von etwa 120 Millionen Schweizer Goldfranken. Für andere Länder sind weniger genaue Angaben vorhanden; bekannt ist aber, daß die Goldenthortung am Londoner Markt im letzten Vierteljahr 1936 in ziemlich großem Maßstab vor sich ging. In seinen Erläuterungen zu der Zahlungsbilanz Großbritanniens für 1936 erklärt das Board of Trade Journal: „es ist nach den veröffentlichten Ausfuhrziffern wahrscheinlich, daß ein Teil des Goldes, das früher nach England zur Aufbewahrung für ausländische Rechnung gesandt worden ist, nach der Abwertung der Goldblockwährungen Ende September wieder heimgebracht worden ist“. Es scheint sicher, daß während des Jahres 1936 insgesamt ein Betrag von mindestens einer Milliarde Schweizer Goldfranken aus früher angesammelten Goldhorten in Europa zurückfloß.

Die Enthortungsbewegung hielt in den ersten Monaten des Jahres 1937 an und spiegelte, wie bemerkt werden mag, eine veränderte Einstellung der Bevölkerung zu der Anlage von Ersparnissen in Gold wider. Es wird die Tatsache mehr berücksichtigt, daß sich Gold nicht nur nicht verzinst, sondern daß seine Hortung mit Kosten für das Mieten von Schrankfächern usw. verbunden ist; eine andere Überlegung, die mitspricht, sind die gesteigerten Möglichkeiten, in einer Zeit anziehender Börsenkurse an Kapitalanlagen zu verdienen. Zudem glaubt man, daß Gold nicht mehr die gleiche Sicherheit bietet wie in der Vergangenheit. Auf Grund der im Jahre 1934 in den Vereinigten Staaten angenommenen Gesetze mußte das im Lande vorhandene Gold an die Regierung abgeliefert werden und wurde nur zum alten Kurswert bezahlt. In Frankreich mußte nach der Abwertung im Jahre 1936 das im Besitz von im Lande ansässigen Personen und Körperschaften befindliche Gold zum früheren Kurswert des Franken abgeliefert werden, während z. B. für Besitzer von Devisen eine solche Verpflichtung nicht bestand. Wenn auch den französischen Goldbesitzern später der volle Marktpreis gezahlt wurde, so bleibt doch die Erinnerung an die ursprüngliche Vorschrift wach, und es ist nicht überraschend, daß zur Zeit Anlagen in Noten und Einlagen bei ausländischen Banken dem Horten von Gold vorgezogen wird. In diesem Zusammenhang mag erwähnt werden, daß der Notenumlauf der Bank von England im Jahre 1936 um etwa 50 Millionen Pfund Sterling gestiegen ist, wovon schätzungsweise vielleicht 25 Millionen Pfund Sterling im Ausland gehortet wurden, und daß man außerdem in Europa zur Hortung amerikanischer Dollarnoten überging.

3. DIE GOLDBEWEGUNGEN ZU DEN ZENTRALBANKEN UND ANDEREN WÄHRUNGSSTELLEN.

Der Gesamtgoldbetrag, der im Jahre 1936 für Währungszwecke zur Verfügung stand (aus laufender Goldgewinnung, Verschiffungen aus dem Osten und Ablieferungen aus Goldhorten im Westen, unter Berücksichtigung des kunst- und sonstigen gewerblichen Bedarfs), erreicht einen Betrag von 5 Milliarden Schweizer Goldfranken. Wohin ist dieses Gold gegangen?

Etwa 3,3 Milliarden Schweizer Goldfranken entfallen auf die Vermehrung der ausgewiesenen Goldbestände von Notenbanken und Regierungen, die im Jahre 1936 von etwa 69 Milliarden auf 72,3 Milliarden Schweizer Goldfranken gestiegen sind. Hiernach verbleiben wenigstens 1,7 Milliarden Schweizer Goldfranken, von denen angenommen werden kann, daß sie Währungsausgleichsfonds und anderen nichtausgewiesenen Beständen von Währungsbehörden zugeflossen sind. Da keine Angaben über diese Fonds veröffentlicht worden sind, ist es unmöglich, im einzelnen den Verbleib des Goldes anzugeben. Die Statistiken über die Goldbewegungen zwischen den verschiedenen Ländern geben nur einen geringen Anhalt. Seit den Währungsänderungen Ende September 1936 haben die Außenhandelsausweise Frankreichs und der Niederlande keine Angaben über die Ausfuhr und Einfuhr von Gold gebracht; und selbst wo Handelsziffern zur Verfügung stehen, muß doch die folgende Bemerkung des Board of Trade in seinen Erläuterungen zu der Zahlungsbilanz Englands für 1936 berücksichtigt werden: „bei der gegenwärtig so häufig bestehenden Übung, Gold zu kaufen und es im Verkaufslande zu belassen, anstatt es sofort nach dem Land zu senden, dem es gehört, fallen die wirklichen Goldbewegungen zeitlich nicht ohne weiteres mit den Geschäften zusammen, die ihnen zugrundeliegen“. Allerdings sind einzelne Goldüberweisungen an staatliche Währungsfonds bekannt geworden und geben Aufschluß über die Aufnahme von Gold während des Jahres.

1.) Am 2. Oktober 1936 belief sich der Goldbestand der Bank von Frankreich auf 50.218 Millionen französische Franken zum alten Kurswert oder auf 67.275 Millionen Franken nach der Aufwertung, so daß sich ein Buchgewinn von 17.057 Millionen Franken ergab. Von diesem Gewinn behielt die Bank von Frankreich auf Grund verschiedener Vereinbarungen etwa 7 Milliarden in ihrem Goldbestand; die verbleibenden 10 Milliarden Franken Gold wurden dem Währungsstabilisierungsfonds überwiesen, und statistisch gesprochen verschwand dieser Betrag aus dem ausgewiesenen Goldbestand der Bank und ging auf den nichtausgewiesenen Goldbestand des Regierungsfonds über. Im Oktober wurden von dem Fonds 7 Milliarden an die Bank zurückverkauft, Ende November verringerte sich aber der Goldbestand der Bank um 4 Milliarden — das aus der Bank herausgenommene Gold belief sich somit auf 7 Milliarden Franken oder etwas über eine Milliarde Schweizer Goldfranken. Es ist bekannt, daß der französische Währungsfonds in den beiden letzten Monaten des Jahres 1936 einen Teil seines Goldbestandes zur Rückzahlung des von der Regierung im Februar 1936 in London aufgenommenen Kredites und zur Stützung des Franken verwendet hat; trotzdem besaß er am Jahresende noch immer einen Teil des ihm zugeteilten Goldes.

2.) Nach Erlaß des holländischen Goldausfuhrverbots Ende September 1936 wurde der Goldbestand der Niederländischen Bank nicht aufgewertet. Dagegen gab die Bank gegen Staatspapiere Gold im Werte von 100 Millionen Gulden ab (ein Betrag, der etwa 210 Millionen Schweizer Goldfranken entspricht), und dieses Gold wurde dem neuerrichteten Währungsausgleichsfonds zur Verfügung gestellt. Im letzten Viertel des Jahres 1936 erwarb der Fonds durch Käufe auf verschiedenen Märkten weiteres Gold; ebenso erhöhte die Niederländische Bank ihren Goldbestand; der Fonds behielt bis zum Jahresende die 100 Millionen Gulden, die ihm bei seiner Errichtung überwiesen worden waren.

Ausgewiesene Goldbestände von Notenbanken und Regierungen	Ende 1934	Ende 1935	Verlust (-) oder Gewinn (+) während des Jahres 1935	Ende 1936	Verlust (-) oder Gewinn (+) während des Jahres 1936
in Millionen Schweizer Goldfranken					
Gruppe 1: Frankreich . . .	16.675	13.455	- 3.220	9.168	- 4.287
Spanien	2.258	2.255	- 13	1.600 *	- 655
Italien	1.585	826	- 759	638	- 188
Tschechoslowakei . . .	343	344	+ 1	279	- 65
Deutschland	188	192	+ 4	141	- 51
Polen	293	258	- 35	228	- 30
Südafrika	562	649	+ 87	621	- 28
Griechenland	122	104	- 18	78	- 26
Uruguay	249	226	- 23	209	- 17
Australien	13	13	0	5	- 8
Kanada	669	578	- 91	575	- 3
Ecuador	16	13	- 3	11	- 2
Zusammen	22.983	18.913	- 4.070	13.553	- 5.360
Gruppe 2: Albanien	7	8	+ 1	8	0
Algerien	43	43	0	43	0
Argentinien	1.235	1.235	0	1.235	0
Österreich	139	140	+ 1	140	0
Belgisch-Kongo	9	9	0	9	0
Chile	89	90	+ 1	90	0
Dänemark	185	164	- 21	164	0
Ägypten	165	165	0	165	0
Estland	34	40	+ 6	40	0
Indien	840	840	0	840	0
Lettland	46	46	0	46	0
Neuseeland	76	71	- 5	71	0
Zusammen	2.868	2.951	- 17	2.851	0
Gruppe 3: Portugal	208	208	0	209	+ 1
Bulgarien	58	60	+ 2	62	+ 2
Marokko	22	22	0	24	+ 2
Danzig	24	12	- 12	17	+ 5
Ungarn	71	71	0	76	+ 5
Peru	57	58	+ 1	64	+ 6
Kolumbien	59	48	- 11	58	+ 10
Türkei	67	72	+ 5	83	+ 11
Rumänien	319	335	+ 16	350	+ 15
Jugoslawien	163	131	- 32	148	+ 17
Niederl.-Indien	236	167	- 69	185	+ 18
Litauen	27	19	- 8	38	+ 19
Norwegen	187	257	+ 70	299	+ 42
Finnland	42	62	+ 20	106	+ 44
Belgien	1.837	1.857	+ 20	1.934	+ 77
Japan	1.205	1.302	+ 97	1.416	+ 114
Niederlande	1.754	1.340	- 414	1.499	+ 159
Schweden	488	566	+ 78	735	+ 169
Schweiz	1.910	1.389	- 521	2.006 *	+ 617
UdSSR	2.277	2.569	+ 292	3.535 *	+ 966
Großbritannien	4.850	5.046	+ 196	7.911	+ 2.865
Vereinigte Staaten von Amerika . .	25.216	30.992	+ 5.776	34.439	+ 3.447
Zusammen	41.077	46.583	+ 5.506	55.194	+ 8.611
Gesamtsumme ** . . .	67.300	69.000	+ 1.700	72.300	+ 3.300

* Geschätzt.

** Zum Teil geschätzt; einschließlich „Sonstige Länder“.

Ende 1936 besaßen so der französische und der holländische Währungsfonds Gold, das ihnen aus den Beständen der Bank von Frankreich oder der Niederländischen Bank zur Verfügung gestellt worden war, und der Betrag dieses in ihrem Besitz befindlichen Goldes erklärt den Verbleib eines Teils der 1,7 Milliarden Schweizer Goldfranken, die im Jahre 1936 den Währungsfonds und sonstigen nichtausgewiesenen Beständen von Währungsbehörden zufließen. Abgesehen von diesen bekannten Sonderzuweisungen erhöhte sich im Jahre 1936 aber auch der nichtausgewiesene Gesamtgoldbestand der verschiedenen Währungsfonds.

Die ausgewiesenen Bestände der Notenbanken und Regierungen bilden noch immer den weit überwiegenden Teil der Währungsgoldbestände der Welt. Um einen Überblick über die Veränderungen der Währungsbestände im allgemeinen zu ermöglichen, werden in der Aufstellung auf Seite 48 die Goldbestände der einzelnen Länder am Ende der Jahre 1934, 1935 und 1936 nach den Ausweisen aufgeführt, wobei die Länder in drei Gruppen eingeteilt sind: Länder, deren Goldbestand während des Jahres 1936 zurückging (Gruppe 1), Länder, bei denen so gut wie keine Änderung im Goldbestand eintrat (Gruppe 2), und Länder, in denen ein Zuwachs zu verzeichnen war (Gruppe 3).

Bei den Goldblockländern muß man unterscheiden zwischen der Zeit vor den Währungsänderungen, die die ersten neun Monate des Jahres 1936 umfaßt, und dem zweiten Abschnitt, der sich über die letzten drei Monate erstreckt.

Goldbestände Zahlen am Monatsende in Millionen	Frankreich		Niederlande		Schweiz	
	Gold- bestand	Zunahme (+) Abnahme (-)	Gold- bestand	Zunahme (+) Abnahme (-)	Gold- bestand	Zunahme (+) Abnahme (-)
1936	Franken zu 0,05895 g Feingold		Gulden zu 0,6048 g Feingold		Franken zu 0,2903 g Feingold	
Januar	65,223	— 1.041	670,7	+ 27,3	1.388,8	— 0,0
Februar	65,789	+ 566	680,3	+ 9,6	1.445,2	+ 56,4
März	63,917	— 1.872	713,6	+ 33,3	1.508,5	+ 63,3
April	60,768	— 3.149	710,0	— 3,6	1.516,4	+ 7,9
Mai	57,022	— 3.746	640,2	— 69,8	1.483,5	— 32,9
Juni	54,341	— 2.681	594,2	— 46,0	1.407,0	— 76,5
Juli	54,942	+ 601	651,2	+ 57,0	1.440,6	+ 33,6
August	54,511	— 431	682,2	+ 31,0	1.496,7	+ 56,1
September	50,111	— 4.400	669,8	— 12,4	1.553,7	+ 57,0
Bewegung bis Ende Sept.		—16.153		+ 26,4		+165,9
	Franken zu 0,0441 g Feingold		Gulden zu 0,6048 g Feingold		Franken zu 0,215 g Feingold	
Oktober	64,359		569,9		2.408,4	+310,4
November	64,359		569,9		2.581,0	+172,6
Dezember	60,359	— 4.000	719,6	+149,7	2.709,0	+128,0
Bewegung im letzten Viertel- jahr		— 4.000		+149,7*		+611,0*

* Außer den Goldwerbungen des Währungsfonds.

Bei den Goldbewegungen dieser drei Länder besteht der auffallende Unterschied, daß in den ersten neun Monaten des Jahres die Niederländische Bank und die Schweizerische Nationalbank ihren Goldbestand erhöht haben, während die Bank von Frankreich im Endergebnis einen sehr schweren Goldverlust erlitten hat, der nur zu einem verhältnismäßig geringen Teil auf einem Fehlbetrag in den laufenden Posten der Zahlungsbilanz beruht. Während

des Jahres 1936 ging der Goldbestand der Bank von Frankreich jeden Monat zurück, außer im Februar, als der Erlös der vom französischen Schatzamt in London aufgenommenen Anleihe von 40 Millionen Pfund Sterling zur Verfügung stand, und im Juli, als ein gewisser Rückfluß französischer Gelder eintrat. Dieser war allerdings von kurzer Dauer; im August schlug die Bewegung wieder um, und der Goldverlust in den ersten dreieinhalb Wochen des Monats September 1936 war der schwerste, den die Bank je erlitten hat.

Das unmittelbare Ergebnis der Abwertung des französischen Franken im Herbst 1936 war die Abwicklung der umfangreichen Terminverbindlichkeiten, und dies führte an sich schon zu einer Rückbewegung der Gelder zum französischen Markt. Nach einer kurzen Unterbrechung in der zweiten Hälfte des Oktober, in der es keine deutliche Bewegung weder in der einen noch in der anderen Richtung gab, wurden französische Gelder erneut ins Ausland übertragen, und diese Bewegung hielt bis in die ersten Monate des Jahres 1937 hinein an. Trotz des von den französischen Eisenbahnen aufgenommenen Kredits von 40 Millionen Pfund Sterling verschärfte sich die Bewegung im Februar und in den ersten Tagen des März, die Lage entspannte sich erst, nachdem in der zweiten Woche dieses Monats verschiedene Maßnahmen eingeleitet worden waren. Diese Maßnahmen umfaßten die Zahlung des vollen Preises für Gold und die erfolgreiche Auflegung zweier „Abschnitte“ der „Anleihe der Nationalen Sicherheit“, die in bestimmten ausländischen Währungen rückzahlbar ist.

In der Schweiz setzte der Verkauf von Gold aus privaten Horten und der Rückfluß von Geldern aus dem Auslande unmittelbar nach der Abwertung des Franken ein. Die Schweizerische Nationalbank und der Währungsfonds erwarben im Laufe weniger Monate Gold in einem Betrage von über 500 Millionen Schweizer Goldfranken. Da die Kurse der Aktien und festverzinslichen Papiere an den schweizerischen Börsen gleich nach der Abwertung sehr rasch stiegen, war für ausländisches Kapital der Anreiz, Anlage in schweizerischen Wertpapieren zu suchen, sehr gering; tatsächlich wurden auch nur wenige solcher Kapitalanlagen vorgenommen. Am Jahresende hörte der Rückfluß schweizerischer Gelder auf, und zu Beginn des Jahres 1937 waren sogar einige Anzeichen für eine erneute Ausfuhr schweizerischen Kapitals zum Ankauf von Wertpapieren in den Vereinigten Staaten und anderswo vorhanden.

In den Niederlanden zeigte nach der Abwicklung einiger Terminverbindlichkeiten in der ersten Hälfte des Monats Oktober 1936 die Bewegung am Devisenmarkt eine Zeitlang keine bestimmte Richtung; bald aber setzte aus dem Ausland eine Nachfrage nach Gulden zum Ankauf holländischer Wertpapiere ein. Allmählich begannen die Holländer selbst, Gelder, die vorher ausgeführt worden waren, ins Land zurückzubringen, und gegen Ende des Jahres und zu Beginn des Jahres 1937 wurde der Rückfluß sehr stark. Der vom Währungsfonds erworbene Goldbetrag ist nicht bekanntgegeben worden; die Niederländische Bank aber erhöhte ihren Goldbestand von 669,8 Millionen Gulden am 28. September 1936 auf 919,5 Millionen Ende März 1937.

Die großen von der Schweiz und den Niederlanden aufgenommenen Goldmengen haben zu keinerlei Spannungen auf den ausländischen Goldmärkten geführt, denn ganz abgesehen von den Maßnahmen der verschiedenen

Währungsfonds standen überreichliche Goldmengen nicht nur aus der wachsenden Golderzeugung, sondern auch aus dem Goldabfluß aus Frankreich und aus der Goldenthörung zur Verfügung. Im letzten Vierteljahr 1936 nahmen die Goldbestände Großbritanniens und der Vereinigten Staaten sogar bedeutend zu.

Wenn man sich einen wirklichen Begriff von der Goldmenge, die im Jahre 1936 untergebracht werden mußte, machen will, muß man nicht nur den Betrag von mindestens 5 Milliarden Schweizer Goldfranken berücksichtigen, der aus der laufenden Erzeugung, aus den Verschiffungen aus dem Osten und der Enthörung im Westen kam, sondern auch das Gold, das aus den Beständen der Bank von Frankreich und anderer Zentralbanken stammte. In den ersten neun Monaten des Jahres 1936 hat die Bank von Frankreich 16.153 Millionen Franken zum Kurswert des Jahres 1928 verloren, und in den letzten drei Monaten wurden 4 Milliarden Franken zu je 0,0441 Gramm Feingold an den Währungsfonds zur Rückzahlung des Londoner Kredites übertragen, was insgesamt 3.888 Millionen Schweizer Goldfranken ausmacht; zusammen mit dem Gold von anderen Zentralbanken wurden daher ungefähr 10 Milliarden Schweizer Goldfranken untergebracht.

Es ist zu beachten, daß die Sowjetwährungsbehörden so gut wie das ganze im Jahre 1936 im Gebiet der UdSSR gewonnene Gold behielten. Einige bedeutende Verkäufe wurden allerdings im Frühjahr 1937 vorgenommen.

Die wichtigsten Goldbewegungen im Jahre 1936 (in Millionen Schweizer Goldfranken)	
Herkunft	Verbleib
Neues Gold 4.024	Bank von England 2.865
Enthörung 1.000 <i>(Schätzung)</i>	Amerikanisches Schatzamt 3.447
Bank von Frankreich 3.888	Russische Staatsbank 966 <i>(Schätzung)</i>
	Schweiz. Nationalbank 617
Sonstige Notenbanken 1.073	Sonstige Notenbanken & Währungsfonds 2.090

„Neues Gold“ umfaßt Erzeugung zuzüglich Verschiffungen aus dem Osten unter Abzug des gewerblichen Bedarfs.
„Enthörung“ bezieht sich nur auf Horte im Westen.

Von dem Gold, das 1936 in den internationalen Verkehr gebracht wurde, erwarben das meiste die Bank von England und das amerikanische Schatzamt; es folgen sodann der Größe nach die Käufe der schweizerischen und niederländischen Währungsbehörden. Soweit Angaben vorhanden sind, wurde das Gold untergebracht, wie das nebenstehende Schaubild zeigt.

Der Goldbestand der Bank von England, dessen Zunahme um 113,6 Millionen Pfund Sterling zur alten Parität oder um etwa 188 Millionen Pfund Sterling zu den jeweiligen Marktpreisen des Tages, an dem das Gold von der Bank erworben wurde, bewertet wird, hat den größeren Teil der Goldeinfuhr des Landes, die sich, zu den jeweiligen Tagespreisen berechnet, auf 228 Millionen Pfund Sterling belief, aufgenommen. Diese große Goldeinfuhr war nicht auf einen Überschuß in den laufenden Posten der Zahlungsbilanz zurückzuführen, denn nach den Schätzungen des

Board of Trade gab es bei diesen Posten einen Fehlbetrag von 19 Millionen Pfund Sterling. Wenn sich auch im Vergleich zu 1935 die aus der Schifffahrt und den überseeischen Anlagen eingegangenen Beträge bedeutend erhöht haben, so stieg doch der Wareneinfuhrüberschuß um 73 Millionen Pfund Sterling (hauptsächlich infolge größerer Rohstoffeinfuhren), während die Silberausfuhr um 13 Millionen Pfund Sterling fiel. Es sei noch hinzugefügt, daß sich die Zeichnungen auf neue Überseeanleihen am Londoner Markt im Jahre 1936 auf nur 32 Millionen Pfund Sterling beliefen, und daß sie wahrscheinlich um mehr als das Doppelte aus Tilgungs- und Fälligkeitsbeträgen überseeischer Anleihen gedeckt wurden. Überschüsse, wie sie sich möglicherweise aus diesen Geschäften ergeben haben und aus Gewinnen, die während des Jahres aus An- und Verkäufen ausländischer Wertpapiere entstanden sind, erklären die Goldeinfuhr allerdings nur zum Teil; diese Einfuhr ist hauptsächlich auf riesige Kapitalbewegungen zurückzuführen, die die zunehmende Anlage von ausländischem, namentlich französischem Kapital in London widerspiegeln.

Der Goldbestand der Vereinigten Staaten hat im Jahre 1936 um 1.133 Millionen Dollar zugenommen; 102 Millionen stammten aus inländischen Quellen und 1.031 Millionen Dollar aus dem Auslande. Die tatsächliche Einfuhr betrug allerdings 1.117 Millionen Dollar, aber 86 Millionen wurden für ausländische Rechnung in Verwahrung genommen. Schon das dritte Jahr hintereinander übersteigt die Goldeinfuhr eine Milliarde Dollar; in ihr spiegelt sich die allgemeine Kapitalbewegung von ausländischen Plätzen nach den Vereinigten Staaten wider. Bei den laufenden Posten der Zahlungsbilanz zeigte sich zum erstenmal seit der Vorkriegszeit ein Fehlbetrag. Die Gesamtumsätze des Handels und der Dienstleistungen, einschließlich der Zinsen und Gewinnbeteiligungen, haben 1936 einen Fehlbetrag von 132 Millionen Dollar ergeben, gegenüber einem Überschuß von 208 Millionen Dollar im Jahre vorher. Die Umkehrung ist einerseits durch den Rückgang des Warenausfuhrüberschusses von 236 Millionen Dollar im Jahre 1935 auf 34 Millionen Dollar im Jahre 1936 zustande gekommen, andererseits durch die auf 128 Millionen Dollar sich belaufende Erhöhung der Fracht- und Verschiffungskosten, der Ausgaben der Reisenden und der Überweisungen von Einwanderern. Die Einnahmen aus Gewinnbeteiligungen und Anlagen hielten sich unverändert bei 375 Millionen Dollar zugunsten der Vereinigten Staaten. Infolge anhaltender ausländischer Käufe von amerikanischen Aktien und infolge der höheren Dividendensätze, die im Laufe des Jahres erklärt wurden, stiegen die Zins- und Dividendenzahlungen an ausländische Besitzer amerikanischer Wertpapiere um 54 Millionen Dollar; diese Erhöhung wurde aber ausgeglichen durch eine Steigerung der Einkünfte aus amerikanischen Anlagen im Auslande.

Die ausgewiesenen Kapitalbewegungen nach den Vereinigten Staaten bezifferten sich auf 1.141 Millionen Dollar gegenüber 1.536 Millionen Dollar im Jahre 1935. Dieser anhaltende Kapitalzufluß erklärt auch die große Goldbewegung nach den Vereinigten Staaten. Es ist bemerkenswert, daß die beiden Länder, die im Jahre 1936 die größten Goldempfänger waren, in den laufenden Posten ihrer Zahlungsbilanzen für dieses Jahr einen Fehlbetrag aufwiesen.

Auf die Erhöhung der Goldbestände der Schweizerischen Nationalbank und der Niederländischen Bank ist bereits hingewiesen worden. Unter den anderen Zentralbanken, die ihre Goldbestände im Laufe des Jahres 1936 vermehrt haben, steht an erster Stelle die Schwedische Reichsbank mit 169 Millionen Schweizer Goldfranken, teils aus dem Ankauf der inländischen Gold-erzeugung, teils aus der Einfuhr aus dem Ausland. Die Bank von Japan vermehrte ihren Goldbestand um 114 Millionen Schweizer Goldfranken aus Ankäufen von im Inland erzeugtem Gold und die Belgische Nationalbank um 77 Millionen Schweizer Goldfranken. 44 Millionen kamen zu den Beständen der Bank von Finnland hinzu; wie im vorhergehenden Jahr hat die Bank auch im Jahre 1936 einen Teil des Überschusses der laufenden Posten der Zahlungsbilanz in Gold umgewandelt und ihrem Währungsbestand zugeführt. Die Bank von Norwegen konnte ihren Goldbestand ebenfalls erhöhen — teilweise dank einer Besserung der Zahlungsbilanz ihres Landes. Unter den baltischen Ländern hat sich der Goldbestand der Lietuvos Bankas während des Jahres verdoppelt.

Der Goldbestand der Banca d'Italia wurde nach der Abwertung im Herbst 1936 neu bewertet und belief sich am Jahresende nach Übertragung der Buchgewinne an den Staat auf 3.959 Millionen Lire, gegenüber 3.027 Millionen am Ende des Jahres 1935. In Gold ausgedrückt, betrug der Rückgang während des Jahres allerdings etwa 188 Millionen Schweizer Goldfranken. Der Goldbestand der Reichsbank sank von 82,5 Millionen Reichsmark am Ende des Jahres 1935 auf 66,5 Millionen am Ende des Jahres 1936; der Rückgang erklärt sich hauptsächlich aus dem inländischen Goldbedarf für kunst- und andere gewerbliche Zwecke. Die Einfuhr und Ausfuhr von Gold war nach der deutschen Zollstatistik während des Jahres 1936 annähernd ausgeglichen. Zu Beginn des Jahres 1937 erhöhte sich allerdings die Einfuhr von Gold; dieses Gold stammte aus der Umwandlung des Erlöses von Devisen und einzelnen ausländischen Wertpapieren, die auf Grund der neuen Devisenverordnungen abgeliefert wurden.

Im Laufe des Jahres verringerten sich die Goldbestände der Tschechoslowakischen Nationalbank um den Gegenwert von 65 Millionen Schweizer Goldfranken und die der Bank Polski um 30 Millionen. In der Tschechoslowakei fanden nach der Entwertung im Herbst keine besonderen Goldbewegungen statt. Endlich muß erwähnt werden, daß aus Spanien infolge des Bürgerkrieges Gold ausgeführt wurde.

In Ländern, wo Devisenbewirtschaftungen eingeführt worden sind, ist die Kapitalausfuhr außer mit besonderer Genehmigung verboten; unter diesen Umständen ist in der Regel auch eine freie Kapitaleinfuhr ausgeschlossen. Bei diesen Ländern sind daher die Goldbewegungen noch immer hauptsächlich der Niederschlag von Veränderungen in den laufenden Posten der Zahlungsbilanz; allerdings sind die in Betracht kommenden Beträge gering im Vergleich zu den Goldbewegungen, die sich aus internationalen Kapitalübertragungen ergeben. Es ist zu bemerken, daß die so übertragenen Gelder nur zu einem kleinen Teil aus Kreditgeschäften stammten; hauptsächlich stellten sie Kapital aus dem Besitz von Einzelpersonen oder Körperschaften dar, für deren Rechnung die Übertragung vorgenommen wurde.

4. REICHLICHE GOLDVORRÄTE FÜR WÄHRUNGSWIRTSCHAFTLICHE ZWECKE.

Die großen Goldbewegungen der letzten Jahre haben eine Reihe von Fragen entstehen lassen, die die Aufmerksamkeit der verantwortlichen Währungsbehörden in den verschiedenen Ländern erregt haben. Abgesehen von der Aufgabe, übermäßige Schwankungen der Devisenkurse zu verhindern, muß der Einfluß berücksichtigt werden, den ein Ein- oder Ausströmen von Gold auf die innere Währungs- und Kreditlage der betroffenen Länder haben kann. Ist der Goldzufluß zu einem Markt auf eine Bewegung von Geldern, die jederzeit abgezogen werden können, zurückzuführen, so kann es für die Zentralbank des die Gelder aufnehmenden Marktes gefährlich sein, das Gold ohne ein Gegengeschäft zu erwerben; denn derartige Erwerbungen würden zu einer Erweiterung der Kreditgrundlage führen ohne Gewähr, daß diese Erweiterung ständig aufrechterhalten wird.

Überlegungen dieser Art haben das Arbeiten des englischen Währungsausgleichsfonds weitgehend bestimmt, und es ist erwähnenswert, daß der Grundgedanke eines bewußten Ausgleichs vorübergehender Geldbewegungen von einem Markt zum anderen vom Macmillan-Ausschuß im § 355 (S. 151 und 152) des im Sommer 1931 veröffentlichten Berichts angeregt worden ist. Seit jener Zeit ist die weitere Frage aufgetaucht, ob solche Golderwerbungen, die nicht als Folge mehr oder weniger vorübergehender Geldbewegungen angesehen werden müssen, die Reserven der Handelsbanken auf einen Stand bringen dürften, der besonders während eines Wirtschaftsaufschwungs als unerwünscht angesehen werden könnte, oder ob Maßnahmen getroffen werden sollten, um nach Möglichkeit die Einflüsse derartiger Erwerbungen unwirksam zu machen.

In Großbritannien wurden durch die Errichtung des Währungsausgleichsfonds im Frühjahr 1932 die Mittel (hauptsächlich in Form von Schatzwechseln) bereitgestellt, die für ein Eingreifen am Devisenmarkt und gleichzeitig für eine Regelung der inneren Kreditlage erforderlich waren. Wenn der Fonds bei einem Zustrom von Geldern eingreift, so wirkt der Verkauf der Schatzwechsel ausgleichend, denn er verhindert, daß der Geldzufluß die Barguthaben der Aktienbanken bei der Bank von England erhöht. Wenn Geld vom Londoner Markt abfließt, so übt der Ausgleichsfonds dadurch, daß er in der entgegengesetzten Richtung arbeitet, nämlich durch den Verkauf von Devisen oder Gold und Aufnahme von Schatzwechseln, ebenfalls eine ausgleichende Wirkung aus. Eine Vermehrung des Goldbestandes des Fonds führt daher nicht zu einer Erhöhung der Bankguthaben. Um den Notenumlauf oder die Bankguthaben zu erhöhen, kann die Bank von England einen Teil des Goldes übernehmen, ohne gleichzeitig Wertpapiere zu verkaufen, oder sie kann Wertpapiere von sich aus kaufen.

Die Ausgleichstechnik ist schrittweise entwickelt worden, um verschiedenen Arten von Kredit- und Währungsbewegungen Rechnung zu tragen. Wenn die dem Londoner Markt zufließenden Gelder in Bankguthaben angelegt werden und so zu einer Vermehrung des Gesamtumfangs dieser Guthaben führen, muß man den Kassenbestand der Banken (Münzen, Noten und Guthaben bei der Bank von England) um etwa ein Zehntel des Betrags der Neueinlagen

steigen lassen, wenn man eine Schrumpfung des Deckungsverhältnisses der Banken (üblicherweise etwa ein Zehntel der gesamten Einlagen) verhindern will. Wenn dagegen eine erhöhte Nachfrage nach Noten besteht, so werden die Banken auf ihre Guthaben bei der Bank von England zurückgreifen müssen, um sich die angeforderten Noten zu beschaffen. Um in diesem Falle die sich hieraus ergebende Abnahme des „Kassenbestandes“ der Banken auszugleichen, muß die Bank von England Schritte zur Wiederauffüllung der Bankenguthaben bis zur vollen Höhe der Steigerung des Notenumlaufs unternehmen. Im Laufe des Jahres 1936 hat sich der Notenumlauf um rund 50 Millionen Pfund erhöht, und die Bank von England verschaffte sich die Mittel für diese Erhöhung durch eine Vermehrung ihres Goldbestandes. Im Dezember 1936 fand jedoch eine weitere Erhöhung des Goldbestandes der Bank von England um 65 Millionen Pfund statt; in diesem Falle war der Zweck der, Gold vom Währungsausgleichsfonds zu übernehmen (um den Fonds flüssiger zu machen), ohne eine entsprechende Änderung in der Kreditgrundlage des Marktes zu veranlassen. Das Gold wurde von der Bank von England hauptsächlich gegen Wertpapiere erworben, und zwar in einer Weise, die die Bankenguthaben nicht beeinflusste. Gleichzeitig wurde die ungedeckte Notenausgabe (d. h. der Notenbetrag, der von der Bank von England über ihren Goldbestand hinaus ausgegeben werden darf) von 260 auf 200 Millionen Pfund Sterling herabgesetzt.

In den Vereinigten Staaten kaufte der zu Beginn des Jahres 1934 errichtete Währungsausgleichsfonds Gold für Rechnung des Schatzamtes und zahlte dafür mit Geld, das er von den Bundes-Reserve-Banken gegen Goldzertifikate erhalten hatte; es gehörte aber nicht zu den Aufgaben des Fonds, Gegengeschäfte auf dem offenen Markt auszuführen. Infolgedessen bewirkte der Goldzufluß, der sich von Anfang 1934 bis Ende 1936 auf annähernd 4 Milliarden Dollar belief, daß sich die Reserven der Mitgliedsbanken ebenso wie die bei ihnen unterhaltenen Einlagen um einen entsprechenden Betrag erhöhten. Auf diese Weise wurden die Reserven weit über die gesetzlichen Erfordernisse hinaus vermehrt; zu Beginn des Jahres 1936 beliefen sich die Überschußreserven auf 3 Milliarden Dollar (s. Schaubild auf S. 82).

Es wurde befürchtet, daß diese Erweiterung der Kreditgrundlage zu einer gefährlichen Ausdehnung der Geldmenge auf dem Wege der Bankkredite führen würde, und um einer solchen etwaigen Ausdehnung entgegenzuwirken, beschloß der Board of Governors des Bundes-Reserve-Systems, die Pflichtreserven der Mitgliedsbanken zu erhöhen. Im Juli 1936 wurden die Pflichtreserven um 50 v. H. erhöht, und im Januar 1937 wurde eine Erhöhung des ursprünglichen Betrags um weitere 50 v. H. angeordnet; die Pflichtreserven der Mitgliedsbanken sind hierdurch auf die höchsten gesetzlich zulässigen Sätze festgesetzt worden. Im Januar 1937 wurde geschätzt, daß vom 1. Mai ab, wenn die Erhöhungen voll wirksam werden, die Überschußreserven der Mitgliedsbanken auf annähernd 500 Millionen Dollar gefallen sein werden, die nach Ansicht des Board of Governors „für die Finanzierung der weiteren wirtschaftlichen Erholung und für die Aufrechterhaltung einer flüssigen Geldlage ausreichen“.

Eine weitere Maßnahme, die den Folgen der Vermehrung des Goldbestandes entgegenwirken sollte, wurde im Dezember 1936 angenommen. Am 21. Dezember gab der Staatssekretär des Schatzamtes bekannt, daß das Schatz-

amt geeignete Maßnahmen ergreifen würde zur Erwerbung oder Freigabe von Gold „durch den Verkauf weiterer öffentlicher Schuldverpflichtungen, deren Erlös für den Ankauf von Gold verwendet werden wird, und durch den Ankauf oder durch die Tilgung ausstehender Schuldverschreibungen bei Bewegungen in umgekehrter Richtung“. Im Federal Reserve Bulletin vom Januar 1937 wurde erklärt, daß, soweit derartige Maßnahmen getroffen werden, der Einfluß der vermehrten Goldversorgung aus der Einfuhr oder aus der Neugewinnung auf die Reserven ausgeglichen wird durch den Verkauf eines entsprechenden Betrags von amerikanischen Staatsschuldverschreibungen an die Bevölkerung und Übertragung des gekauften Goldes auf ein „totes Konto“ beim Schatzamt. In ähnlicher Weise wird ein Goldabfluß ausgeglichen durch den Kauf oder die Tilgung umlaufender amerikanischer Staatsschuldverschreibungen, so daß dem Markt die durch die Goldausfuhr verlorengegangenen Gelder zurückgegeben werden. Insoweit werden daher die Reserven der Mitgliedsbanken durch die Veränderungen in der Goldversorgung weder eine Zunahme noch eine Abnahme erfahren. Ende April 1937 belief sich der Betrag des sogenannten „toten Goldes“, das sich im Besitz des Schatzamtes befindet und seit Einführung der Maßnahme im Dezember 1936 aus gewöhnlichen Schatzamtsmitteln gekauft ist, auf über 500 Millionen Dollar.

In anderen Ländern sind ebenfalls Schritte unternommen worden, um die Wirkungen starker Vermehrungen des Goldbestandes auszugleichen. In Argentinien setzte die Zentralbank während des Jahres 1936 die Verkäufe von Staatspapieren aus ihrem eigenen Bestand an die Handelsbanken fort; als die eigenen Wertpapierbestände der Zentralbank erschöpft waren, stellte die Regierung Schatzwechsel aus, um das dem Land zufließende Gold nach einem ähnlichen Plan wie in den Vereinigten Staaten aufzunehmen. In Neuseeland wurden der Reserve-Bank Vollmachten zur Erhöhung des Mindestpflichtkassenbestandes der Handelsbanken gegeben. In mehreren anderen Ländern werden ähnliche Maßnahmen erwogen und Vorschläge ausgearbeitet, um den Währungsbehörden die Möglichkeit zu geben, entweder die Vorschriften über die Pflichtkassenbestände zu verschärfen oder auf dem Markt durch den Verkauf von Wertpapieren einzugreifen. Die so in verschiedenen Ländern getroffenen oder geplanten Maßnahmen lassen erkennen, daß man sich zunehmend mit den aus einer überreichlichen Goldversorgung und den starken Goldbewegungen sich ergebenden Fragen beschäftigt. Vielfach wird eine Politik der „Goldsterilisierung“ eingeführt, und es entsteht die Frage, inwieweit diese Maßnahmen den Einfluß, den eine steigende Goldversorgung üblicherweise ausüben würde, hinreichend ausgleichen werden. Bei der Verschiedenartigkeit der Umstände, die eintreten können, lassen sich nur einige Musterbeispiele und vereinfachte Fälle zur Hervorhebung einiger der wichtigeren Punkte anführen.

Angenommen, das Gold wird von einem Markt auf den anderen übertragen, nicht um eine Lücke in der laufenden Zahlungsbilanz auszufüllen, sondern als Mittel zur Durchführung einer Kapitalbewegung. Für das Gold erhält man entsprechende Einlagen bei Handelsbanken des Empfängerlandes, und wenn die Zentralbank das Gold ohne ein Gegengeschäft erwirbt, so erhöhen sich die Reserveguthaben der Handelsbanken ebenfalls um einen ähnlichen Betrag. Wenn nun die Zentralbank Wertpapiere in Höhe des erworbenen

Goldes verkauft, wird die Erhöhung der Bankenguthaben wieder rückgängig gemacht. Was mit den Guthaben bei den Handelsbanken geschieht, hängt davon ab, ob diese Banken selbst oder der übrige Markt die Wertpapiere kaufen. Es ist wichtig zu betonen, daß es sich bei dem Geld, das aus dem Auslande überwiesen wurde, um Kapital handelte, das daher wahrscheinlich nicht für den Ankauf von Gütern verwendet wird, sondern, wenn es nicht mehr als Guthaben gehalten wird, dem Erwerb von Kapitalanlagen dient. Da jedoch dem Geldmarkt durch die Maßnahmen der Zentralbank eine größere Menge von Wertpapieren zugeführt worden ist, wird ein Ausgleich zwischen der Nachfrage nach Kapitalanlagen und dem Angebot von solchen herbeigeführt. In einzelnen Fällen mag es Abweichungen geben, insofern als die Gelder dem Aktienmarkt zufließen oder anders angelegt werden, statt grade Anlage in Staatspapieren zu suchen, im ganzen kann aber angenommen werden, daß der Zufluß von Geld und Gold mehr oder weniger in der geschilderten Weise ausgeglichen wird. Es ist aber notwendig, daß das Geld, das für die von der Zentralbank verkauften Wertpapiere vereinnahmt wird, nicht zu Ausgaben verwendet wird, und so werden die Zinsen für diese Wertpapiere eine tote Last je nachdem für die Zentralbank oder die Regierung darstellen. Eine wesentliche Änderung ergibt sich nicht, wenn an Stelle der Zentralbank ein Währungsfonds die Gegengeschäfte besorgt. Es ist lediglich notwendig, daß Staatspapiere in ausreichender Menge für das Eingreifen am Markt vorhanden sind, und die Errichtung eines Währungsfonds mag das beste Verfahren gewesen sein, das (wie in London) gewählt wurde, um diese Wertpapiere zu beschaffen.

Schwieriger ist die Frage, wenn das Gold aus der laufenden Erzeugung stammt. Das erste Ergebnis eines Erwerbs solchen Goldes ist natürlich wie im geschilderten Fall die Erhöhung der Einlagen bei Handelsbanken und eine Steigerung der Bankenreserven bei der Zentralbank. Richtig ist auch, daß ein Verkauf von Wertpapieren durch die Zentralbanken in einem der erworbenen Goldmenge entsprechenden Betrage die Bankenguthaben bei der Zentralbank verringert, und auf diese Weise wird eine mehrfache Kreditausweitung vermieden. Was geschieht aber mit den Einlagen bei den Handelsbanken? Diese Einlagen, die sich im Besitz der Golderzeuger befinden, sind keine Kapitalanlagen, sondern müssen von ihnen in der Hauptsache für die Bezahlung von Löhnen, Werkzeugen, Steuern und Dividenden ausgegeben werden. So entsteht aus der Vergrößerung der Kaufkraft eine zusätzliche Nachfrage nach Waren. Eine Kaufkraftvergrößerung kann erwünscht sein, um eine gestiegene Gütererzeugung auszugleichen, wenn aber die Vergrößerung zu stark ist, so erhebt sich die Frage, wie der zunehmende Umfang der Kaufkraft ausgeglichen werden kann. Es müßte etwa eine Beschränkung des bereits bestehenden Umfangs vorgenommen werden, die dem von den Golderzeugern erzielten Betrag entspricht, solange diese ihr Gold innerhalb des Währungssystems verkaufen können. Eine solche notwendige Beschränkung würde sich erreichen lassen, wenn die Beträge, die für die Erwerbung des Goldes nötig sind, durch Steuern oder Anleihen aufgebracht werden, die aus tatsächlichen Ersparnissen stammen. In dem Fall, wo von der Zentralbank Wertpapiere verkauft werden, um die Golderwerbungen unwirksam zu machen, müssen diese Wertpapiere einen Teil

der laufenden Ersparnisse aufsaugen, um nicht nur eine Vergrößerung der Kreditgrundlage, sondern auch eine Erhöhung der Kaufkraft für Güter zu verhindern. Dann kann aber die Aufsaugung von Spargeldern zur Beschaffung von Mitteln für die Erwerbung des neugewonnenen Goldes, damit das Eingreifen wirksam wird, bis zu einem Punkt fortgesetzt werden, daß es zu einer Erhöhung der Zinssätze kommt. Soweit Kreditmaßnahmen angewandt werden, um die Einflüsse einer allzureichlichen Golderzeugung unwirksam zu machen, ist aber die Frage berechtigt, ob es möglich ist, die Politik des billigen Geldes länger fortzusetzen.

In der Praxis mag es schwierig sein, zu verfolgen, welche Wirkungen das neugewonnene Gold hat, das von den Erzeugern den verschiedenen Währungsplätzen zufließt; es läßt sich aber nicht bestreiten, daß dieses Gold die Nachfrage nach Waren zu steigern geeignet ist.

Im Jahre 1936 war die Goldmenge, die international bewegt wurde, außergewöhnlich groß, denn abgesehen von der steigenden Golderzeugung nahmen die Goldverschiffungen aus dem Osten und die Goldenthaltung im Westen ihren Fortgang. Außerdem kam ein Betrag, der reichlich so groß war wie die Jahreserzeugung, aus den Beständen der Bank von Frankreich. Es ist klar, daß einige dieser Quellen nur vorübergehend fließen werden; die Verschiffungen aus dem Osten waren kleiner als in früheren Jahren und können bald in ihr Gegenteil umschlagen; die nach der Abwertung der Goldblockwährungen einsetzende Enthaltung im Westen hat bereits einen stattlichen Teil der angesammelten Horte freigesetzt, und die Besserung der Wirtschafts- und Finanzlage Frankreichs hat einen mäßigenden Einfluß auf den Goldabfluß aus diesem Lande gehabt. Es bleibt also noch die laufende Golderzeugung. Im Jahre 1936 überstieg die Goldausbeute der Welt dem Gewicht nach um fast 80 v. H. die durchschnittliche Jahresausbeute der Zeit von 1924 bis 1929. Damals hatte die jährliche Golderzeugung zum Londoner Goldpreis von 84 s 11½ d je Unze einen Wert von ungefähr 80 Millionen Pfund Sterling, wovon etwa 50 Millionen Pfund Sterling Währungszwecken zugeführt wurden. Im Jahre 1936 war die Ausbeute bei einem Goldpreis von etwa 140 s je Unze wertmäßig auf 245 Millionen Pfund Sterling gestiegen und wurde restlos Währungszwecken zugeführt. Alle Anzeichen in den Erzeugerländern deuten auf eine weitere Steigerung der Ausbeute hin: in Südafrika beginnt die Erweiterung der Betriebsanlagen sich grade bemerkbar zu machen; in der U d S S R steigt die Golderzeugung noch immer und im März und April 1937 wurde die Ausfuhr wieder aufgenommen; für Kanada sagen amtliche Berichte eine weitere große Zunahme voraus; nur in den Vereinigten Staaten scheint die Ausbeute wenn nicht ihre Höchstziffer, so doch zum mindesten einen Stand erreicht zu haben, der kaum erheblich überschritten werden wird. Es sind Vorhersagen gemacht worden, daß in nicht allzu langer Zeit die Golderzeugung der Welt 40 Millionen Unzen im Jahr erreichen, d. h. das Doppelte wie im Jahre 1929 betragen wird.

Die in letzter Zeit zu beobachtende Steigerung der Erzeugung beruht auf dem gegenwärtigen Verhältnis zwischen Preisen und Kosten, und es darf die Frage aufgeworfen werden, ob von einer Kostenerhöhung, die selbst eine Folge der gesteigerten Goldversorgung ist, nicht ein hemmender Einfluß auf die zukünftige Erzeugung zu erwarten ist. Dies setzt, wie bemerkt werden

muß, voraus, daß es mit den zur Zeit angewandten Maßnahmen der Goldsterilisierung nicht gelingt, zu verhindern, daß die vermehrten Vorräte den Kosten- und Preisstand erhöhen. Aber selbst angenommen, daß die Kosten- und Warenpreise einen Stand erreichen, der ungefähr dem der Jahre 1926–1929 entspricht, so würde der Goldpreis mit 35 Dollar oder 140 Schilling je Unze noch immer nahezu 70 v. H. höher sein als in jenen Jahren. Die Union Corporation erklärt in ihrem Bericht für 1936, daß, „gemessen an der Bevölkerungszahl der verschiedenen Länder, der Durchschnittspreis für Gold in der ganzen Welt jetzt etwa 85 v. H. über dem Durchschnittspreis für 1929 liegt“. Unter diesen Umständen ist für eine Reihe von Jahren nicht viel Aussicht vorhanden, daß es zu einer Kosten- und Preissteigerung kommt, die wirklich einen hemmenden Einfluß auf die Golderzeugung ausübt.

Wendet man sich der Nachfrage nach Gold zu, so ist mit der Wahrscheinlichkeit zu rechnen, daß die Länder im Osten bald wieder mit dem Horten von Gold beginnen werden. In der Zeit von 1926 bis 1929 belief sich die Nachfrage aus dem Osten nach Gold auf etwa 15 Millionen Pfund Sterling im Jahr, und es dürfte mit einem etwas höheren Bedarf zu rechnen sein, sobald der Wohlstand wiederkehrt. Außerdem kann die Bestimmung, daß Gold einen Teil der Währungsreserven Chinas bilden soll, wohl ein neues Absatzgebiet für Gold im Osten schaffen. Das Gold, das in die östlichen Horte abfließt, muß allerdings in der Regel aus laufenden Ersparnissen und aus einem Überschuß in der Zahlungsbilanz angeschafft werden, und die aufgenommenen Beträge können nicht sehr groß sein.

Eine außergewöhnliche Nachfrage nach Gold kann aus Ländern kommen, deren Währungsbestände gegenwärtig unzureichend sind. Da aber ausländische Anleihen fehlen, wird die Wiederauffüllung der Bestände wahrscheinlich nur schrittweise vorgenommen werden. In Frankreich wird mit einem Kapitalrückfluß zweifellos eine große Goldbewegung einhergehen; diese wird aber in der Hauptsache eine Neuverteilung vorhandener Vorräte als Umkehrung früherer Abflüsse sein. In einer Zeit, in der sich die laufende Golderzeugung auf 245 Millionen Pfund Sterling im Jahr beläuft, wird der Einfluß selbst einer bedeutenden Geldrückflußbewegung kaum mehr als eine vorübergehende Erleichterung schaffen.

Es muß noch erwähnt werden, daß der Goldbedarf für Kunst und Industrie, der früher 20 v. H. der Jahreserzeugung aufgenommen hat, jetzt weniger als 5 v. H. der laufenden Ausbeute in Anspruch nimmt.

Unter diesen Umständen wird den Ländern, die bereits große Währungsbestände besitzen, wahrscheinlich weiter die Aufgabe zufallen, bedeutende und steigende Mengen neuen Goldes aufzunehmen; und die Fortführung der Sterilisierungspolitik wird sie in immer größere Ausgaben verwickeln. Es ist nicht überraschend, daß die Fragen, die sich hieraus ergeben haben, ernsthaft geprüft und daß verschiedene Lösungen vorgeschlagen werden. So ist z. B. der Vorschlag gemacht worden, die Golderzeugung zu überwachen und zu drosseln; eine solche Maßnahme, die weiter geprüft zu werden verdient, ist aber in den letzten Jahren infolge der wachsenden Zahl der Erzeugerländer immer schwieriger geworden. Es ist auch angeregt worden, wieder Goldmünzen in den Verkehr zu bringen. In einigen Ländern mag dies möglich sein; die

Erfahrung lehrt aber, daß wenn erst einmal die Bevölkerung die Gewohnheit verloren hat, Goldmünzen bei sich zu tragen, es schwierig ist, diese wieder in den wirklichen Umlauf einzuführen. Und selbst wenn es möglich wäre, so würde die ganze Frage dadurch nicht gelöst werden. Die Bankenguthaben bei der Zentralbank würden sicherlich keine Steigerung erfahren, solange das Gold in den Verkehr käme, aber die neuen Münzen, soweit sie nicht gehortet werden, können ebenfalls die vorhandene Kaufkraft vergrößern, solange die Golderzeugung nicht zurückgeht. Es ist angebracht, sich in Erinnerung zu rufen, daß in den Jahren vor dem Kriege, als Gold tatsächlich in einer Menge im Verkehr war, wie sie schwerlich wieder erreicht werden dürfte, die Steigerung der südafrikanischen Golderzeugung ein beachtenswertes Anziehen der Preise mit sich brachte.

Es ist auch angeregt worden, eine Herabsetzung des für die Unze Gold gezahlten Preises von der Höhe, auf die er in entwerteten Währungen gestiegen ist, vorzunehmen; in dieser Weise würde die durch eine bestimmte Goldgewichtsmenge dargestellte Geldkaufkraft verringert und ein hemmender Einfluß auch auf die Goldgewinnung ausgeübt werden, da der Goldbergbau weniger lohnend werden würde. Es kann kaum bezweifelt werden, daß gegenwärtig die Herabsetzung des Goldpreises dazu beitragen würde, mit den aus der überreichlichen Erzeugung sich ergebenden ernststen Fragen besser fertig zu werden. Sie würde allerdings gewisse Schwierigkeiten verursachen hinsichtlich der Bewertung der vorhandenen Goldbestände und des gegenseitigen Verhältnisses der Währungen (dieses sollte, soweit das Gleichgewicht bereits erzielt worden ist, möglichst wenig gestört werden). Sie würde außerdem die Gefahr einer zukünftigen Manipulierung der Währungen mit sich bringen, und das würde in das Währungsgefüge Unbeständigkeit und Mißtrauen hineinragen.

Bei der Erörterung des Wiederaufbaus einer Weltwährungsordnung lassen sich diese verschiedenen Fragen, so schwierig sie auch sein mögen, nicht umgehen. Auch für die Golderzeuger ist es wichtig, anstatt allein an den unmittelbaren Gewinn zu denken, Bedingungen zu schaffen, die den Nutzen des Goldes als Währungsgrundlage zu einem dauernden machen.

IV. KAPITALBEWEGUNGEN UND INTERNATIONALE KURZFRISTIGE VERSCHULDUNG.

Wie in den beiden Vorjahren beherrschten auch im Jahre 1936 große Kapitalbewegungen zwischen den Gläubigerländern die Devisenmärkte. Die durch Goldübertragungen nach England, den Niederlanden, der Schweiz und besonders den Vereinigten Staaten bewirkten starken Geldbewegungen sind zu einer wahren Plage geworden, und ihre möglichen Auswirkungen verdienen ernste Beachtung. Mit Anlagen im Ausland zur Inangsetzung neuer Unternehmungen ist es noch immer schlecht bestellt, eher zahlen die Schuldnerländer, deren Devisenlage sich gebessert hat, alte Anleihen und Kredite, namentlich an England und Amerika, zurück. Es sind allerdings Anzeichen für unmittelbare private Anlagen in Ländern wie Argentinien und Australien vorhanden, die ihre Verpflichtungen während der Krise erfüllen konnten. Kurzfristige Auslandsguthaben sammeln sich weiter in London und Neuyork an, während kurzfristige Kredite, die Länder, in denen Devisenbestimmungen in Kraft sind, früher aus dem Ausland erhalten hatten, sowie sonstige gesperrte und eingefrorene Schulden weiter nur langsam und mühsam abgetragen werden. Die Länder, die solche Schuldenabtragungen vornehmen, besitzen im allgemeinen unzureichende Devisen, während die Länder, denen die Gelder zufließen, über das Anwachsen ihrer Währungsreserven besorgt sind.

Die bedeutendste Bewegung führte nach den Vereinigten Staaten, und sie kann wie bei keinem anderen Lande mit der größten Genauigkeit verfolgt werden — dank der statistischen Angaben, die vom amerikanischen Handelsamt und neuerdings auch vom amerikanischen Schatzamt veröffentlicht werden.

Vor dem Kriege wurde der ausländische Besitz an amerikanischen Wertpapieren auf etwa 5 Milliarden Dollar geschätzt, und da die in den Vereinigten Staaten vorhandenen ausländischen Wertpapiere kaum der Rede wert waren, stellte diese Ziffer ungefähr die amerikanische Auslandsverschuldung dar. Während des Krieges wurde ungefähr die Hälfte dieser amerikanischen Anleihen zurückgekauft, und die übrige Welt nahm Kredite in den Vereinigten Staaten auf, die ein wichtiges Gläubigerland und in den zwanziger Jahren der größte Geldgeber für das Ausland wurden. Bis zu einem gewissen Grade schufen sich Ausländer wieder einen bedeutenden Besitz an amerikanischen Guthaben. Im Jahre 1931 hörten die amerikanischen lang- und kurzfristigen Kredite auf, die Ausländer nahmen aber ihre angesammelten kurzfristigen Dollarguthaben stark in Anspruch, und so hielt der Kapitalabfluß aus den Vereinigten Staaten, zeitweise von einem Goldabfluß begleitet, von 1931 bis 1933 an; in dem zuletzt genannten Jahr erhöhte sich der Kapitalabfluß noch durch die Flucht amerikanischer Gelder aus dem sich entwertenden Dollar.

Nachdem Ende Januar 1934 der neue Dollarwert auf 35 Dollar für die Unze Gold festgesetzt worden war, gegenüber dem alten Goldpreis von 20,67 Dollar, trat ein plötzlicher Umschwung in den Kapitalbewegungen ein: die Vereinigten Staaten wurden über Nacht das größte Kapitaleinfuhrland der Welt. In den drei Jahren von 1934 bis 1936 belief sich die Kapitaleinfuhr

auf 4 Milliarden Dollar und entsprach fast genau der Goldeinfuhr während des gleichen Zeitabschnitts (der Überschuß in den laufenden Posten der Zahlungsbilanz wurde durch die Silbereinfuhr aus dem Auslande voll ausgeglichen). Diese Gesamtsumme enthält eine Anzahl verschiedener Bewegungen: amerikanisches Fluchtkapital kehrte zurück, die Kredite amerikanischer Banken an das Ausland wurden zurückgezogen, Ausländer tilgten und kauften früher in Neuyork begebene Anleihen zurück, kauften amerikanische Wertpapiere und erhöhten ihre kurzfristigen Guthaben in den Vereinigten Staaten.

Von den 4 Milliarden Dollar eingeführten Kapitals sind etwa drei Viertel in den vom amerikanischen Handelsamt veröffentlichten Jahresstatistiken über die Zahlungsbilanz „ausgewiesen“, während das verbleibende Viertel in einem „Restposten“ erscheint, der daneben auch einige Posten zum Ausgleich von Statistikfehlern u. dgl. enthält. Auf Grund dieser Unterlagen und der vom amerikanischen Schatzamt unlängst veröffentlichten Angaben ist die folgende Übersicht aufgestellt worden, die die Zusammensetzung des Kapitalzuflusses in den Jahren 1934 bis 1936 zeigt.

Kapitalzufluß nach den Vereinigten Staaten	„ausgewiesen“			„Rest- posten“*	Gesamt- summe	Gold- einfuhr- überschuß
	langfristig	kurzfristig	zusammen			
	in Millionen Dollar					
1934	194	192	386	482	868	1.132
1935	442	969	1.411	455	1.866	1.739
1936	792	403	1.195	146	1.341	1.117
Zusammen	1.428	1.564	2.992	1.083	4.075	3.988

* Der besseren Übersicht halber einschließlich einiger ausgewiesener „Sonstiger Posten“ (hieraus erklärt sich der Unterschied zwischen der Gesamtsumme dieser Aufstellung und den auf Seite 52 angegebenen Zahlen).

Die Bewegung war am stärksten im Jahre 1935, als der kurzfristige Kapitalzufluß am größten war; sie setzte sich jedoch im folgenden Jahr in großem Maßstabe mit überwiegend langfristigen Abschlüssen fort.

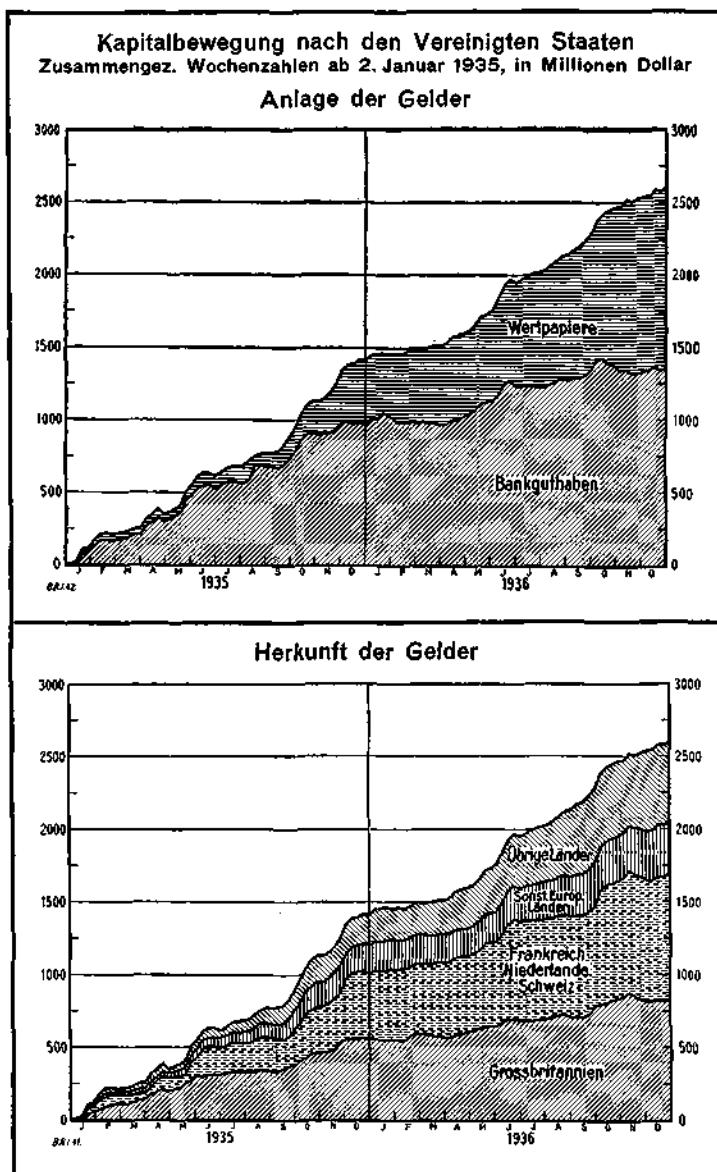
Von dem ausgewiesenen Zufluß kurzfristigen Kapitals, der sich in den drei Jahren auf etwa 1.560 Millionen Dollar belief, machen die Abzüge amerikanischer Banken aus dem Ausland 560 Millionen Dollar aus, wovon fast die Hälfte auf die allmähliche Abwicklung eingefrorener Forderungen gegen europäische und lateinamerikanische Länder entfällt. Ausländer (d. h. im Ausland ansässige Personen und Gesellschaften) erhöhten ihre Guthaben und anderen kurzfristigen Forderungen in den Vereinigten Staaten um 1 Milliarde Dollar; der am Ende des Jahres 1936 aufgelaufene Gesamtbetrag bezifferte sich auf 1,5 Milliarden Dollar, d. h. etwa dreimal so viel wie Ende 1933, aber nur die Hälfte des Betrages, den diese Guthaben im Jahre 1929 erreicht hatten. Bei einem Vergleich mit dem Stande vor sieben oder acht Jahren ist allerdings zu beachten, daß die Zentralbanken damals größere Dollarbestände besaßen als jetzt und daß die neueren Ziffern etwas umfassender sind als die der früheren Jahre. Ende September 1936 waren die hauptsächlichsten Besitzer kurzfristiger Anlagen in den Vereinigten Staaten folgende:

	In Millionen Dollar
England	300
Frankreich	172
Niederlande	81
Schweiz	154
Kanada	174
Lateinamerika	203
Ferner Osten	211
Alle übrigen.	201
Zusammen	1,496

Nach dem Monat September 1936 sind die Guthaben Frankreichs, der Niederlande und der Schweiz nur wenig zurückgegangen; dagegen setzte ein gewisser Rückfluß englischer Guthaben in Verbindung mit einer Ermäßigung des Abschlags auf Terminpfunde und einer gewissen Versteifung der Zinssätze in London ein. Die in Neuyork liegenden englischen Bankguthaben sowie die amerikanischen Guthaben in London sind sehr empfindlich für die Bewegungen der kurzfristigen Zinssätze und

des Dollar-Pfundsterling-Terminkurses.

Einige der Ausländern gehörenden kurzfristigen Anlagen in den Vereinigten Staaten mögen Flucht-gelder sein, und die Tatsache, daß die Ansammlung von Geldern aus England und den Goldblockländern in unregelmäßigen Zwischenräumen zu Zeiten politischer und währungs-politischer Unsicherheit in Europa stattfand, kann wohl den Gedanken aufkommen lassen, daß sie in der Zukunft nicht bleiben werden. Es darf aber nicht übersehen werden, daß ein sehr wesentlicher Teil dieser Mittel und der Gelder aus andern Ländern, die Guthaben in üblicher Weise angesammelt haben, eine Anhäufung von Betriebsguthaben darstellt, die regelmäßig auf fremden Märkten gebraucht werden. „Bei



einem Wiederaufbau des Welthandels ist es nicht unwahrscheinlich, daß die Betriebsguthaben, die hier gehalten werden, stark anwachsen werden“, schrieb der Staatssekretär des amerikanischen Schatzamtes in einem offenen Brief im September 1936; dies gilt besonders jetzt, wo viele Länder gezwungen sind, ihren Außenhandel selbst zu finanzieren, statt daß sie Dollarkredite erhalten.

Die ausgewiesenen, in den drei Jahren von Ausländern vorgenommenen Wertpapierkäufe belaufen sich auf 1.430 Millionen Dollar; hiervon sind aber 535 Millionen Dollar oder mehr als ein Drittel Käufe und Rückkäufe ausländischer Wertpapiere und können daher als eine Dauererscheinung angesehen werden. Bei den Käufen amerikanischer Wertpapiere durch Ausländer, die sich auf insgesamt 895 Millionen Dollar beliefen, kam die Bewegung erst im Mai 1935 in Gang und hat seitdem im allgemeinen an Stärke zugenommen. Das Federal Reserve Bulletin für Juli 1936 bemerkt, daß „der seit Mai 1935 erfolgende Ankauf amerikanischer Wertpapiere durch Ausländer mehr auf die Verhältnisse in den Vereinigten Staaten als in Europa zurückzugehen scheint“ und daß „das Andauern der Bewegung in Zeiten, wo die europäischen Guthaben nicht erhöht wurden, sondern zurückgingen, wie in den fünf Monaten bis April 1936, die Vermutung aufkommen läßt, daß die ausländischen Geldgeber glauben, der amerikanische Markt biete eine Gelegenheit zur lohnenden Anlage ihrer Gelder“. Ähnlich wurden nach den Währungsänderungen im September 1936 die Käufe amerikanischer Wertpapiere so eifrig wie nur je fortgesetzt.

Die gesamten Auslandsanlagen in den Vereinigten Staaten waren nicht genau bekannt, bis das amerikanische Handelsamt die Ergebnisse einer eingehenden Erhebung veröffentlichte, die für Ende 1935 das folgende Bild ergab:

Gesamte Auslandsanlagen in den Vereinigten Staaten	Groß- britannien	Gold- block*	Kanada	Andere Länder	Zusammen
	in Millionen Dollar				
Aktien (Marktwert)	372	552	408	683	2.015
Vorzugsaktien (Nennwert) . .	146	64	66	53	329
Schuldverschreibungen (Nenn- wert)	91	338	49	129	607
Unmittelbare Anlagen	362	276	322	85	1.045
Andere Anlagen	403	235	161	240	1.039
Gesamtbetrag	1.374	1.465	1.006	1.190	5.035

* Frankreich, Niederlande und Schweiz.

„Wenn auch die Wertpapiere den Besitzer gewechselt und die Marktwerte geschwankt haben mögen, so haben doch Ausländer die ganze Krisenzeit hindurch in unserem Lande im wesentlichen einen ebenso großen Betrag an Wertpapieren gehalten wie jetzt“, bemerkt das Federal Reserve Bulletin und fährt dann fort: „nicht mehr als 10 v. H. der 5 Milliarden Dollar kurzfristigen Anlagen, die sich nach der Aufstellung Ende 1935 in ausländischem Besitz befanden, scheinen seit 1933 erworben worden zu sein“. Man nimmt an, daß der im Jahre 1936 von Ausländern vorgenommene Ankauf von 600 Millionen Dollar amerikanischer Wertpapiere zusammen mit dem Steigen der

Marktwerte den ausländischen Besitz an amerikanischen Wertpapieren Ende 1936 auf etwa $6\frac{1}{4}$ Milliarden Dollar erhöht hat. Nach den Erfahrungen der Vergangenheit zu urteilen, werden viele dieser Anlagen wohl jahrelang unverändert bleiben. „Anhaltende ausländische Abziehungen von den amerikanischen Wertpapiermärkten scheinen sogar in den ersten Krisenjahren nicht stattgefunden zu haben, als das Vertrauen tief gesunken war und die Preise stark fielen“, bemerkt das Federal Reserve Bulletin. Wenn auch natürlich ein mehr als drei Jahre anhaltender Kapitalzufluß von durchschnittlich über 100 Millionen Dollar im Monat Grund zur Besorgnis ist, so ist es doch unwahrscheinlich, daß ein plötzlicher Umschwung der Bewegung eintreten wird.

Im ganzen genommen, waren die amerikanischen Anlagen im Auslande während der letzten zehn Jahre größeren Schwankungen ausgesetzt als die Auslandsanlagen in den Vereinigten Staaten. In den Jahren 1926, 1927 und 1928 wurden neue Auslandsanleihen in den Vereinigten Staaten im Betrage von durchschnittlich über 1 Milliarde Dollar im Jahr aufgenommen. In den letzten drei Jahren dagegen wurde die Gläubigerstellung der Vereinigten Staaten in Bezug auf Wertpapierbesitz und kurzfristige Kredite sehr schnell abgebaut. Es muß allerdings bemerkt werden, daß die unmittelbaren amerikanischen Anlagen im Ausland in Form von Gründungen und Beteiligungen an Handels- und Industrieunternehmen usw. eine größere Stetigkeit gezeigt haben als der Umfang des Wertpapierbesitzes und der kurzfristigen Kredite. Die unmittelbaren amerikanischen Anlagen im Auslande haben sich während der Krisenzeit erhöht und betrugen Ende 1935 7.835 Millionen Dollar bei einem Gesamtbetrag aller amerikanischen Auslandsanlagen von 12.630 Millionen Dollar.

Woher sind die Gelder gekommen, die die ungeheure Kapitalbewegung nach den Vereinigten Staaten in den letzten Jahren in Gang gehalten haben? Um Licht in diese Frage zu bringen, werden nachstehend die vom amerikanischen Schatzamt veröffentlichten Zahlen über den Kapitalzufluß der Jahre 1935 und 1936 wiedergegeben, nach denen die auf Seite 63 abgedruckten Schaubilder angefertigt sind.

Kurzfristiges Kapital	In Millionen Dollar	Herkunft des eingeführten Kapitals	In Millionen Dollar
Amerikanische Abziehungen vom Auslande	456	Großbritannien	830
Zufluß von Auslandsgeldern	916	Frankreich	300
	1.372	Niederlande	230
Wertpapiergeschäfte		Schweiz	335
Käufe amerikanischer Wertpapiere	917	Andere europäische Länder .	356
Käufe ausländischer Wertpapiere	316	Europa zusammen	2.051
	1.234	Alle übrigen Länder	556
Gesamter Kapitalzufluß . . .	2.607	Zusammen	2.607

Die in den beiden Jahren zurückgezogenen amerikanischen Bankkredite wurden reichlich aus den laufenden Zahlungsbilanzen der betreffenden Länder gedeckt — entweder aus einem allgemeinen Überschuß, wie in Finnland, oder aus der Rückstellung eines besonderen Postens, wie bei Deutschland (durch Ver-

käufe von Registermark). Die Beträge für die Heimbringung und Barrückzahlung von Dollarschuldverschreibungen wurden ebenfalls zum großen Teil aus einem Überschuß der Zahlungsbilanz in den Ländern beschafft, die wie Finnland, Belgien und Argentinien ihre Auslandsverschuldung vermindern konnten. Was dagegen die Käufe amerikanischer Wertpapiere und die Begründung von Dollarguthaben betrifft, so kann nicht gesagt werden, daß die dafür in Betracht kommenden Gelder aus einer günstigen Zahlungsbilanz stammten, außer vielleicht in wenigen Fällen wie z. B. Kanada. Bei England wurde die Überweisung von Geldern englischen Ursprungs wahrscheinlich weitgehend ausgeglichen durch Einnahmen aus Rückzahlungen alter Pfundanleihen (langfristiger sowohl wie kurzfristiger), bei Frankreich aber wurde der Geldabfluß nur durch Inanspruchnahme der Goldbestände gedeckt.

Die Kapitalausfuhr aus Frankreich ging zum Teil nach den Vereinigten Staaten, zum großen Teil nach England, aber auch nach Belgien, der Schweiz und den Niederlanden. Die Zahlen des amerikanischen Schatzamtes lassen keine sehr große Kapitaleinfuhr aus Frankreich erkennen. In den einundzwanzig Monaten von Anfang 1935 bis zur Abwertung im September 1936 wurden nur 200 Millionen Dollar als von Frankreich kommend ausgewiesen (130 Millionen Dollar kurzfristig und 70 Millionen Dollar Wertpapierkäufe) —, was einem Betrag von 3 Milliarden Franken des Jahres 1928 entspricht. Die französische Kapitalausfuhr belief sich aber auf das Mehrfache dieses Betrages. In denselben einundzwanzig Monaten verlor die Bank von Frankreich 32 Milliarden Franken Gold, wozu noch 5 Milliarden Franken für im Ausland aufgenommene Kredite hinzugerechnet werden müssen. Berücksichtigt werden müssen allerdings die ungünstige Zahlungsbilanz in dem erwähnten Zeitabschnitt, Abzüge ausländischer Gelder, die Goldhortung in Frankreich und einzelne andere Posten, alles in allem etwa 14 Milliarden Franken, ein Betrag, der, in Abzug gebracht von der Gesamtsumme von 37 Milliarden Franken, 23 Milliarden Franken (oder 1,5 Milliarden Dollar) für das in dieser Zeit ausgeführte französische Kapital ergibt. Dieser an sich große Betrag macht nur etwas mehr als die Hälfte der geschätzten französischen Kapitalausfuhr in den Jahren 1924/26 aus, in denen die französische Zahlungsbilanz aber günstig war, während in den letzten Jahren der Druck des Kapitalabflusses unmittelbar auf der Bank von Frankreich und dem Pariser Markt lastete.

Der ungeheure Geldabfluß vom französischen Markt in den ersten neun Monaten des Jahres 1936 war die Hauptursache für das Hinaufgehen des Dollar-Pfund-Kurses von 4,95 zu Beginn des Monats März auf über 5,05 im September 1936. Nach den Abwertungen am Ende des Monats September 1936 fiel Anfang Oktober der plötzlich vom Druck der vom Festland hereinströmenden Gelder befreite Pfund-Dollar-Kurs rasch auf 4,90. Leerverkäufe von französischen Franken fanden vor der Abwertung meistens gegen Pfunde statt, und diese Verkäufe wurden in den ersten drei Wochen des Monats Oktober 1936 gedeckt. Der Geldrückfluß nach Frankreich nahm nach der Abwertung kein großes Ausmaß an und wurde im November und den folgenden Monaten gradezu in sein Gegenteil verkehrt. Im Februar 1937 wurde von den französischen Eisenbahnen ein Kredit von 40 Millionen Pfund in London aufgenommen, und nach der erfolgreichen Begebung der Anleihe der

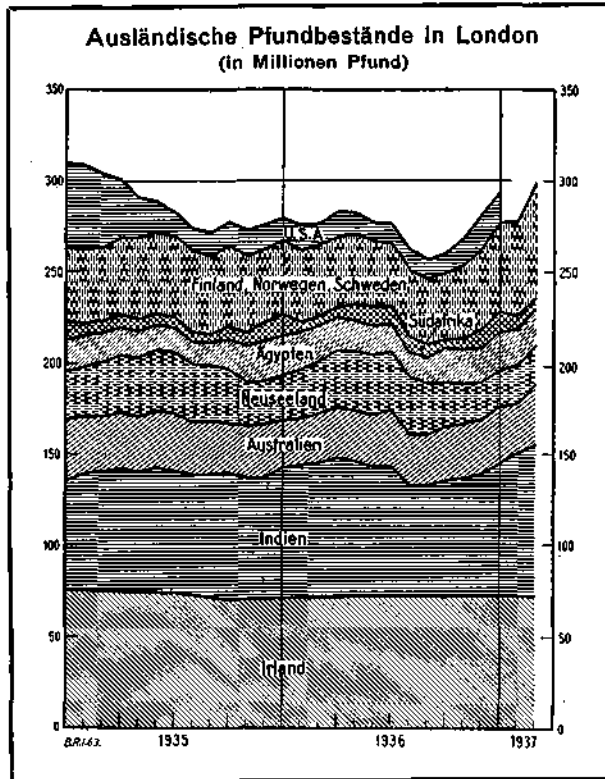
Nationalen Sicherheit in Frankreich Mitte März 1937 verkauften die französischen Banken Pfunde zur Deckung ihrer Frankenzeichnungen, außerdem wurden auch Dollars gegen Franken verkauft.

Dagegen ging die Rückkehr des schweizerischen Kapitals nach der Abwertung der Währung rasch vor sich und scheint im Dezember 1936 beendet gewesen zu sein; seitdem hat wieder ein leichter Abfluß stattgefunden. Im letzten Vierteljahr 1936 stiegen die Kassenbestände der beiden größten Schweizer Banken mit ausgedehnten internationalen Geschäftsbeziehungen von 250 Millionen auf 660 Millionen Schweizer Franken, die Kassenbestände von vier kleineren Banken von 135 Millionen auf 225 Millionen Schweizer Franken und die der Kantonalbanken von 150 auf 300 Millionen Schweizer Franken; zu gleicher Zeit erhöhten sich die Sichtguthaben bei der Schweizerischen Nationalbank von 460 Millionen Schweizer Franken Ende September auf 1.360 Millionen Schweizer Franken am Jahresende. Die Schnelligkeit des Zuganges erhellt aus der Tatsache, daß 85 v. H. dieser Steigerung allein auf den Monat Oktober entfallen.

Außer dem schweizerischen Kapital hat zweifellos noch ausländisches Kapital in der Schweiz Zuflucht gesucht, und die Verwertung dieses großen Geldzuwachses unter Vermeidung einer Wertinflation wirft eine brennende Frage auf. Da neue Auslandsanleihen am Markt fehlen, ist angeregt worden, anerkannte, an ausländischen Börsen bereits notierte Wertpapiere an den Schweizer Börsen einzuführen. Wenn aber auch eine solche Maßnahme dem Geldüberfluß in der Schweiz etwas steuern würde, so müßte sie doch wahrscheinlich, wenn sie Erfolg hat, mit einer Ausfuhr von Gold nach den Ländern, die schon reichliche Bestände haben, verbunden sein.

Die Rückkehr des holländischen Kapitals setzte etwas langsamer ein, und es ging ihr ein Zustrom von ausländischem Geld voraus. Gegen Ende des Jahres nahm der Geldzufluß allerdings stärkere Ausmaße an und scheint Mitte Februar 1937 zum Stillstand gekommen zu sein. Trotz der durch die Geldbewegung nach dem schweizerischen und holländischen Markt verursachten Goldübertragungen gingen die Währungsbestände in London und Newyork nicht nur nicht zurück, sondern erhöhten sich bedeutend im letzten Vierteljahr 1936 und zu Beginn des Jahres 1937. Das Goldangebot auf den Märkten wurde durch die laufende Erzeugung, große private Enthortungen und den Goldabfluß aus Frankreich von November ab vermehrt.

Das Steigen des Pfundes gegen den Dollar im Sommer 1936 auf einen Stand, dessen Beibehaltung nicht erwartet wurde, führte dazu, daß Bankmittel von London nach Newyork zur Anlage flossen, die dank des großen Abschlags auf Terminpfunde vorteilhaft gedeckt werden konnten. Das folgende Schaubild, das den Umfang gewisser Gelder in London wiedergibt, zeigt, wie die Guthaben amerikanischer Banken im Jahre 1935 von dem hohen Stand, den sie Ende 1934 erreicht hatten, heruntergegangen sind; die Entwicklung eines Terminabschlags auf Pfunde hat genügt, um den höheren Zinssatz in London auszugleichen und so die Anlage amerikanischer Guthaben in London unlohnend zu machen. Der im Herbst 1935 erreichte niedrige Stand scheint der Mindestbetrag der notwendigen Betriebsmittel dieser Banken zu sein.

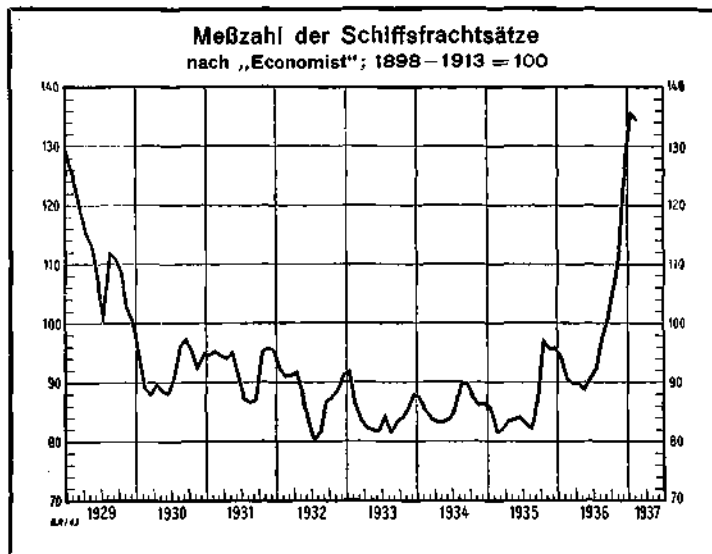


Außer den Beständen der amerikanischen Banken zeigt das Schaubild die Pfundbestände einiger Körperschaften in den britischen und den zum Sterlingblock gehörenden Ländern. Die Pfundbestände des Irischen Währungsausschusses und der Überschuß der Pfundanlagen über die Pfundverbindlichkeiten der im Irischen Freistaat arbeitenden Banken sind sehr beständig geblieben und bilden eine Art dauernder Auslandsanlage. Indien und Südafrika haben, wie im nächsten Kapitel erwähnt, im Jahre 1936 zusammen etwa 35 Millionen Pfund Sterling alter Pfundanleihen aus eigenen Mitteln zurückgezahlt. Für Australien verlief das Jahr 1936 besser, besonders dank der erhöhten

Preise, die für australische Ausfuhren im letzten Teil des Jahres erzielt werden konnten; es war auch ein Zugang von Auslandsgeld zu verzeichnen. Der Pfundbestand der Commonwealth Bank stieg während des Jahres um etwa 5 Millionen Pfund Sterling; dies war aber noch nicht alles. Auch die Handelsbanken konnten ihren Londoner Guthaben, die in den Krisenjahren gänzlich erschöpft waren, die so dringend notwendige Erhöhung zuteil werden lassen. Der Bericht des Verwaltungsrats der Commonwealth Bank vom 30. Juni 1936 sagt: „Die Guthaben in London sind zur Zeit ausreichend für den gewöhnlichen Bedarf; dagegen genügen sie nicht als angemessene Rücklage für ungünstige Umstände.“ Andererseits fielen die in dem Schaubild angegebenen Londoner Guthaben der Reserve-Bank und der Handelsbanken von Neuseeland während des Jahres um 5 Millionen auf 20 Millionen Pfund Sterling, den niedrigsten Stand seit der Gründung der Reserve-Bank. Wenn auch der Gesamtbetrag der jetzt vorhandenen Londoner Guthaben im Vergleich zu der Zeit vor den Pfunderwerbungen der Regierung im Jahre 1933 sehr günstig ist, so lassen doch die großen jahreszeitlichen Schwankungen, denen die neuseeländische Ausfuhr unterworfen ist, die Haltung eines angemessenen Bestandes von Guthaben in London wünschenswert erscheinen. Die Pfundguthaben der Zentralbanken von Finnland, Norwegen und Schweden sind um 10 Millionen Pfund Sterling gestiegen, außerdem vermehrten diese Banken im Jahre 1936 ihren Goldbestand um etwa 20 Millionen Pfund Sterling; diese Entwicklung hat sich in den ersten Monaten des Jahres 1937 fortgesetzt. Alle drei Banken betrachten nur einen Teil ihres Goldes als Metallreserve; der Rest gilt als

Nebendeckung und führt in Norwegen die besondere Bezeichnung „Gelder, die vorübergehend in Gold angelegt sind“. Die schwedische Lage ist ungewöhnlich. Die schwedischen Handelsbanken besitzen im allgemeinen kurzfristige Auslandsanlagen im Betrage von 100 bis 200 Millionen Kronen; im September 1936 beliefen sich diese Anlagen auf 130 Millionen Kronen. In den folgenden Monaten schlug die Lage aber plötzlich um, und Ende März 1937 zeigten die Ausweise der Banken eine ungedeckte Auslandsverpflichtung in Höhe von 155 Millionen Kronen. Das Erscheinen einer solchen Verbindlichkeit war durchaus nicht auf eine ungünstige Entwicklung der Zahlungsbilanz zurückzuführen, die im Gegenteil einen Überschuß zeigte, sondern darauf, daß Anlagen in Kronen (vgl. Seite 81) bevorzugt wurden, weil man glaubte, die Krone würde gegenüber der alten Pfundparität um etwa 7 v. H. aufgewertet werden. Die Devisen wurden an die Riksbank verkauft, woraus sich die ungewöhnliche Vermehrung ihres Gold- und Devisenbestandes im ersten Vierteljahr 1937 erklärt.

Finnland konnte im Jahre 1936 eine langfristige Dollaranleihe zurückzahlen und daneben seine kurzfristigen Auslandsanlagen vermehren. Die Besserung in der kurzfristigen Devisenlage Norwegens und Dänemarks ist jedoch in beiden Fällen zum Teil auf die Aufnahme neuer langfristiger Schulden im Ausland zurückzuführen. Die schwedischen Ausleihungen an die norwegische Regierung und an die Hypothekenbank des Königreichs Norwegen beliefen sich im Jahre 1936 auf 40 Millionen Kronen; außerdem zog Norwegen auch aus



der Besserung der Frachtsätze Vorteil, die für seine jetzt voll ausgenutzte Handelsflotte von großer Wichtigkeit sind. Die dänische Regierung borgte im Mai 1936 in Stockholm 40 Millionen Kronen (die 45 Millionen dänischen Kronen entsprechen), und die Hypothekenbank des Königreichs Dänemark nahm im Dezember 1936 in London $1\frac{1}{2}$ Million Pfund Sterling auf (diese An-

leihe wurde vom britischen Schatzamt genehmigt, weil der Erlös zur Verstärkung der Pfundbestände eines Landes des Sterlingblocks diente). Die kurzfristige Auslandsschuld der Danmarks Nationalbank wurde im Jahre 1936 verringert; in der Mitte des Jahres trat sogar zum erstenmal seit 1933 ein kleiner Anlagenüberschuß auf. Im Januar 1937 hatten sich die Devisenverpflichtungen der Nationalbank mit 14 Millionen Kronen im Vergleich zu Januar 1936 um etwa 54 Millionen Kronen ermäßigt.

Im Jahre 1936 verbesserte sich die Handelsbilanz Italiens; der Einfuhrüberschuß von 3,2 Milliarden Lire im Jahre 1935 verringerte sich auf 2,1 Milliarden Lire. Im Dezember 1936 wurde die Veröffentlichung des Standes der verschiedenen Verrechnungsabkommen, an denen Italien beteiligt ist, wieder aufgenommen; diese zeigen eine nicht ungünstige Entwicklung.

Die Auslandsverschuldung Deutschlands hat sich in den letzten Jahren durch Rückzahlungen, Abwertung von Gläubigerwährungen usw. wie folgt verringert:

In Milliarden Reichsmark am Monatsende	Juli 1931	Nov. 1931	Feb. 1932	Feb. 1933	Feb. 1934	Feb. 1935	Feb. 1936
Langfristig	10,7	10,7	10,5	10,3	7,2	6,4	6,1
Kurzfristig	13,1	10,6	10,1	8,7	6,7	6,7	6,3
Zusammen	23,8	21,3	20,6	19,0	13,9	13,1	12,4

Die Zahlen für 1931 sind eigentlich etwas höher, als in den Ausweisen angegeben, denn damals waren nur Schulden über 50.000 Reichsmark erfaßt, während in den späteren Jahren die Grenze auf 5.000 Reichsmark herabgesetzt wurde. Die deutsche Auslandsverschuldung hat sich also seit der Bankenkrise in Gold um die Hälfte verringert. Die Abwertungen im Jahre 1936 brachten weitere Minderungen der Kapitalschuld, die sich jetzt auf etwa 11,5 Milliarden Reichsmark beläuft. Die Kreditlinien wurden unter dem Stillhalteabkommen von 1.567 Millionen Reichsmark am Ende des Monats Februar 1936 weiter auf 1.165 Millionen Reichsmark am Ende des Monats Februar 1937 herabgesetzt (hiervon waren 1.041 Millionen in Anspruch genommen). Die Umwandlungen in Registermark beliefen sich in den ersten neun Monaten der Laufzeit des Abkommens von 1936 auf 306 Millionen Reichsmark (wovon 255 Millionen Reichsmark für Reisezwecke verwendet wurden). Das Stillhalteabkommen wurde im Februar 1937 mit nur geringfügigen Änderungen für ein weiteres Jahr erneuert. Die Unterbrechung der raschen Verminderung der deutschen kurzfristigen Verschuldung im Jahre 1934 war zum Teil auf das Fälligwerden langfristiger Schulden zurückzuführen, die auf Grund der Devisenverordnungen nicht transferiert wurden, zum anderen Teil auf die Ansammlung neuer Schulden. Im ersten Halbjahr 1934 wurden die den Einfuhrfirmen zugeteilten Devisenbeträge nach und nach gekürzt, so daß die Handelsschulden an das Ausland während des Jahres bedeutend stiegen. Die deutschen Schulden auf Verrechnungs- und ähnlichen Konten erreichten ihren höchsten Stand mit 567 Millionen Reichsmark im März 1935; danach begannen die Auswirkungen des Neuen Plans zum Ausgleich der Ein- und Ausfuhr sich bemerkbar zu machen, so daß diese Schulden allmählich abgebaut werden. Die Schulden aus Verrechnungsabkommen sind von etwa 500 Millionen Reichsmark zu Beginn des Jahres 1936 auf 415 Millionen Reichsmark im November 1936 gefallen. Diese Zahlen enthalten natürlich nur die Salden der fälligen Schulden und vermitteln somit kein vollständiges Bild. Deutschland hat nämlich in den letzten Jahren in steigendem Maße auf Kredit ausgeführt, und die den deutschen Ausfuhrfirmen geschuldeten und noch nicht zur Zahlung fälligen Beträge sind nicht unbeträchtlich. Im Jahre 1936 wurden die alten Handelsschulden

an England und Belgien vollständig zurückgezahlt, und unter dem jetzigen Zahlungsabkommen mit diesen Ländern können sich in Zukunft ähnliche Schulden nicht mehr ansammeln; einige andere Länder, wie die Niederlande und Frankreich, konnten ebenfalls wesentliche Herabsetzungen erreichen. Dagegen erhöhten sich die deutschen Verrechnungsschulden an einige andere Länder, namentlich an Polen für den Eisenbahndurchgangsverkehr durch den „Korridor“.

Die Schwierigkeiten wegen dieser und anderer Polen geschuldeter Beträge traten für dieses Land zu einer ungünstigen Zeit auf, da es Anfang 1936 unter einer Kapitalflucht zu leiden hatte; die Ausfuhrfirmen zeigten Neigung, den Devisenerlös aus der Ausfuhr im Auslande zu belassen, die Einfuhr gegen Barzahlung nahm zu, und die Banken beschleunigten die Rückzahlung ausländischer Kredite. Im April 1936 wurde eine Devisenbewirtschaftung eingeführt, im Mai eine Außenhandelsüberwachung und im Juni Transferbeschränkungen für den Dienst der äußeren Schulden. Der Handelsüberschuß fiel von 177 Millionen Zloty im Jahre 1934 auf 64 Millionen Zloty im Jahre 1935 und 23 Millionen Zloty im Jahre 1936; daneben wurden Goldmünzen zur Hortung eingeführt. Der Goldbestand der Bank Polski fiel von 510 Millionen Zloty in der Mitte des Jahres 1935 auf 370 Millionen Zloty im Sommer 1936; im letzten Teil des Jahres trat allerdings eine gewisse Entlastung ein. Die den polnischen Banken gewährten Auslandskredite wurden während des Jahres durch Rückzahlungen und die im September erfolgten Abwertungen ausländischer Währungen um über 50 Millionen Zloty vermindert; in der Zwischenzeit häuften sich aber Zinsen und andere unter der Devisenbewirtschaftung gesperrte Beträge an. Am Jahresende erhielt Polen einen bedeutenden Kredit in Frankreich.

Die gesamte Auslandsschuld Ungarns ist unlängst auf 2,4 Milliarden Pengö geschätzt worden, gegenüber 4,3 Milliarden im Jahre 1931. Diese Zahlen verstehen sich in Gold, und die Entwertung der Währungen der Gläubigerländer ist die Hauptursache des Rückganges, wenn auch einige Kapitalrückzahlungen und Rückkäufe von Schuldverschreibungen ebenfalls dazu beigetragen haben.

Es sind wenig Anzeichen für eine Belebung der Finanzierung des Welthandels vorhanden. In einem großen Teil der Welt schließen die Verrechnungsabkommen die Finanzierung des Außenhandels durch die üblichen Verfahren aus. Der Gouverneur der Bank von England hat kürzlich den Betrag der Handelswechsel, die im Frühjahr 1936 am Londoner Markt im Umlauf waren, mit 130 Millionen Pfund Sterling angegeben, gegenüber einem Betrag von 220 bis 230 Millionen Pfund Sterling fünf Jahre früher (diese Zahlen sind nicht ganz vollständig, geben aber eine Vergleichsmöglichkeit). Der Rückgang der Handelsfinanzierung in Dollars ist sogar noch auffallender, die umlaufenden Dollar-Bankakzepte sanken von über 1,5 Milliarden Dollar am Ende des Jahres 1930 auf unter 400 Millionen Dollar in den Jahren 1935/36.

Die Lebensmittel- und Rohstoffausfuhren erfolgen im allgemeinen mit kurzem Ziel oder gegen bar, in manchen Fällen sogar gegen Vorauszahlung (zur Ernte-

finanzierung), während für Industrieerzeugnisse Kredit auf drei Monate oder länger gegeben wird. Infolgedessen sind die Agrarländer, die den Gegenwert ihrer Ausfuhr sofort erhalten, aus ihrer Wareneinfuhr gewöhnlich über drei Monate oder länger verschuldet. Soweit die Industrieländer in den letzten Jahren die Kreditlaufzeit verkürzt haben oder womöglich sofortige Zahlung für ihre Ausfuhr verlangen, haben sie den Agrar- (gewöhnlich Schuldner-) ländern häufig schwere Lasten aufgebürdet, die mitunter so schwer sind, daß diese zu Devisenvorschriften gezwungen werden.

Leider sind die Angaben über die im internationalen Handel eingeräumten Kreditbedingungen unzureichend, aber in einigen Ländern, für die diese Kredite von großer Wichtigkeit sind, sind in Verbindung mit Zahlungsbilanzberechnungen Schätzungen angestellt worden. Beispielsweise sei erwähnt, daß die polnische Einfuhr 1928/29 über 3 Milliarden Zloty im Jahr betragen hat, während die ausstehenden Handelskredite sich auf über 1 Milliarde Zloty belaufen haben, so daß im Durchschnitt die Einfuhr von vier Monaten regelmäßig auf Kredit erfolgte. Die von den polnischen Ausfuhrfirmen gewährten Kredite bezifferten sich demgegenüber auf 300 Millionen Zloty, was ungefähr einer Ausfuhr von nur $1\frac{1}{2}$ Monaten entspricht. Als nach dem Jahre 1929 eine Schrumpfung des Handels eintrat, gingen die Handelskredite sogar noch stärker zurück — die polnische Einfuhr sank und brauchte im Verhältnis eine geringere Finanzierung, die ausländischen Ausfuhrfirmen gaben aber auch kürzere und kleinere Kredite. Die polnische Einfuhr ging von 1929 bis 1930 um ein Drittel zurück, die Kredite wurden aber um mehr als die Hälfte herabgesetzt — die Einfuhr wurde von 1930 bis 1931 nochmals um ein Drittel gedrosselt, und wieder wurden die Kredite um über 50 v. H. verringert. 1932 betrug der Wert der polnischen Einfuhr wenig mehr als ein Viertel von dem, was sie im Jahre 1928/29 ausgemacht hatte, während die Handelskredite ausländischer Ausfuhrfirmen nur ein Achtel betrugen und den Wert einer Einfuhr von weniger als zwei Monaten darstellten. Die von polnischen Ausfuhrfirmen gewährten Kredite wurden nicht so leicht verringert und hielten sich auf dem Gegenwert einer Ausfuhr von etwa $1\frac{1}{2}$ Monaten. In Geldbeträgen ausgedrückt, bedeutete dies, daß Polen in drei Jahren etwa 800 Millionen Handelskredite zurückgezahlt hat — ein schlagender Beweis für die Flüssigkeit dieser Kredite. Die Bedeutung eines solchen Betrages für Polen läßt sich am besten er-messen, wenn man ihn mit dem gesamten Gold- und Devisenbestand der Bank Polski vergleicht, der sich bei seinem höchsten Stand im Jahre 1928 auf 1.350 Millionen Zloty belief.

Mehrere andere Länder, die hauptsächlich landwirtschaftliche oder ähnliche Erzeugnisse ausführen, befinden sich gegenwärtig in einer ähnlichen Lage; sie haben die üblichen Einfuhrkredite beinahe vollständig zurückgezahlt und kaufen fast ausschließlich gegen bar. Die Stellung dieser Länder wird bei einer Belebung des Handels wahrscheinlich stark sein; da jede Verlängerung der Einfuhrkredite die Devisenlage unmittelbar entlasten und zum Wiederaufbau der Zentralbankreserven beitragen wird. Die beachtenswerte Belebung des Außenhandels seit dem Sommer 1936 ging zweifellos Hand in Hand mit einer Zunahme der internationalen Handelskredite; es sind aber kaum irgendwelche neuen Kredite an Länder mit Devisenschwierigkeiten gewährt worden.

Vom rein technischen Standpunkt aus ist es schwer, eine Kreditgewährung mit den bestehenden Verrechnungsabkommen zu verbinden.

Bei den mittelfristigen Krediten ist der Abschluß eines Handelskredites von 10 Millionen Pfund für Rußland in England zu erwähnen, der sich auf fünf Jahre erstreckt bei einem Zinssatz von $5\frac{1}{2}$ v. H. und für dessen Kapital und Zinsen das Export Credits Guarantee Department bürgt. Außerdem wurde ein Vertreter dieser Behörde nach China entsandt, um die Möglichkeit ähnlicher Kredite für dieses Land zu untersuchen. Wenn diese Pläne auch vorwiegend dazu dienen sollen, die britische Ausfuhr zu steigern, so tragen sie doch zweifellos zur allgemeinen Belebung des Handels durch verlängerte Kreditbedingungen bei. Jetzt, wo aus verschiedenen Gründen, zu denen die große Goldgewinnung zu rechnen ist, Rußland weniger Handelskredite braucht als früher, sind ihm mittelfristige Kredite zu günstigen Bedingungen von einer Reihe von Ländern, wie Deutschland, England und der Tschechoslowakei, gewährt worden.

Die anhaltende Stockung der internationalen Kreditgewährung ist teilweise auf technische Schwierigkeiten (wie Verrechnungsabkommen) und teilweise auf ein Gefühl der Unsicherheit gegenüber der allgemeinen Entwicklung der politischen und währungspolitischen Verhältnisse zurückzuführen. Tatsächlich ist der Einfluß der verschiedenen Ursachen eng miteinander verknüpft. Es scheint allerdings, als ob die Erkenntnis von den Verlusten wächst, die der Welt durch die unzureichende Inanspruchnahme des vorhandenen Kreditapparates im internationalen Verkehr entstehen. In den letzten Jahren ist häufig mit großem Nachdruck darauf hingewiesen worden, welche Rolle vernünftige Kreditbedingungen bei der Förderung des Wiederaufbaus der verschiedenen Volkswirtschaften spielen können. Dasselbe Bedürfnis besteht aber auch international; diese Tatsache sollte zu einer Zeit, wo die Entwicklung des Außenhandels dringend nötig ist, um eine fortschreitende wirtschaftliche Gesundung zu erreichen, nicht vernachlässigt werden.

V. DIE ENTWICKLUNG DER ZINSSÄTZE.

Wenn man die Welt als Ganzes betrachtet, so setzte sich auch im Jahre 1936 das Streben nach niedrigen Zinssätzen sowohl für kurz- wie für langfristiges Geld überall fort. Von sechszwanzig europäischen Zentralbanken haben neun ihren Diskontsatz während des Jahres gesenkt; nur zwei Sätze wurden erhöht, die übrigen blieben während des ganzen Jahres unverändert. Außerhalb Europas lag die gleiche Entwicklung vor; in Japan und in Niederländisch-Indien (Januar 1937) wurden die amtlichen Diskontsätze herabgesetzt, Erhöhungen wurden nirgends vorgenommen. Die Geldmärkte waren gekennzeichnet durch anhaltende, in vielen Fällen sogar stärkere Flüssigkeit; nur in einzelnen Ländern des Sterlingblocks, darunter Australien, Dänemark und Norwegen, waren während des Jahres gewisse Anzeichen für ein Anziehen der Sätze vorhanden, während im ersten Vierteljahr 1937 die ungewöhnlich niedrigen Sätze am Newyorker Markt etwas anzogen. Während des Jahres fanden Anpassungen der langfristigen Zinssätze nach unten statt; aber auch hier machte sich ein Rückschlag bemerkbar, namentlich in den ersten Monaten des Jahres 1937, als die Kurse für englische goldgeränderte Papiere im Januar und Februar scharf heruntergingen und die amerikanischen Staatsschuldverschreibungen im März fielen. Im allgemeinen war nur eine sehr geringe Ausdehnung des Bankkredits für industrielle Zwecke zu verzeichnen, dagegen in einer ganzen Reihe von Ländern eine ziemlich starke Zunahme des Umfangs der Handelsfinanzierung als Niederschlag der Warenpreissteigerung.

1. DIE KURZFRISTIGEN GELDMÄRKTE.

Der Rückgang der amtlichen Diskontsätze im Vergleich zu den in der Zeit von 1925 bis 1929 geltenden Sätzen sowie die in den letzten Jahren vorgenommenen Änderungen werden in der Übersicht auf der folgenden Seite gezeigt.

Am Ende des Jahres 1936 hatte jedes Land in Europa einen Banksatz, der unter den in den Jahren 1925–1929 notierten niedrigsten Sätzen lag; die einzige Ausnahme bildete Spanien. Besonders auffallend ist die Lage der mittel- und südeuropäischen Länder. Österreich z. B. hat zur Zeit einen Diskontsatz von $3\frac{1}{2}$ v. H. gegenüber Sätzen von 6 bis 13 v. H. in der Zeit von 1925 bis 1929. Zu den neun europäischen Ländern, in denen die amtlichen Sätze während des Jahres 1936 herabgesetzt wurden, gehören alle sechs Länder, die im Herbst 1936 ihre Währungen angeglichen oder ein Goldausfuhrverbot erlassen haben, nämlich: Frankreich, Italien, Lettland, die Niederlande, die Schweiz und die Tschechoslowakei. Vor fünf Jahren, als die Währungen Großbritanniens und einer Reihe anderer Länder sich mitten in der heftigen Liquiditätskrise entwerteten, wurden die Diskontsätze der Zentralbanken dieser Länder mehrere Monate lang auf einem Stand von 6 v. H. und sogar darüber gehalten als Abwehr gegen Geldverluste. Im Herbst 1936 wurden derartige Maßnahmen nicht ergriffen, da im Gegenteil die unmittelbare Wirkung der Währungsänderungen ein Geldrückfluß zu den Märkten war, auf denen die Änderungen stattgefunden hatten.

Diskontsätze europäischer Zentralbanken	1925—1929		Ende 1935	Ende 1936	Ver- änderung im Jahre 1936	Ende März 1937 ^(d)
	höchster	niedrigster				
1. Sätze, die im Jahre 1936 herabgesetzt wurden						
Schweiz	4	3 ½	2 ½	1 ½	—1	—
Frankreich	7 ½	3 ½	6	2	—4	4
Niederlande	5 ½	3 ½	3 ½	2	—1 ½	—
Tschechoslowakei	7	5	3 ½	3	—	—
Italien	7	5 ½	5	4 ½	— ½	—
Portugal	9	8	5	4 ½	— ½	—
Lettland	8	6	5 ½	5 (a)	— ½	—
Litauen	8	7	6	5 ½	— ½	—
Albanien	12	9	7 ½	7	— ½	6 ½
2. Sätze, die im Jahre 1936 unverändert geblieben sind						
Belgien	7 ½	4	2	2	—	—
England	6 ½	4	2	2	—	—
Schweden	5 ½	3 ½	2 ½ (b)	2 ½ (b)	—	—
Österreich	13	6	3 ½	3 ½	—	—
Ungarn	12 ½	6	4	4	—	—
Finnland	9	6	4	4	—	—
Deutschland	10	5	4	4	—	—
Estland	10	7 ½	4 ½	4 ½	—	—
Rumänien	9 ½	6	4 ½	4 ½ (c)	—	—
Danzig	10	5 ½	5 ½	5 ½	—	4
Polen	12	8	5	5	—	—
Spanien	5 ½	5	5	5	—	—
Jugoslawien	7 ½	5 ½	5	5	—	—
Bulgarien	10	9	6	6	—	—
Griechenland	11	7 ½	7	7	—	6
3. Sätze, die im Jahre 1936 erhöht wurden						
Dänemark	7	5	3 ½	4	+ ½	—
Norwegen	6 ½	4 ½	3 ½	4	+ ½	—

(a) ½ v. H. höher für Privatfirmen.

(b) ½ v. H. niedriger für Rediskontierungen der Banken.

(c) ½ v. H. niedriger für Bankakzepte.

(d) Soweit seit Ende 1936 geändert.

Unter den früheren Goldblockländern hat die Schweiz in den letzten Jahren einen ziemlich beständigen Diskontsatz gehabt; eine Erhöhung von 2 auf 2 ½ v. H. wurde nur vorgenommen, als im Sommer 1935 der Schweizer Franken unter großen Druck kam. In Frankreich und den Niederlanden dagegen wurde der amtliche Diskontsatz entsprechend der jeweiligen Marktlage oder als Mittel zu ihrer Beeinflussung wiederholt geändert: In Frankreich gab es während des Jahres 1935 zehn Diskontsatzänderungen und im Jahre 1936 nicht weniger als zwölf, in den Niederlanden während des Jahres 1935 fünfzehn Änderungen und im Jahre 1936 neun. Der Druck auf den holländischen Markt war indessen nie so stark wie der auf den französischen Markt, der das ganze Jahr 1936 hindurch mit nur geringer Entlastung nach der Abwertung im Herbst einen anhaltenden Abfluß von Geldern und ständige Kreditaufnahmen der Regierung über sich ergehen lassen mußte. In Frankreich fiel die finanzielle Unterstützung der Regierung teilweise der Bank von Frankreich zur Last, die während des Jahres nicht nur Wechsel aus dem Markt diskontierte, sondern auch Vorschüsse an die Regierung gab. Artikel 13 des Gesetzes vom 24. Juli 1936, das die Statuten der Bank von Frankreich abänderte, bestimmt, daß alle Schuldverschreibungen, die zur schwebenden Schuld des Staates gehören und innerhalb von höchstens drei Monaten fällig werden, unbegrenzt bei der Bank rediskontiert werden können, außer vom Schatzamt unmittelbar. Infolge von im August 1936 angenommenen Gesetzen hat die Bank von Frankreich auch vom Weizenamt indossierte

Wechsel angenommen und von der Caisse Centrale de Banques Populaires Wechsel diskontiert; der Gesamtbetrag der so gewährten Kredite belief sich Ende Dezember 1936 auf 1,4 Milliarden Franken.

Die Gewährung von Vorschüssen auf höchstens dreißig Tage gegen Staatspapiere mit einer Laufzeit von höchstens zwei Jahren hat sich während des Jahres lebhaft fortgesetzt, und diese Kreditmöglichkeiten, die im Februar 1935 eingeführt wurden, sind eine regelmäßige Erscheinung besonders zur Entlastung des Marktes am Monatsende geworden. Der Satz für diese Vorschüsse war während des Jahres mit dem Diskontsatz gleich und machte auch dessen Schwankungen mit. Während des Jahres wurden insgesamt 38 Milliarden solcher Vorschüsse gewährt, gegen $16\frac{1}{2}$ Milliarden im Jahre 1935 (10 Monate).

Die Kapitalausfuhr und die Devisenhaltung während der ersten neun Monate des Jahres bewirkten einen anhaltenden Druck auf den Geldmarkt, der zeitweise zu einer scharfen Spannung führte. Die Schrumpfung der am Markt vorhandenen Mittel wird veranschaulicht durch das Sinken der Sparkasseneinlagen von 63 Milliarden Ende Januar auf $58\frac{1}{2}$ Milliarden Ende September; in derselben Zeit gingen die Einlagen bei den vier Pariser Großbanken von $27\frac{1}{2}$ Milliarden auf $21\frac{1}{2}$ Milliarden zurück, während sich der Umlauf von „Bons de la Défense“ um über 1 Milliarde verminderte (gegenüber einer leichten Zunahme in der entsprechenden Zeit früherer Jahre). Diese Einflüsse fanden ihren Niederschlag in den Marktsätzen, die, namentlich zu Zeiten heftigen Druckes, sich dicht in der Nähe des amtlichen Diskontsatzes bewegten, wobei sie manchmal sogar über diesem Satz lagen, ein ganz ungewöhnlicher Zustand. Es ist bezeichnend sowohl für dieses wie für das letzte Jahr, daß die Diskontsatzserhöhungen nur eintraten, wenn der Druck auf den Markt dazu zwang, wogegen Diskontsatzermäßigungen, entgegen der allgemeinen Übung der Bank von Frankreich, zum Zwecke der Marktbeeinflussung und -führung vorgenommen wurden.

Eine der Schwierigkeiten, eine wirksame Überwachung der Zinssätze am Markt durchzuführen, war der hohe Abschlag am Terminmarkt, der es zeitweise möglich machte, bis zu 35 v. H. auf Dreimonats-Swaps zu verdienen. Derartige Sätze werden zwar nur für besondere Geschäfte notiert; die Marktsätze werden aber davon leicht beeinflusst, welche Maßnahmen auch ergriffen werden mögen, wie amtliche Beschränkungen o. dgl., um bedeutende Engagements am Termin-Devisenmarkt zu verhindern.

Am 7. Juli 1936 ermäßigte die Niederländische Bank ihren Diskontsatz von $3\frac{1}{2}$ auf 3 v. H.; dieser Satz war noch in Kraft, als das Goldausfuhrverbot erlassen wurde. Durch zwei aufeinanderfolgende Ermäßigungen im Oktober und Dezember wurde der Satz auf 2 v. H. gesenkt, die kurze Zeit von Mai bis September 1931 ausgenommen, der niedrigste Satz, der in den Niederlanden seit 1850 bestand. Der Amsterdamer Geldmarkt war nur während einer kurzen Zeit im Sommer einem Druck ausgesetzt, als der Privatsatz eine Zeitlang über den Diskontsatz stieg und die Erhöhung des Banksatzes auf $4\frac{1}{2}$ v. H. mitveranlaßte; dies war der höchste Satz des Jahres, der im Juni drei Wochen lang beibehalten wurde. Der Druck ging aber vorüber, und im September 1936 lag der Privatsatz zwischen $1\frac{1}{8}$ und $1\frac{1}{2}$ v. H. In den

Niederlanden brauchte der Geldmarkt keine neue Belastung durch Staatsschulden auf sich nehmen; die schwebende Schuld (Schatzwechsel und Schatzanweisungen) ging von etwa 590 Millionen Gulden im Januar auf 525 Millionen Gulden in der letzten Septemberwoche zurück. Der für den Amsterdamer Markt maßgebliche Satz, der „Prolongatie“ (Einmonatsvorschuß auf Wertpapiere) erreichte seinen höchsten Punkt im Juni mit $4\frac{3}{4}$ v. H. gegenüber einem Satz von $6\frac{1}{2}$ v. H., der mehrmals im Jahre 1935 erreicht wurde. Im September 1936 betrug der Durchschnittssatz 1,3 v. H., beinahe der niedrigste des Jahres. Die Nachfrage nach Reports war aber tatsächlich nur klein, obwohl die Börsentätigkeit, an der Börsenumsatzsteuer gemessen, lebhafter war als in früheren Jahren, wobei die Käufe im Jahre 1936 zum großen Teil aus flüssigen Mitteln vorgenommen wurden.

In der Schweiz fanden sich sogar noch weniger Anzeichen eines Druckes auf den Markt als in den Niederlanden; die Schweizerische Nationalbank senkte am 9. September, drei Wochen vor der Abwertung der Währung, ihren Diskontsatz von $2\frac{1}{2}$ auf 2 v. H. Eine am 26. November vorgenommene weitere Herabsetzung senkte den Diskontsatz auf $1\frac{1}{2}$ v. H., dem niedrigsten Satz seit der Errichtung der Nationalbank im Jahre 1907. Es ist dies selbst für ein Land mit so niedrigen Zinssätzen wie die Schweiz, wo während der letzten 10 Jahre der Diskontsatz niemals über $3\frac{1}{2}$ v. H. lag, ein äußerst niedriger Satz. Der Goldbestand, der im Jahre 1935 unter 1,2 Milliarden Schweizer Franken gesunken war, belief sich auf über 1,5 Milliarden, als die Goldwährung aufgegeben wurde, und stieg sogar noch ständig in der letzten Septemberwoche.

Die leichtere Verfassung im Jahre 1936 war auf den Rückfluß von Geldern zu den Großbanken zurückzuführen; die Vierteljahrs-Gesamtbilanz dieser Banken, deren Bilanzsumme seit 1930 bis Ende 1935 ununterbrochen gesunken war, stieg in den ersten neun Monaten des Jahres 1936 um etwa 9 v. H. Der Privatsatz blieb bis Anfang September etwa $\frac{1}{4}$ v. H. unter dem Diskontsatz, und als der Diskontsatz auf 2 v. H. herabgesetzt wurde, erhöhte sich die Spanne auf $\frac{1}{2}$ v. H., so daß eine weitere Herabsetzung des Diskontsatzes auf $1\frac{1}{2}$ v. H. notwendig war, um die Zentralbank wieder in Fühlung mit dem Markt zu bringen. Das Geld floß weiter den Banken zu, und im Februar 1937 fiel der Privatsatz auf 1 v. H.

In Italien wurde der amtliche Diskontsatz im Mai 1936 von 5 auf $4\frac{1}{2}$ v. H. gesenkt. Während des Jahres erhöhten sich die Vorschüsse der Banca d'Italia an das Istituto per la Ricostruzione Industriale von 802 Millionen Lire auf 4.708 Millionen Lire, und am Jahresende wurden die Betriebskredite an das Schatzamt auf 1 Milliarde Lire und die außergewöhnlichen Vorschüsse gegen Schatzwechsel auf 2 Milliarden Lire festgesetzt. Um diese verschiedenen Vorschüsse auszugleichen, schränkte die Banca d'Italia ihre Diskontierungen und Privatvorschüsse von 8.988 Millionen Lire zu Ende des Jahres 1935 auf 2.866 Millionen Lire am Ende des Jahres 1936 ein. Diese Einschränkung war möglich, weil die Privatbanken infolge der Regierungsausgaben und der Tätigkeit des Istituto flüssig waren. So wurde eine Ausweitung des Gesamtkreditumfangs vermieden; der Notenumlauf stieg nur von 16.297 Millionen am Ende des Jahres 1935 auf 16.525 Millionen Lire am Ende des Jahres 1936, und es

ist zu bemerken, daß in der zuletzt genannten Zahl ein auf 1.480 Millionen geschätzter Betrag von Noten, die nach Ostafrika geschickt wurden, enthalten ist.

Die Banksatzerhöhungen in Dänemark und Norwegen waren mäßig; sie betrugen nur $\frac{1}{2}$ v. H. und beließen den Diskontsatz in beiden Fällen auf 4 v. H. In Dänemark wurde der amtliche Satz am 19. November 1936 infolge einer gewissen Devisenknappheit heraufgesetzt, die sich aus erhöhten Einfuhren und der Schwierigkeit, Zahlungen für die Ausfuhren nach Ländern mit Devisenbewirtschaftung zu erhalten, ergeben hatte. Die Befestigung der Geldsätze kann gleichzeitig als eine Umkehrung der in den Jahren 1933/34 zur Begünstigung der Konvertierung langfristiger Schulden unternommenen Ausweitungspolitik angesehen werden. Der Banksatz wurde im November 1933 auf $2\frac{1}{2}$ v. H. gesenkt, und die Nationalbank und der Krisenfonds (der unmittelbar von der Bank Kredite aufnahm) kauften in bedeutendem Umfang Schuldverschreibungen am offenen Markt und veranlaßten ein beträchtliches Steigen der Kurse. Im März 1935, dem Zeitpunkt der größten Ausweitung, besaß die Bank für 153 Millionen Kronen Schuldverschreibungen, und das Konto des Krisenfonds stieg auf 142 Millionen Kronen. Vom Frühjahr 1935 an begann die Nationalbank ihre Schuldverschreibungen wieder zu verkaufen, und der Banksatz wurde im August 1935 auf $3\frac{1}{2}$ v. H. erhöht. Ständige Verkäufe von Schuldverschreibungen während zwanzig Monaten verringerten den Bestand der Bank Ende Dezember 1936 auf unter 50 Millionen Kronen, d. h. auf etwa den üblichen Stand, während das Konto des Krisenfonds dadurch, daß einzelne Kredite zurückgezahlt, aber keine Schuldverschreibungen verkauft wurden, auf 130 Millionen Kronen zurückging. Der Markt der Schuldverschreibungen zeigte eine große Widerstandskraft, besonders als auch die Handelsbanken während des Jahres 1936 für etwa 50 Millionen Kronen Schuldverschreibungen verkauften. Der Erhöhung des Diskontsatzes um $\frac{1}{2}$ v. H. im November 1936 folgte eine ähnliche Erhöhung der Leihgeldsätze der Handelsbanken.

Die Erhöhung des Diskontsatzes in Norwegen hat einen ganz anderen Hintergrund. Der Eingang des Erlöses aus Anleihen in Schweden und gesteigerte Einnahmen aus gewissen Ausfuhren und namentlich aus der Schifffahrt haben die Devisenlage erleichtert, und der Devisenbestand der Norges Bank hat eine beachtliche Zunahme erfahren. Die verbesserte äußere Lage würde üblicherweise ihren Ausdruck in einer höheren Flüssigkeit der Banken gefunden haben. Der Ausdehnung der Bankeinlagen im Jahre 1935 folgte aber im Jahre 1936 ein ziemlich heftiger Rückschlag infolge der Einführung einer Steuer auf Bankeinlagen, und gegen Ende des Jahres entwickelte sich eine äußerst rege Geschäftstätigkeit auf dem Aktienmarkt mit starken Kurssteigerungen. Die Erhöhung des Banksatzes am 7. Dezember 1936 ermöglichte es den Banken, ihre Einlagensätze heraufzusetzen, was, verbunden mit einer Änderung der Bankeinlagensteuer, wie man hofft, zu einem Rückfluß der Barmittel zu den Banken führen wird.

In anderen europäischen Ländern, in denen der Diskontsatz nicht verändert wurde, war das Jahr trotzdem nicht ereignislos. Der amtliche Diskontsatz in England ist nun schon beinahe fünf Jahre lang ohne Unterbrechung auf 2 v. H. stehengeblieben (ein Satz, wie er nur in den neunziger Jahren

bestand); dennoch liegt er immer noch beträchtlich über den Marktsätzen, da z. B. der Satz für Schatzwechsel im Jahre 1936 0,58 v. H. betrug. In den ersten neun Monaten des Jahres setzte ein starker Zufluß von Geldern, namentlich aus Frankreich, ein. Während des ganzen Jahres fand eine Ausdehnung der inländischen Vorschüsse der (zehn) Clearingbanken, die um 80 Millionen Pfund Sterling, das Dreifache des Jahres 1935, stiegen. Trotz eines gewissen Rückflusses von Auslandsgeldern während der letzten drei Monate des Jahres erreichten die Gesamteinlagen der zehn ursprünglichen Verrechnungsbanken Ende 1936 den hohen Betrag von 2.238 Millionen Pfund Sterling, 500 Millionen mehr als Ende 1931. Dank des ausgleichenden Einflusses des Währungsfonds und der Goldkäufe der Bank von England hatten der Zufluß von Auslandsgeldern, die Währungsänderungen im Herbst 1936, die Auszahlung und Rückzahlung des der französischen Regierung gewährten Kredits von 40 Millionen Pfund Sterling und der weitere Kredit an die französischen Eisenbahnen im Jahre 1937 geringere Wirkung auf die Marktsätze als jahreszeitliche und markttechnische Einflüsse.

Die jahreszeitlichen Schwankungen der Einnahmen und Ausgaben des Staates sowie die Abhebungen von den Banken tragen dazu bei, den Druck auf den Geldmarkt auf Ende Juni und Ende Dezember zusammenzudrängen. Die große Spanne zwischen Banksatz und Marktsätzen hat bei der überragenden Wichtigkeit der Schatzwechsel für den Markt (der Durchschnitt dieser durch Angebot (tender) begebenen Wechsel ist viermal so hoch wie der der anderen am Geldmarkt gehandelten Wechsel) allerdings zu einer Verschiebung des jahreszeitlichen Druckes geführt. Die Schatzwechsel haben eine dreimonatige Laufzeit, und die Nachfrage der Banken nach Wechseln, die Ende Juni und Dezember fällig werden, ist sehr groß; in gewissem Maße wird so die Wirkung auf die Zinssätze umgekehrt und um drei Monate vorverlegt. Ende Juni und Dezember erneuern die Banken ihre Schatzwechsel nicht und zwingen so die Regierung, von der Bank von England Geld zu leihen.

Zu den Markteinflüssen während des Herbstes gehörte eine ungewöhnliche Steigerung der öffentlichen Einlagen (Einlagen der Regierung und anderer öffentlicher Stellen), die dazu führten, daß der Kassenbestand der Clearingbanken im Oktober auf den niedrigen Stand von 9,9 v. H. fiel. Dieser Satz ist natürlich ein Durchschnitt für alle Banken; das tatsächliche Verhältnis schwankte im Oktober zwischen 8,7 und 10,4 v. H. Es wird im allgemeinen angenommen, daß die englischen Verrechnungsbanken ihre Kassenhaltung von 10 v. H. so gut wie unverändert lassen; in Wirklichkeit sind die Schwankungen von einer Zeit zur andern und von einer Bank zur andern doch ziemlich bedeutend, und noch im April 1934 betrug das Durchschnittsverhältnis 12 v. H., während das der einzelnen Banken zwischen 7,9 und 14,6 v. H. schwankte.

In Deutschland beträgt der Diskontsatz seit $4\frac{1}{2}$ Jahren 4 v. H. Mit Ausnahme einer kurzen Zeit im Jahre 1930 ist dieser Satz der niedrigste seit dem Kriege, gegenüber einem Durchschnitt von über 7 v. H. von 1925 bis 1929, als der Zufluß von Auslandsgeldern am stärksten war. Gleichzeitig fallen die Marktsätze weiter:

Durchschnittssatz für in v. H.	Tägliches Geld	Privatdiskonten
1931	8,4	6,8
1932	6,4	4,9
1933	5,5	3,9
1934	4,4	3,8
1935	3,4	3,2

— und 1936 lagen beide Sätze etwas unter 3 v. H.

Die Einlagen bei den Berliner Großbanken stiegen von 6.120 Millionen Reichsmark im Januar 1936 auf 6.530 Millionen im Januar 1937, während die Buchkredite von 3.850 Millionen Reichsmark auf 3.600 Millionen Reichsmark fielen; dagegen hat sich der Wechselbestand von 1.660 auf 2.390 Millionen Reichsmark erhöht (echte Handelswechsel gingen indessen eher zurück; ihren Platz nahmen öffentliche Wechsel ein). Außerdem sind die Wechselverbindlichkeiten der Banken zurückgegangen und die gesamten Notrediskontierungen der Krisenzeit zurückgezahlt worden. Der Wechselbestand der Reichsbank hat sich ebenfalls bedeutend erhöht, namentlich während des Jahres 1936, in dem der Gesamtbetrag der Wechsel und Schecks von 4.498 auf 5.448 Millionen Reichsmark stieg. Diese Entwicklung zu einer Zeit, in der die Banken sehr flüssig waren und ihre Schulden zurückzahlten, ist ein Anzeichen dafür, daß (unter Umgehung der Banken) öffentliche Wechsel durch die Zentralbank in zunehmendem Maße unmittelbar diskontiert wurden.

Um die überschüssigen Gelder von dem Berliner Markt abzuschöpfen, werden von der Golddiskontbank seit dem Frühjahr 1935 rediskontierbare Solawechsel ausgestellt. Die Schwankungen im Gesamtumlauf dieser Wechsel waren folgende:

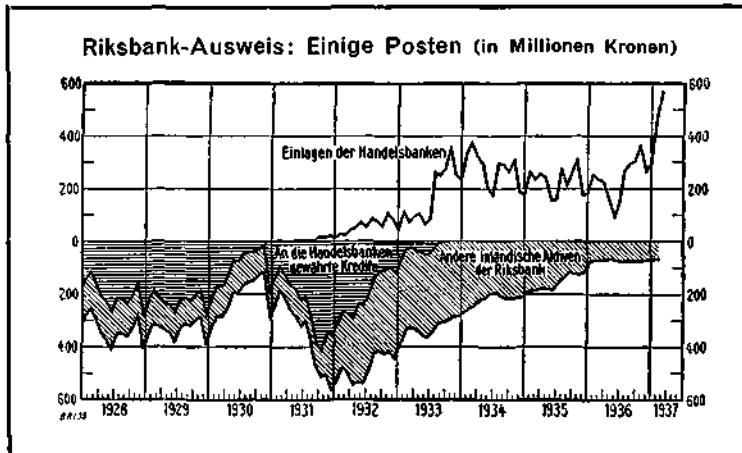
Solawechsel der Deutschen Golddiskontbank	1935	1936	1937
	in Millionen Reichsmark		
Januar	—	629	700
Februar	—	716	1.185
März	—	750	1.082
April	—	862	
Mai	202	655	
Juni	358	716	
Juli	546	396	
August	651	71	
September	495	30	
Oktober	492	406	
November	701	463	
Dezember	701	400	

Die im Frühjahr 1936 begebenen sehr hohen Beträge spiegeln die Flüssigkeit des Marktes wider. Das Herabsinken auf die niedrigen Ziffern Ende August und September 1936 hängt mit der Auflegung von Reichsschatzanweisungen zusammen; die damalige vorübergehende Verknappung des Marktes war im Oktober vorüber.

In Belgien legte das Institut de Réescompte et de Garantie im Laufe des Jahres mehrfach Wechsel zum Angebot (tender) auf; die Sätze, die zwischen 0,425 und 1,25 v. H. schwankten, sind auf dem Brüsseler Markt noch nicht

dagewesen. Der Banksatz wurde zwei Jahre lang auf 2 v. H. belassen.

Die Flüssigkeit des Marktes in Stockholm, die mehrere Jahre lang ein besonderes Merkmal der schwedischen Verhältnisse war, wurde zu Beginn des Jahres 1937 noch ausgeprägter. Vor 1932 hatten die schwedischen Banken,

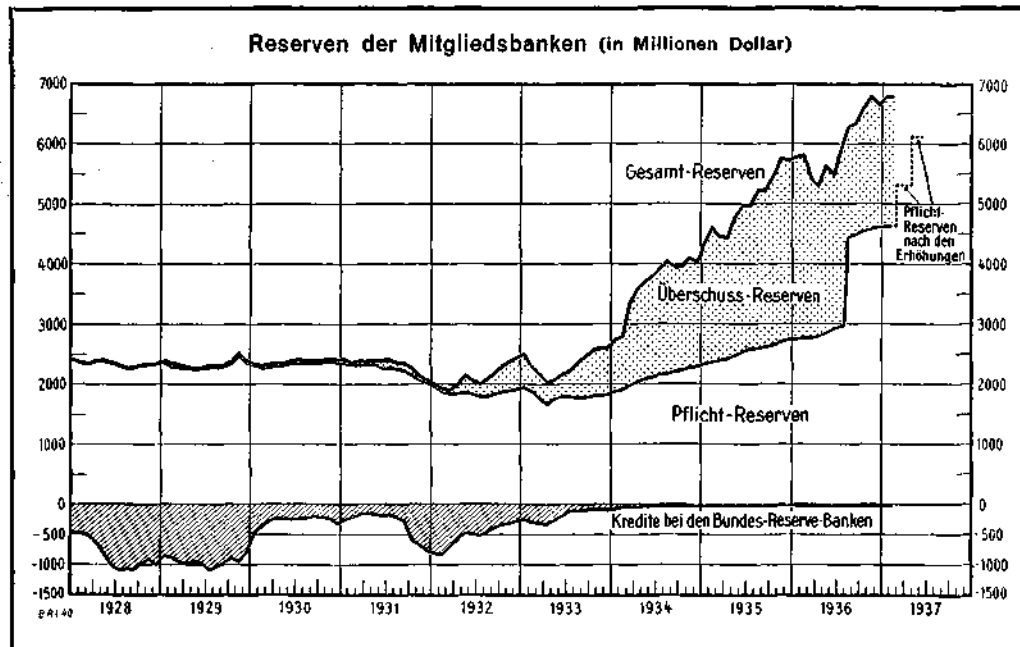


wie das Schaubild zeigt, bei der Riksbank, der sie gewöhnlich mit etwa 200 Millionen Kronen verschuldet waren, Barguthaben in geringer Höhe. Vom Herbst 1931 ab wurden die Schulden der Banken rasch zurückgezahlt, und von Mitte 1933 (als die Krone zum Satz von

19,40 an das Pfund Sterling angehängt wurde) bis Anfang 1936 betrugen die Kassenbestände der Bank ungefähr 200 bis 300 Millionen Kronen. Die sonstigen Aktiven der Schwedischen Reichsbank fielen langsamer und spiegeln die von der Regierung der Skandinaviska Kreditaktiebolaget gegebene, jetzt vollständig zurückgezahlte Unterstützung wider. Zur Zeit betragen die gesamten inländischen Aktiven der Riksbank weniger als 100 Millionen Kronen, während die Guthaben der Handelsbanken im März 1937 auf 590 Millionen Kronen gestiegen sind. Die gesamten Kassenbestände aller Banken beliefen sich Ende März 1937 auf 755 Millionen Kronen, wovon 635 Millionen Kronen auf die drei größten Banken entfielen. Zur Verringerung der vorhandenen flüssigen Mittel ist das Nationale Schuldenamt ermächtigt worden, der Riksbank Wechsel und Schuldverschreibungen zum Verkauf am Markt zur Verfügung zu stellen. Es sind auch Mindestpflichtkassenbestände für laufende Rechnungen bei Handelsbanken vorgeschlagen worden; dieser Vorschlag steht noch zur Beratung (April 1937).

Wenn auch außerhalb Europas nirgends eine Diskonterhöhung erfolgt ist, so sind doch, namentlich in den Vereinigten Staaten, wichtige, die Kreditverhältnisse berührende Maßnahmen getroffen worden. Die Rediskontsätze der Bundes-Reserve-Banken sind seit Mai 1935 unverändert geblieben; Newyork und Cleveland berechnen $1\frac{1}{2}$ v. H., die übrigen zehn Banken 2 v. H.; der Mindestankaufsatz der Newyorker Reserve-Bank für 90tägige Bankakzepte (der am meisten den Diskontsätzen europäischer Zentralbanken entspricht) steht unverändert auf $\frac{1}{2}$ v. H., wie er im Oktober 1933 festgesetzt wurde (trotzdem im März 1937 die Marktsätze über diesen Stand hinauszugehen neigten). Wenn die Sätze für kurzfristiges Geld auch auf einem sehr niedrigen Stand bleiben, so sind doch Maßnahmen getroffen worden, um die Überschußreserven der Mitgliedsbanken, die möglicherweise die Grundlage für eine gefährliche Kreditausweitung bilden, auszuschalten.

Die Frage der Überschußreserven ist verhältnismäßig neu. Von 1925 bis 1929 war die Lage so, daß von den $2\frac{1}{4}$ — $2\frac{1}{2}$ Milliarden Dollar Reserven, die die Mitgliedsbanken bei den Bundes-Reserve-Banken gesetzlich zu halten verpflichtet waren, 1—2 Milliarden Dollar von den Reserve-Banken geliehen waren. Alles in allem hatten die Mitgliedsbanken nicht nur keine „Überschuß“-



Reserven, sondern hatten sogar etwa 40 v. H. ihrer „Pflicht“-Reserven geliehen. Überschußreserven gibt es erst seit 1932 nach den riesigen Käufen von Staatspapieren durch die Reserve-Banken, und bis 1933 stiegen sie auch nicht rasch an. Der Board of Governors of the Federal Reserve System erklärte im Januar 1937: „In der Zeit zwischen den Bankfeiertagen im Jahre 1933 und dem 24. Dezember 1936 ... belief sich der Goldzufluß insgesamt auf etwa 4 Milliarden Dollar. Dieser Goldzufluß bewirkte, daß sich die Reserven der Mitgliedsbanken und die Guthaben bei ihnen um den gleichen Betrag erhöhten. Der Gesamtbetrag der Einlagen bei Banken und Postsparkassen, zuzüglich des Geldes außerhalb der Banken, ist heute um 2 Milliarden Dollar größer als im Sommer 1929 ...“

Die gesamten Reserven der Mitgliedsbanken stiegen im Jahre 1936 auf 6 Milliarden Dollar, d. h. auf das Doppelte der gesetzlich geforderten Reserven; und wenigstens theoretisch haben sich wohl auch die Bankguthaben verdoppelt. Diese Lage barg Gefahren, die schon erkannt wurden, als das Bankengesetz vom Jahre 1935 (das die Notmaßnahmen des Agricultural Relief Act von 1933 mit Änderungen annahm) dem Board of Governors Vollmacht gab, die Pflichtreserven der Mitgliedsbanken auf nicht mehr als das Doppelte der damaligen zu erhöhen, „um eine schädliche Kreditausweitung zu verhindern“. Der Board beschloß, daß vom 16. August 1936 ab das Verhältnis der Pflichtreserven zu den Bankguthaben um 50 v. H. zu erhöhen sei. Da die Goldeinfuhr im Herbst 1936 andauerte, beschloß der Board, seine Vollmacht ganz auszunutzen, und ordnete eine Erhöhung um weitere 50 v. H. an (womit er also die ursprünglichen Sätze verdoppelte), die je zur Hälfte am 1. März und 1. Mai 1937 vorzunehmen ist. Die Aufsaugung der Überschußreserven in dieser Weise statt durch den Verkauf von Staatspapieren, wie der Advisory Council des Bundes-Reserve-Systems im November 1935 empfohlen hatte, wurde

beschlossen, weil die Änderungen der Hundertsätze alle Mitgliedsbanken ohne Rücksicht auf den Stand ihrer Reserven berühren „und infolgedessen vorgenommen werden sollten, solange die Reserven weit verteilt sind“.

Vom 1. Mai 1937 ab müssen die Mitgliedsbanken in Neuyork und Chikago als Guthaben bei den Reserve-Banken 26 v. H. ihrer Sichteinlagen unterhalten; in den anderen „Reservestädten“ müssen 20 v. H. und in ländlichen Bezirken 14 v. H. gehalten werden. Die Einlagen auf Zeit müssen überall durch eine Reserve von 6 v. H. gedeckt sein. Es war erwartet worden, daß die im Jahre 1937 angeordnete weitere Erhöhung nach ihrer Durchführung die Überschußreserven auf etwa 500 Millionen Dollar sinken lassen würde, gegenüber einem Betrag von mehr als 3 Milliarden Dollar Anfang August 1936; weitere Wertpapierkäufe der Reserve-Banken im April 1937 werden diese Schätzung wohl etwas ändern.

In seiner Erklärung vom 31. Januar 1937 gab der Board der Ansicht Ausdruck, daß „der gegenwärtige Umfang der Einlagen, wenn diese einen Umsatz wie vor der Krise zeigen, ausreicht, um eine bedeutend größere Geschäftstätigkeit, als sie heute besteht, zu ermöglichen. Um den Wiederaufbau der Wirtschaft aufrechtzuerhalten und auszudehnen, brauchen daher der Handel, die Industrie und die Landwirtschaft des Landes eher eine bessere und ertragreichere Ausnutzung als weitere Erhöhungen der jetzt vorhandenen Einlagen“.

Die Erhöhung des Satzes der Pflichtreserven bezieht sich nur auf die Mitgliedsbanken des Bundes-Reserve-Systems. Es ist zwar richtig, daß die Bedeutung der Mitgliedsbanken seit der Schließung der Banken im Jahre 1933 gestiegen ist, aber Ende Juni 1936 betrugen die Einlagen der Mitgliedsbanken (außer den gegenseitigen Einlagen) nur 34 Milliarden Dollar bei einem Gesamtbetrag aller Banken von 51 Milliarden Dollar — 10 Milliarden Dollar gehörten Sparbanken auf Gegenseitigkeit und 7 Milliarden Dollar anderen Nichtmitgliedsbanken. Der Jahresbericht der Federal Deposit Insurance Corporation für 1936 lenkt die Aufmerksamkeit auf diese Uneinheitlichkeit. Tatsächlich unterhielten aber die Nichtmitgliedsbanken die meisten ihrer Reserven bei Mitgliedsbanken, so daß im Endergebnis die Reserven der Mitgliedsbanken die Reserven für alle Einlagen in den Vereinigten Staaten darstellen.

An der Börse wurden im Jahre 1936 ebenfalls Maßnahmen zur Einschränkung einer möglichen Kreditausweitung getroffen unter dem Securities Exchange Act von 1934. Der Federal Reserve Board setzte die Bareinschüsse für Wertpapierkäufe verhältnismäßig stark herauf — 55 v. H. des Börsenwertes der Papiere müssen von den Kunden bei ihren Maklern hinterlegt werden, und die Banken müssen eine ähnliche Grenze festsetzen. Verschiedene andere Regelungen sind noch getroffen worden.

Eine besondere Erscheinung des Jahres war die Steigerung der Handelskredite bei allen Mitgliedsbanken, was aus der Erhöhung des Postens „Andere Ausleihungen“ um 1.035 Millionen Dollar hervorgeht (1935 eine Erhöhung um nur 300 Millionen Dollar); trotzdem bleibt der Gesamtbetrag von 6,04 Milliarden Dollar Ende 1936, wenn er auch der höchste ist seit den „Bankfeiertagen“ von 1933, gering im Vergleich zu früheren Jahren und zu dem Umfang der für Ausleihungen zur Verfügung stehenden Mittel. Die Erhöhung der Handelskredite

zeigt im allgemeinen eine zusätzliche Nachfrage nach Geld von Seiten der Erzeuger und Verteiler von Waren an. Eine weitere Erklärung ist der erhöhte Bestand an Finanzierungswechseln; es scheint aber, daß diese Erhöhungen nicht den Hauptposten bei dem Steigen der „Anderen Ausleihungen“ ausmachen. Die veröffentlichten Geschäftsausweise von fünfzehn der hauptsächlichsten Finanzierungsgesellschaften lassen erkennen, daß am 30. Juni 1936 der Gesamtbetrag der von solchen Gesellschaften gewährten Kredite sich auf etwa 1,2 Milliarden Dollar belief, ein Betrag, der um 45 v. H. größer ist als im Jahre 1929 und drei- oder viermal so groß wie im Jahre 1932. Der von diesen Gesellschaften

Kredit- gewährung durch 15 Finanzierungs- gesellschaften	12 Motoren- Industrie	3 verschiedene Industrien	Zusammen
	in Millionen Dollar; Jahresende		
1929	677	152	829
1932	275	63	338
1933	368	80	448
1934	500	101	601
1935	715	155	870
1936 (30. Juni)	971	225	1.196

gewährte Kredit dient in erster Linie zur Finanzierung des Verkaufs von Kraftwagen, aber auch verschiedener anderer Waren, wie Heizungs- und Lüftungsapparate, Kühlschränke und andere Haushaltsgeräte. Die Finanzierungs-Gesellschaften erhalten etwa zwei Drittel ihrer Mittel durch

Bankkredite und den Verkauf von Schuldscheinen. Diese Zahlen können als eine gewisse Erklärung für den Umfang und die Bewegung des Verbraucherkredits in den Vereinigten Staaten gelten. Der Kaufsturz der Verbraucher wurde im Jahre 1936 ein einmaliger Antrieb gegeben durch die Auszahlung des „Soldiers' Bonus“ im Juni und die Durchführung des Steuergesetzes, das nichtverteilte Gewinne besteuerte, so daß die im November erklärten Dividenden sich auf 880 Millionen Dollar beliefen, gegenüber 400 Millionen Dollar im November 1935 (Dezember 1936 440 Millionen Dollar gegen 300 Millionen Dollar).

Dagegen zeigt der durch Regierungsstellen gewährte Kredit Neigung zur Abnahme, wie die folgenden Zahlen der ausstehenden Ausleihungen dreier bedeutender Kreditgesellschaften zeigen, die vollständig von der amerikanischen Regierung finanziert werden:

in Millionen Dollar	Ende 1935	Ende 1936
Reconstruction Finance Corporation	1.401	1.174
Commodity Credit Corporation	271	212
Public Works Administration	165	129
	<u>1.837</u>	<u>1.515</u>

Im Juli 1936 wurden die Zinssätze auf Ausleihungen der Reconstruction Finance Corporation gesenkt, Ausleihungen an Banken von 4 auf 3 v. H. und die anderen entsprechend. Vom Oktober ab wurde auch der von Banken für die bei der Reconstruction Finance Corporation hinterlegten Vorzugsaktien, Schuldscheine und Schuldverschreibungen zu zahlende Zins auf 3 v. H. ermäßigt.

In Neuyork, wo einzelne Sätze in den letzten Jahren außergewöhnlich niedrig gewesen waren, zogen die kurzfristigen Sätze etwas an, besonders in den ersten Monaten des Jahres 1937. Einen Maßstab für die Befestigung

geben die folgenden kennzeichnenden Beispiele: tägliches Börsengeld (Call Loans) stieg von $\frac{3}{4}$ v. H. zu Beginn des Jahres 1936 auf 1 v. H. im Juni und neunzig tägige Bankakzepte von $\frac{1}{8}$ bis $\frac{3}{16}$ v. H. im Juli 1936 auf $\frac{1}{4}$ v. H. im Januar, $\frac{5}{16}$ v. H. im Februar und auf $\frac{7}{16}$ v. H. im März 1937; amerikanische Schatzwechsel (273 Tage) wurden im Jahre 1936 zu $\frac{1}{4}$ v. H. und darunter untergebracht, während von Anfang 1937 ab eine allmähliche Steigerung diesen Satz bis zu 0,7 v. H. zu Ende März heraufbrachte.

An die neuen Zentralbanken in Kanada, Neuseeland, Indien und Argentinien mit Banksätzen zwischen 2 und $3\frac{1}{2}$ v. H. wurden geringe oder keine Rediskontierungsanforderungen gestellt; die Verfassung der Handelsbanken in diesen Ländern ist nämlich außergewöhnlich flüssig. In Kanada halten die Banken das Doppelte des gesetzlich vorgeschriebenen Mindestkassenbestandes, in Neuseeland und Indien das Dreifache der Pflichtreserven. Die Kassenreserven der Banken in Argentinien haben sich nicht nennenswert über den gesetzlichen Mindestbetrag hinaus erhöht, obwohl der Gold- und Devisenbestand des Banco Central während des Jahres um 170 Millionen Peso zugenommen hat. Wie im letzten Jahresbericht ausgeführt, besaß der Banco Central bei seiner Gründung im Mai 1935 400 Millionen Peso 3 % konsolidierte Schatzanweisungen, von denen bis Dezember 1935 180 Millionen am Markt verkauft worden waren. Während des Jahres 1936 wurde auch der Rest von 220 Millionen verkauft, um den überschüssigen Kassenbestand der Banken abzuschöpfen. Es wurde zu Beginn des Jahres 1937 bekanntgemacht, daß jeder weitere Zufluß durch Schatzwechselverkäufe ausgeglichen werden würde. Der Banksatz ist bei $3\frac{1}{2}$ v. H. gehalten worden, während der Satz für nicht-rediskontierbare Schatzwechsel, deren allmonatliche Zeichnung zu einer regelmäßigen Erscheinung in Buenos Aires geworden ist, im Laufe des Jahres bis zum Dezember zurückgegangen ist und 30 tägige Wechsel zu 2 v. H. und 90 tägige Wechsel zu $2\frac{1}{2}$ v. H. untergebracht wurden.

Die Reserve-Bank von Indien hielt ihren amtlichen Diskontsatz bei 3 v. H., wobei allerdings keine Fühlung mit dem Markt vorhanden war, auf dem der Durchschnittssatz für Schatzwechsel im Jahre 1936 unter $\frac{3}{4}$ v. H. lag. Ähnlich verhält es sich in Kanada, wo die Bank von Kanada ihren Satz unverändert auf $2\frac{1}{2}$ v. H. gehalten hat und der Satz für Schatzwechsel von $1\frac{1}{4}$ v. H. zu Beginn des Jahres 1936 auf unter $\frac{3}{4}$ v. H. im Dezember gesunken ist. Im Laufe des Jahres haben sich die Barguthaben der Banken infolge von Wertpapierkäufen der Zentralbank erhöht. Geld wird immer billiger, und die Banken vergüten keine Zinsen in laufender Rechnung mehr, während der Satz für Sparkasseneinlagen um ein weiteres $\frac{1}{2}$ v. H. auf $1\frac{1}{2}$ v. H. herabgesetzt wurde. Die Sätze für Leihgeld sind ebenfalls zurückgegangen, dagegen kosten Lombardvorschüsse beispielsweise noch immer 5 bis 6 v. H. Das Abänderungsgesetz für die Reserve-Bank von Neuseeland vom April 1936, auf Grund dessen die Reserve-Bank verstaatlicht wurde, dehnte die Möglichkeiten, bei der Bank Geld aufzunehmen, auch auf den Staat und die staatlichen Betriebe aus. Der Betrag der Vorschüsse an den Staat und die staatlichen Betriebe erhöhte sich von Null in der ersten Hälfte des Jahres auf 8 Millionen neuseeländische Pfund im Dezember 1936; außerdem erhöhte die Bank ihre Anlagen um 1 Million neuseeländische Pfund. Im Laufe des Jahres stieg

die Notenausgabe um 3 Millionen neuseeländische Pfund, die Bankierguthaben erhöhten sich um $1\frac{1}{2}$ Millionen neuseeländische Pfund, und in der selben Zeit fiel der Pfund-Sterling-Bestand um 5 Millionen neuseeländische Pfund. Die Kassenreserven der Handelsbanken beliefen sich Ende 1936 auf 11 Millionen neuseeländische Pfund, während der gesetzlich vorgeschriebene Mindestbetrag unter $3\frac{1}{2}$ Millionen neuseeländische Pfund lag. Auf Grund des oben erwähnten Abänderungsgesetzes hat der Gouverneur der Reserve-Bank „der mit der Ermächtigung des Finanzministers handelt“, Vollmacht, die Pflichtreserven der Banken zu erhöhen. Der Diskontsatz wurde Mitte des Jahres 1936 von $2\frac{1}{2}$ auf 2 v. H. herabgesetzt.

Die südafrikanischen Handelsbanken haben lange Zeit große Überschußreserven bei der Reserve-Bank gehabt. Im Jahre 1932 erreichten die Banken mit 4 Millionen südafrikanische Pfund gerade ihre gesetzlich vorgeschriebenen Reserven. Ende Dezember 1932 wurde die Goldwährung aufgehoben, und in den folgenden Monaten stiegen die Bankenguthaben auf über 20 Millionen südafrikanische Pfund. Im Februar 1936 erreichten sie mit 33 Millionen südafrikanische Pfund ihren höchsten Punkt, etwa viermal soviel wie der gesetzliche Mindestbetrag, der etwas unter 8 Millionen südafrikanische Pfund betrug; im September sanken sie dann aber ziemlich rasch unter 18 Millionen südafrikanische Pfund. In den sechs Monaten bis zum 30. September 1936 nahmen die Banken für 8 Millionen südafrikanische Pfund Wertpapiere auf. Wie im 2. Teil dieses Kapitels erwähnt wird, legte die Regierung eine innere Anleihe auf, um fällige Verbindlichkeiten in London zurückzuzahlen, und verminderte so gleichzeitig die inneren und äußeren flüssigen Mittel. Die Bankenguthaben erhöhten sich trotzdem bald wieder auf mehr als 20 Millionen südafrikanische Pfund und stiegen auch in den ersten Monaten des Jahres 1937 weiter. Der Banksatz steht seit 1933 unverändert auf $3\frac{1}{2}$ v. H.

Wenn auch der Satz der Commonwealth Bank von Australien für Vorschüsse seit 1934 mit $4\frac{1}{4}$ v. H. unverändert geblieben ist, so haben sich doch die kurzfristigen Sätze in Australien merklich befestigt, wie sich aus der im März 1936 vorgenommenen Erhöhung von 1 auf 2 v. H. der Sätze für Einlagen auf drei Monate fest bei der Commonwealth Bank selbst ergibt. Die Befestigung der Sätze ist auf die dauernde Ausdehnung der Ausleihungen der Handelsbanken zurückzuführen, die von der Commonwealth Bank nicht gefördert wurde. Bei zurückgegangenen Beständen an Barkasse und anderen flüssigen Mitteln ist die Lage der Handelsbanken angespannter geworden, und ihre Sollsätze sind auf $5\frac{1}{2}$ v. H. erhöht worden, obwohl seit einiger Zeit eine gewisse Entspannung als Folge der günstigeren Entwicklung der Ausfuhrmärkte unverkennbar ist.

Der Banksatz in Japan wurde im April 1936 von 3,65 auf 3,29 v. H. ermäßigt; auch die Marktsätze in Tokio und die Sätze für Bankeinlagen gingen während des Jahres zurück. Geld war das ganze Jahr hindurch billig; der Zwischenfall im Februar 1936 hatte nur einen vorübergehenden Einfluß.

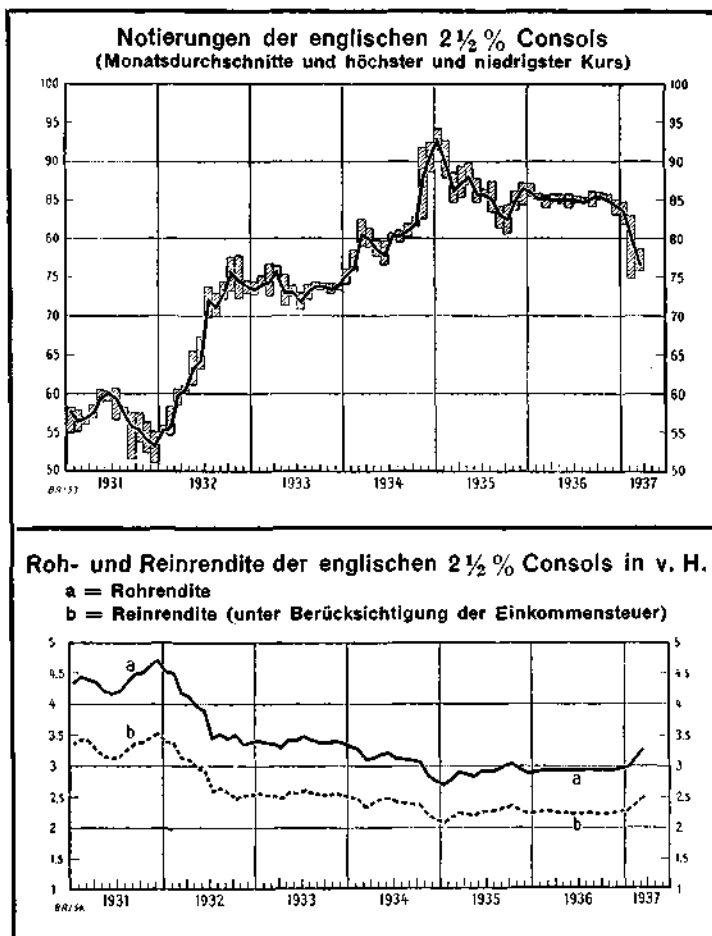
Wenn auch auf einzelnen Märkten die kurzfristigen Zinssätze während des Jahres etwas gestiegen sind, so war doch das allgemeine Kennzeichen ein

hoher Grad von Flüssigkeit. In vielen Plätzen sammelten sich große Reserven der Handelsbanken an; in manchen Fällen sind außergewöhnliche Maßnahmen ergriffen worden, um die bereits bestehende Kreditgrundlage zu verengern und gefährliche Erweiterungen in der Zukunft zu verhindern. Es ist beachtenswert, daß das Verfahren, ein Mindestverhältnis für die Kassenreserven gesetzlich vorzuschreiben, das ursprünglich eingeführt wurde, um die Aufrechterhaltung einer ausreichenden Flüssigkeit der Banken zu sichern, in eine Waffe zur Herabsetzung ihrer Flüssigkeit umgewandelt wird. In vielen Beziehungen ist die jetzige Lage jedoch ohne jedes Beispiel; niemals vorher ist ein Versuch in so großem Maßstab gemacht worden, die Barguthaben festzulegen, und namentlich die Einflüsse von Golderwerbungen unwirksam zu machen. Es werden Maßnahmen ergriffen, um den Kreditumfang einzuschränken, während der für den Kredit zu zahlende Preis (der Zinssatz) bisher kaum erhöht worden ist.

2. DIE KAPITALMÄRKTE.

Die neueste Entwicklung der langfristigen Zinssätze bewegt sich in der Richtung einer Verringerung des Unterschiedes zwischen den in den verschiedenen Teilen der Welt geltenden Sätzen. Während in den letzten Monaten ein Anziehen der Rendite langfristiger Staatsschuldverschreibungen am englischen, amerikanischen und einigen anderen Märkten, wo die Sätze schon verhältnismäßig sehr niedrig waren, zu beobachten war, nahm die Konvertierung von Schulden auf niedrigere Zinssätze in einer großen Zahl anderer Länder, wo die Abwärtsbewegung vorher nicht so ausgeprägt war, ihren Fortgang.

Die höchsten Notierungen englischer Staatspapiere wurden im Januar 1935 erreicht, als Stimmungskäufe die Kurse übermäßig in die Höhe trieben; auf einen etwa neun Monate dauernden Rückgang folgte eine Zeit verhältnismäßiger Stetigkeit während des Jahres 1936. Eine plötzliche Schwäche trat auf dem Markt der goldgeränderten Wertpapiere zu Beginn des Jahres 1937 ein, als in wenigen Wochen die Rendite der englischen Staatspapiere um fast $\frac{1}{2}$ v. H. stieg. Diese Schwäche mag einer Reihe von Ursachen zuzuschreiben sein, die Gelder zum Markt brachten; Stimmungsmäßig hatte die Ankündigung der Kreditaufnahme für die Durchführung des Rüstungsplanes zweifellos einen starken Einfluß auf die Geldgeber. Das Schaubild auf der folgenden Seite zeigt die Notierungen der $2\frac{1}{2}\%$ Consols, die wegen ihrer Bedeutung und Untilgbarkeit ein sehr empfindlicher Stimmungsanzeiger für den Londoner Markt sind. Diese Papiere fielen in den ersten beiden Monaten des Jahres 1937 um 10 Punkte, während im ganzen Jahr 1936 die Schwankung nur $4\frac{1}{2}$ Punkte betragen hatte. Bei der niedrigsten Notierung von 74, die im Februar 1937 erreicht wurde, waren die Consols 20 Punkte unter den höchsten Stand vom Januar 1935 gesunken (der ungefähr den Schluß der großen Wertpapierkäufe durch die Handelsbanken bildete) und hatten den Stand von Anfang 1934 wieder erreicht. Die Bewegung anderer langfristiger festverzinslicher Wertpapiere war nicht so stürmisch, zeigte aber im Grunde den gleichen Entwicklungszug. Erschwerte



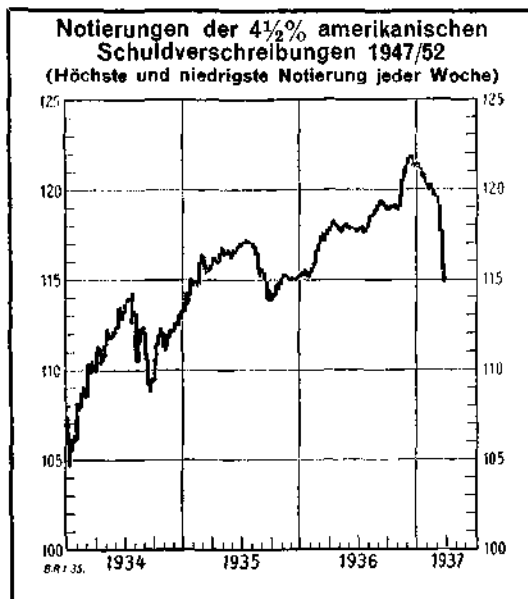
Bedingungen für langfristige Kredite kündeten sich in London schon im November 1936 an, als 100 Millionen Pfund Sterling 2¾ % Fundierungsschuldverschreibungen mit einer Laufzeit von 16 bis 21 Jahren zum Kurse von 98½ aufgelegt wurden. Diese Bedingungen waren fraglos ungünstiger für das Schatzamt als die der 200-Millionen-Anleihe vom Dezember 1935, die bei 2½ v. H. und einer Laufzeit von 20 bis 25 Jahren zum Kurse von 96½ angeboten wurde. Diese frühere Anleihe wurde jedoch zum großen Teil von amtlichen und halbamtlichen Stellen aufgenommen, und trotz der Erhöhungen

des „tap price“ (das ist der Preis, zu dem die Wertpapiere dem Markt von einer amtlichen Stelle angeboten werden) zur Vorbereitung der neuen Anleihe stand die Notierung im November 1936 3 Punkte unter dem ursprünglichen Ausgabekurs.

In den Vereinigten Staaten ging die Rendite der Schatzanweisungen während des Jahres 1936 weiter zurück; ein Umschwung trat erst im ersten Vierteljahr 1937 ein. Die Durchschnittsrendite für alle umlaufenden Schatzanweisungen, die nach Ablauf von acht Jahren fällig oder kündbar sind, fiel von 2,73 v. H. im Dezember 1935 auf 2,27 v. H. im Dezember 1936. Bei einem Vergleich der Sätze zwischen Neuyork und London ist es wichtig, sich ins Gedächtnis zu rufen, daß die amerikanischen Staatspapiere mit Steuerbefreiungsrechten ausgestattet sind, während sich für den Besitzer englischer Staatspapiere die Einkommensteuer auf den Ertrag stark auswirkt, wie das obenstehende Schaubild zeigt. Das amerikanische Schatzamt hat während des Jahres seinen Konsolidierungsplan weiter durchgeführt. Die kurzfristige Verschuldung aus Schuldscheinen, Zertifikaten und Wechseln wurde um 1,8 Milliarden Dollar auf 13,1 Milliarden Dollar verringert, trotz Erhöhung der gesamten verzinslichen Schuld um 4,1 Milliarden auf 33,7 Milliarden Dollar. In der Zwischenzeit wurden die Laufzeiten der Schuldverschreibungen verlängert:

Ausgabezeit	Fälligkeit
1935 September	10—12 Jahre
1936 März	12—15 „
„ Juni	15—18 „
„ September	20—23 „

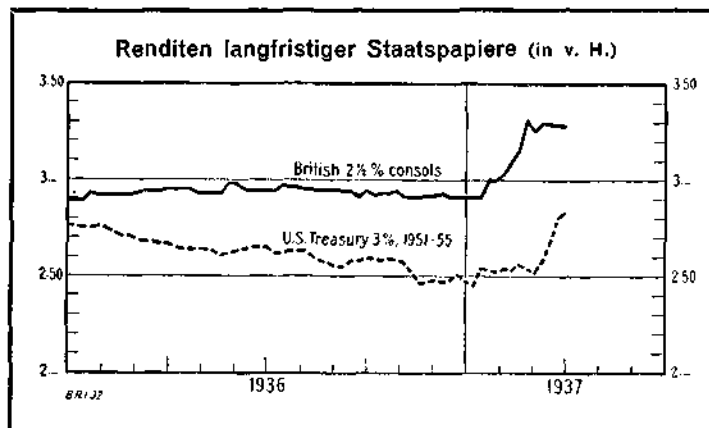
Der Zinssatz betrug in allen Fällen $2\frac{3}{4}$ v. H. Im Dezember 1936 wurden jedoch Schuldverschreibungen zu $2\frac{1}{2}$ v. H. mit einer Laufzeit von nur 13 bis 17 Jahren ausgegeben; eine andere Anleihe zu ähnlichen Bedingungen wurde im März 1937 für Konvertierungszwecke aufgelegt. Zu jener Zeit bekamen die hochwertigen Anleihen bereits den Wechsel der Marktlage zu spüren, und namentlich der Markt der Stadtanleihen war infolge der Neuausgaben verstimmt. Zunächst wurden die Staatsanleihen nicht berührt; doch erweiterte sich die Spanne zwischen den Renditen immer mehr. Mehrere Einflüsse machten sich am Markt geltend: die kurzfristigen Sätze in Neuyork zeigten Anzeichen einer Versteifung; es wurden Vorbereitungen für das Inkrafttreten der neuen Maßnahmen zur Herabsetzung der Überschußreserven der Mitgliedsbanken getroffen; auch wirkte sich die auf dem Londoner Markt der goldgeränderten Anleihen erfolgte Anpassung nach unten stimmungsmäßig aus. Während aber die Anlagen der elf Londoner Clearingbanken in den sechs Monaten bis Januar 1937 um 30 Millionen Pfund Sterling zunahmen, nachdem sie in den vorhergehenden sechs Monaten nur um 10 Millionen Pfund Sterling gestiegen waren, verzeichneten alle Mitgliedsbanken des Bundes-Reserve-Systems, nachdem sie ihren Bestand an amerikanischen Staatsschuldverschreibungen (unmittelbaren und mittelbaren) im ersten Halbjahr 1936 um 1,4 Milliarden Dollar erhöht hatten, in der zweiten Hälfte des Jahres einen Rückgang von über 125 Millionen Dollar. Die Neuyorker Banken verkauften für 555 Millionen Dollar, während andere Banken für 430 Millionen Dollar kauften. Die Verringerung des Bestandes der Banken an amerikanischen Staatsschuldverschreibungen



nahm im Jahre 1937 ihren Fortgang: die Mitgliedsbanken, die Wochenberichte veröffentlichen, hatten in den ersten drei Monaten des Jahres 1937 einen Rückgang von 885 Millionen Dollar zu verzeichnen, gegenüber einem Rückgang von 320 Millionen Dollar in den letzten sechs Monaten des Jahres 1936. Der Rückgang seit Anfang 1937 zeigte sich bei den auswärtigen Banken und in Neuyork, und im Februar und März traten als Verkäufer sowohl Banken wie auch andere Besitzer auf. Die Bundes-Reserve-Banken haben unlängst den Anteil ihres Bestandes an amerikanischen Staatsanleihen (635 Millionen Dollar Ende März 1937 gegen 265 Millionen Dollar ein Jahr vorher)

an ihrem Gesamtbesitz von 2.430 Millionen Dollar amerikanischen Staatsschuldverpflichtungen auf Kosten der kürzerfristigen Schuldscheine und Wechsel erhöht. Anfang April 1937 kündigte der Offenmarktausschuß des Federal Reserve Board an, daß er, „um seinen Einfluß zur Schaffung geordneter Verhältnisse am Geldmarkt geltend zu machen“ und um die ordnungsmäßige Anpassung der Mitgliedsbankreserven an die neuen Vorschriften zu erleichtern, Käufe amerikanischer Staatsschuldverschreibungen am offenen Markt „in angemessener Höhe und zu passenden Zeiten vornehmen würde“. In den ersten beiden Wochen des Monats April 1937 nahm das Reserve-System für 56 Millionen Dollar amerikanische Staatsschuldverschreibungen auf und erhöhte so zum erstenmal seit über drei Jahren seinen Gesamtbestand an diesen Wertpapieren. Als Beispiel für den allgemeinen Entwicklungszug des Marktes mag erwähnt werden, daß die $4\frac{1}{4}\%$ Schuldverschreibungen 1947/52 von dem am 12. Dezember 1936 erreichten bisher höchsten Punkt, nämlich $121\frac{7}{8}$, auf etwa 120 im Februar und plötzlich auf 115 gegen Ende März und auf $113\frac{1}{2}$ (dem niedrigsten Punkt seit Ende 1934) am 2. April 1937 fielen. An diesem Tage erreichten die oben erwähnten $2\frac{1}{2}\%$ Schuldverschreibungen $96\frac{1}{4}$ gegenüber $101\frac{3}{4}$ in der zweiten Februarwoche 1937.

Etwa 14 Milliarden Dollar der amerikanischen zinstragenden Staatsschuld von 33,7 Milliarden zu Ende 1936 werden in den nächsten fünf Jahren fällig. Es ist unlängst darauf hingewiesen worden, daß fast die gesamte amerikanische Staatsschuld innerhalb der nächsten fünfundzwanzig Jahre fällig wird, während in England etwa 70 v. H. der inneren Staatsschuld entweder unkündbar durch den Besitzer oder von längerer Laufzeit sind, ein weiterer Umstand, der einen internationalen Vergleich der langfristigen Zinssätze äußerst



schwierig macht. Vorbehaltlich der gegen einen Vergleich zu erhebenden Einwände, zeigt das nebenstehende Schaubild die Entwicklung der Renditen der Consols (Rohrendite) in London und der 3 % amerikanischen Schatzbonds 1951/55 in Neuyork seit Anfang 1936.

Die fortschreitende Konsolidierung schwebender Schulden hat den Kapitalmarkt in Deutschland weiter gekennzeichnet, wo die Spargelder sorgfältig zu den Staatspapieren hingelenkt wurden. Im Juli und November 1936 und im Februar 1937 wurden 700, 600 und 700 Millionen Reichsmark Schatzanweisungen zum Kurse von $98\frac{3}{4}$ mit einer durchschnittlichen Laufzeit von neun Jahren begeben. Seit 1933 sind von der kurzfristigen Schuld des Reiches insgesamt etwa 5 Milliarden Reichsmark konsolidiert worden. Trotzdem ist der ausstehende Betrag noch beträchtlich. Zu Beginn des Jahres 1937 wurde das Verbot neuer Industrieanleihen für verhältnismäßig große Beträge, die von

Unternehmungen, die für den Vierjahresplan arbeiten, gebraucht werden, aufgehoben. Außerdem wurde im Dezember 1936 eine $4\frac{1}{2}\%$ preußische Anleihe von 200 Millionen Reichsmark zum Kurse von $97\frac{1}{4}$ — $97\frac{1}{2}$ begeben, wovon 40 Millionen der Beschaffung neuen Geldes dienten.

Der nach der Abwertung einsetzende Geldrückfluß in die Niederlande und die Schweiz entlastete die Kapitalmärkte dieser Länder erheblich, ließ den langfristigen Zinssatz in beiden Ländern Ende 1936 auf 3 bis $3\frac{1}{2}\%$ v. H. sinken und lieferte so die Grundlage für spätere Konvertierungen von Staatsanleihen. Noch vor der Abwertung wurde am schweizerischen Markt eine 3% Wehranleihe zum Nennwert begeben und überzeichnet; in diesem Falle waren allerdings für die Bevölkerung vaterländische Beweggründe und Steuerbefreiungsrechte besonders ausschlaggebend.

Die Beharrlichkeit, mit der französisches Kapital ausgeführt wurde und im Auslande blieb, erschwerte die Herabsetzung des langfristigen Zinssatzes in Frankreich ungeheuer. Im Dezember 1936 wurde ein Vertrag unterzeichnet, durch den 3 Milliarden Franken von dem Buchgewinn aus der Neubewertung des Goldbestandes der Bank von Frankreich von der Regierung dem Crédit Foncier überwiesen wurden, so daß diese Bank die für ihre Darlehen berechneten Sätze wie folgt herabsetzen konnte:

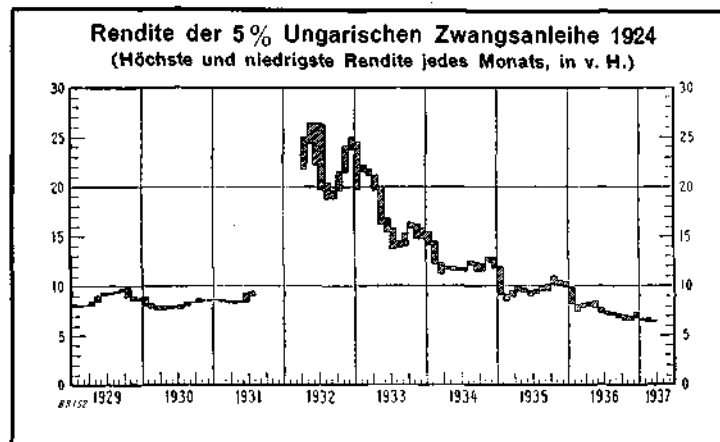
- für Darlehen an öffentliche Körperschaften von bisher 6,80 v. H. auf 5 v. H.;
- für Darlehen auf Grundbesitz von 8,05 auf 6,30 v. H. und
- für Darlehen auf Schiffe von 8,45 auf 6,70 v. H.

Der Abzug von 10 v. H. von den Zinsscheinen der Renten und anderen Staatsanleihen, der im Juli 1935 auf dem Verordnungswege eingeführt war, wurde durch das Finanzgesetz vom Dezember 1936 unter gewissen Bedingungen aufgehoben.

Im März 1937 wurde eine $4\frac{1}{2}\%$ Anleihe der Nationalen Sicherheit von 5 Milliarden Franken begeben zum Kurse von 98 mit einer Laufzeit von 60 Jahren unter besonderen Bedingungen (hinsichtlich der nach Wahl des Besitzers zu leistenden Zinsen- und Tilgungszahlung), die die Kurse für das Pfund Sterling und den Dollar, wie sie zur Zeit der Begebung der Anleihe notiert wurden, sicherstellten (Pfund Sterling 106,95 Franken und Dollar 21,90 Franken). Diese Anleihe war sofort überzeichnet, und ein weiterer Abschnitt von 3 Milliarden Franken wurde eine Woche später begeben. Die Renditen französischer Renten waren nach einer leichten Besserung im Oktober 1936 zu Beginn des Jahres 1937 wieder so hoch wie ein Jahr vorher. Einerseits war der Kapitalmarkt durch den Geldabfluß angespannt, andererseits war er dem dauernden Geldbedarf des Staates zur Deckung der Fehlbeträge des Staatshaushalts und der sonstigen außerordentlichen Ausgaben ausgesetzt. Mit Einschluß der „aufgelaufenen Schulden“ der Eisenbahnen hat sich die innere französische Staatsschuld in den letzten sechs Jahren um etwa 40 v. H. erhöht.

In der Tschechoslowakei wurde im Jahre 1936 ebenfalls eine Landesverteidigungsanleihe aufgelegt. Sie war eingeteilt in zwei Gruppen — $4\frac{1}{2}\%$ und 3%

Anleihen zum Kurse von 97, tilgbar durch Auslosung in den Jahren 1938—87, wobei die niedriger verzinslichen Schuldverschreibungen gewisse Steuervergünstigungen genießen. Die Zeichnungen auf diese Anleihen überstiegen 4 Milliarden Tschechenkronen. In Belgien wurde am 1. März 1937 eine 3½ % Staatsanleihe von 1,5 Milliarden belgischen Franken zum Kurse von 97 mit einer Laufzeit von 60 Jahren aufgelegt, nachdem im Herbst 1936 eine 4 % Anleihe begeben worden war. Verschiedene schwedische Vorkriegsanleihen sind von 3½ auf 3 v. H. herabgesetzt worden, wobei einige Rückkäufe von im Auslande untergebrachten Beträgen stattfanden. In Ungarn ist die Rendite der Zwangs-



anleihe von 1924 (berechnet nach den im freien Verkehr notierten Kursen) im Jahre 1936 zum erstenmal seit der Schließung der Börse im Sommer 1931 auf unter 8 v. H. gefallen. Diese günstige Entwicklung ist auf eine Besserung der allgemeinen Wirtschaftslage, die sich u. a. in erhöhten Steuerein-

nahmen und daraus folgender Einstellung der Ausgabe von Schatzanweisungen am Markt zeigt, zurückzuführen.

Unter den außereuropäischen Ländern wurde im vergangenen Jahr in Japan eine Reihe von Konversionen durchgeführt; über 2 Milliarden Yen 5 % Schatzanweisungen wurden durch etwas unter dem Nennwert ausgegebene 3½ % Schuldverschreibungen ersetzt. Im Januar 1937 war die Durchschnittsrendite der Staatsanleihen auf 3,9 v. H. zurückgegangen, gegenüber 4,3 v. H. ein Jahr vorher. In Japan hat sich die innere Staatsschuld in den letzten sechs Jahren genau wie in den Vereinigten Staaten verdoppelt. In diesen beiden Ländern haben die Handelsbanken und Sparkassen, die während der Krise wenig Anlagemöglichkeiten für ihre Gelder fanden, ihren Besitz an Staatspapieren bedeutend erhöht; die Aufnahmefähigkeit der Banken kann sich aber rasch verringern, wenn mit der Wiederkehr regerer Geschäftstätigkeit und höherer Preise die Nachfrage nach Kapital steigt.

In Indien sind im Jahre 1936 die langfristigen Zinssätze weiter auf einen sehr niedrigen Stand gesunken. Die Rendite der 4 % Staatsanleihe 1960—70 z. B. sank von 3,4 v. H. im Dezember 1935 auf 3,1 v. H. im Dezember 1936; Anfang 1937 gaben die Staatspapiere aber in Übereinstimmung mit den Marktverhältnissen in London nach. Im Mai 1936 konnte die indische Regierung eine 12—16 Jahre laufende innere 2¾ % Anleihe, die 120 Millionen Rupien (gleich 9 Millionen Pfund Sterling) neues Geld erbrachte, mit Erfolg auflegen. Die Wirtschaftslage in Argentinien, die sich während des Jahres bedeutend gebessert hat, sowie die Festigkeit des Marktes haben es der Regierung

ermöglicht, im Dezember 1936 eine Anleihe von 100 Millionen Peso zu 4 v. H. aufzulegen; dieser Satz ist der niedrigste für eine derartige Anleihe in der bisherigen Geschichte der Republik. In Australien dagegen zeigten die langfristigen Zinssätze im Jahre 1936 eine steigende Richtung, wie aus der folgenden Aufstellung ersichtlich ist:

Ausgabezeit	Beträge in Millionen austr.Pfd.	Bedingungen				Gegenüber dem aufgelegten Betrag wurden gezeichnet
		Zinsfuß v. H.	Kurs	Laufzeit	Rendite v. H.	
1935 November . .	7½	3¾	99¾	14	3,775	0,3 Millionen austr. Pfd. mehr
1936 Juni	9	3¾	98½	15	3,875	1,8 Millionen austr. Pfd. weniger
1936 November . .	7½	3¾	97½	15	3,967	2 Millionen austr. Pfd. weniger

Im April 1937 genehmigte der Loan Council die Auflegung einer weiteren 3⅞ % Anleihe zu 99½.

Nach dem Bericht der Commonwealth Bank für Juni 1936 ist die Versteifung wohl zum großen Teil auf den wachsenden Bedarf der australischen Industrie nach neuem Kapital zurückzuführen. Auch in Neuseeland werden die Sätze etwas fester. Hier blieb das Zeichnungsergebnis einer Staatsanleihe (3½ % mit 20jähriger oder 3 % mit 4½jähriger Laufzeit) [teils für Konversionen, teils zur Beschaffung neuer Barmittel] im Januar 1937 um fast 3 Millionen neuseeländische Pfund hinter dem aufgelegten Betrag 13,9 Millionen neuseeländische Pfund zurück.

Die Anpassung der Zinssätze an einen niedrigeren Stand erfolgte auch bei Auslandsverbindlichkeiten, wenn hier auch die Konversionen in der Regel auf Anleihen beschränkt blieben, die während der Krise voll bedient worden waren. Von besonderer Bedeutung war der argentinische Konvertierungsplan, der die gesamte ausstehende Dollarschuld des Landes erfaßte. In den Jahren 1933 und 1934 wurde die innere Bundesschuld konvertiert, und in den Jahren 1934 und 1935 wurden etwa 15 Millionen Pfund Sterling Schuldverschreibungen am Londoner Markt von 5–5½ auf 4½ v. H. herabgesetzt. Im Oktober 1936 belief sich die in den Vereinigten Staaten ausstehende Schuld auf 236 Millionen Dollar; sie bestand hauptsächlich aus 6 % Schuldverschreibungen, die zwischen 1923 und 1928 begeben worden waren. Im November wurde eine erste Ausgabe von 23½ Millionen Dollar 4½ % Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von 35 Jahren zum Kurse von 92½ für Konvertierungszwecke aufgelegt. Der Erfolg dieser Anleihe ermöglichte es, im Februar 1937 eine zweite Konversionsanleihe von 70 Millionen Dollar mit einer Laufzeit von 35 Jahren zu dem ermäßigten Satz von 4 v. H. und einem Ausgabekurs von 91 zu begeben; eine weitere 4 % Anleihe von 35 Millionen Dollar mit einer Laufzeit von 35 Jahren wurde im April 1937 angekündigt, der größere Teil zu 89½. Außerdem wurden 118 Millionen Dollar aus eigenen

Mitteln des Landes bereitgestellt. Die gesamte Dollarschuld ist jetzt, zwanzig und mehr Jahre vor der eigentlichen Fälligkeit, abgewickelt — etwa zur Hälfte durch Rückzahlung und zur anderen Hälfte durch Konvertierung auf niedrige Zinssätze. Zudem hatte die argentinische Regierung gewisse Provinzial-Dollarschuldverschreibungen, die mit 7 v. H. verzinst werden, gekündigt und Maßnahmen zur Rückzahlung kleiner ausstehender Anleihen in französischen Franken und Goldpesos getroffen. Ebenso wurde die Besserung des Kredits der Regierung benutzt, um im Oktober 1936 am Londoner Markt bestimmte 4 % Eisenbahnschuldverschreibungen in Höhe von $2\frac{1}{2}$ Millionen Pfund Sterling in eine $3\frac{1}{2}$ % Staatsanleihe mit einer Laufzeit von 35 Jahren umzuwandeln; die Konversionsbedingungen entsprachen einem Ausgabekurs von $84\frac{1}{2}$ v. H. Nach der Durchführung der jetzigen Pläne wird die gesamte äußere Schuld Argentiniens, die sich auf den Gegenwert von etwa 100 Millionen Pfund Sterling beläuft, auf den Stand von 4 bis $4\frac{1}{2}$ v. H. gebracht sein.

Die belgische Regierung hat in den Jahren heftiger Währungsschwankungen (1924–26) eine Anzahl Auslandsanleihen, die sich auf insgesamt 230 Millionen Dollar helaufen, zu drückenden Zinssätzen aufgenommen. Von dem Gesamtbetrag wurden 180 Millionen Dollar am amerikanischen Markt aufgenommen und der Gegenwert von 50 Millionen Dollar (die Hälfte der 7 % Stabilisierungsanleihe von 1926) auf europäischen Märkten. Im Mai 1935 wurden außer den üblichen Tilgungen 99 Millionen Dollar von den 180 Millionen, die ursprünglich am amerikanischen Markt aufgelegt waren, abgestempelt und in 4 % innere Frankenschuldverschreibungen umgewandelt (ein Maßstab für den damaligen Kapitalrückfluß). Ende August 1936 standen die amerikanischen Anleihen folgendermaßen:

Im Mai 1935 umgewandelter Betrag	99 Millionen Dollar		
eingezogener	„ 37	„	„
ausstehender	„ 44	„	„
Zusammen		180 Millionen Dollar.	

Am 1. November 1936 zahlte die belgische Regierung die restlichen Dollarschuldverschreibungen der Stabilisierungsanleihe zurück, so daß am Ende des Jahres nur noch 30 Millionen Dollarschuldverschreibungen im Verkehr waren. Die englische, holländische und schwedische Ausgabe der 7 % Stabilisierungsanleihe wurde während des Jahres ebenfalls auf 4 v. H. herabgesetzt und die schweizerische Ausgabe zurückgezahlt. Außerdem wurden einzelne kurzfristige Auslandsschulden des Staates und des belgischen Kongo zurückgezahlt, so daß sich die gesamten im Jahre 1936 in verschiedenen ausländischen Märkten vorgenommenen Rückzahlungen auf 1450 Millionen belgische Franken (oder 50 Millionen Dollar) belaufen.

Auch die finnische Regierung setzte die Rückzahlung der zu hohen Zinssätzen eingegangenen Auslandsschulden fort. Die $6\frac{1}{2}$ % Dollaranleihe von 1926 wurde zur Rückzahlung zum 1. September 1936 gekündigt. Diese Anleihe belief sich ursprünglich auf 15 Millionen Dollar, aber zur Zeit der Kündigung standen nur noch 12,8 Millionen Dollar aus, von denen sich über ein Drittel in Finnland befand; es wurde eine $4\frac{1}{2}$ % innere Anleihe von 400 Millionen

Finmark zum Kurse von $98\frac{1}{2}$ begeben, um die erforderlichen Mittel für die Tilgung aufzubringen. Durch wiederholte Rückzahlungen wurde die fundierte Auslandsschuld des finnischen Staates von insgesamt 76 Millionen Dollar am Ende des Jahres 1930 auf 39 Millionen Dollar am Ende des Jahres 1936 vermindert. In der gleichen Zeit wurde die gesamte innere und äußere Staatsschuld von dem Gegenwert von 90 Millionen auf 82 Millionen Dollar verringert; die Auslandsanleihen wurden aber so stark durch inländische Anleihen ersetzt, daß das Verhältnis der Auslandsschuld zur gesamten von 90 auf unter 50 v. H. sank.

Am 1. Februar 1937 wurde der Restbetrag von 20 Millionen Dollar der britischen, ursprünglich 144 Millionen Dollar betragenden $5\frac{1}{2}$ % Anleihe von 1917 zurückgezahlt. Etwa 90 Millionen Dollar 5 % kanadische Staatsanleihen wurden am 1. März 1936 zurückgezahlt, davon $7\frac{1}{2}$ Millionen Dollar aus Kassenmitteln und $82\frac{1}{2}$ Millionen aus den Erlösen zweier neuer Anleihen — 30 Millionen Dollar $2\frac{1}{4}$ % Schuldverschreibungen mit 7jähriger Laufzeit zu $99\frac{1}{2}$ und 55 Millionen 3 % Schuldverschreibungen mit 30jähriger Laufzeit zu 98. Der Finanzminister erklärte in seiner Haushaltsrede, daß im Jahre 1936 255 Millionen Dollar im Ausland befindlicher kanadischer Schuldverschreibungen und Obligationen (aller Art) zurückgezogen worden seien. Da jedoch 110 Millionen Dollar durch die Begebung neuer Anleihen namentlich in den Vereinigten Staaten aufgebracht worden sind (zu niedrigen Zinssätzen), wurde die Auslandsverschuldung nur um 145 Millionen Dollar verringert. Im Januar 1937 nahm die norwegische Regierung eine 4 % Anleihe von 29 Millionen Dollar mit einer Laufzeit von 26 Jahren zum Kurse von $98\frac{1}{4}$ zur Rückzahlung der 5 % 30-Millionen-Dollaranleihe von 1928 auf.

Sehr große Rückzahlungen alter Anleihen haben im Laufe des Jahres auch am Londoner Markt stattgefunden aus eigenen Mitteln der Schuldnerländer. Die Regierungen von Indien und Südafrika zahlten 1936 zusammen etwa 35 Millionen Pfund Sterling zurück, Indien löste die 5 % Anleihe 1936/38 von 16,8 Millionen Pfund ein, und Südafrika zahlte die in London umlaufenden 18,5 Millionen Pfund der $3\frac{1}{2}$ % Anleihe 1929/49 und der 4 % Anleihe 1936 zurück; in beiden Fällen wurden die Mittel dazu durch innere Anleihen aufgebracht. Die schwedische Regierung hat angekündigt, daß sie zu Beginn des Jahres 1937 etwa 3 Millionen Pfund Sterling Vorkriegsanleihen, von denen weniger als die Hälfte in ausländischem Besitz ist, tilgen wird. Der Betrag der im Ausland befindlichen schwedischen Staatsschuldverschreibungen ist jetzt nur noch unbedeutend.

Nirgends in der Welt sind wirkliche Anzeichen für die Wiederaufnahme der Gewährung langfristiger Kapitalanleihen an fremde Länder vorhanden. Nicht nur Anleihen an öffentliche Körperschaften, sondern auch unmittelbare Anlagen in neuen Unternehmungen haben sich im kleinsten Rahmen gehalten. In den Vereinigten Staaten beliefen sich die neuen Anleihen im Jahre 1936 auf 20 Millionen Dollar, gegenüber 1.330 Millionen Dollar im Jahre 1927, und in England bezifferten sich die Auslandsanleihen (für Länder außerhalb des britischen Reichs) im Jahre 1936 auf nur 3 Millionen Pfund Sterling, gegenüber 56 Millionen Pfund Sterling im Jahre 1927 — sogar für die britischen

überseeischen Länder betrugen die gesamten neuen Anleihen im Jahre 1936 nur 28 Millionen Pfund Sterling, gegenüber 95 Millionen Pfund Sterling im Jahre 1927. In Stockholm wurden im Laufe des Jahres Anleihen im Gesamtbetrage von 75 Millionen schwedischen Kronen für Norwegen und Dänemark begeben; der aufgelegte Betrag war mehr als doppelt so hoch wie in dem vorhergehenden Jahr. Im September 1936 wurde ein französisch-polnisches Finanzabkommen über insgesamt 2,6 Milliarden französische Franken unterzeichnet. Hiervon stellen 2,06 Milliarden eine Anleihe an den polnischen Staat und 540 Millionen Schuldverschreibungen der Französisch-Polnischen Eisenbahn-Gesellschaft, die mit der Bürgschaft der polnischen Regierung auf dem französischen Markt ausgegeben werden sollen, dar. Von der Anleihe an den polnischen Staat sollen 810 Millionen in bar und der Rest durch die Lieferung verschiedener Waren bezahlt werden; die Verfügung über die Anleihe soll sich über 4 Jahre hinziehen. Die Anleihe muß zum Teil in 15 und zum Teil in 35 Jahren zurückgezahlt werden. Der durchschnittliche Zinssatz beträgt $5\frac{1}{4}$ v. H.

Eine Reihe von Ländern, die vor zehn Jahren Auslandskapital brauchten, besitzen jetzt Mittel, die ausreichen, um nicht nur ihren Inlandsbedarf zu decken, sondern auch einen Teil der früher eingegangenen Auslandsschulden zu tilgen. Andererseits haben die Schwierigkeiten in bezug auf die bestehenden Anleihen die Aufnahme neuer Kredite unmöglich gemacht, und die herrschende politische oder währungspolitische Unsicherheit haben ebenfalls ein Hindernis für die internationale Kreditgewährung gebildet. Gesetzes- und Verwaltungsvorschriften in einigen der Geld ausleihenden Länder beeinflussen die Lage ebenfalls. In den Vereinigten Staaten ist der Johnson Act, der die Auslandsanleihen dieses Landes beschränkt, unverändert in Kraft. Im April 1936 ernannte der britische Schatzkanzler einen Ausschuß, der ihn über besondere Anträge auf Gewährung von Auslandsanleihen in London und über die Grundsätze, die für das seit 1932 bestehende Verbot von Auslandsanleihen maßgebend sind, beraten soll. Im März 1937 erklärte der Schatzkanzler, er teile die unlängst den Investment Trust Companies mitgeteilte Ansicht des Ausschusses, daß Gesellschaften, die beabsichtigen, neue Anleihen in London aufzulegen, den im Ausland zu verwendenden Teil „auf das Mindestmaß beschränken sollten, das für die Durchführung der Geschäfte nach der üblichen Praxis der Kapitalgesellschaften notwendig ist“, und daß außerdem das bestehende Verhältnis, wenn es „ungewöhnlich hoch“ ist, herabgesetzt werden sollte, sobald es die Umstände rechtfertigen. Seit dieser Erklärung sind ergänzende genaue Bestimmungen erlassen worden.

Es ist jetzt die Lage entstanden, daß am amerikanischen und englischen und vielleicht auch an andern Kapitalmärkten die Tilgungen, Rückzahlungen und Rückkäufe alter Auslandsanleihen den Betrag der neuen Auslandsanleihen bei weitem übersteigen. Wie im vorhergehenden Kapitel geschildert, haben in der Tat große Kapitalbewegungen stattgefunden zum Ankauf von Schuldverschreibungen und Aktien auf ausländischen Märkten, d. h. also zum Erwerb bereits bestehender Kapitalanlagen. Leider führen solche Geschäfte nicht in dem gleichen Maße zu einer Warenbewegung nach den Ländern, denen das Kapital

zufließt, wie es neue Auslandsanleihen, sei es für öffentliche Arbeiten oder für industrielle Anlagen, tun würden. Der geringe Umfang der Auslandsanleihen ist daher einer der Gründe, weshalb der Welthandel auf einem so niedrigen Stand bleibt.

Die Nachfrage nach neuem Kapital für inländische Zwecke ist am englischen Markt in den letzten drei Jahren und am amerikanischen Markt besonders im Jahre 1936 gestiegen, während in anderen Ländern, wie die folgende Aufstellung zeigt, das Anleihegeschäft noch immer klein ist.

Neue innere Anleihen für private Industrielle Zwecke (ausschließlich aller öffentlicher und ähnlicher Anleihen und Konversionen)					
Jahr	Vereinigte Staaten von Amerika	England	Frankreich	Schweiz	Niederlande
in Millionen der Landeswährung					
1927	4.660	121	7.000	287	81
1928	5.350	159	9.900	322	281
1929	8.000	135	14.700	529	259
1930	4.480	93	20.500	269	107
1931	1.550	33	14.200	302	26
1932	325	77	5.300	121	14
1933	160	70	3.200	114	8
1934	180	91	3.100	122	28
1935	400	141	2.100	117	5
1936	1.190	166	1.150	52	9

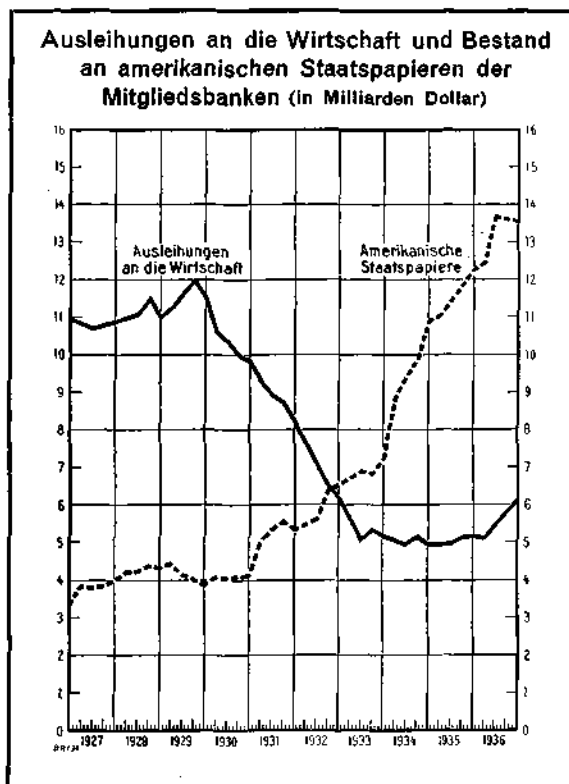
In den Vereinigten Staaten war der im Jahre 1936 aufgelegte Betrag im Vergleich zu dem Vorkrisenstand noch immer niedrig. Der Markt wurde hauptsächlich von Neufundierungsanleihen in Anspruch genommen, die den außerordentlich hohen Betrag von 3.385 Millionen Dollar erreichten, gegenüber einem jährlichen Durchschnitt von 1.250 Millionen Dollar in den Jahren 1925/29. Nach der vorstehenden Aufstellung waren die neuen inländischen Industrieanleihen in England im Jahre 1936 ebenso hoch wie in dem eine Ausnahme bildenden Jahr 1928. Es sind sogar Gründe vorhanden, die zu der Annahme berechtigen, daß die Zunahme noch größer war, als es die Ziffern erkennen lassen. Die üblichen Anleihestatistiken werden nach den Prospekten zusammengestellt und umfassen nicht das neue Kapital, das durch die Börse untergebracht wird, ohne daß auf Grund eines Prospektes eine öffentliche Aufforderung zur Zeichnung erfolgt. Es sind Berechnungen aufgestellt worden, die zeigen, daß über 200 Millionen Pfund Sterling in dieser Weise im Jahre 1936 für Industrie- und andere Gesellschaften aufgenommen worden sind, gegenüber einem Betrag von 100 Millionen Pfund Sterling im Jahre 1935. Leider sind für frühere Jahre keine Zahlen vorhanden; es kann aber kaum einem Zweifel unterliegen, daß die Börsenunterbringungen jetzt bedeutend höher sind als früher. Während die öffentliche Auflegung einer Anleihe zu einem bestimmten Zeitpunkt erfolgen muß, wenn vielleicht ein vorübergehender Einfluß den Markt stört, kann eine an der Börse untergebrachte Anleihe zum günstigsten Zeitpunkt in Teilabschnitten begeben werden. Etwas Ähnliches ist bei den letzten

Staatsanleihen beobachtet worden, wo die öffentliche Zeichnung zum großen Teil aus den Kassenmitteln öffentlicher Behörden oder halbamtlicher Stellen erfolgte und die später bei sich bietender Gelegenheit an der Börse untergebracht wurden. Neufundierungen und Konvertierungen inländischer Industrieanleihen, die im Jahre 1933 mit über 60 Millionen Pfund Sterling erfolgten (nach dem durch die Kriegsanleihekonzersion des vorhergehenden Jahres gegebenen Anreiz für niedrigere Zinssätze), sind im Jahre 1936 auf unter 30 Millionen Pfund Sterling gesunken.

Die erste große Anleihe am italienischen Markt seit dem Sommer des Jahres 1935 wurde aufgelegt, als 900 Millionen Lire $4\frac{1}{2}\%$ gewinnberechtigten Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von 20 Jahren zum Kurse von 99 von dem Istituto per la Ricostruzione Industriale begeben wurden, wovon 400 Millionen Lire unmittelbar untergebracht wurden, während der Rest zur öffentlichen Zeichnung angeboten wurde.

Im Laufe des Jahres haben große Aktienkäufe stattgefunden, und die Kurse an den Wertpapierbörsen sind in einer ganzen Reihe von Ländern gestiegen. Die Nachfrage nach Staatspapieren und anderen festverzinslichen Schuldverschreibungen ging zum großen Teil aus von Anstalten wie Versicherungsgesellschaften und Sparkassen, die der Art ihrer Tätigkeit nach mehr oder weniger von Aktienanlagen ausgeschlossen sind. Durch gesetzliche Verordnungen wurde in vielen Ländern den Handelsbanken der Besitz von

Aktien und Beteiligungen verboten. Soweit diese Banken ihre Anlagen vergrößert haben, handelte es sich daher um Käufe von Schuldverschreibungen (hauptsächlich Staatspapieren), was so in vielen Ländern zur Deckung der Staatsausgaben und zum Abbau der Zinssätze beigetragen hat. Der Aufnahme von Wertpapieren durch die Banken ist indessen eine Grenze gesetzt, und dies trifft ganz besonders zu, wenn mit zunehmender Geschäftstätigkeit und höheren Preisen die Banken in erhöhtem Maße von Handel und Industrie in Anspruch genommen werden, soweit diese die durch das Auftauen und die Rückzahlung alter Bankkredite gekennzeichnete Entwicklungsstufe der wirtschaftlichen Gesundung bereits überschritten haben. Dazu kommt, daß Gelder von In-



dustrie- und Handelsgesellschaften, die während der Krise nicht gebraucht wurden, oft in Staatsanleihen angelegt wurden und jetzt wieder für geschäftliche Zwecke benutzt wurden. Das Federal Reserve Bulletin für Februar 1937 weist darauf hin, daß im Jahre 1936 die Entwicklung des Bankwesens in den Vereinigten Staaten vor allem gekennzeichnet war durch „eine zum erstenmal seit 1929 zu verzeichnende bedeutende Zunahme der Kreditbeanspruchung der Banken durch den Handel, das Aufhören des starken Anwachsens der Bestände der Banken an amerikanischen Staatsschuldverschreibungen und eine weitere beträchtliche Vermehrung der Einlagen“.

VI. DIE ENTWICKLUNGEN IM BANKWESEN WÄHREND DES JAHRES.

Die Wirtschaftserholung, die sich auf fast jedes Land der Welt erstreckt, findet ihren Niederschlag in einer allgemeinen Verbesserung der Flüssigkeit und inneren Stärke der Kreditanstalten. Öffentliche Stellen brauchen nicht mehr wie in der Krisenzeit einzugreifen, als in sehr vielen Ländern Hilfe gegeben wurde nicht nur in Gestalt unmittelbarer geldlicher Unterstützung, sondern auch durch Schaffung neuer Einrichtungen zur Flüssigmachung eingefrorener Anlagen, durch staatliche Bürgschaften für Einlagen sowie durch verschiedene Teil- und Vollmoratorien. Viele Notmaßnahmen sind im Gegenteil abgelaufen oder überflüssig geworden, ob sie nun auf gesetzlichem Wege beseitigt wurden oder nicht. Auf dem Gebiet der bleibenden Bankengesetzgebung sind umfassende Gesetze für Handelsbanken in der Türkei, in Venezuela und Costa Rica angenommen worden; in anderen Ländern betrafen die während des Jahres eingeführten Maßnahmen irgendeinen besonderen Ausschnitt des Bankwesens, wie z. B. die Stellung der Zentralbank oder die Leitung öffentlicher oder halböffentlicher Bankeinrichtungen. Es sind gewisse Anzeichen dafür vorhanden, daß mit der Wiederkehr gesunder Wirtschaftsverhältnisse ein ganz neuer Fragenkreis entsteht, insofern als Maßnahmen durchgeführt werden, die nicht auf eine Erhöhung, sondern auf die Verminderung der zu großen Flüssigkeit der Handelsbanken hinzielen (erhöhte Pflichtdeckung für Einlagen und einschränkende Offenmarkt-Geschäfte).

Bezeichnend für den Abbau der während des wirtschaftlichen Niedergangs eingeführten besonderen Krisenmaßnahmen ist die Rückzahlung der Notkredite; so haben z. B. die deutschen Banken jetzt die Notkredite, die sie erhalten hatten, vollständig zurückgezahlt, und im April 1936 zahlte in Schweden die Skandinaviska Kreditaktiebolaget den letzten Teil des staatlichen Stützungskredits, den sie im Jahre 1932 erhalten hatte, zurück. Ebenso bezeichnend ist die allmähliche Befreiung der Banken aus dem unmittelbaren und mittelbaren Staatsbesitz. Beispiele hierfür sind in Deutschland der Verkauf des Aktienbesitzes des Reiches an der Deutschen Bank und Disconto-Gesellschaft, deren gesamte Aktien sich wieder in Privatbesitz befinden, und in den Vereinigten Staaten große Rückzahlungen auf die früher von der Reconstruction Finance Corporation übernommenen Vorzugsaktien durch die Banken. Besonders bemerkenswert ist die Gründung eines besonderen „Office de Liquidation des Interventions de Crise“ in Belgien. Diese Stelle will die Verwaltung der früher mit staatlicher Bürgschaft gewährten Kredite zusammenfassen und deren allmähliche Abwicklung fördern. Im allgemeinen ist die Zahl der Zusammenbrüche und Auflösungen von Banken jetzt niedrig, selbst im Vergleich mit der Zeit vor der Krise. In der Schweiz kamen noch einige weitere Fälle der Anwendung des Bundesgesetzes vom Jahre 1934 vor, das Maßnahmen wie den Aufschub der Fälligkeiten bestimmter Schulden vorsah. Der Kapitalrückfluß zu dem schweizerischen Markt im letzten Vierteljahr 1936 sowie der Wirtschaftsaufschwung haben aber im allgemeinen die Lage der Banken verbessert. Wo im Laufe des Jahres staatliche Hilfe zur Errichtung

neuer Kreditanstalten (wie z. B. in Norwegen und Ägypten) gegeben wurde, handelte es sich nicht um Notmaßnahmen, sondern um die Gründung dauernder Einrichtungen.

Auf dem Gebiete des Zentralbankwesens wurden im Laufe des Jahres einige wichtige Änderungen in den Beziehungen einzelner Zentralbanken zu ihren Regierungen vorgenommen.

Durch das Gesetz vom 7. April 1936 wurde die Nationalbanken i Kjøbenhavn auf Grund eines zwei Jahre vorher ausgearbeiteten Vorschlags in die Danmarks Nationalbank umgewandelt. Es sei daran erinnert, daß die Notenbank, die zur Nationalbanken i Kjøbenhavn wurde, im Jahre 1813 als Staatsbank gegründet wurde. Nachdem sie fünf Jahre lang in dieser Eigenschaft gearbeitet hatte, wurde sie in eine Privataktienbank umgewandelt, wurde so unabhängig vom Staat und übte ihre Geschäftstätigkeit in dieser Form mehr als 100 Jahre lang aus. Im Jahre 1936 wurde sie erneut verstaatlicht; die Aktionäre wurden durch Schuldverschreibungen abgefunden (zum doppelten Nennwert der Aktien), und der Staat schuf einen allgemeinen Kapitalfonds von 50 Millionen Kronen in Form einer Schuldurkunde, der durch bestimmte Zuweisungen aus dem Jahresgewinn allmählich abgeschrieben werden wird. Die Zinsen der Schuldverschreibungen werden dem Betriebskonto der Bank belastet, bevor der Jahresgewinn errechnet wird.

Die Leitung der Danmarks Nationalbank liegt in den Händen eines Verwaltungsrats, eines Verwaltungsausschusses und eines Direktoriums. Der Verwaltungsrat besteht aus fünfundzwanzig Mitgliedern; acht sind Mitglieder des Reichstages und werden von diesem gewählt (die übrigen siebzehn Mitglieder dürfen dem Reichstag nicht angehören); zwei Mitglieder werden vom Minister für Handel, Industrie und Schifffahrt ernannt, von denen der eine Wirtschaftswissenschaftler und der andere Rechtsgelehrter sein muß; die anderen fünfzehn Mitglieder, die eine gründliche Kenntnis der Wirtschaft haben müssen, werden von dem gesamten Verwaltungsrat gewählt. Dem Grundsatz einer umfassenden Vertretung der verschiedenen Wirtschaftszweige (auch der darin beschäftigten Arbeiter) sowie der Vertretung der verschiedenen Landschaften wird gebührend Rechnung getragen. Der Verwaltungsausschuß setzt sich aus sieben Mitgliedern zusammen und ist eine Vertretung des Verwaltungsrats. Das Direktorium schließlich besteht aus drei Mitgliedern, deren eins vom König, und deren andere vom Verwaltungsrat ernannt werden. Bei der Umwandlung der alten in die neue Bank wurde ein hohes Maß von Stetigkeit gewahrt. Alle Mitglieder des Verwaltungsrats der Nationalbanken i Kjøbenhavn, außer einem, das auszuscheiden wünschte, wurden zu Mitgliedern des neuen Verwaltungsrats der Danmarks Nationalbank bestellt. Ferner trat keine Änderung in den Hauptlinien der Währungspolitik ein; so wurde insbesondere die Offenmarkt-Politik des Verkaufs von Schuldverschreibungen, die Anfang 1935 von der Nationalbanken i Kjøbenhavn eingeführt worden war, von der neuen Bank fortgesetzt.

Noch grundlegendere Änderungen wurden in der Verfassung und Geschäftstätigkeit der Reserve-Bank von Neuseeland vorgenommen. Diese Bank wurde im Jahre 1934 als Privataktienbank mit öffentlichem Auftrag ge-

gründet; sie wurde von einem Verwaltungsrat geleitet; dieser bestand aus einem Gouverneur und einem stellvertretenden Gouverneur, die beide von der Regierung ernannt wurden, vier Mitgliedern, die Aktionäre waren und von der Generalversammlung gewählt wurden, drei vom Generalgouverneur ernannten „staatlichen Verwaltungsratsmitgliedern“ und dem Sekretär des Schatzamtes als Mitglied kraft Amtes ohne Stimmrecht. Durch ein Zusatzgesetz, das im April 1936 in Kraft trat, wurde die Reserve-Bank verstaatlicht; die Aktien wurden eingezogen und die Aktionäre erhielten dagegen Staatspapiere oder Bargeld nach dem Börsenwert der Aktien. Wenn auch auf Grund des Gesetzes die bisherigen Mitglieder des Verwaltungsrats weiter tätig sind, so wurden doch Bestimmungen über die Reihenfolge ihres Ausscheidens getroffen; der Unterschied zwischen den Verwaltungsratsmitgliedern der Aktionäre und den Verwaltungsratsmitgliedern des Staates wurde beseitigt; alle Neuernennungen sind in das Ermessen der Regierung gestellt. Der Sekretär des Schatzamtes erhielt in seiner Eigenschaft als Mitglied des Verwaltungsrats das Recht, bei den Sitzungen mit abzustimmen.

Die Hauptaufgabe der Reserve-Bank im Rahmen ihrer durch das neue Gesetz umschriebenen Vollmachten besteht darin, „die Währungspolitik der Regierung, wie sie der Bank von Zeit zu Zeit vom Finanzminister mitgeteilt wird, durchzuführen“. Bei der Durchführung ihrer Aufgaben ist die Bank berechtigt, „den Kredit und die Währung in Neuseeland, die Übertragung von Geldern nach und von Neuseeland und die Verfügung über die Gelder, die aus dem Verkauf neuseeländischer Erzeugnisse stammen und zur Zeit im Auslande gehalten werden, zu regeln und zu überwachen“. Der Bank wurde die allgemeine Vollmacht erteilt, Anleihen, die die Regierung aufzulegen beabsichtigt, zu zeichnen, Vorschüsse gegen Schatzwechsel bis zum vollen Betrag der geschätzten Jahreselnnahmen zu gewähren sowie den Handel mit neuseeländischen Erzeugnissen für Rechnung der Regierung oder einer besondern Stelle, die mit dem Handel betraut wird, zu finanzieren. (Es ist zu erwähnen, daß unter einem anderen Gesetz die Regierung neue Vollmachten erhielt, auf Grund deren sie über das Eigentums- und Handelsrecht an allen für die Ausfuhr hergestellten Rohstoffen Vorschriften erlassen kann, und daß von diesen Vollmachten bei Butter und Käse Gebrauch gemacht worden ist.) Außerdem wurde dem Gouverneur der Reserve-Bank, der mit der Ermächtigung des Finanzministers handelt, das Recht gegeben, die Vorschriften über den Mindestkassenbestand der Handelsbanken abzuändern, wobei allerdings vereinbart wurde, daß die Mindestguthaben bei der Reserve-Bank wenigstens 7 v. H. der kurzfristigen Verbindlichkeiten und 3 v. H. der Zeitverbindlichkeiten in Neuseeland betragen müssen (das schon unter dem alten Gesetz bestehende Verhältnis). Schließlich wurden Bestimmungen getroffen für die Erteilung eingehenderer Auskünfte an die Reserve-Bank, namentlich über den Gesamtbetrag der „von den Handelsbanken ihren Kunden eingeräumten Kreditüberziehungen.

Einige wichtige Änderungen, wenn auch nicht so weitreichend wie in Neuseeland, wurden durch das Gesetz vom 23. Juni 1936 bezüglich des Eigentumsrechts und der Verwaltung der Bank von Kanada vorgenommen. Diese Bank war im Jahre 1935 gegründet worden; das Kapital befand sich vollständig im Besitz privater Aktionäre, aber der Gouverneur und der stell-

vertretende Gouverneur wurden von der Regierung ernannt. Nach dem neuen Gesetz behält die Bank die Form einer Gesellschaft; das Bankkapital wurde aber durch die Ausgabe von 102.000 B-Aktien zum Nennwert an den Finanzminister, der sie für Rechnung des Dominions Kanada verwaltet, erhöht, während die alten Aktionäre (als Besitzer der A-Aktien) bleiben. Die Verwaltungsratsmitglieder, die im Amte waren, als diese Änderung vorgenommen wurde, verbleiben bis zum Ablauf ihrer Amtszeit im Verwaltungsrat; als Besitzer der B-Aktien ist aber der Finanzminister mit Genehmigung des „Governor in Council“ berechtigt, sechs Verwaltungsratsmitglieder der Bank zu ernennen, von denen jedes bis zur Generalversammlung im Jahre 1940 zwei Stimmen hat; dann wird die Zahl der von den A-Aktionären gewählten Verwaltungsratsmitglieder auf drei ermäßigt.

Die Verwaltung der Bank von Frankreich war im Laufe des Jahres wichtigen Änderungen unterworfen. Durch das Gesetz vom 24. Juli 1936 wurde der Regentschaftsrat, dessen Mitglieder von den zweihundert größten Aktionären ernannt wurden, durch einen Generalrat ersetzt, der aus dem Gouverneur, den beiden stellvertretenden Gouverneuren, zwanzig Räten und drei Zensoren besteht; die letzten sind berechtigt, an den Beratungen teilzunehmen, haben aber kein Stimmrecht. Die neuen Bestimmungen streben eine vielseitige Vertretung der verschiedenen Belange im Generalrat an. So werden zwei der Räte von den Aktionären aus den Reihen der Industriellen, Fabrikanten oder Kaufleuten ernannt (allerdings unter Ausschluß aller Personen, die im Bankgewerbe tätig sind) und einer vom Obersten Sparkassenausschuß; ein Rat wird von den Beamten der Bank von Frankreich gewählt, einer vom Nationalen Wirtschaftsrat aus der Reihe seiner Vizepräsidenten, sechs werden vom Finanzminister aus Listen ausgewählt, die je drei Namen enthalten und von bedeutenden Wirtschaftsverbänden oder -kammern eingereicht werden (z. B. vom Nationalverband der Verbrauchergenossenschaften, vom Allgemeinen Gewerkschaftsbund, von der Ständigen Versammlung der Präsidenten der Landwirtschaftskammern). Außerdem haben die Minister der Finanzen, der Wirtschaft und der Kolonien je einen Vertreter im Rat; schließlich sind sechs Inhaber hoher Ämter unter dem Finanzminister oder in gewissen staatlichen und halbstaatlichen Kreditanstalten, wie z. B. der Caisse des Dépôts et Consignations und dem Crédit Foncier, Mitglieder kraft Amtes. Parlamentsmitglieder dürfen dem Generalrat nicht angehören, und alle von den Ministern auf Vorschlag der Interessentenverbände ernannten Mitglieder des Generalrates dürfen höchstens drei Jahre hintereinander im Amte bleiben und erst nach einem Zwischenraum von drei Jahren wiedergewählt werden. Für die tatsächliche Leitung der Bank kann der Generalrat seine Befugnisse ganz oder zum Teil auf einen ständigen Ausschuß übertragen, der aus dem Gouverneur, den stellvertretenden Gouverneuren und vier Räten besteht, von denen einer vom Finanzminister aus den Reihen der dem Generalrat kraft Amtes angehörenden Mitglieder berufen wird und drei vom Generalrat ernannt werden.

Durch das Gesetz vom 23. Juni 1936 wurde ein Abkommen zwischen dem französischen Schatzamt und der Bank von Frankreich genehmigt, das die Fundierung von bei der Bank rediskontierten Schatzwechseln bis zum Betrage von 14 Milliarden Franken sowie die Gewährung weiterer Vorschüsse

im Betrage von 10 Milliarden an das Schatzamt vorsieht. Gleichzeitig wurde festgelegt, daß der Ausweis der Bank den Betrag der von der Bank rediskontierten Schatzwechsel und den Betrag der dem Schatzamt unter dem Abkommen gewährten Vorschüsse gesondert aufzeigen muß.

Durch das Gesetz vom 10. Februar 1937 wurden im deutschen Bankgesetz einige Änderungen vorgenommen, deren wichtigste die folgenden sind: 1. Beseitigung der Bestimmung über die Unabhängigkeit der Reichsbank von der Regierung, 2. Unterstellung des Reichsbankdirektoriums unmittelbar unter den Führer und Reichskanzler und 3. Aufhebung gewisser mit der Durchführung der Reparationszahlungen zusammenhängender Bestimmungen. Der Reichsbankpräsident erklärte damals, die Unterstellung der Reichsbank unmittelbar unter die höchste Staatsgewalt bedeute, daß die Staatsverwaltung keine Möglichkeit haben würde, das Notenausgaberecht der Bank in Anspruch zu nehmen; denn falls etwa ein solcher Versuch unternommen werden würde, könnte sich die Notenbank unmittelbar an das Staatsoberhaupt wenden. Zu der Streichung gewisser, die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich berührender Bestimmungen erklärte der Präsident, daß die Reichsbank mit dieser Bank weiter zusammenarbeiten würde, allerdings nicht mehr auf Grund eines Zwanges, sondern auf freiwilliger Grundlage wie die anderen Notenbanken.

In Paraguay wurde eine neue Zentralbank gegründet, und zwar übernahm die Bank der Republik Paraguay, die durch eine Verordnung vom 23. Februar 1936 als Staatsbank errichtet wurde, die Aktiven und Passiven der „Oficina de Cambios“. Die Vollmachten der Bank von Mexiko wurden im August 1936 im Zusammenhang mit einer Währungsneuordnung, die erneut die Ausgabe von Silbermünzen vorsieht, erweitert.

Die im Herbst 1936 vorgenommenen Währungsabwertungen brachten keine Änderung der gesetzlichen Bestimmungen über die Deckung der Noten und anderer Verbindlichkeiten der Zentralbanken durch Gold oder andere Mittel. In Lettland wurde allerdings die Mindestgolddeckung für umlaufende Noten zu einem früheren Zeitpunkt (Ende Mai 1936) von 50 auf 30 v. H. herabgesetzt. In Dänemark setzte das Gesetz über die Errichtung der Nationalbank die Mindestgolddeckung des gesamten Notenumlaufs auf 25 v. H. fest, gegenüber der früheren Metaldeckung von $33\frac{1}{3}$ v. H. Das Gold kann bis zu 5 v. H. des Notenumlaufs durch unverzinsliche Sichtguthaben bei ausländischen Zentralbanken ersetzt werden. In Norwegen erhielt die Norges Bank durch ein Gesetz vom 30. Juni 1936 das Recht, den Betrag der nicht durch Gold gedeckten Noten von 250 Millionen auf 325 Millionen Kronen zu erhöhen. Der Goldbestand der Bank wird noch immer zur alten Parität bewertet, und da der Notenumlauf stieg, erschien es wünschenswert, die Beweglichkeit der Bank durch eine Erweiterung des Notenausgaberechts zu vergrößern. Durch das gleiche Gesetz wurde klargestellt, daß die Norges Bank berechtigt ist, Offenmarktgeschäfte durchzuführen; das alte Gesetz ließ hierüber einige Zweifel.

Auch der Niederländischen Bank wurde Vollmacht erteilt, Offenmarktgeschäfte durchzuführen; das neue Recht wurde ihr im Zusammenhang mit der Verlängerung des Grundgesetzes der Bank um fünf Jahre verliehen. Dieses verlängert sich um ein Jahr, solange es nicht entweder von der Regierung

oder von der Bank gekündigt wird; in diesem Falle läuft es drei Jahre nach dem Kündigungstag ab, und zwar am 1. April (Gesetz vom 22. Februar 1937). Die Geschäfte bestehen im An- und Verkauf von Wechseln, die von in den Niederlanden ansässigen Banken oder Bankiers angenommen sind, sowie von Schatzwechseln. Diese müssen von Dritten gekauft werden, um die Möglichkeit auszuschließen, daß die Bank der Regierung unmittelbar Kredite gewährt. In einer Reihe von Ländern beschäftigt man sich mit der Frage, die Zentralbank in den Stand zu setzen, Offenmarktgeschäfte durchzuführen; es werden Maßnahmen erwogen, um durch geeignete Mittel die sehr hohe Geldflüssigkeit der Handelsbanken einzuschränken. Um es der Sveriges Riksbank zu ermöglichen, Gelder aus dem Markt zu ziehen, wurde sie im Juni 1936 ermächtigt, Zinsen auf alle Einlagen zu vergüten, während vorher nur Zeiteinlagen verzinst werden durften (von dieser Ermächtigung ist aber bisher kein Gebrauch gemacht worden). In Belgien wird ein neues Gesetz beraten, das die Statuten der öffentlichen und halböffentlichen Kreditanstalten umgestalten soll. Zweck dieses Gesetzes ist, die Aufgaben der verschiedenen Anstalten besser abzugrenzen und ihren Verkehr miteinander, mit den Geld- und Kapitalmärkten sowie der Wirtschaft im allgemeinen neu zu regeln.

Auf dem Gebiete der Handelsbanken sind im Laufe des Jahres weder in Europa noch in den Vereinigten Staaten größere Gesetzesänderungen vorgenommen worden. Die wichtigste Ergänzung der bestehenden Gesetzgebung ist der Erlaß eines Gesetzes in Frankreich über die sogenannten „Volksbanken“ (Genossenschafts- und ähnliche Banken). In Deutschland sind einige weitere Durchführungsverordnungen zu dem Gesetz vom 5. Dezember 1934 über die Neuordnung des Kreditwesens erlassen worden; im schwedischen und schweizerischen Bankengesetz sind einzelne Bestimmungen geändert worden. In Rumänien sowie in Japan sind Maßnahmen zur Erleichterung der Zusammenlegung kleinerer Banken getroffen worden. Das neue türkische Bankengesetz vom 1. Juni 1936 folgt im großen ganzen den Linien der neuen Bankengesetzgebung in andern Ländern: Kreditanstalten müssen ein Mindestkapital und Mindestreserven haben, um zur Annahme von Einlagen berechtigt zu sein; außerdem enthält das Gesetz Bestimmungen über die Sicherung der Flüssigkeit sowie über die Verteilung der Verlustmöglichkeiten und die Ansammlung von Reserven.

Bei Beendigung des ersten Jahres der Tätigkeit des belgischen Bankenausschusses wurde ein eingehender Bericht veröffentlicht, der zum erstenmal die gesetzlich vorgeschriebenen vierteljährlichen Sammelbilanzen der Handelsbanken enthält. Es darf auch erwähnt werden, daß die englischen Verrechnungsbanken jetzt Zahlen über ihre Vorschußgewährung in der vom Macmillan-Ausschuß im Jahre 1931 vorgeschlagenen Form veröffentlichen. Die neuen umfassenden Bankengesetze, die in den letzten Jahren in einer Anzahl von Ländern angenommen worden sind, sehen im allgemeinen eine erhöhte Offenlegung der Verhältnisse vor, und mit oder ohne gesetzliche Bestimmungen werden jetzt regelmäßig zahlreiche Angaben über die Kreditanstalten in den verschiedenen Ländern gemacht. Auf Grund dieser Angaben kann im allgemeinen die Lage jeder einzelnen Bank genauer geprüft werden, was eine gewisse Überwachung gestattet. Die Angaben können auch einem weiteren Ziel dienen, insofern

als sie es ermöglichen, die allgemeine Wirtschaftsentwicklung, wie sie sich in der Tätigkeit der Banken widerspiegelt, genauer zu verfolgen. Für die Bankwelt ist natürlich die Beurteilung der gemachten Angaben von Bedeutung; deshalb hilft sie bei ihrer Auslegung mit und liefert ergänzende Auskünfte durch ihre eigenen Erläuterungen in Jahresberichten und monatlichen Veröffentlichungen. Die Einsicht wächst, daß eine bessere Kenntnis des Bankwesens nötig ist — der Art, wie es arbeitet, und wie es sich zusammensetzt.

In früheren Abschnitten dieses Berichts ist die größere Flüssigkeit der Kreditanstalten im allgemeinen und die größere Ausdehnung des Bankkredites für Handelsvorschüsse in bestimmten Märkten erwähnt worden. Es bleibt noch zu erwähnen, daß mit Ausnahme nur weniger Länder im Jahre 1936 eine Erhöhung des Notenumlaufs stattgefunden hat, die vielfach 10 v. H. und mehr betragen hat. Die Steigerung entspricht ungefähr den höheren Kassenbedürfnissen von Geschäften und Privatpersonen infolge erhöhter Umsätze und höherer Löhne bei gleichzeitiger Steigerung des Volkseinkommens. Sogar in Ländern, in denen Zahlungen gewöhnlich durch Scheck erfolgen, wird ein großer Teil des Volkseinkommens — insbesondere das Einkommen der Lohnempfänger — in Form von Noten ausgezahlt.

In einzelnen Ländern haben besondere Ursachen zu der Verstärkung dieser Bewegung beigetragen. Ein Teil der Erhöhung des Notenumlaufs der Bank von England ging, wie bereits in einem früheren Abschnitt dieses Berichts erwähnt, in ausländische Horte. In einigen Ländern, wie z. B. in Finnland, breiteten sich die Barzahlungen aus, durch die Zahlungen in Waren oder der Tauschverkehr ersetzt wurden. Aber auch in Finnland war die Hauptursache der Wirtschaftsaufschwung, wie der Gouverneur der Zentralbank unlängst erklärt hat. In einigen wenigen Ländern scheint auch die Durchführung umfangreicher öffentlicher Arbeiten, die den Arbeitern möglichst viel Beschäftigung

Notenumlauf	Währung	Ende 1929	Ende 1935	Ende 1936	Änderung von 1935 auf 1936 in v. H.
In Millionen der Landeswährung					
Argentinien	Peso	1.247	1.178	1.302	+ 10,5
Belgien	Franken	13.933	20.864	22.702	+ 8,8
Bulgarien	Lewa	3.609	2.497	2.571	+ 3,0
Danzig	Gulden	38	29	32	+ 9,7
Dänemark	Kronen	367	384	399	+ 3,8
Deutschland	Reichsmark	5.624	4.833	5.348	+ 10,7
Estland	Kronen	34	40	44	+ 11,3
Finnland	Finmark	1.361	1.381	1.630	+ 18,1
Frankreich	Franken	68.571	81.150	89.342	+ 10,1
Griechenland	Drachmen	5.193	5.988	6.203	+ 3,6
Großbritannien	Pfund	370	412	467	+ 13,5
Italien	Lira	16.774	16.297	16.525	+ 1,4
Japan	Yen	1.642	1.767	1.866	+ 5,6
Jugoslawien	Dinar	5.818	4.890	5.409	+ 10,6
Kanada	Dollar	*	170	191	+ 12,4
Lettland	Lat	48	38	44	+ 14,0
Litauen	Litas	95	104	110	+ 6,6
Niederlande	Gulden	851	809	792	- 2,0
Norwegen	Kronen	318	348	429	+ 23,2
Österreich	Schilling	1.094	976	944	- 3,2
Polen	Zloty	1.340	1.007	1.034	+ 2,7
Rumänien	Lei	21.144	23.127	25.663	+ 11,0
Schweden	Kronen	569	786	893	+ 13,6
Schweiz	Franken	999	1.366	1.482	+ 8,5
Tschechoslowakei	Kronen	8.230	5.761	6.478	+ 12,4
Ungarn	Pengö	501	417	436	+ 4,6
Vereinigte Staaten v. Amerika	Dollar	4.578	5.882	6.543	+ 11,2

* Keine Vergleichszahl vorhanden.

geben sollen, zu einer deutlich erkennbaren Steigerung des Notenumlaufs geführt zu haben. Es ist schwer zu schätzen, bis zu welchem Grade Veränderungen in der Umlaufgeschwindigkeit die Geldmenge beeinflußt haben; es sind einige Anzeichen für eine Verringerung der Geschwindigkeit gegenüber der Zeit vor der Krise vorhanden; es ist aber zweifelhaft, ob in den letzten Jahren ein nennenswerter Umschwung darin eingetreten ist.

Fraglos haben in manchen Ländern besondere Umstände die Bewegungen des Notenumlaufs beeinflußt. Aber die mehr oder weniger allgemeine Erhöhung in den letzten Jahren kann im großen ganzen als ein Ausdruck der geschäftlichen Aufwärtsentwicklung angesehen werden. Die Notenausgabe ging in der Krise nicht allgemein zurück, und die neuesten Erhöhungen haben den Gesamtumlauf in einer Anzahl von Ländern auf einen Stand gebracht, der 40 v. H. über dem vom Jahre 1929 liegt. Es beginnen sich Besorgnisse über die Zunahme der Noten in den Händen der Bevölkerung bemerkbar zu machen, besonders wenn diese Zunahme begleitet ist von einem deutlich erkennbaren Steigen der Lebenshaltungskosten. Die Möglichkeit, einer gegebenenfalls gefährlichen Erhöhung der umlaufenden Zahlungsmittel Einhalt zu tun, ist eine Frage der allgemeinen Währungspolitik; in einer Zeit steigender Goldversorgung und zunehmender Währungsreserven wird in der Regel von den gesetzlichen Deckungsvorschriften nur eine geringe hemmende Wirkung ausgehen können.

VII. DIE LAUFENDEN GESCHÄFTE DER BANK.

1. DIE TÄTIGKEIT DER BANKABTEILUNG.

Die von den Buchprüfern geprüfte und beglaubigte Bilanz der Bank vom 31. März 1937 ist in der Anlage II dieses Berichts abgedruckt. Die Bilanzsumme beläuft sich auf 619 Millionen Schweizer Goldfranken, während sie am 31. März 1936 661 Millionen derselben Einheit betrug. Diese Einheit, in der das Kapital der Bank ausgedrückt ist, entspricht 0,29032258... Gramm Feingold. Allerdings wurde die Bewertung dieser Gewichtsmenge Gold an den vorerwähnten beiden Tagen auf verschiedener Grundlage vorgenommen. Am 31. März 1936 wurde sie auf der Grundlage des amtlichen Goldverkaufspreises der Bank von Frankreich in Paris vorgenommen; die vorherige Umrechnung der über verschiedene Währungen lautenden Aktiven und Passiven der Bank in französische Franken erfolgte unter Zugrundelegung der Kurse für französische Franken auf den einzelnen Märkten am letzten Tage des Monats. Am 31. März 1937 ist die Bilanz zwar in denselben Einheiten von 0,29... Gramm Feingold aufgestellt; der Wert dieses Goldes ist aber auf der Grundlage des amtlichen Goldverkaufspreises in Neuyork berechnet, und die für die Umrechnung unserer Anlagen und Verbindlichkeiten in fremde Währungen benutzten Kurse sind die Kurse dieser Währungen gegen Dollars.

Es ist daher schwer, einen Vergleich zwischen den beiden Bilanzen zu ziehen, umsomehr als eine gewisse Anzahl wichtiger Devisen seit Ende September 1936 eine geringere Anzahl „Schweizer Goldfranken“ darstellt.

Im großen ganzen kann gesagt werden, daß im Vergleich zum letzten Geschäftsjahr die Aufwärtsentwicklung der Geschäftstätigkeit der Bank besonders seit Dezember 1936 unverkennbar ist. Diese Steigerung ist umso bemerkenswerter, als sie zu der bereits in unserem letzten Bericht erwähnten hinzukommt. Es kann in dieser Hinsicht mit besonderer Genugtuung festgestellt werden, daß die Zahl der Zentralbanken oder internationalen Körperschaften, bei denen in diesem Jahr die Dienste, die die Bank ihnen leisten kann, Beachtung fanden, gewachsen ist. Auf zahlreichen Gebieten verfügt die Bank jetzt über neue Einrichtungen, deren Nützlichkeit und Entwicklungsmöglichkeiten durch die Erfahrung erwiesen sind: die Bank hat diese Einrichtungen in diesem Jahr den Zentralbanken, die sich an sie gewandt haben, laufend zur Verfügung stellen und nach und nach neu ausgearbeitete Verfahren zur Anwendung bringen können, soweit ihr dies in dem Rahmen, der ihr durch die Statuten und die besondere Art einiger ihrer Verbindlichkeiten gezogen ist, möglich war.

Wenn auch die Zahlen vom 31. März 1936 und 31. März 1937 aus den oben angegebenen Gründen nicht ohne weiteres verglichen werden können, so ist es doch möglich, eine Gegenüberstellung einzelner Posten der beiden Bilanzen vorzunehmen.

1. Passiva. Der Gesamtbetrag der langfristigen Einlagen ist im Laufe des Geschäftsjahres von 295 auf 274 Millionen Schweizer Goldfranken zurückgegangen. Es ist dies nur eine Folge der Änderungen des Wertes der Währungen, über die diese Einlagen lauten. Der Betrag von 274 Millionen erscheint

zum erstenmal in der Monatsbilanz vom Ende Oktober 1936, während noch — wenn man von den Änderungen absieht, die sich aus den gewissermaßen üblichen Schwankungen der Wechselkurse ergeben — der Geschäftsausweis vom 30. September 1936 die frühere Ziffer von 295 Millionen aufwies.

Die Einlagen der Zentralbanken für eigene Rechnung sind am 31. März 1937 mit 130 Millionen ausgewiesen, gegenüber 139 Millionen zu Beginn des Geschäftsjahres, und die Einlagen der Zentralbanken für Rechnung Dritter mit 4 Millionen gegenüber 14 Millionen. Die ersten waren vor September 1936 bis auf 155 Millionen gestiegen, Ende Oktober sind sie dann auf 108 Millionen gesunken, am 31. Januar 1937 haben sie aber wieder den Stand von 150 Millionen erreicht.

Die Goldsichteinlagen belaufen sich am 31. März 1937 auf 23 Millionen, gegenüber 19 Millionen ein Jahr vorher. Der Betrag von 28 Millionen wurde im Laufe des Geschäftsjahres mehrmals erreicht und sogar überschritten. Auch hier ließ sich eine wesentliche Zunahme des Umfangs der Geschäfte feststellen, die über diese Konten gelaufen sind, deren Zahl sich übrigens ebenfalls erhöht hat. Abgesehen von der Möglichkeit, den Einlegern sofort die gewünschte Währung durch Verwertung des diesen Konten entnommenen Goldes zu verschaffen, haben sich diese besonders nützlich erwiesen, wenn es sich darum handelte, gewisse Spitzenausgleichungen vorzunehmen, die sich aus Goldgeschäften, namentlich aus Goldtauschgeschäften zwischen verschiedenen Plätzen ergaben. Durch Überträge zwischen Earmark-Golddepots und Goldsichteinlagen ist es möglich, deren Bestände klein zu halten oder sie zu erhöhen, wenn Geschäfte zu ihren Lasten durchgeführt werden sollen.

2. Aktiva. Bei einem Vergleich zwischen den Aktiven vom 31. März 1936 und 31. März 1937 lassen sich verschiedene deutlich erkennbare Bewegungen feststellen.

Die Posten der sofort verfügbaren Mittel nahmen bedeutend zu. Das Gold in Barren ist mit 45 Millionen ausgewiesen, dem höchsten bisher erreichten Betrag, gegenüber 24 Millionen vor einem Jahr, der Kassenbestand mit 26 Millionen, gegen 10, nachdem er sogar vorübergehend einen Betrag von 39 Millionen erreicht hatte, die Gelder auf Sicht schließlich, die bedeutende Schwankungen gezeigt haben, mit 26 Millionen gegen 13. Die Gesamterhöhung dieser 3 Posten beträgt also 50 Millionen.

Dagegen ist der Bestand an Wechseln und Akzepten sowie Schatzwechseln im Verhältnis weniger zurückgegangen, im ganzen allerdings um einen größeren Betrag, da der Gesamtrückgang 106 Millionen beträgt.

Die Gelder auf Zeit haben sich von 36 auf 29 Millionen vermindert; der Posten „Andere Wechsel und Anlagen“ hat sich von 227 auf 259 Millionen erhöht.

Insgesamt sind also die sofort verfügbaren Mittel um 56 Millionen zurückgegangen, während sich die Anlagen auf Zeit nur um 25 Millionen erhöht haben. Mit den 11 Millionen, um die der Posten „Sonstige Aktiva“ abgenommen hat, beläuft sich der Gesamtrückgang der Bilanzsumme auf 42 Millionen.

Die Liquidität der Bank bleibt deswegen nicht weniger groß. Der Gesamtbetrag der Kurzfristigen und Sicht-Einlagen (verschiedene Währungen) und der Sichteinlagen (Gold) belief sich am 31. März 1937 auf 25,4 v. H. der Bilanzsumme, während die Sichtanlagen allein, einschließlich des Goldbestandes, 53,2 v. H. der Bilanzsumme ausmachten, d. h. mehr als doppelt so viel.

Die die Bilanz ergänzende, in der Anlage II enthaltene Anmerkung zeigt, wie bei der Verwaltung der Anlagen die schon in unseren früheren Berichten erwähnten Grundsätze des Ausgleichs und der Liquidität beachtet worden sind. Ihrer genauen Befolgung ist es zu verdanken, daß sich die Währungsumstellungen im Monat September 1936 ohne Schwierigkeit vollzogen haben. Die Kursunterschiede, die damals zu verzeichnen waren, waren verhältnismäßig unbedeutend; die wenigen Devisenpositionen, die nicht vollständig ausgeglichen waren, spiegeln nur die üblichen Kassengeschäfte wider.

Dagegen schelen sich zwei große Linien, auf die es sich kurz einzugehen lohnt, in der praktischen Entwicklung der Lage der Bank im Laufe des Geschäftsjahres abzuzeichnen.

Erstens läßt sich das immer stärker werdende Bestreben der Zentralbanken feststellen, Kredite zurückzuzahlen, die ihren Märkten in Form von Anlagen auf unbestimmte Zeit, d. h. von Anlagen, die schließlich zu Daueranlagen geworden sind, zur Verfügung gestellt worden waren. Andererseits gibt es zahlreiche Länder, die Aktien der Bank gezeichnet haben, in denen der Erlös dieser Zeichnungen zunächst angelegt worden war, in denen aber zur Zeit keine Gelder mehr unterhalten werden, entweder weil die Bank infolge der Bestimmungen des Artikels 21 der Statuten nicht mehr in den Währungen dieser Länder Anlagen machen darf, oder weil es der Bank nicht möglich ist, dort eine Goldsicherung zu bekommen. Die Bank hat sich daher veranlaßt gesehen, in einer ganzen Reihe von Währungen „lange“ Positionen einzugehen oder in Gold zu bleiben. Im ersten Fall läuft sie das Währungsrisiko, im zweiten Fall erhält sie — wie nützlich auch sonst das Vorhandensein eines eigenen Goldbestandes sein mag — aus ihren Anlagen keine Zinsen.

Andererseits hatten alle Märkte mit günstiger Währungslage im Laufe des Jahres einen solchen Überfluß an flüssigen Mitteln, daß die Anlagen, die uns erlaubt sind, deren Auswahl aber äußerst beschränkt ist, sich im allgemeinen als wenig einträglich erwiesen haben.

Gewiß sind die Schwierigkeiten, die die Bank hatte, nichts Besonderes; nur erhöhen sie sich bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich wegen der strengen Regeln, die für die Wahl und die Art ihrer Anlagen gelten. Es muß aber betont werden, daß die Bank bei den Zentralbanken stets die vollste Unterstützung bei der Suche nach Anlagen gefunden hat.

Die vorstehend angegebenen Gründe sind zum großen Teil die Ursache für das bedeutende Anwachsen der sofort greifbaren Mittel: Goldbestand und Kassenbestand; diese haben auf einem oder zwei Märkten sogar einen verhältnismäßig großen Umfang angenommen. Diese Gründe haben andererseits dazu geführt, gewisse mittelfristige Anlagen mit den besten Sicherungen und mit Zustimmung der betreffenden Zentralbanken vorzunehmen, aus denen sich die Erhöhung des Postens „Andere Wechsel und Anlagen“ erklärt.

Wie oben ausgeführt, scheinen es einzelne Zentralbanken vorzuziehen, die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich vorkommendenfalls für jahreszeitliche Geschäfte in Anspruch zu nehmen, anstatt Kredite mit festem Betrag und von unbestimmter Dauer zu behalten. Auf diesem Gebiet, wie auf dem der Deckung der Kursrisiken bei der Finanzierung des Welthandels, sowie schließlich auch bei dem Versuch, die Verrechnungsabkommen anpassungsfähiger zu gestalten, ist die Bank verschiedentlich gebeten worden, Hilfe zu leisten, was sie im Rahmen der gebotenen Möglichkeiten und Sicherheiten auch stets getan hat. Auch hier sind einfache Kredit- oder Vorschußmöglichkeiten, mit oder ohne Sicherheiten, geschaffen worden, die einen Ausbau dieser Geschäfte erhoffen lassen.

Schon der vorige Bericht hatte auf die folgerichtige Ausdehnung der Goldgeschäfte hingewiesen. Diese Geschäfte haben sich während des abgelaufenen Geschäftsjahres noch weiter entwickelt. Die raschen Umkehrungen in der Richtung der Kapitalbewegungen und infolgedessen in den Devisenkursen, der Ausbau der von den Zentralbanken für ihr Eingreifen auf den Devisenmärkten angewandten Verfahren, ihre Goldübertragungen zur Sicherung des Dienstes internationaler Anleihen oder zur Befriedigung der Handelsbedürfnisse ihrer Volkswirtschaften, und schließlich die Heimholung von vorher im „Earmark“-Depot gehaltenem Gold, haben den Anteil dieser Banken an den Goldbewegungen bedeutend vergrößert.

Die Bank hat aus der Steigerung dieser Art internationaler Tätigkeit der Mitglieder unserer Gemeinschaft Nutzen gezogen. Einige Zahlen beweisen dies besser als alle Erläuterungen.

Das für Rechnung von Zentralbanken oder internationalen Körperschaften in Sonderdepots (Earmark) gehaltene Gold ist in der Bilanz nicht enthalten. Sein Wert stieg von 268 Millionen Schweizer Goldfranken am 31. März 1936 auf 358 Millionen am 30. Juni, ging am 31. Oktober auf 313 Millionen zurück, und erreichte am Ende des Geschäftsjahres eine Ziffer von 433 Millionen. Einschließlich der 45 Millionen, die den eigenen Goldbestand der Bank bilden, war in den auf den Namen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich lautenden Depots an acht verschiedenen Plätzen ein Gesamtgoldbestand von nahezu 480 Millionen Einheiten von 0,29032258... Gramm Feingold vorhanden, was einem Gegenwert von etwa 670 Millionen Schweizer Franken oder 3.350 Millionen französischen Franken entspricht.

Die Goldgeschäfte mit den Zentralbanken fanden im Laufe des Jahres unter den verschiedensten Formen statt. Um nur von den hauptsächlichsten und übrigens auch kennzeichnendsten zu sprechen, seien erwähnt: Tauschgeschäfte, Goldversendungen, Vorschüsse auf Gold, das auf irgendeinem großen Markt hinterlegt ist, Vorschüsse gegen unterwegs befindliches Gold, Goldgeschäfte gegen eine andere Währung als die des Lieferungsplatzes, Abtretung von Gold, das vorläufig an einem bestimmten Platz im Earmark-Depot gehalten wird, und dessen Versendung nach Wunsch des Käufers angeordnet wird, usw. In vielen Fällen konnte die Bank infolge des Vorhandenseins eines eigenen Goldbestandes einzelne Bewegungen vorwegnehmen, Ausgleichungen vornehmen oder auch die ihr übertragenen Geschäfte rascher

durchführen. Andererseits konnten auch dadurch, daß einige Zentralbanken uns die Wahl des Lieferungsortes des von ihnen gekauften Goldes überließen, einzelne Arbitragen schneller und wirksamer gestaltet werden.

Die Aufgabe der Bank wurde häufig dadurch erleichtert, daß sie ständige Aufträge verschiedener Zentralbanken hatte, die es ihr unter gewissen Umständen ermöglicht haben, eine Art Markt für den Ausgleich von Angebot und Nachfrage zu bilden. Große Zentralbanken haben sogar betont, welche Bedeutung sie der Zusammenarbeit auf diesem Gebiet zwischen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich und den hauptsächlichsten Notenbanken für die Wiederherstellung normaler Beziehungen zwischen den großen Währungen beimessen. Hierzu ist zu bemerken, daß je größer die Zahl der mit der Bank wirklich zusammenarbeitenden Zentralbanken ist, um so größer auch die Aussichten für eine nützliche und wirksame Arbeit der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich sind.

Außer den Geschäften, die mit der Verwaltung ihrer eigenen und der ihr überlassenen fremden Mittel zusammenhängen, hat die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich eine ganze Reihe von Geschäften durchgeführt, bei denen sie als Treuhänder tätig war. Diese Geschäfte werden weiter unten in diesem Kapitel geschildert. Hier soll aber noch auf eine andere bestimmte Aufgabe hingewiesen werden, für deren Erfüllung die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich ein Verfahren ausgearbeitet hat, das zur Zeit von den Zentralbanken der ganzen Welt geprüft wird: es handelt sich um die Abwicklung der internationalen Postzahlungen durch Vermittlung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.

Das Verfahren nimmt den Goldfranken, die Rechnungseinheit für die internationalen Postzahlungen, als Grundlage nicht nur für die Berechnung der geschuldeten Beträge, sondern auch für die tatsächliche Durchführung dieser Zahlungen. Um das zu ermöglichen, müssen die Zentralbanken der in Frage kommenden Postverwaltungen bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich ein Goldsichtkonto unterhalten, das für die Zahlungen in Goldfranken, d. h. in einer Gewichtsmenge Gold, Gramm oder Unze, belastet oder erkannt wird. Die weitere Regelung dieser Beträge zwischen Zentralbank und Postverwaltung geschieht in den einzelnen in Betracht kommenden Ländern in der Landeswährung auf Grund von Vereinbarungen, die zwischen der betreffenden Postverwaltung und der Zentralbank getroffen werden müssen.

Einer der Vorteile des Verfahrens ist, daß von dem Augenblick der Einzahlung des Betrages in der eigenen Landeswährung bei der Zentralbank durch die schuldnerische Postverwaltung bis zur Auszahlung des Betrages in der anderen Landeswährung an die Gläubigerpostverwaltung durch die Zentralbank des anderen Landes der Zahlungsbetrag keinerlei Wertschwankungen unterliegt.

Es sind bereits Beitritte zu diesem Verfahren erfolgt, das neben anderen Vorteilen auch den besitzt, daß keine Gebühren entstehen und keine Verzögerung damit verbunden ist. Es ist anzunehmen, daß, sobald durch die Anwendung des Verfahrens die Vorteile erkennbar werden, die die Postverwaltungen aller Länder daraus ziehen können, es als Musterbeispiel für andere internationale Zahlungen dienen wird, die ähnlichen Schwierigkeiten unterliegen.

2. DIE BANK ALS TREUHÄNDER UND AGENT.

Während der Berichtszeit, d. h. vom 1. April 1936 bis zum 31. März 1937, sind die Aufgaben der Bank als Treuhänder und Agent, die mit den Annuitätenzahlungen auf Grund des auf der Haager Konferenz vom Januar 1930 angenommenen Neuen Plans und mit der deutschen „Dawes“- und „Young“-Anleihe zusammenhängen, rein formeller Art gewesen. Dagegen gingen die Aufgaben der Bank als Treuhänder für die Internationale Bundesanleihe der Republik Österreich 1930 in üblicher Weise weiter. Ebenso hat sich die Bank weiterhin an der Regelung der mit der Rückgliederung des Saarlandes an Deutschland zusammenhängenden finanziellen Fragen beteiligt. Außerdem erklärte sich die Bank gegen Ende des Jahres bereit, als Zwischenstelle für den Dienst der französischen 4½ % Anleihe der Nationalen Sicherheit 1937 in der Schweiz tätig zu sein.

a) Die Annuitätenzahlungen Deutschlands, Ungarns, Bulgariens und der Tschechoslowakei.

Nach dem Lausanner Abkommen vom Juli 1932 sind die Annuitätsverpflichtungen, die sich für Deutschland aus dem auf der Haager Konferenz vom Januar 1930 angenommenen Neuen Plan ergeben, bis zur Ratifizierung des Abkommens ausgesetzt worden. Auch die Annuitätsverpflichtungen Ungarns, Bulgariens und der Tschechoslowakei wurden bis zum 15. Dezember 1932 ausgesetzt. Später vereinbarten die beteiligten Regierungen, diese Aussetzung bis zum 15. Dezember 1934 zu verlängern. Es sind Verhandlungen im Gange mit dem Ziele einer Verlängerung über diesen Zeitpunkt hinaus. Während des Berichtsjahres hat die Bank daher für die Annuitätenzahlungen der oben erwähnten Mächte nichts erhalten.

b) Die Deutsche Äußere Anleihe von 1924 und die Internationale 5½ % Anleihe des Deutschen Reichs 1930.

Seit dem 1. Juli 1934 hat die deutsche Regierung die für den Anleihedienst erforderlichen Beträge in den Währungen der verschiedenen Ausgaben nicht an die Treuhänder gezahlt, so daß die Lage der Treuhänder die gleiche bleibt, wie sie auf Seite 74 bis 77 des sechsten Jahresberichts der Bank geschildert ist.

Wenn auch der Anleihedienst nicht durch die Treuhänder durchgeführt wurde, so haben doch während des Berichtsjahres einzelne Gruppen von Anleihebesitzern weiterhin Vorteil gezogen aus den zwischen der deutschen Regierung und verschiedenen anderen Regierungen abgeschlossenen Sonderabkommen. Die in diesen Abkommen näher bezeichneten Anleihebesitzer konnten Zahlung in der Währung des Landes, in dem sie ihren Wohnsitz haben, in Höhe des vollen oder teilweisen Nennwerts ihrer Zinsscheine erhalten. Den Anleihebesitzern, die die Zahlung des vollen Nennbetrags ihrer Zinsscheine nicht in dieser Weise erhalten, ihren Zahlungsanspruch aber nicht aufgegeben haben, bot die deutsche Regierung an, die ausstehenden Beträge durch eine Zahlung in Reichsmark, umgerechnet zum amtlichen Devisenkurs der Reichsbank, zu begleichen. Für die Verwertung solcher Reichsmarkbeträge

sind ähnliche Grundsätze maßgebend, wie sie für die Verwendung von Registermark gelten. Die Treuhänder für die betreffenden Anleihen sind an keinem dieser Sonderabkommen beteiligt, noch haben sie etwas mit ihrer Durchführung zu tun; sie betrachten sie als unvereinbar mit der Allgemeinen Schuldverschreibung und den damit zusammenhängenden internationalen Vereinbarungen.

In früheren Berichten ist darauf hingewiesen worden, daß die Bank als Treuhänder für die Internationale 5½ % Anleihe des Deutschen Reichs 1930 von einem Schuldverschreibungsinhaber einer der Tellausgaben dieser Anleihe bei einem schweizerischen Gericht wegen angeblich nicht vorschriftsmäßiger Verteilung der durch die deutsche Regierung für den Anleihedienst bereitgestellten Mittel verklagt worden ist. Das Basler Zivilgericht hat als erste Instanz zugunsten des Treuhänders entschieden und die Klage kostenpflichtig abgewiesen. Der Schuldverschreibungsinhaber legte beim Basler Appellationsgericht Berufung ein, das das Urteil des ersten Gerichts bestätigte. Hierauf legte der Schuldverschreibungsinhaber beim Bundesgericht Berufung ein, das ihn aber kostenpflichtig abwies.

Unter den obwaltenden Umständen sind keine Einnahmen- und Ausgabenübersichten für die Anleihe 1924 für das am 15. Oktober 1936 abgelaufene Jahr und für die Anleihe 1930 für das am 1. Juni 1936 abgelaufene Jahr aufgestellt worden. Der Gegenwert in Schweizer Goldfranken der verschiedenen Währungsbeträge für diese Anleihen, die am 31. März 1937 im Namen der Treuhänder hinterlegt waren, ist aber aus Anlage VI ersichtlich.

c) Die Internationale Bundesanleihe der Republik Österreich 1930.

Während des Berichtsjahres hat die Bank als Treuhänder für die Internationale Bundesanleihe der Republik Österreich 1930 regelmäßig und pünktlich die auf Grund der Bestimmungen der Allgemeinen Schuldverschreibung erforderlichen monatlichen Beträge für den Anleihedienst erhalten und weitergeleitet. Die während des Jahres durchgeführten Geschäfte des Tilgungsfonds haben zur Tilgung von Schuldverschreibungen im Gegenwert von 5.219.000 Schweizer Goldfranken geführt.

Die Internationale Bundesanleihe der Republik Österreich 1930 ist gesichert durch eine erststellige Belastung der Roheinnahmen der österreichischen Regierung aus den Zöllen und dem Tabakmonopol, die daneben noch einer Belastung zugunsten der Tschechoslowakischen Konvertierungsanleihe unterliegen. Während des Berichtsjahres beliefen sich die verpfändeten Einnahmen auf insgesamt 438.753.000 österreichische Schilling, wogegen der für den Dienst der Internationalen Bundesanleihe der Republik Österreich 1930 erforderliche Betrag 32.386.000 österreichische Schilling ausmacht.

Eine von den Buchprüfern beglaubigte Aufstellung der Einnahmen und Ausgaben für das am 30. Juni 1936 abgelaufene Anleihejahr ist als Anlage IVa und IVb beigelegt. Um den Stand bis zur letzten Zinsscheinfälligkeit zu zeigen, ist ferner als Anlage V eine Zwischenaufstellung der Einnahmen und Ausgaben für die Zeit vom 1. Juli bis 31. Dezember 1936 beigelegt. Außerdem ist aus Anlage VI der Gegenwert in Schweizer Goldfranken der am 31. März 1937 im Namen des Treuhänders hinterlegten Mittel für diese Anleihe ersichtlich.

d) Andere Aufgaben der Bank als Agent.

Die Bank hat sich weiterhin an der Abwicklung der mit der Rückgliederung des Saarlandes an Deutschland verbundenen finanziellen Fragen beteiligt. Die deutsche Regierung hatte sich bereit erklärt, die Gruben, Eisenbahnen usw. im Saarland von Frankreich für eine Pauschsumme von 900 Millionen französische Franken zurückzukaufen, unter der Bedingung, daß die Zahlung erfolgen sollte a) durch die Ablieferung von 95 v. H. der französischen und anderen ausländischen im Saarland gegen Reichsmark umgetauschten Zahlungsmittel an die Bank von Frankreich für Rechnung der französischen Regierung, b) durch freie Kohlenlieferungen und c) durch von der deutschen Regierung für Rechnung der französischen Regierung an die Begünstigten zu bewirkende Zahlungen von Beträgen, die von dieser im Saarland aus verschiedenen Gründen geschuldet werden, z. B. Vergütungen für Grubenschäden, Entschädigungen, Steuern usw.

Die folgende Aufstellung zeigt die Entwicklung, die der Rückkauf der Gruben, Eisenbahnen usw. genommen hat:

In Millionen französische Franken	Zeit- abschnitt bis zum 31. März 1936	Zeit- abschnitt bis zum 31. März 1937	Zusammen
95 v. H. der gegen Reichsmark umgetauschten französischen und anderen ausländischen Zahlungsmittel	274,4	—	274,4
Freie Kohlenlieferungen	89,9	147,3	237,2
Zahlungen der deutschen Regierung als Vergütungen für Grubenschäden, Entschädigungen, Steuern usw.	3,1	11,7	14,8
	367,4	159,0	526,4

Die verbleibenden 5 v. H. oder 14,4 Millionen französische Franken der im Saarland gegen Reichsmark umgetauschten französischen und anderen ausländischen Zahlungsmittel, die für den Dienst gewisser von der früheren Regierungskommission des Saargebietes genehmigter Auslandsanleihen bestimmt wurden, sind nunmehr fast vollständig für diesen Zweck verwendet worden. Am 31. März 1936 waren noch 4,1 Millionen französische Franken vorhanden. Dieser Betrag hatte sich bis zum 31. März 1937 auf den Gegenwert von 0,8 Millionen französische Franken verringert.

Der Betrag von 14,5 Millionen französische Franken, der bei der Bank hinterlegt worden war und zur Kapitalisierung von Ruhegehältern der saarländischen Beamten französischer Staatsangehörigkeit dienen sollte, ist während des Berichtsjahres zur Auszahlung gelangt.

Die Bank hat sich auch bereit erklärt, als Zwischenstelle für den Dienst der französischen 4½ % Anleihe der Nationalen Sicherheit 1937 in der Schweiz tätig zu sein und die schweizerischen Banken und Zweigniederlassungen französischer Banken in der Schweiz zu benennen, die Zahlstellen für die

Anleihe werden sollen. Die Bank wird von der französischen Regierung 14 Tage vor jeder Zinsscheinfälligkeit in Schweizer Franken den Betrag empfangen, der wahrscheinlich gebraucht wird, um die in der Schweiz vorgelegten Zinsscheine der Anleihe einzulösen. Außerdem sind Verabredungen getroffen über die Bereitstellung weiterer Beträge durch die französische Regierung, die gegebenenfalls hierzu gebraucht werden. Die Bank wird die so empfangenen Summen unter den verschiedenen Zahlstellen nach Bedarf verteilen, so daß diese in der Lage sind, alle vorgelegten Zinsscheine einzulösen.

3. DER REINGEWINN UND SEINE VERTEILUNG.

Die Generalversammlung hat die Festsetzung einer Dividende zu prüfen sowie Zuweisungen an die Rücklagen zu machen. Nach Bereitstellung von Mitteln für unvorhergesehene Ausgaben beträgt der Reingewinn des Jahres 9.071.570,02 Schweizer Goldfranken; der Schweizer Goldfranken ist, wie in Artikel 5 der Statuten der Bank festgelegt, der Gegenwert von 0,29032258... Gramm Feingold. Der entsprechende Betrag für das sechste Geschäftsjahr belief sich auf 9.193.671,— Schweizer Goldfranken. In der Bilanz vom 31. März 1937 sind alle Währungen zu oder unter dem an diesem Tage notierten ungünstigsten Kurs bewertet und alle Aktiven zu oder unter den Börsennotierungen, soweit vorhanden, sonst zu oder unter dem Einstandspreis eingesetzt. Bei der Berechnung dieses Gewinns sind Kursgewinne nicht berücksichtigt, die sich daraus ergeben, daß die Bank in einer entwerteten Währung zufällig kurz ist; Kursverluste sind dagegen abgeschrieben worden.

Nach der in Artikel 53 der Statuten vorgeschriebenen Überweisung von 5 v. H. des Reingewinns, d. h. 453.578,50 Schweizer Goldfranken (1936: 459.683,55 Schweizer Goldfranken) an den Gesetzlichen Reservefonds wird der Generalversammlung empfohlen, eine Dividende von 6 v. H. für das siebente Geschäftsjahr festzusetzen. Die Zahlung dieser Dividende erfordert 7.500.000 Schweizer Goldfranken (1936: 7.500.000 Schweizer Goldfranken). Der nach der Festsetzung dieser Dividende noch verbleibende Reingewinn würde sich auf 1.117.991,52 Schweizer Goldfranken belaufen; seine Verwendung ist durch Artikel 53 der Statuten geregelt.

In Ausübung des ihm nach Abschnitt c des Artikels 53 der Statuten zustehenden Ermessens hat der Verwaltungsrat beschlossen, an die in den Statuten vorgesehene besondere Dividendenrücklage den Betrag von 223.598,30 Schweizer Goldfranken zu überweisen. Diese Summe ist der Höchstbetrag, der statutengemäß für diesen Zweck aus dem Reingewinn dieses Jahres zurückgestellt werden darf (1936: 246.797,49 Schweizer Goldfranken).

Nach Bereitstellung der Mittel für die vorstehenden Posten wird vorgeschlagen, von dem verbleibenden Rest eine Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds in der im Abschnitt d des Artikels 53 vorgeschriebenen Weise in Höhe von 447.196,61 Schweizer Goldfranken (1936: 493.594,98 Schweizer Goldfranken) vorzunehmen. Der Gesamtbetrag des Gesetzlichen Reservefonds, der Dividendenrücklage und des Allgemeinen Reservefonds würde sich am Ende des siebenten Jahres demnach auf 23.183.521,77 Schweizer Goldfranken belaufen.

Derselbe Artikel der Statuten sieht die Verteilung des danach verbleibenden Restes in Höhe von 447.196,61 Schweizer Goldfranken unter die Regierungen oder Zentralbanken Deutschlands und derjenigen Länder vor, welche berechtigt sind, an den auf Grund des Neuen Plans, der im Haager Abkommen vom Januar 1930 festgelegt ist, zahlbaren Annuitäten teilzuhaben, soweit sie Zeiteinlagen bei der Bank unterhalten, die frühestens nach fünf Jahren zurückgezogen werden können. Zentralbanken unterhalten zur Zeit keine derartigen Zeiteinlagen, dagegen die nachstehend genannten Regierungen. Diese sind daher berechtigt, angesichts der Mindestlaufzeit ihrer Einlagen an der Verteilung des Restbetrages von 447.196,61 Schweizer Goldfranken (1936: 493.594,98 Schweizer Goldfranken) teilzunehmen:

	Schweizer Goldfranken	
	1936/37	1935/36
Einlagen auf dem Treuhänder-Annuitätenkonto nach Artikel IV e des Treuhandvertrags:		
Frankreich	131.366,53	140.409,56
Großbritannien	51.335,04	54.868,85
Italien	26.813,93	28.659,75
Belgien	14.505,10	15.503,61
Rumänien	2.534,17	2.708,62
Jugoslawien	10.546,97	11.273,01
Griechenland	868,86	928,67
Portugal	1.665,31	1.779,95
Japan	1.665,31	1.779,95
Polen	48,27	51,59
	241.349,49	257.963,56
Unverzinsliche Einlage der deutschen Regierung nach Artikel IX des Treuhandvertrags	120.674,74	128.981,78
Einlage der französischen Regierung (Saarabkommen)	2.703,89	3.385,71
Garantiefonds der französischen Regierung nach Artikel XIII des Treuhandvertrags	82.468,49	103.263,93
	<u>447.196,61</u>	<u>493.594,98</u>

Die Konten der Bank und ihre siebente Jahresbilanz sind von der Firma Price, Waterhouse & Co., Chartered Accountants, Paris, gehörig geprüft worden. Die Bilanz ist in Anlage II enthalten, ebenso die Bescheinigung der Buchprüfer darüber, daß sie alle erbetenen Auskünfte und Erklärungen erhalten haben, und daß nach ihrer Ansicht die Bilanz nebst Anmerkung ordnungsgemäß aufgestellt ist, so daß sie ein wahrheitsgetreues und richtiges Bild von der Geschäftslage der Bank gibt, wie sie sich ihnen nach den erhaltenen Auskünften und Erklärungen darstellt, und wie sie durch die Bücher der Bank gezeigt wird. Die Gewinn- und Verlust-Rechnung sowie die Gewinnverteilung sind in Anlage III veröffentlicht.

4. VERÄNDERUNGEN IM VERWALTUNGSRAT UND IN DER BANKLEITUNG.

Auf Grund der Statuten bleiben die von den ex-officio-Mitgliedern ernannten Verwaltungsratsmitglieder drei Jahre im Amte, können aber wiedernannt werden. Da die Bank im Jahre 1930 gegründet worden ist, wurden einzelne Wiederernennungen zum Verwaltungsrat im Mai 1936 für den dritten Zeitabschnitt von drei Jahren vorgenommen. Gleichzeitig wurden die Herren

Professor Beneduce und de Vogüé als stellvertretende Vorsitzende wiedergewählt. Herr Gouverneur Jean Tannéry, ein ex-officio-Mitglied, dessen aufrichtige Mitarbeit äußerst wertvoll für die Bank war, wurde bei seinem Rücktritt als Gouverneur der Bank von Frankreich abgelöst durch den neuen Gouverneur, Herrn Emile Labeyrie, der von der französischen Regierung mit wichtigen finanziellen Aufgaben betraut war. Herr Munakata, der als Ersatzmann des Gouverneurs der Bank von Japan seit 1934 in hervorragender Weise im Verwaltungsrat tätig war, kehrte in seine Heimat zurück und wurde in der gleichen Eigenschaft abgelöst durch Herrn Yanagita, den europäischen Vertreter der Bank von Japan.

Im Dezember letzten Jahres, als der Unterzeichnete seine Absicht zu erkennen gegeben hatte, am Ende des Geschäftsjahres als Vorsitzender des Verwaltungsrates und Präsident der Bank zurückzutreten, beschloß der Verwaltungsrat, einer außerordentlichen Generalversammlung einige Statutenänderungen vorzuschlagen, die unter anderem die Möglichkeit bieten würden, das Amt des Vorsitzenden des Verwaltungsrats von dem des Präsidenten der Bank zu trennen. Vorbehaltlich der Genehmigung der betreffenden Änderungen durch die außerordentliche Generalversammlung wählte der Verwaltungsrat Sir Otto Niemeyer zum Vorsitzenden des Verwaltungsrats und ernannte Herrn Dr. J.W. Beyen, zur Zeit stellvertretender Präsident, zum Präsidenten der Bank. Beide Ernennungen gelten für drei Jahre und sollen am Tage der Genehmigung der Statutenänderungen wirksam werden. Der Präsident der Bank führt die vom Verwaltungsrat beschlossene Politik durch und leitet die Verwaltung der Bank. Obwohl er nicht Mitglied des Verwaltungsrats ist, ist er doch berechtigt, allen Verwaltungsratssitzungen beizuwohnen, das Wort zu ergreifen und seine Ansichten im Protokoll vermerken zu lassen.

Herr Ivar Rooth, Gouverneur der Sveriges Riksbank, dessen aufbauende Tätigkeit für das Werk der Zusammenarbeit bekannt ist und dessen frühere Amtszeit am 31. März 1933 abgelaufen war, wurde im April 1937 von neuem in den Verwaltungsrat gewählt. In derselben Sitzung wurde der Unterzeichnete, dessen Mitgliedschaft im Verwaltungsrat zu Ende des Geschäftsjahres ablief, auf weitere drei Jahre wiedergewählt.

Von den Stellvertretern von Mitgliedern des Verwaltungsrats trat Herr R. Lacour-Gayet als einer der Stellvertreter des Gouverneurs der Bank von Frankreich bei Aufgabe seiner Tätigkeit bei dieser Bank zurück. Herr Lacour-Gayet hat nicht nur während einer Reihe von Jahren an den Verwaltungsratssitzungen teilgenommen, sondern auch bei verschiedenen in der Bank abgehaltenen internationalen Konferenzen wertvolle Mitarbeit geleistet. Der Gouverneur der Bank von Italien hat zu einem seiner Stellvertreter Herrn Dr. M. Pennachio ernannt, der an den Arbeiten des Organisationsausschusses der Bank in Baden-Baden teilgenommen hatte und den Sitzungen des Verwaltungsrats seit der Gründung der Bank beigewohnt hat.

VIII. SCHLUSSBEMERKUNGEN.

Vor einem Jahr war die wirtschaftliche Erholung in fortschreitender Entwicklung; heute hat sie eine Stufe erreicht, auf der starke Auftriebskräfte die Weltwirtschaft beherrschen und in manchen Geschäftszweigen sogar eine zu schnelle Erhöhung der Kosten und Preise hervorzurufen drohen, die leicht zu Übersteigerungen führen kann. Man hält sich vielleicht nicht immer klar genug vor Augen, wie schnell der Umschwung gekommen ist, und deshalb mag noch immer die Neigung bestehen, eine gewisse schwarzseherische Einstellung zu bekunden, die wohl in der Zeit des wirtschaftlichen Tiefstandes angebracht gewesen sein mag, aber heute, wo sich die Verhältnisse geändert haben, durchaus überholt ist. Man muß sich darüber klar sein, daß sich viele Fragen fast völlig gewandelt haben, und daß die einzuschlagende Politik infolgedessen ebenfalls geändert werden muß. Um nur ein Beispiel zu erwähnen: auf dem Gebiet der öffentlichen Finanzen ist nicht nur die Notwendigkeit, außerordentliche Ausgaben zur allgemeinen Ankurbelung der Wirtschaft zu machen, verschwunden, sondern solche Ausgaben können heute gradezu schädlich für eine gesunde Entwicklung sein.

Im ganzen darf angenommen werden, daß infolge der umwälzenden wirtschaftlichen Veränderungen in der Nachkriegszeit nicht nur die Verantwortlichen, sondern auch die Bevölkerung genauer über die Gefahren unterrichtet sind, die sich aus einer unausgeglichene Lage entwickeln können. Es ist jedoch wichtig, die Aufmerksamkeit nicht nur den äußern Anzeichen zuzuwenden, sondern die Grundursachen, die gefährliche Gleichgewichtsstörungen hervorzurufen geeignet sind, zu behandeln. Wegen der Schwierigkeiten, die in den schwarzen Krisentagen bestanden, war es vielleicht unvermeidlich, diese oder jene Gewaltmaßnahme durchzuführen. Wenn solche Maßnahmen auch in einer Notzeit verständlich sind, so neigen sie doch dazu, den Zustand der Unsicherheit eher zu vermehren als zu vermindern. Es muß gehofft werden, daß in einer Zeit verhältnismäßiger wirtschaftlicher Gesundheit mehr Ruhe und mehr Vorsicht beobachtet wird, und daß Anstrengungen gemacht werden, eine dauerhaftere Beständigkeit sowohl auf dem Gebiete der Wirtschaft als auch der Währung zu errichten.

Noch immer besteht die dringende Notwendigkeit, die Handelsschranken abzubauen, besonders solche außergewöhnlichen Handelsbeschränkungen, die in der Form von Kontingenten und Einfuhrverboten in den letzten sieben Jahren errichtet sind. Ein anderes dringendes Ziel ist das, eine Währungsordnung aufzubauen, die internationale Währungsbeständigkeit vereinigt mit einer Politik auf nationalem und internationalem Gebiete, die soweit wie möglich eine gesunde Kredit- und Währungslage erstrebt. Hierzu kommt, daß, wo es nicht schon geschehen ist, die Last der internationalen finanziellen Verpflichtungen erleichtert werden muß durch eine Herabsetzung der Zinssätze auf einen Stand, der den gegenwärtigen Verhältnissen besser entspricht. Wenn man an diese grundsätzlichen Fragen der Weltwirtschaft und des Weltkredits nicht herangeht, so besteht wenig Hoffnung, in den verschiedenen Volkswirtschaften zu einer dauernden Besserung zu gelangen.

Es ist jedoch nicht zu leugnen, daß die Lösung der Fragen, die mit den Schwankungen des Geschäftsganges zusammenhängen, von der Frage der öffentlichen Ausgaben nicht zu trennen ist, besonders im Hinblick auf die neuerdings erfolgte Vermehrung der Rüstungsausgaben. Dieser Zusammenhang ist nur ein Beispiel für die politische Seite der aufgeworfenen Fragen. Es wäre falsch, zu glauben, daß bloße technische Anordnungen gesunde wirtschaftliche Entwicklungen gewährleisten und eine Verbesserung der Lebenshaltung ermöglichen können, wenn die Grundbedingungen für einen friedlichen Warenaustausch und eine ausgeglichene Lage in den verschiedenen Ländern nicht erfüllt sind. Jede Wirtschaftstätigkeit muß mit der Zukunft rechnen, und wenn die Beständigkeit dauernd fehlt, so werden die gesündesten Geschäfte zwangsläufig entweder zur Zurückhaltung oder zur Spekulation verurteilt. Statt sich auf Notbehelfe zu verlassen, die geringen oder gar keinen Vorteil bringen und leicht die normale Wirtschaftsentwicklung stören können, sollte der Versuch gemacht werden, zu der Wurzel der Ursachen, die für die gegenwärtigen Schwierigkeiten verantwortlich sind, vorzudringen. Die öffentliche Meinung der Welt fängt an, zu fordern, daß ein ernsthafter Versuch zur Lösung der großen schwebenden Fragen gemacht wird, und diese Aufgabe muß mit dem Verständnis, dem Mut und dem guten Willen angepackt werden, mit denen allein befriedigende Ergebnisse zu erzielen sind.

Ergebenst vorgelegt

L. J. A. TRIP,
Präsident.

ANLAGEN

ZENTRALBANKEN UND ANDERE BANKEN, DIE ZUR TEILNAHME AN DER GENERALVERSAMMLUNG DER BANK UND ZUR STIMMABGABE BERECHTIGT SIND

„Das Eigentum an Aktien der Bank berechtigt weder zur Stimmabgabe in der Generalversammlung noch zur Teilnahme an dieser. Das Recht, in der Generalversammlung vertreten zu sein, sowie das Stimmrecht werden durch die Zentralbank jedes Landes, in dem Aktien gezeichnet worden sind, oder durch deren Vertreter in einem der Anzahl der gezeichneten Aktien entsprechenden Verhältnis ausgeübt. Falls die Zentralbank eines Landes diese Rechte nicht ausübt, können sie durch ein von dem Verwaltungsrat bestimmtes Finanzinstitut von anerkanntem Rufe und gleicher Staatszugehörigkeit ausgeübt werden, vorausgesetzt, daß die Zentralbank des betreffenden Landes hiergegen keine Einwendungen erhebt. Falls keine Zentralbank besteht, können diese Rechte, wenn es der Verwaltungsrat für gut befindet, durch ein geeignetes, von ihm zu bestimmendes Finanzinstitut des betreffenden Landes ausgeübt werden.“ (Artikel 15 der Statuten der Bank.)

Banken:	Anzahl der Stimmen	Zeitpunkt des Erwerbs des Rechts zur Teil- nahme an der Generalversamm- lung und zur Stimmabgabe
Bank of England, London	16.000	20. Mai 1930
dgl. dgl.	3.772 (a)	31. Mai 1932
Banque Nationale de Belgique, Brüssel	16.000	20. Mai 1930
dgl. dgl.	3.772 (a)	31. Mai 1932
Banque de France, Paris	16.000	20. Mai 1930
dgl. dgl.	3.772 (a)	31. Mai 1932
Banca d'Italia, Rom	16.000	20. Mai 1930
dgl. dgl.	3.772 (a)	31. Mai 1932
Reichsbank, Berlin	16.000	20. Mai 1930
dgl. dgl.	3.772 (a)	31. Mai 1932
The Industrial Bank of Japan, Tokio	16.000	20. Mai 1930
dgl. dgl.	3.770 (a)	31. Mai 1932
The First National Bank of New York, New York	16.000	20. Mai 1930
dgl. dgl.	3.770 (a)	31. Mai 1932
De Nederlandsche Bank N. V., Amsterdam	4.000	20. Mai 1930
Schweizerische Nationalbank, Zürich	4.000	20. Mai 1930
Sveriges Riksbank, Stockholm	4.000	20. Mai 1930
Bank von Danzig, Danzig	4.000	25. Juni 1930
Suomen Pankki, Helsingfors	4.000	25. Juni 1930
Banque de Grèce, Athen	4.000	25. Juni 1930
Österreichische Nationalbank, Wien	4.000	25. Juni 1930
Bulgarska Narodna Banka, Sofia	4.000	25. Juni 1930
Danmarks Nationalbank, Kopenhagen	4.000	25. Juni 1930
Banca Nationala a Romaniei, Bukarest	4.000	25. Juni 1930
Bank Polski, Warschau	4.000	25. Juni 1930
Magyar Nemzeti Bank, Budapest	4.000	25. Juni 1930
Národní Banka Československá, Prag	4.000	25. Juni 1930
Eesti Pank, Reval	100	31. Oktober 1930
Latvijas Banka, Riga	500	30. Dezember 1930
Lietuvos Bankas, Kowno	500	31. März 1931
Banca Nazionale d'Albania, Rom	500	30. April 1931
Norges Bank, Oslo	4.000	30. Mai 1931
Narodna Banka Kraljevine Jugoslavije, Belgrad	4.000	28. Juni 1931
	200.000 (b)	

a) Aktien, die bis zum 31. Mai 1937 vorbehalten sind für eine etwaige spätere Übertragung an Zentralbanken anderer Länder.

b) „Das genehmigte Kapital der Bank zerfällt in 200.000 Aktien von gleichem Goldnennwert.“ (Artikel 5 der Statuten der Bank.)

BILANZ VOM

IN SCHWEIZER GOLDFRANKEN (EINHEITEN ZU 0,29032258...

AKTIVA			
I. GOLD IN BARREN		45.087.291,06	% 7,3
II. KASSENBESTAND Kasse und Guthaben bei Banken		25.636.097,02	4,1
III. GELDER AUF SICHT, zins- tragend angelegt		26.538.408,01	4,3
IV. REDISKONTIERBARE WECHSEL UND AKZEPTE			
1. Handelswechsel und Bank- akzpte	101.346.933,92		16,4
2. Schatzwechsel	130.696.121,68		21,1
		232.043.055,60	
V. GELDER AUF ZEIT, zinstragend angelegt			
1. Bis zu höchstens 3 Monaten	27.011.756,14		4,4
2. Von 3 bis 6 Monaten. . . .	1.668.688,73		0,3
		28.680.444,87	
VI. ANDERE WECHSEL UND ANLAGEN			
1. Staatsschuldverschreibungen	111.390.144,87		18,0
2. Wechsel von Eisenbahn- und Postverwaltungen und andere Anlagen	148.041.735,68		23,9
		259.431.880,55	
VII. SONSTIGE AKTIVA			
1. Von Zentralbanken geleistete Garantien auf verkaufte Wechsel	1.328.725,18		0,2
2. Andere Posten	96.299,95		0,0
		1.425.025,13	
ANMERKUNG.			
Die gesamten kurzfristigen und Sichteinlagen in verschiedenen Währungen (Posten IV der Passiva) sind mehr als gedeckt durch Anlagen entweder in der gleichen Währung wie die Einlage oder in Währungen, die von Einschränkungen des Devisenverkehrs frei sind. Von den langfristigen Verbindlichkeiten sind die Einlage der Französischen Regierung (Saar) und der Garantiefonds der Französischen Regierung (Posten III, Ziff. 3 und 4) in ähnlicher Weise gedeckt. Die restlichen langfristigen Verbindlichkeiten (Posten III, Ziff. 1 und 2), die in unsern Büchern in einer nicht freien Währung geführt werden (obwohl die Verpflichtung der Bank in Bezug auf Posten III, Ziff. 1, nicht genau umrissen ist), sind durch Anlagen in der gleichen Währung gedeckt, von denen ein wesentlicher Teil mit einer besonderen Goldgarantie versehen ist.			
Dem Kapital, den Reserven und dem Gewinn stehen zu einem großen Teil Anlagen in Ländern gegenüber, in denen zur Zeit Einschränkungen des Devisenverkehrs bestehen, die einen freien Umtausch ihrer Währungen in Gold oder andere Währungen nicht gestatten; ein bedeutender Teil dieser Anlagen ist aber wiederum durch besondere Verträge in ihrem Goldwert gesichert, und in einem Fall ist der Transfer ausdrücklich erlaubt. Des weiteren haben die Unterzeichner des Haager Abkommens vom Januar 1930 in dessen Artikel X erklärt, daß die Bank befreit ist von jeder Art „Verbot oder Beschränkung der Ausfuhr von Gold oder Devisen und von allen anderen ähnlichen Eingriffen“.			
		618.842.202,24	100,0

AN DEN VERWALTUNGSRAT UND DIE AKTIONÄRE

DER BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH, BASEL.

Gemäß § 52 der Statuten der Bank haben wir die Bücher und Rechnungen der Bank für das am rungen und Erklärungen erhalten zu haben, sowie, daß nach unserer Ansicht obige Bilanz, die den Gegenmäßig aufgestellt ist und in Verbindung mit der dazugehörenden Anmerkung ein wahrheitsgemäßes, der Bücher und der uns erteilten Auskünfte.

BASEL, den 22. April 1937.

31. MÄRZ 1937

GRAMM FEINGOLD — ART. 5 DER STATUTEN)

PASSIVA			
			%
I. STAMMKAPITAL			
Genehmigt und begeben 200.000 Aktien von je 2.500 Schweiz. Goldfranken mit 25%iger Einzahlung	500.000.000,—	125.000.000,—	20,2
II. RESERVEN			
1. Gesetzlicher Reservefonds	3.784.029,10		
2. Dividenden-Reservefonds	6.091.706,43		
3. Allgemeiner Reservefonds	12.183.412,83	22.059.148,36	3,6
III. LANGFRISTIGE VERBIND- LICHKEITEN			
1. Treuhänder-Annuitätenkonto- Einlagen	153.157.500,—		24,8
2. Einlage der Deutschen Regie- rung	76.578.750,—		12,4
3. Einlage der Französischen Re- gierung (Saar)	1.403.900,—		0,2
4. Garantiefonds der Französi- schen Regierung	42.818.835,73	273.958.985,73	6,9
IV. KURZFRISTIGE UND SICHT- EINLAGEN (verschiedene Wäh- rungen)			
1. Zentralbanken für eigene Rechnung:			
a) Bis zu höchstens 3 Monaten	105.482.000,41		17,0
b) Sicht-Einlagen	24.148.370,78	129.630.371,19	3,9
2. Zentralbanken für Rechnung Dritter:			
Sicht-Einlagen		4.248.186,75	0,7
3. Andere Einleger:			
a) Bis zu höchstens 3 Monaten	8.320,88		0,0
b) Sicht-Einlagen	229.032,91	237.353,79	0,0
V. SICHT-EINLAGEN (Gold) . . .		23.309.485,38	3,8
VI. SONSTIGES			
1. Garantien auf weiterbegebene Handelswechsel	1.353.739,49		0,2
2. Andere Posten	29.973.361,53		4,8
VII. GEWINN		31.327.101,02	
für das am 31. März 1937 beendete Geschäftsjahr		9.071.570,02	1,5
		618.842.202,24	100,0

31. März 1937 endende Geschäftsjahr geprüft. Wir bestätigen, alle von uns geforderten Erläute-
wert der einzelnen Währungen in den oben beschriebenen Schweizer Goldfranken aufführt, ordnungs-
klares Bild der Geschäftslage der Bank gibt. Wir geben diese Erklärung ab auf Grund unserer Prüfung

PRICE, WATERHOUSE & Co.
Chartered Accountants.

GEWINN- UND VERLUST-RECHNUNG

für das am 31. März 1937 beendete Geschäftsjahr

		Schweizer Goldfranken
Reineinnahmen aus der Anlage des Eigenkapitals und der Einlagen nach erfolgter Rückstellung für eventuell eintretende Ausgaben		11.203.938,69
Vereinnahmte Gebühren :		
Als Treuhänder (oder Fiscal Agent der Treuhänder) für Internationale Anleihen		199.143,76
Auf Sonderkredite		81.670,45
Übertragungsgebühren für Aktien		451,99
		<u>11.485.204,89</u>
Verwaltungskosten :		
Verwaltungsrat — Gebühren und Reisekosten	216.475,82	
Direktoren und Personal — Gehälter und Reisekosten	1.761.939,19	
Miete, Versicherung, Heizung, Licht und Wasser	135.041,94	
Bürobedarf, Bücher, Zeitungen und Zeitschriften	72.780,88	
Telephon-, Telegraph- und Postgebühren	58.866,40	
Gebühren für Sachverständige (Buchprüfer, Dolmetscher usw.)	18.021,78	
Kantonale Steuer	41.881,06	
Steuern auf die französische Ausgabe der Aktien der Bank .	40.822,85	
Verschiedenes	67.804,95	2.413.634,87
		<u>9.071.570,02</u>
	REINGEWINN . .	

GEWINNVERTEILUNG

		<u>Schweizer Goldfranken</u>
REINGEWINN FÜR DAS AM 31. MÄRZ 1937 BEENDETE GESCHÄFTSJAHR .		9.071.570,02
Verteilt in Übereinstimmung mit Artikel 53 a), b), c) und d) der Statuten wie folgt:		
Zum Gesetzlichen Reservefonds — 5 % von 9.071.570,02		453.578,50
		<u>8.617.991,52</u>
6 % Jahresdividende auf das eingezahlte Kapital		7.500.000,—
		<u>1.117.991,52</u>
Zum Dividenden-Reservefonds — 20 % von 1.117.991,52		223.598,30
		<u>894.393,22</u>
Zum Allgemeinen Reservefonds — 50 % von 894.393,22		447.196,61
	Verbleiben	<u>447.196,61</u>
Verteilt in Übereinstimmung mit Artikel 53 e) (1) der Statuten wie folgt:		
		<u>Schweizer Goldfranken</u>
Treuhänder-Annuitätenkonto-Einlagen nach Artikel IV e) des Treuhandvertrages:		
Frankreich	131.366,53	
Großbritannien	51.335,04	
Italien	26.813,93	
Belgien	14.505,10	
Rumänien	2.534,17	
Jugoslawien	10.546,97	
Griechenland	868,86	
Portugal	1.665,31	
Japan	1.665,31	
Polen	48,27	241.349,49
Unverzinsliche Einlage der Deutschen Regierung nach Artikel IX des Treuhandvertrages		120.674,74
Einlage der Französischen Regierung (Saar)		2.703,89
Garantiefonds der Französischen Regierung nach Artikel XIII des Treuhandvertrages		82.468,49
		<u>447.196,61</u>

TREUHÄNDER FÜR DIE INTERNATIONALE

Übersicht der Einnahmen und Ausgaben

Einnahmen

	Amerikanische Ausgabe \$	Englisch-Hollän- dische Ausgabe £
1. GUTHABEN am 1. Juli 1935	810.098,61	111.805,11, 3
2. VON DER ÖSTERREICHISCHEN REGIERUNG ERHALTEN für: Zinsscheine		
Barzahlungen	1.505.911,23	212.283, 1, 6
Stückzinsen von zur Entwertung übertragenen Schuldverschrei- bungen (siehe unten)	8.741,32	1.178, 2, 1
Tilgung von Schuldverschreibungen		
Barzahlungen	743,73	332,13,11
Schuldverschreibungen zur Entwertung übertragen (siehe unten)	588.683,27	81.014, 6, 1
Unkosten	3.423,60	985, 5,—
3. ZINSEN auf die für den Anleihedienst bereitgestellten Beträge . .	1.104,93	299, 3, 6
	2.918.706,69	407.898, 3, 4

Ausgaben

1. ZINSEN		
Fällige Zinsscheine und Stückzinsen auf für Tilgungszwecke gekaufte Schuldverschreibungen	1.535.313,97	215.220,12,—
Stückzinsen auf die von der Österreichischen Regierung übertragenen Schuldverschreibungen (siehe oben)	8.741,32	1.178, 2, 1
2. TILGUNG		
Schuldverschreibungen ausgelost und zurückgezahlt	—	—
Schuldverschreibungen zu Tilgungszwecken gekauft	838,—	369, 3, 5
Schuldverschreibungen von der Österreichischen Regierung gegen Barrückzahlung übertragen	—	—
Schuldverschreibungen von der Österreichischen Regierung als Teilzahlung auf den Anleihedienst übertragen (siehe oben) . .	588.683,27	81.014, 6, 1
3. UNKOSTEN		
Kommission und Unkosten der Zahlungsagenten und Gebühren und Unkosten des Treuhänders	4.120,56	1.175,15, 8
4. GUTHABEN am 30. Juni 1936, verteilt auf die in Anlage IVb ange- gebenen Posten	781.009,57	108.940, 4, 1
	2.918.706,69	407.898, 3, 4

ANMERKUNG. — Die endgültige Schuldverschreibung der amerikanischen Ausgabe enthält eine „Goldmünz“-
für deren Innehaltung erforderlichen Beträge nicht angeschafft.

BESCHEINIGUNG

Wir haben die Bücher und Belege des Treuhänders der Internationalen Bundesanleihe 1930 der
hiermit, daß die vorstehende Übersicht der Einnahmen und Ausgaben nach den genannten Unterlagen
dieses Jahres richtig wiedergibt. Die Richtigkeit der Guthaben bei den Depotstellen am 30. Juni 1936

BASEL, den 8. Oktober 1936.

BUNDESANLEIHE 1930 DER REPUBLIK ÖSTERREICH

für das sechste Anleihejahr (1. Juli 1935 bis 30. Juni 1936)

Italienische Ausgabe Lire	Schwedische Ausgabe Skr	Schweizerische Ausgabe Sfr	Österreichische Ausgabe S	Unkosten	
				£	Sfr
3.250.101,55	521.955,20	824.125,16	2.096.232,29	—	—
6.095.689,49	645.716,14	1.520.800,65	3.954.187,07	—	—
41.348,15	—	8.804,84	—	—	—
10.883,20	202.965,—	6.644,84	1.447.816,95	—	—
2.262.966,80	—	566.435,16	—	—	—
30.622,50	2.909,50	7.645,80	18.180,32	300,—,—	27.634,80
9.165,30	3.907,50	2.279,49	—	—	—
11.700.776,99	1.377.453,34	2.936.735,94	7.516.416,63	300,—,—	27.634,80

6.198.800,42	655.480,—	1.544.901,15	3.988.079,83	—	—
41.348,15	—	8.804,84	—	—	—
—	190.550,—	—	—	—	—
—	—	6.820,—	1.411.229,99	—	—
11.559,58	—	—	—	—	—
2.262.966,80	—	566.435,16	—	—	—
33.409,52	3.508,65	7.893,67	23.350,06	300,—,—	27.634,80
3.152.692,52	527.914,69	801.881,12	2.093.756,75	—	—
11.700.776,99	1.377.453,34	2.936.735,94	7.516.416,63	300,—,—	27.634,80

Klausel, doch hat die Österreichische Regierung, dem im Juli 1933 angenommenen Verfahren folgend, die

DER BUCHPRÜFER

Republik Österreich für das am 30. Juni 1936 endende sechste Anleihejahr geprüft und bescheinigen ordnungsgemäß aufgestellt ist und unter Berücksichtigung der Anmerkung die Kontenbewegungen haben wir uns von diesen bestätigen lassen.

PRICE, WATERHOUSE & Co.
Chartered Accountants.

TREUHÄNDER FÜR DIE INTERNATIONALE

Übersicht der Guthaben bei den

Die Guthaben am 30. Juni 1936 verteilen sich wie folgt:

1. a) Nicht vorgelegte fällige Zinsscheine
- b) Am 1. Juli 1936 fällige Zinsscheine
2. Entstandene, aber bis 30. Juni 1936 nicht in Rechnung gestellte Unkosten
 Guthaben für die Ablösung entstandener oder entstehender Verbindlichkeiten
3. Schuldverschreibungen-Tilgungskonto
4. Andere vorhandene Mittel (von denen Sfr. 5.609,80 bei einer Bank — früher Zahlungsagent — eingelegt sind,
 die ihre Zahlungen eingestellt hat)
- Gesamtguthaben nach der Übersicht der Einnahmen und Ausgaben — Anlage IVa

Übersicht der am 30. Juni 1936 noch

- Nennbetrag der ausgegebenen Schuldverschreibungen
- Abzüglich: Nennwert der getilgten Schuldverschreibungen:
1. während der ersten fünf Anleihejahre
 2. während des sechsten Anleihejahres
- Nennbetrag der am 30. Juni 1936 noch umlaufenden Schuldverschreibungen (siehe Anmerkung unten) . . .

ANMERKUNG. — Zur Tilgung ausgeloste

BUNDESANLEIHE 1930 DER REPUBLIK ÖSTERREICH

Depotstellen am 30. Juni 1936

Amerikanische Ausgabe \$	Englisch-Hollän- dische Ausgabe £	Italienische Ausgabe Lire	Schwedische Ausgabe Skr	Schweizerische Ausgabe Sfr	Österreichische Ausgabe S
12.894,—	990,10,—	29.195,25	—	15.890,—	55.477,94
748.986,—	105.542,10,—	3.026.240,—	321.265,—	757.050,—	1.954.323,84
1.959,45	—,—, 6	15.406,37	1.852,78	3.866,25	9.793,87
763.839,45	106.533,—, 6	3.070.841,62	323.117,78	776.806,25	2.019.595,65
26,79	19, 6, 5	160,88	203.075,—	638,26	36.667,64
17.143,33	2.387,17, 2	81.690,02	1.721,91	24.436,61	37.493,46
781.009,57	108.940, 4, 1	3.152.692,52	527.914,69	801.881,12	2.093.756,75

umlaufenden Schuldverschreibungen

25.000.000	3.500.000	100.000.000	10.000.000	25.000.000	50.000.000
3.006.100	404.100	10.778.000	636.000	2.760.000	5.305.100
594.300	80.400	2.758.000	185.000	610.000	1.071.600
21.399.800	3.015.500	86.464.000	9.179.000	21.630.000	43.623.300

Schuldverschreibungen sind zu 103% rückzahlbar.

TREUHÄNDER FÜR DIE INTERNATIONALE

Zwischen-Übersicht der Einnahmen und Ausgaben

	Dollar
Ursprünglich ausgegebener Nennbetrag	25.000.000,—
Noch umlaufender Nennbetrag am 31. Dezember 1936	21.089.200,—

Einnahmen

1. GUTHABEN am 1. Juli 1936	781.009,57
2. VON DER ÖSTERREICHISCHEN REGIERUNG ERHALTEN für:	
Zinsscheine	
Barzahlungen	727.687,82
Stückzinsen von zur Entwertung übertragenen Schuldverschreibungen (siehe unten)	4.530,75
Tilgung von Schuldverschreibungen	
Barzahlungen	530,53
Schuldverschreibungen zur Entwertung übertragen (siehe unten)	314.983,47
Unkosten	1.879,50
3. ZINSEN auf die für den Anleihedienst bereitgestellten Beträge	540,91
	1.831.162,55

Ausgaben

1. ZINSEN	
Fällige Zinsscheine und Stückzinsen auf für Tilgungszwecke gekaufte Schuldverschreibungen	749.064,73
Stückzinsen auf die von der Österreichischen Regierung übertragenen Schuldverschreibungen (siehe oben)	4.530,75
2. TILGUNG	
Schuldverschreibungen zu Tilgungszwecken gekauft	487,50
Schuldverschreibungen von der Österreichischen Regierung gegen Barrückzahlung übertragen	—
Schuldverschreibungen von der Österreichischen Regierung als Teilzahlung auf den Anleihedienst übertragen (siehe oben)	314.983,47
3. UNKOSTEN	
Kommission und Unkosten der Zahlungsagenten und Gebühren und Unkosten des Treuhänders	2.405,04
4. GUTHABEN am 31. Dezember 1936 für:	
Zinsscheine, fällig am 1. Januar 1937	738.122,—
Ausgeloste Schuldverschreibungen, zahlbar am 1. Januar 1937	—
Nicht vorgelegte fällige Zinsscheine	12.824,—
Tilgung	69,82
Verschiedene Posten (von denen Sfr. 5.609,80 bei einer Bank — früher Zahlungsagent — eingelegt sind, die ihre Zahlungen eingestellt hat)	8.675,24
	1.831.162,55

BUNDESANLEIHE 1930 DER REPUBLIK ÖSTERREICH

für das am 31. Dezember 1936 beendete Halbjahr

£ Sterling	Lire	Schwedische Kronen	Schweizer Franken	Schillinge
3.500.000,—,—	100.000.000,—	10.000.000,—	25.000.000,—	50.000.000,—
2.972.700,—,—	84.895.000,—	9.179.000,—	21.313.000,—	43.488.500,—

108.940, 4, 1	3.152.692,52	527.914,69	801.881,12	2.093.756,75
102.624,—, 9	2.924.050,80	319.831,99	735.136,22	1.918.163,73
627, 7, 1	23.520,03	—	3.842,41	—
325, 8,10	3.375,03	104.720,—	27.929,70	771.916,15
43.162, 1, 2	1.230.079,97	—	279.960,30	—
633,15,—	15.104,25	1.444,50	17.808,70	8.906,79
147, 9, 1	4.483,66	2.249,68	1.117,41	—
256.460, 6,—	7.353.306,26	956.160,86	1.867.675,86	4.792.743,42

105.382, 4, 5	2.922.015,85	321.265,—	755.179,05	1.964.755,84
627, 7, 1	23.520,03	—	3.842,41	—
283,—, 7	—	—	10.007,50	19.650,—
—	1.559,15	—	18.540,—	157.944,32
43.162, 1, 2	1.230.079,97	—	279.960,30	—
736,19,—	16.576,12	1.606,33	17.884,09	10.205,74
104.044,10,—	2.971.325,—	321.265,—	745.955,—	1.948.284,80
—	—	202.910,—	—	—
1.155,—,—	133.460,25	—	18.585,—	49.738,06
61,14, 8	1.976,76	104.885,—	20,46	630.989,47
1.007, 9, 1	52.793,13	4.229,53	17.702,05	11.175,19
256.460, 6,—	7.353.306,26	956.160,86	1.867.675,86	4.792.743,42

INTERNATIONALE ANLEIHEN

FÜR WELCHE DIE BANK TREUHÄNDER ODER FISCAL AGENT DER TREUHÄNDER IST

Guthaben am 31. März 1937

	Deutsche Äußere Anleihe von 1924	Internat. 5½% Anleihe des Deutschen Reichs 1930	Internat. Bundes- Anleihe 1930 der Republik Österreich	Insgesamt
Schweizer Goldfranken				
DIE GUTHABEN SIND BESTIMMT FÜR:				
Tilgung von Schuldverschreibungen . .	639.467,49	732,79	127.370,—	767.570,28
den nächstfälligen Zinsscheinen	—	—	3.084.267,39	3.084.267,39
noch nicht vorgelegte, zur Tilgung aus- geloste Schuldverschreibungen . . .	3.632,10	—	—	3.632,10
nicht vorgelegte fällige Zinsscheine . .	106.420,95	94.631,74	243.422,58	444.475,27
verschiedene Posten	394.632,44	56.147,66	19.008,03	469.788,13
Insgesamt	1.144.152,98	151.512,19	3.474.068,—	4.769.733,17

DAS WÄHRUNGSABKOMMEN

vom 25. September 1936.

Erklärung der Französischen Regierung

über das Währungsabkommen

zwischen

Frankreich, den Vereinigten Staaten und Großbritannien.

25. September 1936.

1. Die Französische Regierung hat sich mit der Regierung der Vereinigten Staaten von Amerika und der Regierung Großbritanniens ins Einvernehmen gesetzt, um mit ihnen zusammen den gemeinsamen Willen zu bekunden, den Frieden zu wahren, die Schaffung von Voraussetzungen zu begünstigen, die am besten geeignet sind, die Ordnung in den internationalen Wirtschaftsbeziehungen wiederherzustellen und eine Politik fortzusetzen, die auf die Förderung des Wohlstandes in der Welt und die Verbesserung der Lebenshaltung der Völker gerichtet ist.

2. Die Regierung der Vereinigten Staaten von Amerika und die Regierung Großbritanniens müssen natürlich bei der internationalen Währungspolitik den Erfordernissen des Inneren Wohlstandes der amerikanischen Republik und des britischen Weltreichs vollauf Rechnung tragen, genau so wie die Französische Regierung natürlich entsprechende Erwägungen bezüglich der Wirtschaft des Mutterlandes und der überseeischen Besitzungen berücksichtigen wird. Sie ergreifen freudig die ihnen gebotene Gelegenheit, um erneut zu versichern, daß sie die von ihnen in den letzten Jahren verfolgte Politik fortzusetzen gedenken. Eines der ständigen Ziele dieser Politik ist, das größtmögliche Gleichgewicht auf dem internationalen Devisenmarkt zu erhalten und alles zu tun, um zu vermeiden, daß dieses Gleichgewicht durch eine amerikanische oder englische Währungshandlung gestört wird. Die Französische Regierung teilt mit der Regierung der Vereinigten Staaten von Amerika und mit der Regierung Großbritanniens die Überzeugung, daß die Fortsetzung dieser aufeinander abgestimmten Politik den allgemeinen Zielen dienen wird, die sämtliche Regierungen verfolgen müßten.

3. In der Überzeugung, daß die wünschenswerte Stabilität der wichtigsten Währungen auf gesicherter Grundlage ohne die vorherige Wiederherstellung eines dauernden Gleichgewichts zwischen den Wirtschaften der verschiedenen Länder nicht gewährleistet werden kann, hat die Französische Regierung beschlossen, dem französischen Parlament eine Angleichung der Landeswährung vorzuschlagen. Die Regierung der Vereinigten Staaten von Amerika und die Regierung Großbritanniens haben diesen Beschluß günstig aufgenommen in der Hoffnung, daß damit festere Grundlagen für die Stabilität der internationalen Wirtschaftsbeziehungen geschaffen werden. Die Regierung der Vereinigten Staaten von Amerika, die Regierung Großbritanniens und die Französische Regierung erklären es als ihre Absicht, durch Benutzung geeigneter, ihnen zur Verfügung stehender Mittel im Rahmen des Möglichen zu vermeiden, daß die neuen, aus der geplanten Angleichung sich ergebenden Währungsgrundlagen gestört werden könnten. Es ist selbstverständlich, daß zu diesem Zweck die erforderlichen Besprechungen mit den beiden anderen Regierungen und zwischen den zuständigen Stellen gesichert werden.

4. Die Französische Regierung ist außerdem ebenso wie die Regierung der Vereinigten Staaten von Amerika und die Regierung Großbritanniens der Überzeugung, daß der Erfolg der oben umschriebenen Politik von der Entwicklung des Internationalen Handels abhängt. Sie legt insbesondere den größten Wert darauf, daß ohne Verzug Maßnahmen eingeleitet werden, um nach und nach mit dem Ziel der völligen Beseitigung des gegenwärtigen System der Kontingentierungen und der Devisenbewirtschaftungen zu mildern.

5. Wie die Regierung der Vereinigten Staaten und die Regierung Großbritanniens wünscht und fordert auch die Französische Regierung die Mitarbeit der übrigen Völker zur Verwirklichung der in dieser Erklärung gekennzeichneten Politik. Sie rechnet damit, daß kein Land den Versuch machen wird, einen unvernünftigen Währungsvorteil zu erlangen und dadurch die Bemühungen zu durchkreuzen, die die Regierung der Vereinigten Staaten von Amerika, die Regierung Großbritanniens und die Französische Regierung zur Wiederherstellung stabilerer Wirtschaftsbeziehungen fortzusetzen gedenken.

Erklärung des Britischen Schatzamtes

über das Währungsabkommen

zwischen

Großbritannien, Frankreich und den Vereinigten Staaten.

25. September 1936.

1. Die Regierung Seiner Majestät hat sich mit der Regierung der Vereinigten Staaten von Amerika und der Französischen Regierung ins Einvernehmen gesetzt, um mit ihnen zusammen den gemeinsamen Willen zu bekunden, den Frieden zu wahren, die Schaffung von Voraussetzungen zu begünstigen, die am besten geeignet sind, die Ordnung in den internationalen Wirtschaftsbeziehungen wiederherzustellen und eine Politik fortzusetzen, die auf die Förderung des Wohlstandes in der Welt und die Verbesserung der Lebenshaltung der Völker gerichtet ist.

2. Die Regierung Seiner Majestät muß natürlich bei der internationalen Währungspolitik den Erfordernissen des inneren Wohlstandes der Länder des britischen Weltreichs voll auf Rechnung tragen, genau so wie die Regierungen Frankreichs und der Vereinigten Staaten von Amerika entsprechende Erwägungen berücksichtigen werden. Sie ergreift freudig die ihr gebotene Gelegenheit, um erneut zu versichern, daß sie die von ihr in den letzten Jahren verfolgte Politik fortzusetzen gedenke. Eines der ständigen Ziele dieser Politik ist, das größtmögliche Gleichgewicht auf dem internationalen Devisenmarkt zu erhalten und alles zu tun, um zu vermeiden, daß dieses Gleichgewicht durch eine englische Währungshandlung gestört wird. Die Regierung Seiner Majestät teilt mit den Regierungen Frankreichs und der Vereinigten Staaten von Amerika die Überzeugung, daß die Fortsetzung dieser aufeinander abgestimmten Politik den allgemeinen Zielen dienen wird, die sämtliche Regierungen verfolgen müßten.

3. In der Überzeugung, daß die wünschenswerte Stabilität der wichtigsten Währungen auf gesicherter Grundlage ohne die vorherige Wiederherstellung eines dauernden Gleichgewichts zwischen den Wirtschaften der verschiedenen Länder nicht gewährleistet werden kann, teilt die Französische Regierung der Regierung Seiner Majestät mit, daß sie beschlossen hat, dem französischen Parlament eine Angleichung der Landeswährung vorzuschlagen. Die Regierung Seiner Majestät hat ebenso wie die Regierung der Vereinigten Staaten von Amerika diesen Beschluß günstig aufgenommen in der Hoffnung, daß damit festere Grundlagen für die Stabilität der internationalen Wirtschaftsbeziehungen geschaffen werden. Die Regierung Seiner Majestät erklärt es ebenso wie die Regierungen Frankreichs und der Vereinigten Staaten von Amerika als ihre Absicht,

durch Benutzung geeigneter, ihnen zur Verfügung stehender Mittel im Rahmen des Möglichen zu vermeiden, daß die neuen, aus der geplanten Angleichung sich ergebenden Währungsgrundlagen gestört werden könnten. Es ist selbstverständlich, daß zu diesem Zweck die erforderlichen Besprechungen mit den beiden anderen Regierungen und zwischen den zuständigen Stellen gesichert werden.

4. Die Regierung Seiner Majestät ist außerdem ebenso wie die Regierungen Frankreichs und der Vereinigten Staaten von Amerika der Überzeugung, daß der Erfolg der oben umschriebenen Politik von der Entwicklung des internationalen Handels abhängt. Sie legt insbesondere den größten Wert darauf, daß ohne Verzug Maßnahmen eingeleitet werden, um nach und nach mit dem Ziel der völligen Beseitigung des gegenwärtigen Systems der Kontingentierungen und der Devisenbewirtschaftungen zu mildern.

5. Wie die Regierungen Frankreichs und der Vereinigten Staaten wünscht und fordert auch die Regierung Seiner Majestät die Mitarbeit der übrigen Völker zur Verwirklichung der in dieser Erklärung gekennzeichneten Politik. Sie rechnet damit, daß kein Land den Versuch machen wird, einen unvernünftigen Währungsvorteil zu erlangen und dadurch die Bemühungen zu durchkreuzen, die die drei Regierungen zur Wiederherstellung stabilerer Wirtschaftsbeziehungen fortzusetzen gedenken.

Erklärung des Staatssekretärs des Schatzamtes der Vereinigten Staaten,
durch die das Währungsabkommen
zwischen den

Vereinigten Staaten, Frankreich und Großbritannien bekanntgegeben wird.

25. September 1936.

Im Auftrage des Präsidenten gibt der Staatssekretär des Schatzamtes folgende Erklärung ab:

1. Die Regierung der Vereinigten Staaten hat sich mit der Britischen Regierung und der Französischen Regierung ins Einvernehmen gesetzt, um mit ihnen zusammen den gemeinsamen Willen zu bekunden, den Frieden zu wahren, die Schaffung von Voraussetzungen zu begünstigen, die am besten geeignet sind, die Ordnung in den internationalen Wirtschaftsbeziehungen wiederherzustellen und eine Politik fortzusetzen, die auf die Förderung des Wohlstandes in der Welt und die Verbesserung der Lebenshaltung der Völker gerichtet ist.

2. Die Regierung der Vereinigten Staaten muß natürlich bei der internationalen Währungspolitik den Erfordernissen des inneren Wohlstandes voll auf Rechnung tragen, genau so wie die Regierungen Frankreichs und Großbritanniens entsprechende Erwägungen berücksichtigen werden. Sie ergreift freudig diese Gelegenheit, um erneut zu versichern, daß sie die von ihr in den letzten Jahren verfolgte Politik fortzusetzen gedenkt. Eines der ständigen Ziele dieser Politik ist, das größtmögliche Gleichgewicht auf dem internationalen Devisenmarkt zu erhalten und alles zu tun, um zu vermeiden, daß dieses Gleichgewicht durch eine amerikanische Währungshandlung gestört wird. Die Regierung der Vereinigten Staaten teilt mit den Regierungen Frankreichs und Großbritanniens die Überzeugung, daß die Fortsetzung dieser aufeinander abgestimmten Politik den allgemeinen Zielen dienen wird, die sämtliche Regierungen verfolgen müßten.

3. In der Überzeugung, daß die wünschenswerte Stabilität der wichtigsten Währungen auf gesicherter Grundlage ohne die vorherige Wiederherstellung eines dauernden Gleichgewichts zwischen den Wirtschaften der verschiedenen Länder nicht gewährleistet werden kann, teilt die Französische Regierung der Regierung der Vereinigten Staaten mit, daß sie beschlossen hat, dem französischen Parlament eine Angleichung der

Landeswährung vorzuschlagen. Die Regierung der Vereinigten Staaten und die Britische Regierung haben diesen Beschluß günstig aufgenommen in der Hoffnung, daß damit festere Grundlagen für die Stabilität der internationalen Wirtschaftsbeziehungen geschaffen werden. Die Regierung der Vereinigten Staaten erklärt es ebenso wie die Britische und die Französische Regierung als ihre Absicht, durch Benutzung geeigneter, ihnen zur Verfügung stehender Mittel im Rahmen des Möglichen zu vermeiden, daß die neuen, aus der geplanten Ausgleichung sich ergebenden Währungsgrundlagen gestört werden könnten. Es ist selbstverständlich, daß zu diesem Zweck die erforderlichen Besprechungen mit den beiden anderen Regierungen und zwischen den zuständigen Stellen gesichert werden.

4. Die Regierung der Vereinigten Staaten ist außerdem ebenso wie die Regierungen Frankreichs und Großbritanniens der Überzeugung, daß der Erfolg der oben umschriebenen Politik von der Entwicklung des internationalen Handels abhängt. Sie legt insbesondere den größten Wert darauf, daß ohne Verzug Maßnahmen eingeleitet werden, um nach und nach mit dem Ziel der völligen Beseitigung des gegenwärtigen Systems der Kontingentierungen und der Devisenbewirtschaftungen zu mildern.

5. Wie die Regierungen Frankreichs und Großbritanniens wünscht und fordert auch die Regierung der Vereinigten Staaten die Mitarbeit der übrigen Völker zur Verwirklichung der in dieser Erklärung gekennzeichneten Politik. Sie rechnet damit, daß kein Land den Versuch machen wird, einen unvernünftigen Währungsvorteil zu erlangen und dadurch die Bemühungen zu durchkreuzen, die die drei Regierungen zur Wiederherstellung stabilerer Wirtschaftsbeziehungen fortzusetzen gedenken.

VERWALTUNGSRAT

Dr. L. J. A. Trip, Amsterdam	Vorsitzender.
Prof. Alberto Beneduce, Rom	} Stellvertretende Vorsitzende.
Marquis de Vogüé, Paris	
Dott. V. Azzolini, Rom.	
Prof. Dr. G. Bachmann, Zürich.	
Baron Brincard, Paris.	
Louis Franck, Brüssel.	
Alexandre Galopin, Brüssel.	
Hisakira Kano, London.	
Emile Labeyrie, Paris.	
Sir Otto Niemeyer, London.	
Montagu Collet Norman, London.	
Dr. Paul Reusch, Oberhausen (Rheinland).	
Ivar Rooth, Stockholm.	
Dr. Hjalmar Schacht, Berlin.	
Kurt Freiherr von Schröder, Köln.	
Seljio Yanagita, London.	

Stellvertreter

Cameron Cobbold, London.	
Pierre Fournier, Paris.	
Albert Goffin, Brüssel.	
Dott. Pasquale Trolse oder	} Rom.
Dott. Mario Pennachio	
Dr. Wilhelm Vocke oder	} Berlin.
Ernst Hülse	

BANKLEITUNG

Dr. L. J. A. Trip	Präsident.
Dr. J. W. Beyen	Stellvertretender Präsident.
Pierre Quesnay	Generaldirektor.
Paul Hechler	Beigeordneter Generaldirektor.
R. Pilotti	Generalsekretär.
Marcel van Zeeland	Direktor.