

# **BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH**

## **ACHTER JAHRESBERICHT**

**1. APRIL 1937 — 31. MÄRZ 1938**

**BASEL  
9. Mai 1938**

# INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
I. Einleitung . . . . .	5
II. Devisenkurse, Preisbewegungen und Außenhandel . . . . .	20
III. Von der Enthortung zur Neuhortung von Gold . . . . .	40
IV. Kapitalbewegungen und internationale Verschuldung . . . . .	65
V. Die Entwicklung der Zinssätze . . . . .	79
VI. Die Entwicklungen im Bankwesen . . . . .	108
VII. Die laufenden Geschäfte der Bank	
1. Die Tätigkeit der Bankabteilung . . . . .	114
2. Die Bank als Treuhänder und Agent . . . . .	117
3. Der Reingewinn und seine Verteilung . . . . .	119
4. Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Bankleitung . . . . .	121
VIII. Schlußbemerkungen . . . . .	123

## ANLAGEN

- I. Zentralbanken und andere Banken, die zur Teilnahme an der Hauptversammlung der Bank und zur Stimmabgabe berechtigt sind.
- II. Bilanz vom 31. März 1938.
- III. Gewinn- und Verlust-Rechnung sowie Gewinnverteilung für das am 31. März 1938 beendete Geschäftsjahr.
- IV. Treuhänder für die Internationale Bundesanleihe der Republik Österreich 1930.
  - a) Übersicht der Einnahmen und Ausgaben für das siebente Anleihejahr (1. Juli 1936 bis 30. Juni 1937).
  - b) Übersicht der Guthaben bei den Depotstellen am 30. Juni 1937.
- V. Treuhänder für die Internationale Bundesanleihe der Republik Österreich 1930 — Zwischen-Übersicht der Einnahmen und Ausgaben für das am 31. Dezember 1937 beendete Halbjahr.
- VI. Internationale Anleihen, für welche die Bank Treuhänder oder Fiscal Agent der Treuhänder ist — Guthaben am 31. März 1938.

# ACHTER JAHRESBERICHT

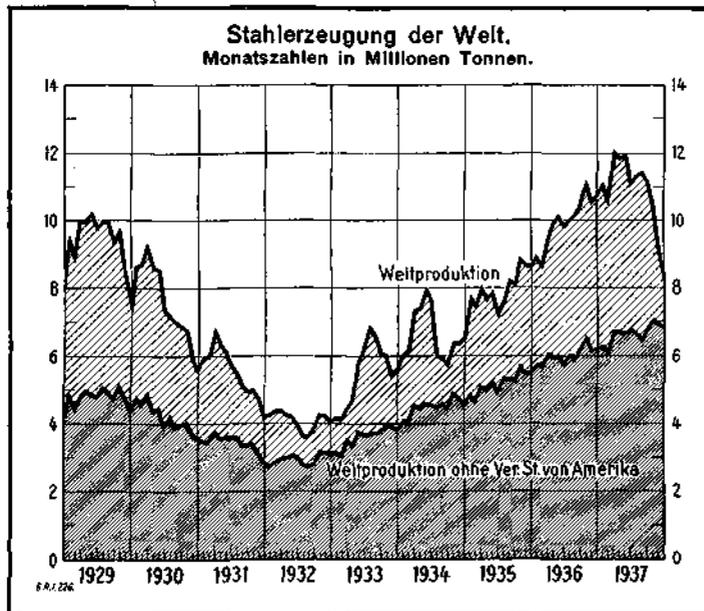
## AN DIE HAUPTVERSAMMLUNG DER BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH

in BASEL am 9. Mai 1938.

Meine Herren!

Ich habe die Ehre, Ihnen den Jahresbericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich für das achte Geschäftsjahr vom 1. April 1937 bis zum 31. März 1938 vorzulegen. Die Geschäftsergebnisse des Jahres – die nur wenig von denen des Vorjahres abweichen – werden in Kapitel VII im einzelnen behandelt. Nach Vornahme vorsorglicher Rückstellungen für unvorhergesehene Ausgaben empfiehlt der Verwaltungsrat der Hauptversammlung die Beschließung einer Jahresdividende von 6 v. H. und der satzungsmäßigen Zuweisungen an die Rücklagen.

Die Erholung der Weltwirtschaft, deren erste Anzeichen im Sommer 1932 sichtbar wurden, hielt alle die Jahre hindurch bis 1936 an mit nur geringeren Rückschlägen und Stockungen in einigen Ländern, mit einem deutlichen Zurückbleiben in anderen. Erst in der zweiten Jahreshälfte 1936 wurden die Fortschritte, die so starke Unterschiede in Rhythmus und Zeitmaß gezeigt hatten, fast allgemein und ließen schließlich den Eindruck aufkommen, daß das große Wirtschaftstief überwunden sei. Das Anziehen der Preise, die Steigerung der Erzeugung, die Zunahme des Handels und des Verbrauchs erreichten ihren höchsten Punkt in der ersten Hälfte des Jahres 1937. In seiner letzten Entwicklungsstufe war der Aufschwung sehr stark; viele Merkmale, die gewöhnlich eine Hochkonjunktur begleiten, waren vorhanden. Die lebhaftere Geschäftstätigkeit war aber namentlich in den Vereinigten Staaten verhältnismäßig von kurzer Dauer, und es ist daher nicht erstaunlich, daß die öffentliche Meinung auf den plötzlichen Umschwung, der kommen sollte, nicht vorbereitet war. Wenn Besorgnisse laut wurden, so hatten sie ihre Ursache in der Erwartung einer weiteren unüberwachten Entwicklung der Hochkonjunktur. Es wurde befürchtet, daß die außergewöhnliche Steigerung der Golderzeugung zu einer übermäßigen Kreditausweitung in der ganzen Welt führen könnte. Die Fortsetzung der staatlichen Ausgaben für Rüstungszwecke und öffentliche Arbeiten in einer Zeit, in der die Wirtschaft diese Anregung nicht mehr brauchte, schien leicht zu einer Überentwicklung gewisser Wirtschaftszweige führen zu können. In den Vereinigten Staaten wurden die Maßnahmen der Regierung zur Ankurbelung der Wirtschaft eingestellt in der Erwartung, daß sich die Wirtschaftstätigkeit aus eigener Kraft weiterentwickeln würde. Die Währungspolitik war eher darauf abgestellt, die Aufwärtsbewegung zu bremsen, und die Erklärung des Präsidenten Roosevelt, daß einzelne Preise zu hoch seien, hatte auch den Zweck, spekulative Preissteigerungen aufzuhalten.



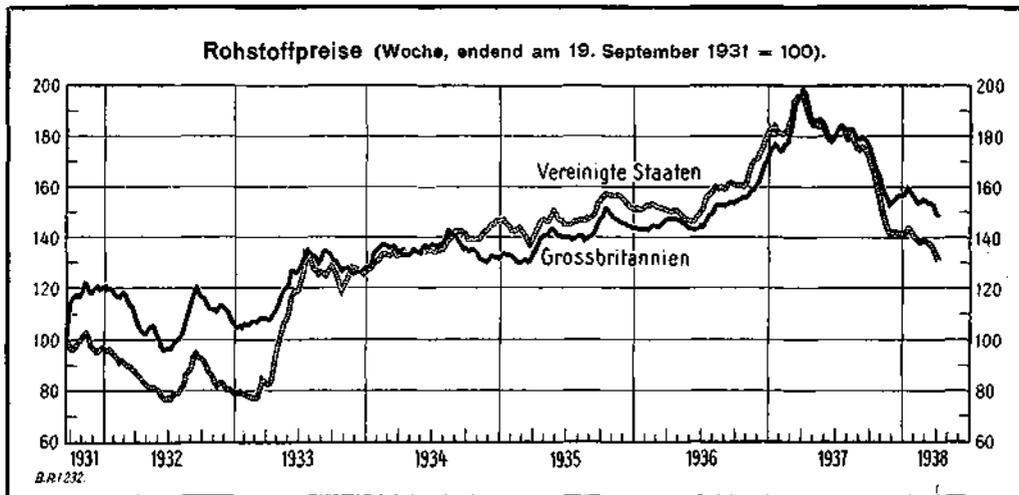
Der plötzliche Umschwung in den Vereinigten Staaten in der zweiten Hälfte des Jahres 1937 kam für die Welt überraschend. Die Merkmale für die Wirtschaftstätigkeit verloren ihre Aufwärtsrichtung; in manchen Fällen waren die Veränderungen sehr gering, in anderen so stark, daß ein Vergleich hierfür nur in den schwersten Krisen gefunden werden kann, die es jemals gegeben hat. Die darauf fol-

gende Zerreißung eines mehr oder weniger einheitlichen Planes in ein Wirrwarr einander widerstrebender Entwicklungsrichtungen trug eine große Unsicherheit in die wirtschaftlichen Aussichten hinein und beeinflusste namentlich die Kapitalanlagettigkeit.

Die industrielle Erzeugung der Welt erreichte im Frühjahr 1937 mit einem Stand von nahezu 20 v. H. ber dem des vorhergehenden Hochkonjunkturjahres 1929 eine Hchstziffer. Der Rückgang im letzten Teil des Jahres war jedoch sehr stark, besonders da die Vereinigten Staaten einen fast senkrechten Abfall zeigten; die Meßziffer des Bundes-Reserve-Systems für die industrielle Erzeugung (1923-25 = 100) fiel von 117 im August auf 84 im Dezember. Dieser Rückgang war größer als der im Herbst 1929, als die Meßziffer von 121 im September auf 103 im Dezember fiel; und wenn er auch nicht ganz so groß war wie in dem Zusammenbruch der Nachkriegszeit, als die Meßziffer in vierzehn Monaten von ihrem höchsten Punkt von 95 im Januar 1920 auf ihren tiefsten Punkt von 64 im März 1921 fiel, so ging er doch rascher vor sich.

Kein anderes Land erfuhr einen ähnlichen Rückschlag. In Kanada, dem Nachbarland, wurde die Erzeugung bis zum November 1937 gut gehalten, und in den europäischen Ländern, in denen die Wirtschaft nicht von besonderen Verhältnissen beherrscht war (wie in Deutschland und Frankreich), hatte der Rückschlag mehr das Aussehen eines etwas verstärkten jahreszeitlichen Rückganges. Da aber der Anteil der Vereinigten Staaten am Rohstoffverbrauch der Welt allein schon nahezu 40 v. H. ausmacht, wirkt sich ein jäher Geschäftsrückgang in den Vereinigten Staaten sehr stark auf die Rohstoffmärkte und damit auf die wirtschaftliche Entwicklung in der übrigen Welt aus.

Die unterschiedlichen Entwicklungen während des Jahres kommen deutlich in der Bewegung der Rohstoffpreise zum Ausdruck, bei der vier Stufen während des Jahres zu erkennen sind, deren jede ungefähr drei Monate umfaßt.



1) Nach der Aufwärtsbewegung im Jahre 1936 brachte das erste Vierteljahr 1937 einen steilen Anstieg, der auf die übertriebenen Erwartungen hinsichtlich der erhöhten Nachfrage, die man von der größeren Kaufkraft der Verbraucher und von den Staatsaufträgen für Rüstungen erwartete, zurückzuführen war. Industriegesellschaften, die ängstlich darauf bedacht waren, sich gegen Preissteigerungen ihrer Rohstoffe zu schützen, kauften mehr — in vielen Fällen weit mehr — als ihr Bedarf gerechtfertigt hätte. Es ergab sich so eine allgemeine Anhäufung von Warenlagern und eine Räumung der sichtbaren Lagerbestände, deren beinahe selbstverständliche Begleiterscheinung reine Spekulationskäufe waren.

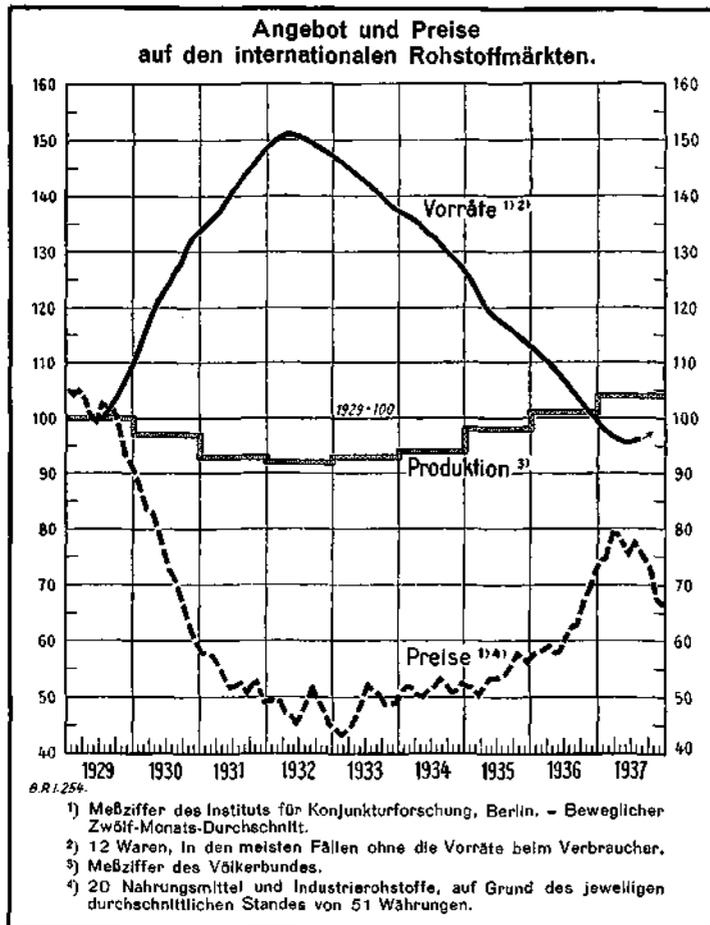
2) Auf diese Bewegung folgte im zweiten Vierteljahr ein ebenso scharfer Rückschlag, der in einem allgemeinen Umschwung der Geschäftsaussichten und der Abwicklung spekulativer Geschäfte zum Ausdruck kam. Die Schnelligkeit, mit der die Preise einiger Waren weit über die tatsächlichen Herstellungskosten hinaus gestiegen waren, obwohl eine günstige Aussicht für eine Erzeugungssteigerung bestand, genügte an sich schon, um zukünftige Stokungen zu verursachen.

3) Dann trat nach einer Zeit verhältnismäßiger Preisbeständigkeit im dritten Vierteljahr

4) ein scharfer Rückschlag während der drei letzten Monate des Jahres ein, als reichlichere Zufuhren zum Markt — wie dies oft der Fall ist, wenn ein Konjunkturumschwung eintritt — mit einer Schrumpfung des Bedarfs infolge der veränderten wirtschaftlichen Aussichten zusammenfielen.

Infolge des Steigens der Preise am Ende des Jahres 1936 und zu Beginn des Jahres 1937 und unter dem Einfluß günstiger Witterungsverhältnisse nahm die Rohstoffherzeugung der Welt bedeutend zu und erreichte Höchstziffern. Erzeuger international überwachter Waren, wie Gummi und Zinn, beschlossen eine weitere Erhöhung der Erzeugungs- und Ausfuhrquoten. Diese vermehrten Angebote kamen meistens in der zweiten Jahreshälfte auf die Märkte. Als jedoch die Preise umschlugen und die sichtbaren Vorräte sich anzuhefen

begannen, wurden die Erzeuger ängstlich, und die Erzeugungs- und Ausführquoten wurden wieder gesenkt. So trat innerhalb von zwölf Monaten eine vollständige Umkehrung der bisherigen Linie der Erzeugungspolitik ein.



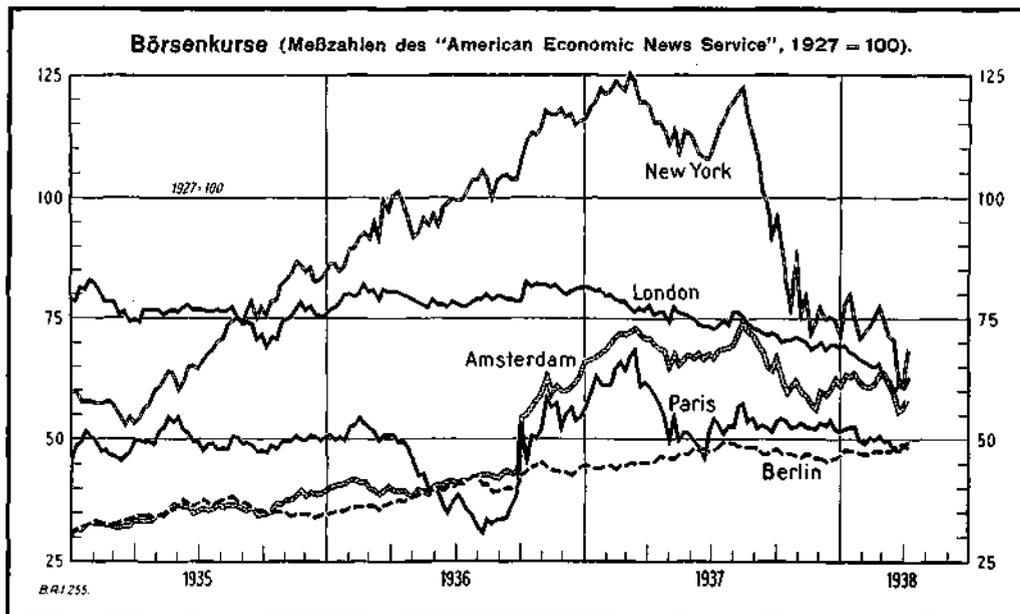
Das nebenstehende Schaubild zeigt für den ganzen Zeitabschnitt von 1929 bis 1937 die Veränderungen, die in der Erzeugung der wichtigsten Rohstoffe, in den sichtbaren Vorräten und in den Preisen vor sich gegangen sind.

Der verhältnismäßig leichte Rückgang der Meßziffer für die Erzeugung im Jahre 1932 erklärt sich aus der Einbeziehung der landwirtschaftlichen Erzeugung, die niemals sehr großen Schwankungen unterworfen war. Im Jahre 1937 waren die Erzeugung größer und die Vorräte geringer als im Jahre 1929. Infolge des Steigens im ersten Vierteljahr 1937 erreichten die Preise einen Stand,

der sich bis auf 20 v. H. demjenigen des Jahres 1929 näherte; die späteren Rückgänge brachten die Preise Ende 1937 etwa auf den Stand des Frühherbstes 1936, d. h. auf etwa die Mitte zwischen dem Stande des Jahres 1929 und dem niedrigsten Punkt der Tiefkonjunktur des Jahres 1932.

Die verschiedenen Entwicklungsstufen des Jahres finden ihren Niederschlag auch in den Bewegungen der Börsenkurse, die auf vielen Plätzen im ersten Vierteljahr 1937 anzogen, sich im zweiten abschwächten, im dritten erholten und im vierten fielen.

Diese Bewegungen, die die Aussichten der Geldanlage Suchenden und der Spekulanten erkennen lassen, üben zweifellos einen großen Einfluß auf den Umfang der Geschäftstätigkeit im allgemeinen aus, sowohl in psychologischer Hinsicht als auch durch die Wirkung von Börsengewinnen und -verlusten auf die Gewohnheiten der Bevölkerung in bezug auf Geldausgaben. Dieser Einfluß hat in der letzten Zeit sicher nicht nachgelassen. In vielen



Ländern wiegt er wahrscheinlich den Einfluß staatlicher Aufträge auf; dies ist um so beachtenswerter, wenn man bedenkt, eine wieviel größere Rolle die Anlagetätigkeit öffentlicher und halböffentlicher Körperschaften heutzutage im gesamten Wirtschaftsleben spielt. Das Publikum hat im größeren Teil der Welt eher mehr als weniger eine „Börseneinstellung“, und die Neuyorker Börse übt noch immer einen beherrschenden Einfluß auf die Haltung verschiedener bedeutender Börsen außerhalb der Vereinigten Staaten aus. Hierdurch erhöht sich noch der Einfluß, den das Auf und Nieder der Wirtschaft jenes Landes auf die Entwicklung in der übrigen Welt ausübt, zumal die Bewegungen der Börsenkurse die Ausgabe von neuen Wertpapieren in den verschiedenen Ländern beeinflussen können.

Im zweiten Halbjahr 1937 begann die Furcht vor den kommenden Entwicklungen schwer auf den Gemütern der Geschäftsleute und Wertpapierbesitzer zu lasten: die Furcht vor ernstlichen politischen Störungen, vor abermaligen Währungsschwierigkeiten und vor einer neuen Krise. Es war vielleicht natürlich, aber auch bedauerlich, daß man bei der befürchteten Krise an eine Wiederholung der traurigen Erfahrungen der Jahre 1929–32 dachte.

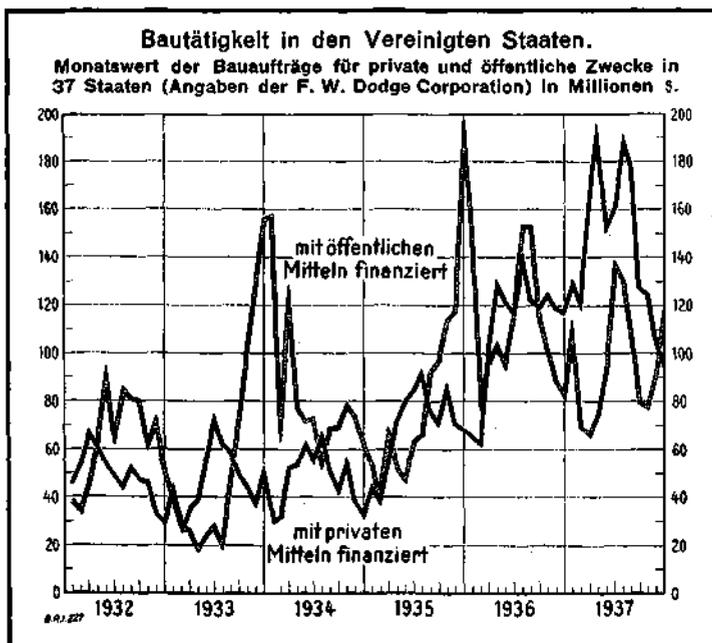
Sowohl die Krise der Jahre 1929–32 wie auch die darauf folgende Erholung tragen den Stempel der außergewöhnlichen Umstände, unter denen sie sich abspielten. Diese Umstände verdunkeln die üblichen Merkmale des sogenannten Konjunkturverlaufs. Es ist sogar das Bestreben vorhanden — psychologisch übrigens verständlich aus der natürlichen Abneigung, sich mit der unabwendbaren Tatsache der Auf- und Abwärtsbewegungen in der materiellen Wohlfahrt der Welt abzufinden — den ganzen wirtschaftlichen Aufschwung einer weisen Politik und den ganzen wirtschaftlichen Rückschlag ungewöhnlichen, nicht-wirtschaftlichen Einflüssen zuzuschreiben. Noch nie hat es so ausgedehnte Versuche gegeben, die wirtschaftliche Entwicklung durch staatliche Maßnahmen zu beeinflussen; noch nie war die Hoffnung so

groß, daß eine wirksame Wirtschaftspolitik die konjunkturmäßigen Schwankungen der Weltwirtschaft wenigstens innerhalb der Landesgrenzen beeinflussen, wenn schon nicht meistern könnte. Der Fluch der Arbeitslosigkeit mit ihren wirtschaftlichen, sozialen und politischen Folgen hat niemals so stark auf den Gemütern der Staatsmänner gelastet; er macht eine wirksame Wirtschafts- und Währungspolitik fast zu einer politischen Notwendigkeit. Aber die Hindernisse auf dem Wege zu einer normalen Geschäftsentwicklung waren nie so zahlreich. Staatliche Maßnahmen, durch die auf der einen Seite Arbeit beschafft wurde, haben auf der anderen Seite in vielen Fällen ein Gefühl der Unsicherheit geschaffen, das die private Unternehmungslust hemmte. Die wirtschaftliche Unabhängigkeit der Völker, die zwar gewisse Zweige der Binnenwirtschaft in allen Ländern und das gesamte Wirtschaftsleben der Länder mit einer gelenkten Wirtschaft fördert, hat der Entwicklung des Außenhandels häufig unbeabsichtigt im Wege gestanden. Das hat zu einer Schrumpfung des sogenannten Weltmarktes vieler wichtiger Waren geführt und dadurch die Empfindlichkeit ihrer sogenannten Weltpreise erhöht. Der Wunsch nach Unabhängigkeit von festen Währungsparitäten, der oft als notwendiges Werkzeug einer wirksamen Wirtschaftspolitik angesehen wurde, hat, wenn er auch nicht zu großen Währungsschwankungen führte, die Wiederkehr einer wirklich festgegründeten Währungsordnung verhindert und dadurch ein Gefühl der Unsicherheit zurückgelassen, das bei der Frage des „heißen Geldes“ eine wichtige Rolle spielt. Nicht zuletzt haben politische Störungen zusammen mit dem tatsächlichen Ausbruch von Feindseligkeiten in einigen Teilen der Welt und der Befürchtung noch unheilvollere Möglichkeiten die Entwicklung vieler neuer Unternehmungen verhindert, die natürliche Hoffnungsfreudigkeit, die Aufstiegszeiten eigen ist, gelähmt und zur Kapitalflucht und Auflösung von festen Anlagen geführt.

Es wird allgemein zugegeben, daß die Entwicklung des Konjunkturverlaufs durch die Wirkung der sich gegenseitig beeinflussenden Preisbewegungen verstärkt wird, und der ungeheure Einfluß psychologischer Gesichtspunkte bei der Auslösung dieses Vorgangs läßt sich nicht leugnen. Auch für den, der nicht an die Möglichkeit glaubt, den Konjunkturverlauf völlig ausglätten oder sogar meistern zu können, liegt die Notwendigkeit der Milderung dieser Wirkungen auf der Hand. Die Ereignisse der letzten Jahre haben jedoch dadurch, daß sie die Unsicherheit erhöht haben, den Zustand der Entschlußlosigkeit in der Geschäftswelt noch verstärkt und dadurch nützliche Maßnahmen der Regierungen auch in solchen Fällen vielleicht zunichte gemacht, wo diese Maßnahmen an sich das Gefühl der Unsicherheit nicht zu erhöhen brauchten. Es können nur geringe Ergebnisse von einer Politik erwartet werden, die die vereinten Wirkungen des Konjunkturverlaufs zu verringern sucht, wenn er geeignet ist, die Empfindlichkeit gegen die Einflüsse zu erhöhen, die unvermeidlich bestehen bleiben. Diese einfache Wahrheit setzt den Möglichkeiten, auf der einen Seite eine rein nationale Wirtschaftspolitik zu treiben, ohne auf der anderen Seite die letzten Folgerungen aus der wirtschaftlichen Abschließung zu ziehen, gewisse Grenzen.

Wenn man sich noch einmal das ganze Bild der wirtschaftlichen Erholung von der schweren Krise der Jahre 1929–32 vergegenwärtigt, so kann

man sagen, daß sich die Weltwirtschaft den Weg, der sie zur Gesundung zurückführen sollte, unter ungewöhnlich ungünstigen Bedingungen erkämpft hat und daß die natürlichen Gesundungskräfte durch staatliches Eingreifen teils gestärkt, teils gehemmt wurden. In Europa, wo die ungünstigen Einflüsse am stärksten waren, zeigte diese Erholung im Jahre 1936 Anzeichen der Stetigkeit, wenn auch natürlich noch viele ungewöhnliche Einflüsse am Werke waren. Der Rückschlag, der in der Welt im folgenden Jahr eintrat, ging von den Vereinigten Staaten aus, und in dieser Beziehung ist die Entwicklung in diesem Lande von besonderer Bedeutung. In keinem anderen Lande, außer denen, wo die Regierung praktisch die ganze Wirtschaft überwacht, waren die staatlichen Maßnahmen so streng und allgemein. Kein anderes Land ist von Natur aus so unabhängig von anderen Ländern und so gut geschützt gegen internationale politische Wirren. Nirgendwo war jedoch der Rückschlag so heftig. Es hat sich herausgestellt, daß die Lenkung des Konjunkturverlaufs durch Staatsmaßnahmen selbst in einem Lande mit einem sehr großen Inlandsmarkt und einem gut ausgebildeten Banksystem unendlich viel schwerer ist, als viele auf Grund des eingehenden Studiums von Erfahrungen und der aufmerksamen Prüfung wirtschaftlicher Entwicklungen zu glauben hofften.



Wenn Regierungen den Konjunkturverlauf beeinflussen sollen, so dürfen sie nicht nur dem zeitweise wiederkehrenden Abschwung entgegenarbeiten, sondern sie müssen auch bereit sein, eine übertriebene Aufwärtsbewegung zu hemmen. Wenn die Konjunktur nachzulassen beginnt, kann wohl der Wirtschaft eine Anregung gegeben werden, bis die private Geschäftstätigkeit sich von selbst wiederbelebt, aber der Einfluß des Staates muß auch in

der entgegengesetzten Richtung wirksam werden, sobald Anzeichen eines zu schnellen Anwachsens der Anlagetätigkeit auftreten. Eine der bemerkenswertesten Erscheinungen der neueren Zeit war die, daß, wenn die Wirtschaftstätigkeit auf einen hohen Stand gebracht war und die staatlichen Maßnahmen aufhörten, es sich herausstellte, daß die private Unternehmungslust nicht ausreichte, um die Vorwärtsbewegung weiterzutragen. Die Geschäftstätigkeit ging zurück, sobald die anregende Wirkung der staatlichen Maßnahmen nachließ. In den Vereinigten Staaten z. B. steht die Regierung jetzt

der Frage der Bekämpfung eines Nachlassens der Geschäftstätigkeit gegenüber, bevor sie noch ihre bisherige Politik der Wirtschaftsankurbelung völlig umgestellt hatte.

Die Erholung in den Vereinigten Staaten war in den letzten Jahren in der Tat nicht von einer starken Vermehrung neuer Kapitalanlagen begleitet. Die bereits vorhandene Erzeugungsfähigkeit wurde besser ausgenutzt, im großen ganzen aber nicht erhöht. Dies scheint ein Beweis für die Richtigkeit der Annahme zu sein, daß nur eine Steigerung der neuen Anlagetätigkeit eine dauerhafte Grundlage für eine Aufwärtsentwicklung der Geschäftstätigkeit sein kann. Die bloße Anregung des Verbrauchs durch staatliche Ausgaben oder — wie in Frankreich — durch plötzliche Verbesserung der Arbeitsbedingungen führt keinen Geschäftsaufschwung auf einer solchen Grundlage herbei. Bei ihrer Einführung können sie wohl anregend wirken, sie wecken aber nicht die natürlichen und dauernden Triebkräfte, und wenn sie die Erzeugung zu sehr belasten, kann das Endergebnis sogar das Gegenteil von dem sein, was beabsichtigt wurde.

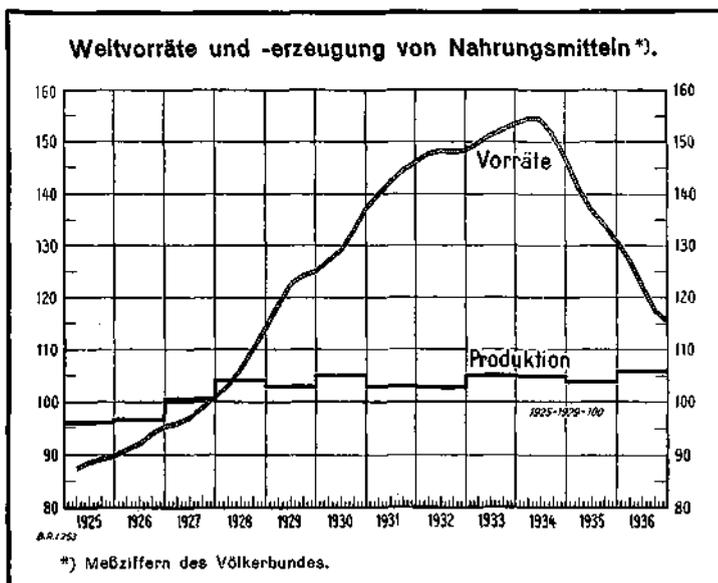
Die Ereignisse des Jahres 1929 haben uns gelehrt, daß das Fehlen jeglicher Preissteigerung kein Beweis dafür ist, daß keine Krise droht. Das Jahr 1937 hat uns gelehrt, daß eine reichliche Goldversorgung und eine Politik billigen Geldes nicht verhindern, daß die Preise — scharf und zum mindesten vorübergehend — fallen. Die vergangenen Jahre haben uns auch gelehrt, daß ein Land infolge von Verschiedenheiten in der Währungspolitik und der Wirtschaftsordnung einen von den übrigen Ländern völlig abweichenden Rhythmus im Konjunkturverlauf seiner Wirtschaft haben kann. Die in bestimmten Kreisen genährte Hoffnung, daß sich ein Land von dem Einfluß der Entwicklung in anderen Ländern durch eine nationale Wirtschaftspolitik freimachen könnte, hat sich aber als irrig erwiesen. Im Gegenteil dürfte sich daraus, daß die konjunkturmäßigen Schwankungen in den verschiedenen Ländern nicht mehr zusammenfallen, ergeben, daß der Konjunktumschwung in dem einen Land die Aufwärtsbewegung in anderen aufhalten kann, lange bevor sie ihren Höhepunkt erreicht hat. Außer in Fällen vollständiger Abschließung — die nur wenige für erstrebenswert halten — ist die gegenseitige Abhängigkeit der Länder in der jetzigen Zeit so groß, daß, wenn die wirtschaftliche Unabhängigkeit und die Freiheit zur Änderung der Währungsparität es ihnen auch gestatten, außer der Reihe zu marschieren (was als einer der Hauptvorteile des Bruchs mit einem internationalen Währungsautomatismus gilt), sie ihnen nicht die Freiheit geben, sich unabhängig voneinander zu bewegen. In einem gewissen Abstand müssen die Bewegungen der wichtigeren Länder einander folgen. Es mag wohl die Hoffnung bestanden haben, daß der Unterschied im Rhythmus und im Zeitmaß der wirtschaftlichen Entwicklung der Welt einen festigenden Einfluß auf den Konjunkturverlauf in der Welt im allgemeinen ausüben könne, insofern als der Aufschwung in dem einen Land den Niedergang in einem anderen ausgleichen und aufhalten würde. Zur Zeit lehrt die Erfahrung aber eher, daß das Außer-der-Reihe-Marschieren zu einer größeren Unordnung in der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung der Welt und zu einem Reizzustand führt, in dem das Gefühl, in einer Krise zu leben, die Welt niemals verläßt, weil es in dem einen oder anderen Lande immer berechtigt ist.

In Politik und Wirtschaft sind heute so viele störende Einflüsse am Werk, daß man geneigt ist zu vergessen, daß die Lage zweifellos auch einige günstigere Aussichten bietet und daß in manchen wichtigen Beziehungen die tatsächlichen Verhältnisse im Vergleich zum Jahre 1929 nicht ungünstig sind.

Das Jahr 1937 war ein Jahr verhältnismäßiger Währungsbeständigkeit, lediglich beim französischen Franken war eine bedeutende rückläufige Bewegung festzustellen. Die Schwankungen zwischen dem Pfund und dem Dollar wurden in Grenzen gehalten, die um ein Drittel enger waren als im Vorjahr. Der Welthandel dehnte sich weiter aus, der Güterverkehr erreichte mengenmäßig beinahe wieder die Ziffern des Jahres 1929. Diese Erholung trug mit dazu bei, daß viele Schuldnerländer größere Summen für den ausländischen Schuldendienst bereitstellen konnten, und schuf eine günstige Grundlage für den Abschluß von Schuldenvereinbarungen. In zweierlei Hinsicht war die Lage im Jahre 1929 außergewöhnlich gefährlich. Erstens fiel eine landwirtschaftliche Krise mit einer nach einigen Jahren raschen Aufstiegs einsetzenden industriellen Krise zusammen, und zweitens folgte auf die Krise ein allgemeiner finanzieller Zusammenbruch, der sie verlängerte und die ganze Währungsordnung der Welt tief erschütterte.

Die Erfahrung lehrt, daß selbst zwischen einem heftigen industriellen Rückschlag und einer landwirtschaftlichen Krise nicht zwangsläufig ein Zusammenhang bestehen muß. Die Preise für landwirtschaftliche Erzeugnisse sind in den Krisen, die 1900 und 1907 ausbrachen, nicht gefallen. Und gegenwärtig erscheinen die Aussichten der Landwirtschaft zum mindesten in mancher Hinsicht günstiger als in den zwanziger Jahren.

Das Schaubild zeigt die Entwicklung der Welterzeugung und der Weltvorräte wichtiger Nahrungsmittel, einschließlich Weizen, Zucker, Fleisch, Milch, Kaffee, Tee usw., in den letzten Jahren, soweit Zahlen zur Verfügung stehen. Die



Erzeugung ist in den Jahren 1925–28 sehr rasch gestiegen, mit dem Ergebnis, daß das mangelnde Gleichgewicht zwischen Erzeugung und Verbrauch die Lagervorräte bedeutend anschwellen und die Preise stark sinken ließ. Im Jahre 1936 stieg die Erzeugung von neuem; der Stand, den sie erreichte, lag aber nur leicht über dem von 1928–29, während die

Bevölkerung der Erde um etwa 1 v. H. jährlich zunahm. Eine besondere Bedeutung kommt der Weizenlage zu; die folgende Übersicht zeigt die Entwicklung der Weizenanbaufläche seit 1910–14.

Weizenanbaufläche der Welt.

(in Millionen Acre (Jahresdurchschnitte))	1910–14	1918–19	1926–27	1931–32	1936
Vereinigte Staaten . . . . .	54,1	72,4	63,2	66,0	73,6
Argentinien . . . . .	16,2	17,2	20,0	18,5	17,5
Kanada . . . . .	10,5	18,3	22,7	26,7	25,3
Australien . . . . .	8,2	7,2	12,0	15,3	12,3
Vier Hauptausfuhrländer . . .	89,0	115,1	117,8	126,5	128,7
Europäische Einfuhrländer . .	35,4	29,1	32,5	33,7	34,6
Europäische Ausfuhrländer . .	24,3	18,4	25,0	27,7	29,3
Andere Länder* . . . . .	53,6	55,4	59,1	63,8	65,7
Insgesamt* . . . . .	202,3	218,0	234,4	251,7	258,3
Gesamterzeugung* (in Millionen Tonnen)	80,7	77,1	94,2	100,3	89,7

\* ohne Rußland.

Während des Weltkrieges wurde die Weizenanbaufläche in den europäischen Einfuhr- und Ausfuhrländern verkleinert, in den vier Hauptausfuhrländern aber stark vergrößert; die Weizenversorgung der Welt wurde so trotz des Verschwindens der russischen Ausfuhr ganz gut gehalten. Als jedoch nach dem Kriege die europäische Erzeugung zum großen Teil mit Hilfe von Schutzmaßnahmen wieder erweitert wurde und die überseeische Erzeugung unvermindert anhielt, genügten ein paar aufeinanderfolgende gute Ernten, um den Weizenmarkt aus dem Gleichgewicht zu bringen, und nach einigen Jahren künstlicher Eingriffe sank der Weizenpreis so tief, daß der Weizen in den Vereinigten Staaten als Viehfutter verwendet wurde. Trotz der niedrigen Preise wurde die Weizenanbaufläche noch vergrößert, da die Landwirte keinen anderen Weg sahen, ihre Erzeugungsmöglichkeiten auszunutzen. Die mit dem Jahre 1934 einsetzende Besserung in der Weizenlage erklärt sich weder aus der Verkleinerung der Anbaufläche noch aus dem gesteigerten Bedarf der Einfuhrländer, sondern aus einer Reihe von sehr schlechten Ernten in Kanada und den Vereinigten Staaten. Bei der jetzigen Anbaufläche besteht nun die Befürchtung, daß einige reiche oder sogar nur mittlere Ernten die Stetigkeit des Marktes gefährden können; gewisse Tatsachen tragen jedoch dazu bei, diese Gefahr weniger groß werden zu lassen, als es auf den ersten Blick scheint.

Äußerst wichtig sind die Entwicklungen in den Vereinigten Staaten und Kanada, den beiden größten Weizenanbauländern. Seit 1929 hat zwar die bebaute Fläche in den Vereinigten Staaten bedeutend zugenommen, nicht aber die abgeerntete Fläche. Nach den Angaben des amerikanischen Landwirtschaftsamtes scheint die Fläche, die im Jahre 1937 mit den hauptsächlichsten Feldfrüchten bebaut und nachträglich aufgegeben worden ist, etwa 24½ Millionen Acre betragen zu haben, wovon etwa 14 Millionen dem Weizenanbau dienten. Drei Viertel der verlorenen Ackerfläche lagen in den Staaten westlich des Mississippi und

Weizenanbaufläche in den Vereinigten Staaten.

Erntejahre	Bestellt			Abgeerntet			Unterschied zwischen der bestellten und der abgeernteten Ackerfläche
	Winter	Frühling	Zu- sammen	Winter	Frühling	Zu- sammen	
In Millionen Acre							
1925	40,9	20,8	61,7	32,0	20,5	52,5	— 9,2
1929	43,9	22,9	66,8	41,2	22,1	63,3	— 3,5
1932	42,3	22,6	64,9	35,2	21,9	57,1	— 7,8
1933	42,7	24,3	67,0	28,5	19,4	47,9	— 19,1
1934	41,9	18,5	60,4	33,0	9,3	42,3	— 18,1
1935	44,5	22,3	66,8	31,0	18,8	49,8	— 17,0
1936	49,8	23,9	73,7	37,7	11,2	48,9	— 24,8
1937	57,6	21,1	78,7	46,9	17,5	64,4	— 14,3

zum großen Teil in dem „Staubbecken“ von West-Oklahoma, in Nord-Texas und im Nordwesten von Neu-Mexiko. Das Jahr 1937 ist bereits das fünfte Jahr aufeinanderfolgender schwerer Verluste durch Trockenheit, und ein großer Teil des Trockenheitsgebietes ist noch immer übermäßig ausgetrocknet. Es entsteht die Frage, ob diese Mißgeschicke lediglich als vorübergehende Erscheinungen trockener Jahre anzusehen oder ob Dauereinflüsse am Werk sind.

Die während des Krieges und unmittelbar danach vorgenommene Ausdehnung der Weizenerzeugung war hauptsächlich darauf zurückzuführen, daß jungfräuliches Land unter den Pflug genommen wurde, ähnlich wie bei der großen Urbarmachung neuer Landstriche vor dem Kriege. Es scheint aber, als ob nicht nur dieses Vorgehen seinen Höhepunkt erreicht hat, weil kein wirklich geeignetes Land mehr zur Verfügung steht, sondern daß auch die Urbarmachung selbst in den Vereinigten Staaten und in gewissem Maße auch in Kanada zu weit getrieben worden ist, insofern als Land unter den Pflug genommen wurde, von dem nur in Ausnahmefällen ein mittlerer Ertrag erwartet werden kann. Die amerikanische Regierung hat damit begonnen, Land zurückzukaufen, um zu verhüten, daß das „Staubbecken“ eine Wüste wird. Über 5 Millionen Acre sind bereits angekauft worden, und ein umfassender Plan auf Grund des „Bankhead-Jones Farmer Tenant Act“ sieht den Ankauf weiterer 5 Millionen Acre in den beiden nächsten Jahren vor. Das Land, das der Weizenerzeugung entzogen ist, wird für Aufforstungen, Erholungslager, als Wildschutz- und Naturschutzgebiet sowie für sonstige Zwecke, für die es am besten geeignet ist, verwendet.

Es ist noch zu früh, ein abschließendes Urteil über die Weizenlage im Lichte dieser Entwicklung abzugeben, zumal selbst eine vorübergehende Besserung der Wetterverhältnisse in den Vereinigten Staaten und Kanada zur Ansammlung großer Überschüsse, die für die Ausfuhr verfügbar sind, führen kann. In einer Welt mit einer noch immer wachsenden Bevölkerung müßte aber eine Verringerung der Weizenanbaufläche dazu führen, den Weizenmärkten eine größere Festigkeit zu geben. Eine Verbesserung der Lebenshaltung könnte vielleicht eine gewisse Verlagerung des Verbrauchs vom Brot zu einer abwechslungsreicheren Kost bedeuten, eine solche Verbesserung würde sicherlich aber auch den

gesamten Nahrungsmittelbedarf steigern. Auf jeden Fall sind die Vorräte an landwirtschaftlichen Erzeugnissen gegenwärtig kleiner als zu Beginn der Krise im Jahre 1929.

Was den anderen verschärfenden Einfluß bei der Weltkrise — die ausgedehnte internationale Liquiditätskrise — betrifft, so kann die Lage als weniger gefahrvoll bezeichnet werden. Groß waren die Verheerungen, die im Jahre 1931 Bankzusammenbrüche, Währungsentwertungen, Zahlungsaufschub und Devisenbeschränkungen anrichteten, und die durch Währungs- und andere Änderungen verursachten Gleichgewichtsstörungen übten einen anhaltenden Einfluß auf die gesamte spätere Entwicklung aus. Dennoch sind in den letzten Jahren viele Regelungen und Konsolidierungen erfolgt, und die gegenwärtige tatsächliche Lage ist in so gut wie jeder Beziehung weniger empfindlich. Auf dem Gebiete des Bankwesens haben das Verschwinden der schwächsten Banken, die Festigung anderer, die allgemeinere Beachtung strengerer Liquiditätsgrundsätze und andere Maßnahmen die Lage der Banken in der ganzen Welt gestärkt. Der große Besitz der Handelsbanken an Staatspapieren könnte wohl eine Gefahrenquelle bilden, wenn im Marktwert dieser Papiere ein starker Rückgang eintreten sollte; auf der anderen Seite sind aber die Rücklagen der Banken durch die Zuweisung von Gewinnen und nachträgliche Einbringung von früher abgeschriebenen Beträgen in der Regel gestärkt worden, und ihre flüssigen Mittel sind verhältnismäßig höher.

Hinzu kommt, daß die internationale Schuldenlage sehr viel leichter geworden ist. Langfristige Auslandsschulden haben sich durch Rückkäufe und Tilgungen ermäßigt, oder der Schuldendienst ist doch infolge von Konvertierungen erleichtert worden. In anderen Fällen sind Abmachungen für die Übergangszeit bis zum Abschluß einer Dauerlösung zwischen dem Schuldner und dem Gläubiger getroffen worden. Alte kurzfristige Auslandsschulden sind stark vermindert worden. In einigen Fällen sind Abmachungen über eine allmähliche Rückzahlung für einen längeren Zeitraum getroffen worden, und wo die Abziehung der verbleibenden, dem Namen nach kurzfristigen Verbindlichkeiten noch eine Gefahr bilden kann, findet eine Überwachung durch verschiedene Beschränkungsmaßnahmen statt, die an sich natürlich unerwünscht sind, die aber wenigstens einen Schutz gegen jeden Zusammenbruch infolge einer starken von außen kommenden Bewegung bilden.

Die Lage der Gläubigerländer, in denen sich umfangreiche kurzfristige Gelder befinden, deren Eigentümer ihren Wohnsitz im Ausland haben, ist ebenfalls sehr viel stärker geworden. Die Ansammlung großer Goldbestände bietet, soweit es sich übersehen läßt, einen genügenden Rückhalt, um unvorhergesehenen Fällen zu begegnen, und die Maßnahmen, die getroffen sind, um zu verhindern, daß die Bewegungen kurzfristiger Gelder einen unerwünschten Einfluß auf die innere Kreditlage ausüben, sind wenigstens in einigen Ländern verbessert worden.

Der Unterschied in der Geldlage im Vergleich zu den Jahren 1929–31 kann sich vielleicht als wichtig erweisen für die Länge der Zeit, die die Welt brauchen wird, um sich von dem jetzigen wirtschaftlichen Rückgang zu erholen. Es ist eine Binsenwahrheit, daß in einem Kreislauf selbst-

verständlich einmal ein Wendepunkt eintreten muß. Nichts verzögert aber den Augenblick, wo die Wirtschaftstätigkeit wieder einen Aufschwung zu nehmen beginnt, so sehr wie eine ungeordnete Geldlage. Früher galt die Auffassung, daß eine der schwersten Gefahren für eine Krise die Finanzierung neuer Festanlagen durch Bankkredite sei wegen der Unvermeidlichkeit von Zusammenbrüchen und erzwungenen Auflösungen von Wirtschaftsunternehmen, die ihre Bankkredite zurückzahlen müssen. In den finanziell stärkeren Ländern hatte die Wirtschaft nach den Lehren der Krise des Jahres 1921 daher diese Art der Finanzierung ihrer Neuanlagen vermieden, und die Banken verfolgten ebenfalls eine klügere Politik. Die Begehung von Aktien weit über die tatsächlichen Anlagebedürfnisse hinaus kam in Aufnahme, und es war eines der Merkmale der Krise des Jahres 1929, daß nur verhältnismäßig wenige Industrieunternehmen zusammenbrachen. Gleichzeitig damit legten die Industrieunternehmen große Rücklagen aus Gewinnen an, um in der Lage zu sein, eine Erweiterung ihrer Anlagen ohne Inanspruchnahme der Banken oder des Publikums zu bezahlen. Dieses Verfahren scheint eine der Haupttriebkkräfte der Börsenhausse des Jahres 1929 gewesen zu sein, weil es das Publikum veranlaßt hat, sich bei der Bewertung von Aktien auf den sogenannten „inneren Wert“ zu stützen anstatt auf voraussichtliche Gewinne, ausgehend von der Auffassung, daß die ausgewiesenen Gewinne nur einen Teil der tatsächlichen Erträge darstellen. „Innerer Wert“ ist jedoch ein zu unbestimmter Begriff, um übertriebenen Hoffnungen eine Grenze zu setzen. Der Bankkredit zur Finanzierung von Neuanlagen schlüpfte so zur Hintertür herein, d. h. er finanzierte den Aktienbesitz des Publikums. In zweierlei Hinsicht erwies sich dieses Verfahren als schädlicher als unmittelbare Bankkredite. Erstens ist der Finanzierung durch Bankkredite stets eine Grenze gesetzt, da der Augenblick kommt, da die Banken anfangen, vorsichtig zu werden, während die Erwartungen eines spekulierenden Publikums (weit mehr als die der berufsmäßigen Spekulation, die so sehr verabscheut wird) während der Hausse so gut wie unbegrenzt sind, besonders wenn sie den Zusammenhang mit den Gewinnerwartungen gänzlich verloren haben. Zweitens tragen Konkurse und erzwungene Geschäftsaufösungen, wenn sie auch zweifellos eine Krise verstärken, mit dazu bei, diese zum Abschluß zu bringen, während die Abwicklung privater Schulden sich unendlich lange hinziehen kann, weil immer die Hoffnung besteht, daß sie eines Tages vielleicht doch noch bezahlt werden. Die Wirkung ist die, daß die Krise verlängert wird; denn wenn sich die Geschäftslage zu bessern beginnt, wird Kaufkraft zurückgehalten, weil alte Schulden bezahlt werden müssen, und dieses Zwangssparen verhindert, daß sich die neueinsetzende Geschäftstätigkeit auf die Käufe der Verbraucher auswirkt. Diese Entwicklung wird noch verstärkt, wenn die Sitte des Verkaufens gegen Ratenzahlungen weit verbreitet ist und derartige Schulden allmählich bezahlt werden müssen. Die Krise des Jahres 1929 war bereits mit dem Streben nach langsamer Abwicklung belastet, das den finanziellen Verhältnissen der stärkeren Länder eigentümlich ist. Diese Entwicklung wurde durch die besonderen Merkmale der internationalen Geldkrise des Jahres 1931 vervielfacht. Da eine rasche Abwicklung der internationalen Verschuldung wegen der Größe des Unglücks, das dadurch eingetreten wäre, unmöglich

war, ließ man gewöhnlich die bestehenden Schulden durch allgemeine Gesetze oder Abkommen einfrieren. Dieser Umstand, zusammen mit der allgemeinen Ansicht, daß schwache Schuldner geschützt werden müssen, verhinderte die rasche Beseitigung der schlechten Schulden. Der Körper sollte nicht durch einen chirurgischen Eingriff geheilt werden, sondern durch die allmähliche *Besserung seines Gesundheitszustandes unter einem finanziellen Schutzdach*. Es läßt sich nicht sagen, ob irgendeine andere Lösung sachlich oder politisch möglich gewesen wäre. In gewissem Maße war das Verfahren ebenso nötig als Hilfe für die Gläubiger wie als Schutz für die Schuldner. Aber alte Schulden, eingegangen für den Ankauf von Vermögensteilen, die ihren Wert verloren haben, können erst nach einer vollständigen Konjunkturumschwung aus neuen Gewinnen zurückgezahlt werden: das Vorhandensein dieser Schulden ist aber geeignet, den natürlichen Konjunkturverlauf zu behindern. Es besteht daher kein Zweifel, daß eine Geldkrise von dem Ausmaß jener Krise der Jahre 1929–31 ein furchtbares Hindernis auf dem Wege zur Gesundung ist.

Ogleich die gegenwärtige Lage vom finanziellen Gesichtspunkt aus noch nicht voll befriedigend ist, so scheint sie doch nicht jene Hindernisse für eine Gesundung zu enthalten, die für die Krise der Jahre 1929–31 bezeichnend waren; zum mindesten sind diese nicht annähernd in gleicher Stärke vorhanden. Die Hoffnung ist daher nicht unberechtigt, daß diesmal eine raschere und allgemeinere Gesundung eintreten wird. Selbstverständlich spielen bei der jetzigen Weltlage zwei Tatsachen eine große Rolle: die Ordnung der Erzeugung mittels sogenannter Restriktionspläne einerseits, und staatliche Maßnahmen andererseits.

Wenn auch niemand die Tatsache übersehen kann, daß die Durchführung von Restriktionsplänen alles andere als einfach ist und daß sie selbst in ihrer ausgebildetsten Form noch nicht in der Lage sind, sich nach dem Markt so zu richten, wie es zu wünschen wäre, geschweige denn ihn zu lenken, so verhindern sie doch zweifellos, daß die Erzeugung den Bedarf weiterhin übersteigt, wie es leicht der Fall ist, wenn keine Erzeugerorganisation besteht; aber natürlich mangeln den Restriktionsplänen auch die anregenden Kräfte.

Bei den staatlichen Maßnahmen ist zu hoffen, daß die Tatsache nicht übersehen wird, daß die Hauptanregung für die wirtschaftliche Gesundung in weiten Teilen der Welt noch immer die Aussicht auf eine ausreichende Gewinnspanne während eines genügend langen Zeitabschnitts ist. Neue Kapitalanlagen sind nicht nur die dauerhaftere Grundlage für eine Wirtschaftstätigkeit, bei der die Produktionsfaktoren, einschließlich der Arbeit, befriedigend beschäftigt sind — eine Grundlage, die, wie die Erfahrung lehrt, durch eine bloße Verbrauchsanregung weder ersetzt noch geschaffen werden kann — sondern auch das einzige Mittel, um den allgemeinen Wohlstand der Welt zu heben. Die unmittelbare Notwendigkeit, die Erwerbslosigkeit zu bekämpfen, mag die Regierungen veranlassen, die Tatsache nicht genügend zu beachten, daß — wenn es auch immer noch besser ist, die Beschäftigung selbst ohne Vermehrung des Volksvermögens zu steigern, als den größeren Teil der Bevölkerung zum Müßiggang zu verurteilen — das Endziel doch sein muß, die Erzeugungsfaktoren für die Besserung der Wirtschaftslage in der ganzen Welt zu verwenden. In dieser Beziehung muß sich das Schlagwort von der nationalen Währungs-

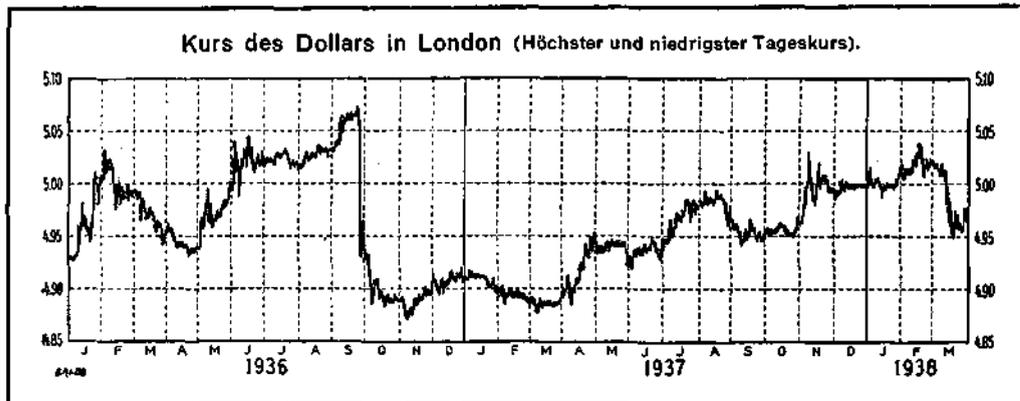
unabhängigkeit, mit dem die Freiheit zur Änderung der Währungsparitäten gemeint ist, als gefährlich erweisen. Die Freiheit, die sie zu geben scheint, ist oft trügerisch. Sie kann die heute unvermeidliche Abhängigkeit der Länder voneinander nicht aufheben. Und die Unbeständigkeit, die sie hervorruft, kann die Wirkungen der besten Regierungsplanungen dadurch zunichte machen, daß sie das Kapital daran hindert, nach Anlage in neuen ertragbringenden Unternehmungen Ausschau zu halten. Es ist menschlich, auf vergangene Unglücksfälle zurückzublicken in der Hoffnung, sie in Zukunft zu vermeiden. Es könnte sich aber als ebenso gefährlich erweisen, sich durch die Furcht vor einer Deflation, die vielleicht nicht kommt, leiten zu lassen, wie es in manchen Fällen gefährlich gewesen ist, sich von der Furcht vor einer gar nicht drohenden Inflation leiten zu lassen. Und wenn etwa die Furcht vor einer Deflation zur Furcht vor einer internationalen Währungsstabilität wird, so kann sie den wirtschaftlichen Aufschwung so hemmen, daß sie einer Welt, die in Gold schwimmt, die Deflation aufzwingt. Wenn sich die Geschichte wiederholt, so wiederholt sie sich doch niemals in Ereignissen, die mit den aus der Vergangenheit bekannten völlig übereinstimmen. In ihren Ursachen und Wirkungen werden die Krise von heute und die Gesundung von morgen ihre eigenen Wesenszüge und ihre eigenen, zum Teil neuen Aufgaben haben. Die Zentralbanken werden sowohl als Regler des Geldmarktes wie auch als Berater ihrer Regierungen diesen Fragen gegenüber treten müssen. In der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich finden sie den Mittelpunkt für ihre Beratungen in einer Zeit, wo eine tätige Wirtschaftspolitik die Zusammenarbeit der Währungsbehörden noch notwendiger macht als unter einem selbsttätigen System. Es darf erwähnt werden, daß im letzten Jahr wie in den früheren Jahren Vertreter von Zentralbanken regelmäßig die durch die Zusammenkünfte in Basel gebotenen Gelegenheiten benutzt haben, um sich miteinander auszusprechen und sich über die allgemeine Entwicklung der Ereignisse, die ihre Politik beeinflussen, einen Überblick zu verschaffen.

## II. DEISENKURSE, PREISBEWEGUNGEN UND AUSSENHANDEL.

### 1. DEISENKURSE.

Trotz den vielen im Jahre 1937 aufgetretenen politischen und wirtschaftlichen Störungen veränderten sich die Währungswerte bemerkenswert wenig, und zwar weniger als in irgendeinem Jahr seit 1931; denn wenn auch der Außenwert des französischen Franken zurückging und auch einzelne süd-amerikanische Währungen eine rückläufige Bewegung zeigten, so hielten sich die Kursbewegungen in der übrigen Welt doch in sehr engen Grenzen. Dies ist umso bemerkenswerter, als in dem ganzen Jahr die Besorgnisse über den Wert der wichtigen Währungen und den Goldpreis, über die großen Geldbewegungen von einem Markt zum anderen, die heftigen Preisschwankungen und die ersten politischen Auseinandersetzungen einander ablösten. Diese größere Beständigkeit der Devisenkurse kommt in der Zunahme des Welthandels zum Ausdruck, die es den Zentralbanken und sonstigen Währungsbehörden in zahlreichen Ländern ermöglichte, ihre Währungsrücklagen zu verstärken.

Die im Schaubild gezeigten Bewegungen des Pfund-Dollar-Kurses hielten sich 1937 in etwas engeren Grenzen als im Jahre 1936, das an sich schon die geringsten Schwankungen seit der Abwertung des Pfundes im Jahre 1931 gezeigt hatte.



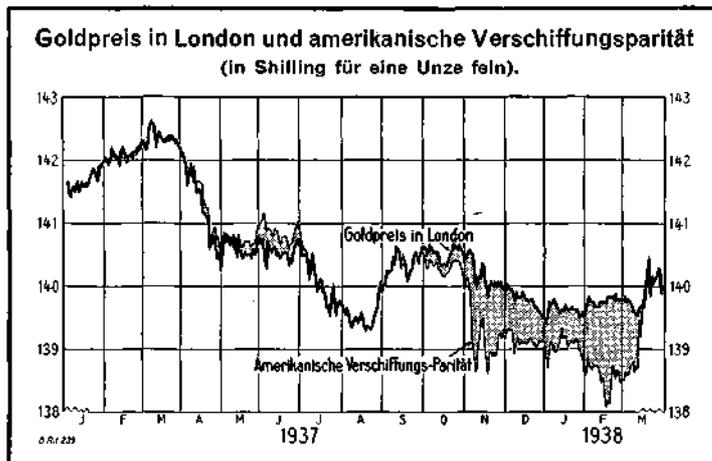
Die erste Wirkung der Abwertung in den Goldblockländern Ende September 1936 war ein Rückfluß von Geldern vom Londoner Markt nach Frankreich, den Niederlanden und der Schweiz. Die Geldbewegung nach Frankreich wurde aber nach ungefähr zwei Monaten in ihr Gegenteil verkehrt, während sie in Richtung Holland und Schweiz anhielt. Im letzten Vierteljahr 1936 und ersten Vierteljahr 1937 setzte zudem eine Geldbewegung von London nach den Vereinigten Staaten ein, begleitet von großen Goldverschiffungen. Gegenüber dem Dollar wurde der Tiefpunkt von 4,88 Dollar für ein Pfund Anfang März 1937 erreicht.

In den folgenden Monaten, von Mitte April bis Ende Juni, geriet der Markt unter den Einfluß der „Goldangst“; damals glaubte man, daß der Goldpreis in den Vereinigten Staaten (vielleicht auch in anderen Ländern) herab-

gesetzt werden würde. Die Nachfrage nach Dollar wurde stärker, während eine Goldverkaufswelle einsetzte; mehr als 60 Millionen Pfund wurden allein in London enthortet, ein Umstand, dem wohl ein Zusammenhang mit der Erscheinung eines „Unterpreises“ auf dem Londoner Goldmarkt gegenüber Neuyork nicht abzusprechen ist. Während dieser Monate wurde der Goldpreis in London beinahe dauernd auf 140/6 d gehalten, so daß sich der „Unterpreis“ in dem Pfund-Dollar-Kurs zeigte. Die nach Neuyork fließenden Gelder wurden mehr zu Einlagen bei Banken als zu Wertpapierkäufen verwendet. Diese Dollar-käufe hielten den ganzen Sommer über an, wurden aber zum großen Teil durch den Zufluß französischer Gelder nach London besonders im Mai und Juni und später im September ausgeglichen.

In der zweiten Jahreshälfte, als die Aktienkurse in Wall Street fielen und das amerikanische Geschäft rückläufig wurde, setzte eine Kursentwicklung gegen den Dollar ein. Diese wurde sehr verschärft durch die „Dollarangst“ im November, als in manchen Kreisen eine weitere Abwertung des Dollars befürchtet wurde. Wenn auch diese Angst wieder vorüberging, so hielt sich doch in den folgenden Monaten der Dollarkurs in London in der Nähe von 5 Dollar für ein Pfund. In der zweiten Hälfte des Jahres 1937 bildete sich in den Vereinigten Staaten ein starker Ausfuhrüberschuß heraus, während in England die Handelsbilanz in steigendem Maße ungünstig wurde. Die bemerkenswerte Festigkeit, die das Pfund im Herbst zeigte, beweist, wie entscheidend gegenwärtig die Auswirkungen der Kapitalbewegungen auf die Devisenkurse sind gegenüber dem Bedarf für Wareneinfuhren und für die Begleichung anderer laufender Posten der Zahlungsbilanz.

Die verschiedenen Bewegungen des Jahres finden ihren Niederschlag in dem folgenden Schaubild, das den Goldpreis auf dem amtlichen Londoner Markt und die sogenannte amerikanische Verschiffungsparität zeigt:



Die „amerikanische Verschiffungsparität“ ist der Preis am Londoner Markt, zu dem Gold unter Berücksichtigung des jeweiligen Pfund-Dollar-Kurses mit Gewinn nach Neuyork verschifft werden kann. Während der Zeit der Goldangst von April bis Juni 1937 fiel der Goldpreis in London unter diese Parität; um mit einem

Börsenausdruck zu sprechen: es entwickelte sich ein „Diskont“, eine ganz ungewöhnliche Erscheinung. Das war darauf zurückzuführen, daß die amerikanischen Banken, die gewöhnlich Arbitragekäufe vornehmen, nicht die bedeutenden Verluste in Kauf nehmen wollten, die entstanden wären, wenn

der Goldpreis in den Vereinigten Staaten herabgesetzt und das unterwegs befindliche Gold zu einem niedrigeren Preis als 35 Dollar für eine Unze fein hätte verkauft werden müssen. Sobald diese Befürchtungen hinfällig wurden, verschwand auch der „Diskont“; das Gold ging darauf zur Verschiffungsparität nach den Vereinigten Staaten, ein Beweis, daß die Arbitrage wieder wirksam arbeitete. Von Ende September an stieg der Goldpreis in London über die amerikanische Verschiffungsparität, und infolgedessen konnte Gold nicht mehr mit Nutzen von London nach den Vereinigten Staaten verschifft werden. Auf der anderen Seite reichte die Steigerung des Goldpreises in London im Verhältnis zum Pfund-Dollar-Kurs nur an einem einzigen Tage aus, um die Kosten (einschließlich Zinsen) für die Verschiffung von Gold von Neuyork nach London zu decken. Der Preis, bei dem solche Verschiffungen stattfinden können, läßt sich mit dem „Goldeinfuhrpunkt“ für England vergleichen, so wie die amerikanische Verschiffungsparität eine Art „Goldausfuhrpunkt“ darstellt. Die Entfernung zwischen diesen beiden Punkten bildet die natürliche Spanne für die Schwankungen des Goldpreises im Verhältnis zu dem jeweiligen Pfund-Dollar-Kurs. Infolge eines falschen Sprachgebrauchs ist es üblich geworden, als Überpreis oder „Prämie“ den Betrag in Pence anzugeben, um den der Marktpreis des Goldes die amerikanische Verschiffungsparität übersteigt. Diese „Prämie“ kann selbstverständlich bis zum vollen Ausmaß der Spanne zwischen den „Goldpunkten“ steigen, die bei einem Pfundgegenwert von etwa 5 Dollar im allgemeinen mit etwa 22 Pence angenommen wird. Während jedoch die amerikanische Verschiffungsparität ein mehr oder weniger selbsttätiger Goldpunkt ist, da Gold durch private Arbitrage nach Neuyork verschifft werden kann, ergibt sich der untere Goldpunkt für den Dollar keinesfalls von selbst, da Verschiffungen aus den Vereinigten Staaten durch Privatpersonen nicht erfolgen können, sondern nur durch anerkannte Währungsfonds und andere Stellen. Die Wirksamkeit dieses Punktes hängt daher im wesentlichen von der Bereitwilligkeit dieser Stellen zu Goldverschiffungen ab.

In den Zeiten der Goldwährung lagen im allgemeinen die Goldpunkte zwischen London und den Hauptplätzen des Festlandes näher beieinander als die zwischen London und Neuyork, da im ersten Fall die Versandkosten selbstverständlich geringer waren. Gegenwärtig ist diese Verschiedenheit besonders bemerkenswert, da die „Goldpunkte“ gegenüber Neuyork weiter geworden sind. Die Spanne von 22 Pence macht ungefähr 1,3 v. H. aus gegenüber etwa 0,5 v. H. vor 1931. Der Unterschied ist zum größten Teil auf die sogenannte „Hantlerungsgebühr“ in den Vereinigten Staaten zurückzuführen, die in Wirklichkeit eine Abgabe von 0,25 v. H. auf den Wert des vom amerikanischen Schatzamt gekauften oder verkauften Goldes darstellt und somit 0,5 v. H. in der Gesamtspanne zwischen den Goldpunkten ausmacht.

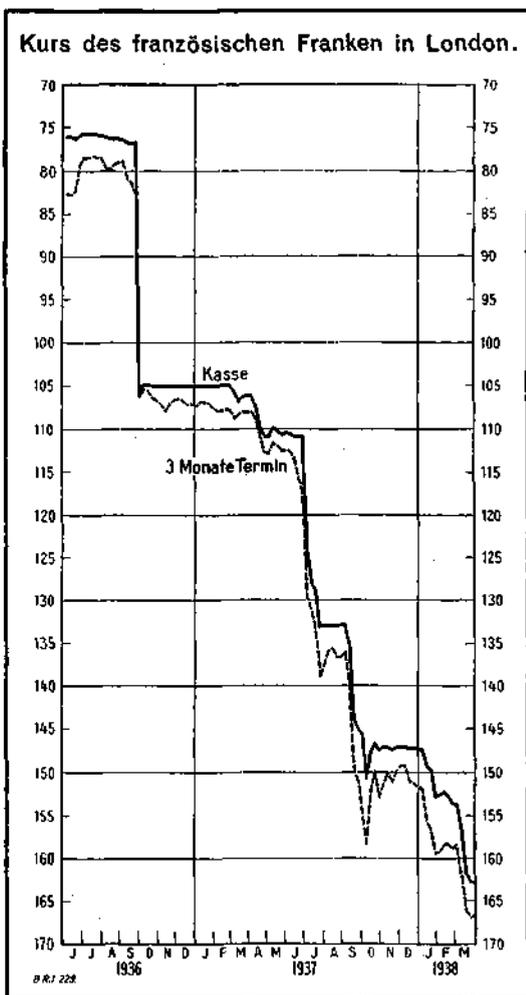
Bei den an das Pfund angeschlossenen Währungen sind die folgenden Entwicklungen bemerkenswert. In Portugal wurden durch eine Verordnung vom 18. Oktober 1937 alle in diesem Lande seit 1922 bestehenden Beschränkungen für den Devisenverkehr und den freien Kapitalverkehr außer Kraft gesetzt. In Dänemark hat sich die Währungslage so weit gebessert, daß

die Regierung für einzelne Warengruppen die Einfuhrbeschränkungen aufheben konnte, so daß zu Beginn des Jahres 1938 über ein Drittel der gesamten Einfuhr von amtlicher Überwachung frei war. In Schweden entstand in den ersten Monaten des Jahres 1937 die Frage, ob eine Angleichung des Kurses der schwedischen Währung vorgenommen werden sollte, um für den heimischen Markt die scharfe Preissteigerung auf den Weltmärkten zu mildern. Seit Mitte 1933 ist die schwedische Krone im Verhältnis von 19,40 Kronen für ein Pfund an den Pfundkurs angeschlossen, was eine Abwertung von etwa  $6\frac{1}{2}$  v. H. gegenüber dem Pfund Sterling bedeutete, und man glaubte, daß der Kurs wieder an die alte Parität von 18,16 Kronen herangebracht werden könnte. Es wurde jedoch beschlossen, zur Zeit keine Änderungen vorzunehmen, und nach dem darauf folgenden Absinken der Preise wurde die Frage natürlich fallen gelassen. Solange die Unsicherheit anhält, wurden von Kaufleuten und anderen Kreisen Termingeschäfte abgeschlossen, um die für private Geschäfte geltenden Kurse zu sichern. Nach Schätzungen der Riksbank entfielen auf diese Geschäfte im Februar 1937 260 Millionen Kronen, wovon 200 Millionen Kronen für schwedische und der Rest von 60 Millionen Kronen für ausländische

Rechnung abgeschlossen waren. Um die Kurse zu sichern, nahmen schwedische Banken und Industrielle Kredite in ausländischen Währungen auf, hauptsächlich in Pfunden, und der Verkauf dieser Beträge am Kassemarkt erhöhte den Gold- und Devisenbesitz der Riksbank.

Die Schwankungen im Wert des französischen Franken sind aus dem Schaubild ersichtlich, das den Kasse- und den Dreimonats-Terminkurs in London wiedergibt.

Nach der Abwertung im Herbst 1936 wurde der Kassekurs fünf Monate lang auf 105 französische Franken für ein Pfund gehalten, der Terminkurs zeigte aber bald einen beträchtlichen Abschlag, was auf die Ungewißheit des Marktes über den Bestand des geltenden Kurses hindeutete. Für das Eingreifen am Devisenmarkt erschien ein weniger starres Verfahren ratsam, und gleich zu Beginn des Frühjahrs 1937 stieg der Kurs auf etwa 110 Franken. Nachdem die gesetzlichen Grenzen (Gegenwert von 49–43 mg Gold  $^{900}/_{1000}$  fein) aufgehoben worden waren, erreichte der Kurs einen neuen Höchst-



stand von 133 französische Franken (am 22. Juli), wo er ungefähr anderthalb Monate verblieb. Im September ging der Franken wiederum nach unten, und am 5. Oktober wurde ein Kurs von 151 französische Franken erreicht. Nach einer neuen Beruhigung zwischen 145 und 150 Franken stieg der Kurs auf über 160 Franken im März.

Die starke Devisennachfrage am französischen Markt erklärt sich zum Teil aus dem gestiegenen Wareneinfuhrüberschuß (der sich von 9,9 Milliarden französische Franken im Jahre 1936 auf 18,4 Milliarden im Jahre 1937 erhöht hat) und zum Teil aus der zu verschiedenen Zeiten des Jahres erfolgten Kapitalausfuhr. Die tieferen Ursachen liegen in der Unsicherheit der innen- und außenpolitischen Lage, in dem großen Umfang der von der Regierung aufgenommenen Kredite (die in Höhe von 14,2 Milliarden französische Franken durch Vorschüsse der Bank von Frankreich aufgebracht wurden), in der verhältnismäßigen Steigerung der französischen Kosten und Preise und in dem niedrigen Stand der inländischen Erzeugung. Bei der herrschenden Lage ist es schwierig, abzuschätzen, welche Bedeutung jedem einzelnen dieser verschiedenen Einflüsse zukommt, besonders weil sie alle in Wechselwirkung zueinander stehen.

Im Jahre 1937 machte sich auf dem belgischen Devisenmarkt infolge von Kapitalbewegungen und einem gestiegenen Einfuhrüberschuß ein Druck bemerkbar. Da der Belga an das Gold angehängt ist, wurde jedoch das Gleichgewicht des Marktes durch die Wirkung der Goldwährung aufrechterhalten; der Goldbestand der Zentralbank ging im Laufe des Jahres von 18.640 Millionen belgische Franken auf 17.623 Millionen zurück. Große Geldbewegungen nach Holland und der Schweiz haben die Devisenkurse nicht stark beeinflußt, sondern führten nur zu einer starken Vermehrung der Goldbestände dieser Länder. Der Präsident der Niederländischen Bank hat in einer Rede am 8. Februar 1938 erklärt, daß, solange die Nachfrage nach Gulden das Angebot übersteige, die Behörden zwischen zwei Möglichkeiten zu wählen hätten: entweder lasse man den Gulden im Verhältnis zu anderen Währungen steigen, oder der Ausgleichsfonds müsse mit Hilfe der Niederländischen Bank die Goldkäufe fortsetzen. Der Präsident unterstrich die Bedeutung der Währungssicherheit und gab der Ansicht Ausdruck, daß die günstige Wirkung des Dreierabkommens vom September 1936 seiner Bindung an das Gold zu verdanken sei.

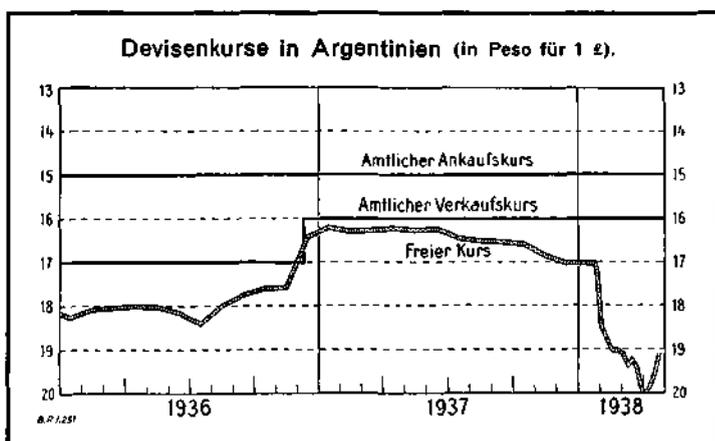
Die europäischen Länder, die eine Devisenbewirtschaftung eingeführt haben, hielten ihre Devisenkurse in Übereinstimmung mit den auf ihren Märkten herrschenden Regelungen aufrecht und konnten in vielen Fällen dank der Verbesserung ihres Außenhandels ihre Gold- und freien Devisenbestände vermehren. Von großer Wichtigkeit war die allgemeine Verringerung der Rückstände auf Verrechnungs- und ähnlichen Konten, die, solange sie sich auf einem hohen Stand hielten, die Abwicklung der laufenden Geschäfte behinderten. Die Verrechnungsschulden Deutschlands gingen während des Jahres um etwa 150 Millionen Reichsmark auf 313 Millionen Ende 1937 zurück. Während der gleichen Zeit zeigte der Gold- und Devisenbestand der Reichsbank eine Steigerung von 178 Millionen auf 261 Millionen Reichsmark.

Außerhalb Europas hatte die militärische Auseinandersetzung im Fernen Osten auf die Devisenlage weniger Einfluß, als man hätte annehmen sollen,

da sowohl der japanische als auch der chinesische Devisenkurs das ganze Jahr 1937 hindurch unverändert blieben. In Japan wurde die Wertbeständigkeit des Yen teilweise durch Goldausfuhren und teilweise durch die Einführung der Einfuhrüberwachung und Devisenbewirtschaftung aufrechterhalten. In China wurden die Silberverkäufe im Ausland zur Devisenbeschaffung durch eine Bankenrestriktion im Innern ergänzt, so daß die Ausdehnung des Notenumlaufs begrenzt war; die gesamte Notenausgabe stieg in den 12 Monaten bis Januar 1938 nur von 1.390 Millionen auf 1.760 Millionen chinesische Dollar. Im März 1938 jedoch hielten es die chinesischen Behörden für notwendig, Devisenbeschränkungen einzuführen; am Ende des Monats traten die ausländischen Banken von dem im Jahre 1935 abgeschlossenen Gentlemen's Agreement zurück, in dem sie sich bereit erklärt hatten, für den chinesischen Dollar keinen niedrigeren Kurs als  $14\frac{1}{16}$  d zu notieren. Der Dollar sank darauf auf 11 d, hat sich aber seitdem etwas erholt.

Nirgends wirkten sich die Schwankungen der Warenpreise und des Welt Handels auf die Kaufkraft und die Devisenlage unmittelbarer aus als in den südamerikanischen Ländern. Als Erzeuger von Rohstoffen hängen diese Länder wirtschaftlich von der Nachfrage nach Nahrungsmitteln und Rohstoffen in den Vereinigten Staaten und den Industrieländern Europas ab. Die steigenden Preise im zweiten Halbjahr 1936 und zu Beginn des Jahres 1937 brachten den südamerikanischen Ausfuhrfirmen große Gewinne, und da die Einfuhr damit nicht Schritt hielt, wurden die Währungsrücklagen im allgemeinen gestärkt, die Schulden zurückgezahlt, die Devisenbeschränkungen weniger streng gehandhabt, und der Marktwert mehrerer südamerikanischer Währungen zeigte deutlich eine steigende Richtung. Bald führte die gebesserte innere Lage aber zur Vergabung von Aufträgen im Auslande, besonders für Maschinen und Fertigwaren; als die Rohstoffpreise und damit die Deviseneingänge plötzlich heruntergingen, schuf die erhöhte Nachfrage nach Devisen zur Bezahlung der bestellten Waren in fast allen diesen Ländern eine ziemlich beengte Lage auf den Devisenmärkten.

In Argentinien wurde die gute Ernte des Jahres 1936-37 zu hohen Preisen verkauft, wodurch der Republik ein Jahr einer fast beispiellosen Wirtschaftsblüte geschenkt wurde. Vom 10. Dezember 1936 ab wurde der amtliche



Verkaufskurs infolge der Festigkeit des Kurses am freien Markt auf 16 gesenkt, wie das Schaubild zeigt. Devisenzum amtlichen Kurs sind erhältlich für die Bezahlung des überwiegenden Teils der Einfuhr des Landes (etwa 80 v. H. der Gesamtsumme), für den öffentlichen Schuldendienst und Überwei-

sungen für private Anlagen, während die übrigen Geschäfte, wie z. B. die Bezahlung für den Rest der Einfuhr, Auslandsanlagen und die Bewegungen flüssiger Gelder über den freien Markt abgewickelt werden. Eine leichte Schwierigkeit ergibt sich daraus, daß unter gewissen Bedingungen ein Zuschlag auf Devisenkäufe im freien Markt erhoben wird. Bis Januar 1938 betrug dieser Zuschlag 20 v. H. des amtlichen Kurses, was bedeutete, daß jeder, der Devisen im freien Markt kaufen mußte, mindestens 19,20 Dollar zu entrichten hatte (amtlicher Kurs von 16 Dollar zuzüglich 20 v. H.); der Unterschied zwischen diesem Kurs und dem Kurs des freien Peso stellte eine Steuer auf Devisengeschäfte im freien Markt dar. Mitte Januar 1938 wurde der Zuschlag auf 10 v. H. ermäßigt und so der Mindestkurs auf 17,60 Dollar herabgesetzt (amtlicher Kurs von 16 Dollar zuzüglich 10 v. H.). Als der freie Marktkurs jedoch auf über 17,60 Dollar stieg, kam dieser Mindestkurs nicht mehr zur Anwendung. Man hoffte, daß sich die Herabsetzung des Zuschlags als ein Schritt zur allmählichen Wiederherstellung normaler Währungsverhältnisse erweisen würde. Die Herabsetzung fiel aber mit dem Verkauf einer ziemlich knappen Ernte bei sinkenden Weltmarktpreisen und der Zurückziehung fremder Gelder, die früher in Argentinien angelegt waren, zusammen. Die sich daraus ergebende Anspannung der Devisenlage fand ihren Niederschlag in dem Schwächerwerden des freien Peso, doch wurde eine Änderung der amtlichen Ankaufs- und Verkaufskurse nicht vorgenommen.

In Brasilien ist der amtliche Kurs unverändert geblieben, dagegen war der freie Marktkurs Schwankungen unterworfen. Er besserte sich in der ersten Hälfte des Jahres und ging dann in der zweiten Hälfte ziemlich stark zurück; der Rückgang während des ganzen Jahres betrug etwa 12 v. H. Im Herbst milderte Brasilien seine Kaffeepolitik; den Kaffeepreis ließ man fallen, um dem Land die Möglichkeit zu geben, mit anderen Erzeugerländern besser in Wettbewerb zu treten. Der Ausfuhrüberschuß besserte sich aber nicht, und gegen Ende des Jahres wurde die Einfuhr- und Devisenüberwachung bedeutend verschärft. Wenn bei dem peruanischen Sol und dem chilenischen Peso auch keine Abschwächungen eintraten, so verschärften doch beide Länder im zweiten Halbjahr 1937 ihre Devisenbeschränkungen. Die bolivianische Währung (der Boliviano) ging dagegen im Sommer 1937 um etwa 19 v. H. zurück und der Sucre in Ekuador sogar um 25 v. H. Die Devisenlage Venezuelas stellt einen Sonderfall dar. Die wirtschaftliche Stärke dieses Landes ist einerseits auf seine reichen Naturschätze, besonders Öl, und andererseits auf das Fehlen von Auslandsschulden zurückzuführen. Die Devisenzentrale kauft Devisen aus Erdölwechselln und Wechselln aus der Ausfuhr von staatliche Unterstützung genießenden landwirtschaftlichen Erzeugnissen zum festen Satz von 3,09 Bolivar für einen amerikanischen Dollar, d. h. zu dem heutigen Dollar gegenwert des alten Goldkurses, der 1910 festgesetzt wurde, als Venezuela die Goldwährung einfuhrte. Im allgemeinen behält die Devisenzentrale genug Devisen zurück, um den Bedarf der Regierung zu befriedigen, und verkauft den Rest zu 3,17 Bolivar an die Banken zur Befriedigung des Handelsbedarfs. Diese Devisen werden zur Bezahlung des größten Teils der eingefuhrten Waren verwendet; es besteht aber noch ein nichtamtlicher (jedoch durchaus gesetzmäßiger) Devisenhandel für andere Zwecke, der aber zu einem Kurs vor sich

geht, der zwischen Mai und September durchschnittlich 3,30 bis 3,40 betrug und im Dezember 1937 auf 3,50 stieg. Den Druck auf den Devisenmarkt, der in anderen südamerikanischen Ländern zu beobachten war, bekam also auch Venezuela zu spüren.

Wenn der Rückgang der südamerikanischen Währungen in der zweiten Hälfte des Jahres 1937 auch Beachtung verdient, so darf er doch nicht überschätzt werden. Im Vergleich mit den krisenhaften Verhältnissen der Jahre 1932–35 ist überall eine Besserung festzustellen. Der plötzliche Sturz der Rohstoffpreise im Jahre 1937 kam diesen Ländern überraschend, und der Schlag der sinkenden Preise war um so heftiger, als die Zahlungen für die vorher abgeschlossenen höheren Einfuhren zu leisten waren. Es ist klar, daß der Rückgang der Kaufkraft in diesen Ländern sich auf ihre Einfuhr auswirken und ihren Bedarf an ausländischen Industrieerzeugnissen verringern muß.

## 2. PREISBEWEGUNGEN.

Die bedeutendsten Änderungen, die sich in der weltwirtschaftlichen Lage vollzogen haben, sind die Bewegungen der Rohstoffpreise — die starke Aufwärtsbewegung im Herbst 1936 und im ersten Vierteljahr 1937, der Umschwung im zweiten Vierteljahr, die verhältnismäßige Stetigkeit im dritten und der abermalige Rückgang im vierten Vierteljahr, der sich bis in das neue Jahr hinein fortgesetzt hat.

Die Ursachen der Preissteigerung im Herbst 1936 und in den ersten Monaten des Jahres 1937 waren teils technischer, teils psychologischer Art. Die wirtschaftliche Erholung, die nach den langen Jahren des Niederganges überall eintrat und die sich in den früheren Goldblockländern nach den Abwertungen im September 1936 besonders stark bemerkbar machte, führte zu einer gesteigerten Nachfrage nach Rohstoffen aller Art; gleichzeitig ließen mehrere aufeinanderfolgende schlechte Ernten die angesammelten Nahrungsmittelvorräte zusammenschrumpfen. Das Schaubild auf Seite 8 zeigt den starken Rückgang der sichtbaren Rohstoffvorräte von ihrem Höchststand im Jahre 1932 auf einen Stand, der so niedrig ist wie vor der Krise.

Der Winter 1936–37 brachte nahezu überall eine Steigerung der Ausgaben für Rüstungszwecke, die sich auf dem Markt für Metalle und mehrere andere Stapelwaren auswirken mußte. Angesichts der dadurch entstandenen Lage hatten die Käufer einige Schwierigkeiten hinsichtlich pünktlicher Lieferungen, und es wurden Besorgnisse wegen einer möglichen späteren Vorratsverknappung laut. Um sich zu sichern, gaben viele Industrie- und Handelsfirmen große Aufträge für spätere Lieferung, und es setzte eine gewisse Warenspekulation ein. Die Preise schnellten empor; Anfang 1937 waren die amerikanischen und englischen Meßziffern der Rohstoffpreise auf 30 v. H. über den Stand in der ersten Hälfte 1936 gestiegen.

In amtlichen und anderen Kreisen herrschte große Besorgnis über dieses rasche Steigen der Preise, nicht nur wegen der sich daraus ergebenden Erhöhung der Rüstungskosten, sondern auch wegen der ungesunden Verhält-

nisse, die durch eine Steigerung der Preise auf eine solche Höhe geschaffen wurden, die aller Wahrscheinlichkeit nach nicht dauernd würde aufrechterhalten werden können. Anfang April 1937 überstiegen die Preise vieler Rohstoffe ihre Herstellungskosten bei weitem. Im allgemeinen gelten die Gummierzeuger bei einem Preis von 9 d als zufriedengestellt; im April 1937 stieg der Preis auf 13 d. Bei Zinn wird gewöhnlich ein Preis von 200 Pfund für die Tonne als angemessen angesehen; im Frühjahr 1937 ging aber der Preis auf über 300 Pfund. Es wird angenommen, daß man in Rhodesia, wo die Erzeugungsbedingungen für Kupfer am günstigsten sind, bei einem Preis von 30 bis 35 Pfund für die Tonne Kupfer einen Gewinn erzielen kann, der Marktpreis stieg aber auf 80 Pfund. Verglichen mit 9 Cents Vorschuß auf ein Pfund Baumwolle, der in den Vereinigten Staaten gewährt wurde, erreichte der Marktpreis im März 1937 15 Cents. Diese Beispiele ließen sich beliebig vermehren. Um in dieser Lage eine gewisse Änderung herbeizuführen, machten in verschiedenen Ländern die Regierungen ihren Einfluß geltend. In den Vereinigten Staaten ließ Präsident Roosevelt die Warnung ergehen, daß die Preise zu hoch seien; und die am Ende des Vorjahres gefaßten Entschlüsse zur Verringerung der Überschußreserven der Mitgliedsbanken übten erwartungsgemäß allmählich einen gewissen hemmenden Einfluß auf die Kreditpolitik dieser Banken aus. In einigen anderen Ländern wurden die Banken dahingehend beeinflußt, die für die Finanzierung der Warenlagerhaltung gewährten Kredite zu begrenzen. Gleichzeitig steigerte sich die Unruhe des Marktes durch die „Goldangst“, da befürchtet wurde, daß eine Herabsetzung des Goldwertes des Dollars und vielleicht noch anderer Währungen eine deflatorische Wirkung auf die Warenpreise im allgemeinen haben könnte. Zudem begann sich die Erkenntnis durchzusetzen, daß die Gewinnung vieler Erzeugnisse, nach denen die Nachfrage am stärksten war, unerwartet schnell stieg und daß man keine Furcht vor einer Knappheit zu haben brauchte.

Die rasche Steigerung in der Rohstoffgewinnung war eine der bemerkenswertesten Erfahrungen des Jahres, denn sie hat gezeigt, wie groß die Möglichkeiten einer Erzeugungsausweitung bei einer großen Reihe von Waren sind. Die größeren Angebote an Nahrungsmitteln und landwirtschaftlichen Rohstoffen waren allerdings in erster Linie das Ergebnis günstiger Ernten. Die Baumwollernte des Jahres 1937 in den Vereinigten Staaten war die größte, die je zu verzeichnen war; sie wird auf 19 Millionen Ballen aus einer Fläche von 34 Millionen Acre geschätzt; im vorhergehenden Spitzenjahr 1926 wurden 18 Millionen Ballen aus einer Fläche von 45 Millionen Acre geerntet. Noch bezeichnender in diesem Zusammenhang ist die Tatsache, daß sich bei den Waren, die internationaler Aufsicht unterliegen, eine Ausdehnung der Erzeugung als möglich erwies, sobald die vereinbarten Mengenanteile erhöht worden waren. Für Gummi wurden die Ausfuhrquoten von 60 v. H. zu Anfang des Jahres 1936 auf 90 v. H. in der zweiten Hälfte des Jahres 1937 erhöht und für Zinn von 85 v. H. zu Beginn des Jahres 1936 auf 110 v. H. ab April 1937. Der Großteil der Weltkupfererzeugung außerhalb der Vereinigten Staaten wird beaufsichtigt, und man ließ die Erzeugung ebenfalls steigen. Die folgende Aufstellung zeigt die Zunahme der Erzeugung im Jahre 1937 gegenüber dem vorhergehenden Jahr.

Welterzeugung von Rohstoffen.

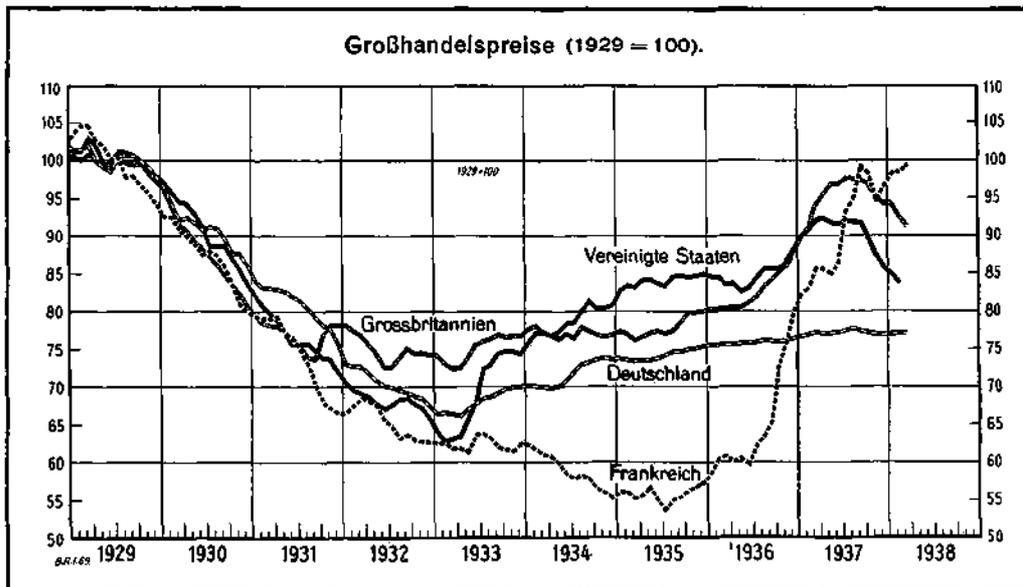
Jahr	Zinn	Kupfer	Blei	Zink	Gummi
	in 1000 Tonnen				
1929	192	1.915	1.725	1.450	868
1932	99	886	1.162	778	709
1936	179	1.684	1.469	1.473	862
1937 <sup>1)</sup>	199	2.141	1.642	1.620	1.140

Jahr	Baumwolle <sup>2)</sup>	Wolle <sup>3)</sup>	Weizen	Tee	Zucker <sup>4)</sup>
	in Millionen lbs.	in Millionen lbs.	Millionen Bushel	Millionen lbs.	1000 Tonnen
1929	12.700	3.915	3.566	968	27.340
1932	11.400	3.857	3.812	932	24.130
1936	15.000	3.713	3.491	844	28.670
1937 <sup>1)</sup>	18.500	3.880	3.751	850	30.960

<sup>1)</sup> Vorläufige Zahlen.    <sup>2)</sup> Jahr ab 1. August.    <sup>3)</sup> Jahr bis 30. Juni.  
<sup>4)</sup> Gesamtsumme für Erntejahre, die zu verschiedenen Zeiten enden.

Das größere Angebot aus der gestiegenen Erzeugung beeinflusste die Märkte namentlich im zweiten Halbjahr 1937. Die dann einsetzende rückläufige Preisbewegung wurde dadurch verstärkt, daß die Fabriken nach ihren riesigen Einkäufen im Frühjahr übermäßige Vorräte angehäuft hatten, während eine weitere wichtige Erscheinung auftrat — der ernstliche Geschäftsrückgang, der in den Vereinigten Staaten einsetzte. Die sichtbaren Rohstoff-

vorräte begannen zu steigen, und es wurden Schritte unternommen, um die Erzeugung durch eine Herabsetzung der Ausfuhr- und Erzeugungsquoten international beaufsichtigter Waren zu drosseln. So wurden Herabsetzungen der Ausfuhrquoten für Gummi im Dezember 1937 und erneut im Januar 1938 angezeigt und von April 1938 ab auf 60 v. H. festgesetzt; die Quoten für Zinn wurden vom 1. Januar 1938 ab auf 70 v. H. herabgesetzt. Leider sind wenig Zahlen über den Umfang der Fabrikwarenlager (d. h. der nicht sichtbaren Vorräte) verfügbar, wahrscheinlich schwanken aber diese Vorräte beträchtlich, und zwar mehr bei den Rohstoffen als bei den Nahrungsmitteln. Nach einer von der Cleveland Trust Company in den Vereinigten Staaten angestellten Erhebung waren die Rohstoff-



lager von 51 großen Industriegesellschaften Ende September 1937 um etwa 50 v. H. größer als in dem entsprechenden Zeitpunkt 1929. Für das letzte Vierteljahr 1937 liegen keine Zahlen vor; es soll aber ein gewisser Rückgang eingetreten sein.

Die Preisbewegungen anderer Waren als Rohstoffe waren in der Regel weniger stark. Deshalb weisen auch solche allgemeinen Meßziffern der Großhandelspreise, die Notierungen vieler Halbfabrikate und Fertigwaren enthalten, nur geringe Veränderungen auf, wenn man von einigen Ländern absieht, in denen aus inneren Gründen besondere Bewegungen zu verzeichnen sind.

Meßziffern der Großhandelspreise.

1929 = 100	1936		Ver- änderung in v. H.	1938		
	Dez.	1937 Dez.		Jan.	Febr.	März
Danzig . . . . .	107	102	- 4,9	101	.	.
Vereinigte Staaten	88	86	- 3,1	85	84	84
Österreich . . . . .	86	85	- 0,7	86	85	85
Tschechoslowakei	81	80	- 0,5	80	80	80
Deutschland . . . . .	77	77	+ 0,5	77	77	77
Polen . . . . .	59	60	+ 2,0	60	60	.
Schweiz . . . . .	76	78	+ 2,6	78	77	77
Belgien . . . . .	75	77	+ 3,3	78	77	76
Ungarn . . . . .	76	79	+ 3,3	78	77	76
Kanada . . . . .	83	87	+ 3,7	88	87	.
Estland . . . . .	81	86	+ 6,3	87	87	.
Albanien . . . . .	63	67	+ 6,4	66	.	.
Niederlande . . . . .	71	76	+ 6,5	75	74	73
Großbritannien . . . . .	88	94	+ 6,7	94	93	91
Finnland . . . . .	97	104	+ 7,4	104	103	.
Schweden . . . . .	90	97	+ 7,9	96	96	94
Dänemark . . . . .	103	111	+ 8,1	110	108	107
Griechenland . . . . .	117	126	+ 8,1	126	126	.
Rumänien . . . . .	73	79	+ 8,4	.	.	.
Portugal . . . . .	94	103	+ 9,8	.	.	.
Bulgarien . . . . .	61	68	+ 10,5	63	60	.
Lettland . . . . .	87	96	+ 10,6	96	95	.
Jugoslawien . . . . .	71	79	+ 12,1	80	79	78
Japan . . . . .	98	110	+ 12,2	112	113	.
Norwegen . . . . .	94	107	+ 13,5	106	105	104
Frankreich . . . . .	83	101	+ 21,5	101	101	101
Italien . . . . .	83	101	+ 22,0	100	98	98

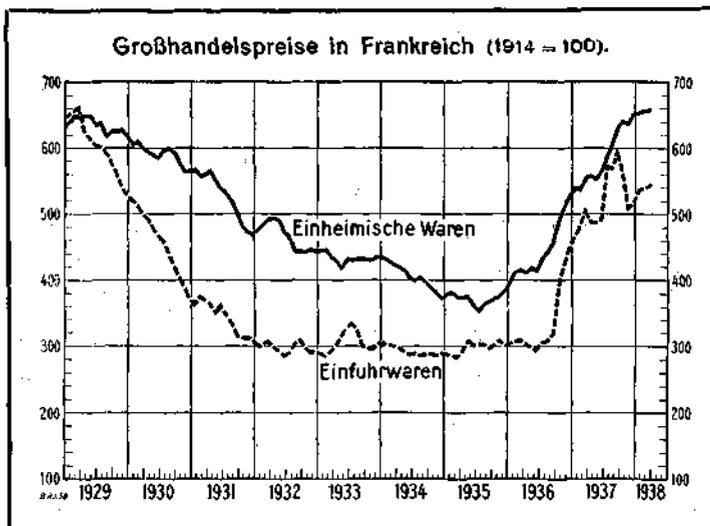
In nur wenigen Ländern waren die Großhandelspreise Ende 1937 niedriger als am Ende des Vorjahres. Daß die rückläufige Preisbewegung, die 1937 einsetzte, ihren Ausgang von den Vereinigten Staaten genommen hat, läßt sich aus der Entwicklung der besonders gut vergleichbaren Meßziffern der Preise in den Vereinigten Staaten und in England ersehen.\* Während sich die allgemeinen Preisbewegungen in den beiden Ländern, wie sie in der Gesamtziffer für alle Waren zum Ausdruck kommen, bis zum April 1937 genau nacheinander richteten, trat der Preis-

sturz bei den amerikanischen Preisen früher ein als bei den englischen, und Ende 1937 lagen die amerikanischen Preise gut 10 v. H. unter diesen. Der Unterschied ist eigentlich bei jeder Warengruppe festzustellen, besonders kraß ist er bei Kohle, Eisen und Stahl sowie bei den Nahrungsmitteln. Der Kohlenpreis stieg in beiden Ländern bis zum Jahresende, aber in Großbritannien mehr als in den Vereinigten Staaten, und während die amerikanischen Stahl- und Eisenpreise von April 1937 bis Jahresende verhältnismäßig stetig geblieben waren, stiegen in derselben Zeit die englischen Preise um mehr als 8 v. H.

Die starken Schwankungen der amerikanischen Meßziffer für Nahrungsmittel und Tabak, die im Gegensatz stehen zu dem gleichmäßigen Ansteigen

\* Meßziffer des englischen und des amerikanischen Handelsamtes, die Fortsetzung einer von Sir A.W. Flux zusammengestellten Meßziffer — vgl. die Zahlen und Schaubilder in der Ausgabe vom März 1938 des "Statistical Summary of the Bank of England".

der englischen Preise, hängen hauptsächlich mit den amerikanischen Ernte-  
verhältnissen zusammen. Im Jahre 1936 waren die Ernten in den Vereinigten  
Staaten sehr schlecht, besonders die Getreideernte; Mais und viele andere  
Nahrungsmittel mußten in Mengen eingeführt werden, wie es nie zuvor der  
Fall war. Aus diesem Grunde konnten die amerikanischen Schutzmaßnahmen  
für landwirtschaftliche Erzeugnisse wirksam werden, und die Inlandspreise stiegen  
mehr als die Auslandspreise. Im folgenden Jahr erreichte die Ernte gut den  
Durchschnitt, und ein Teil der Erzeugung wurde wie üblich ausgeführt, mit  
dem Ergebnis, daß die amerikanischen Preise wieder vielfach abhängig von den  
Verhältnissen auf den Auslandsmärkten wurden.



Die im Jahre 1937  
eingetretene Steige-  
rung der französi-  
schen Preise war  
teilweise auf den Rück-  
gang des Franken-  
kurses, der die Preise  
der eingeführten Roh-  
stoffe und anderer  
Waren verteuerte, zu-  
rückzuführen, haupt-  
sächlich jedoch auf  
innere Ursachen, wie  
die Erhöhung der Er-  
zeugungskosten (in-  
folge der dauernden  
Lohnerhöhungen und

der Einführung der 40-Stunden-Woche) und die Angleichung der Preise für  
landwirtschaftliche Erzeugnisse nach oben, die selbst bei dem jetzigen Kurs  
des französischen Franken über den Weltmarktpreisen liegen. Seit September  
1937 sind die Preise in Frankreich verhältnismäßig stetig geblieben; die mäßige  
Frankenentwertung seit dieser Zeit wurde teilweise ausgeglichen durch den  
gleichzeitigen Rückgang der Weltmarktpreise für eingeführte Rohstoffe. Seit An-  
fang 1938 findet sich ein Streben nach einer größeren Preisbeständigkeit auch  
in anderen Ländern trotz eines weiterdauernden Fallens der Weltmarktpreise  
für einige wichtige Waren, wie Weizen, Gummi und gewisse Nicht-Eisen-Metalle.

Um wenigstens einen ungefähren Vergleich zwischen den Preisen in den ver-  
schiedenen Ländern anzustellen, ist es notwendig, die Meßziffern der einzelnen  
Länder auf einer gemeinsamen Goldgrundlage neu zu berechnen, wie dies in der  
Übersicht auf der folgenden Seite geschehen ist, bei der ein Vorkriegsjahr  
als Ausgangsjahr genommen wird. Wenn die Lage in den Vereinigten Staaten  
und England als ausschlaggebend für den Stand der Weltmarktpreise in Gold  
angenommen wird, so ergibt sich, daß die Preise noch immer 20-30 v. H.  
unter dem Vorkriegsstande liegen. Soweit die früher bei Preisbewegungen  
gemachten Erfahrungen noch Gültigkeit haben, besteht im Hinblick auf die  
gesteigerte Goldförderung die Aussicht, daß die langfristige Entwicklung der  
Weltmarktpreise nach oben gehen wird.

Meßziffern der Großhandelspreise in Gold.

1913 oder 1914 = 100	1935	1936	1937
	Dezember		
Vereinigte Staaten . . .	69	71	69
Großbritannien . . . . .	66	72	78
Frankreich . . . . .	72	74	66*
Niederlande . . . . .	78	74	78
Schweiz . . . . .	92	75	78
Italien . . . . .	85	61	76
Deutschland . . . . .	103	105	106
Polen . . . . .	59	63	65
Schweden . . . . .	66	70	77
Belgien . . . . .	60	66	68
Tschechoslowakei . . . .	87	75	75
Japan . . . . .	52	58	66

\*März 1938 = 59.

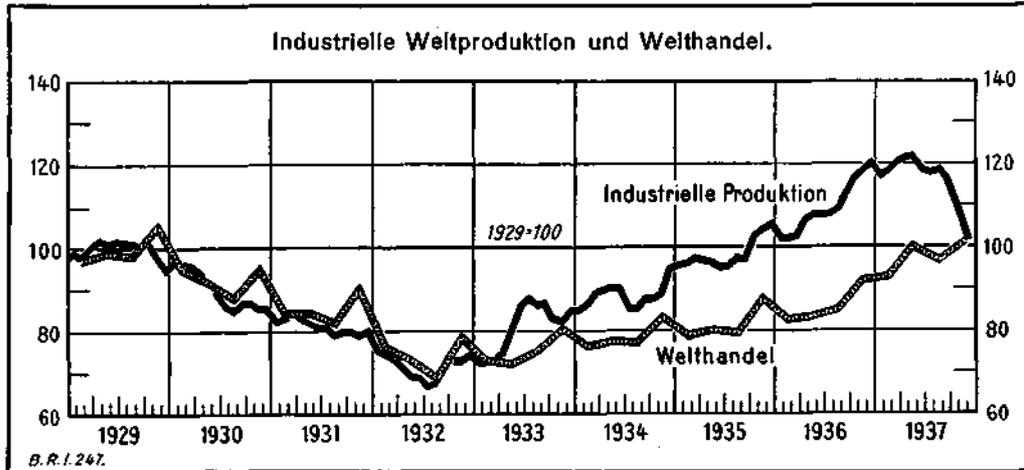
Die Inlandspreise Japans stiegen im Jahre 1937 bedeutend; in Gold gerechnet, gehörten sie aber am Jahresende noch immer zu den niedrigsten in der Welt; die Yenabwertung um 72 v. H. hatte sich noch nicht voll auf das innere Preisgefüge ausgewirkt. Auch in Frankreich hat die letzte Frankenabwertung die französischen Preise in Gold unter die in den Vereinigten Staaten und England sinken lassen. Dagegen scheinen die italienischen Goldpreise infolge der im Jahre 1937 eingetretenen Steigerung auf den Stand der englischen Preise gebracht worden zu sein.

Die Großhandelspreise in Deutschland sind in Gold noch immer beträchtlich höher als die entsprechenden Preise in anderen Ländern, wenn auch der Unterschied in den letzten beiden Jahren etwas geringer geworden ist infolge der Preiserhöhung im Ausland, besonders innerhalb des Sterlingblocks. Der Reichskommissar für die Preisbildung hat wiederholt ausdrücklich betont, daß die deutschen Preise viele Jahre hindurch viel höher waren als die der anderen wichtigen Handelsländer der Welt und daß dieser Unterschied Deutschlands Wettbewerb auf den Weltmärkten erheblich geschwächt hat. Gleichzeitig hat er darauf hingewiesen, daß es eine der dringendsten Aufgaben wäre, zu versuchen, das in dieser Hinsicht bestehende Mißverhältnis zwischen Deutschland und den wichtigsten Ländern zu beseitigen. Der Reichsbankpräsident hat in seiner Rede auf der Jahresversammlung der Reichsbank am 11. März 1938 ebenfalls großen Nachdruck auf den Grundsatz fester Preise und Löhne als notwendige Voraussetzung für den Erfolg der in den letzten Jahren in Deutschland ergriffenen finanziellen Maßnahmen gelegt; er hat sich auch mit der Frage eines angemessenen Wechselkurses im Verhältnis zu den wichtigsten Währungen der Welt beschäftigt und erklärt, daß diese Frage einstweilen durch den in der Devisenbewirtschaftung gegebenen Schutz der deutschen Währung gegen äußere Einflüsse gelöst worden sei.

Wie aus der vorstehenden Übersicht hervorgeht, ist die Spanne zwischen den Goldpreisen in den einzelnen Währungen in den beiden Jahren von Ende 1935 bis Ende 1937 etwas enger geworden. Dies ist ein Beweis für die Rückkehr zu einem besseren internationalen Währungsgleichgewicht, denn selbst wenn keine allgemeingültigen Schlüsse aus der Berechnung „wirtschaftlicher Paritäten“ auf der Grundlage der Großhandelspreise gezogen werden können und wenn sich die Bedingungen im Vergleich zu den Ausgangsjahren oft wesentlich geändert haben, so bleibt doch die Tatsache bestehen, daß sich bei einem zu großen Mißverhältnis normale Währungsbeziehungen nicht aufrechterhalten lassen. Die erste Voraussetzung für das gesunde Arbeiten jedes internationalen Währungssystems ist der Grundsatz, daß es keine ernsthafte Über- oder Unterbewertung einzelner Währungen geben sollte.

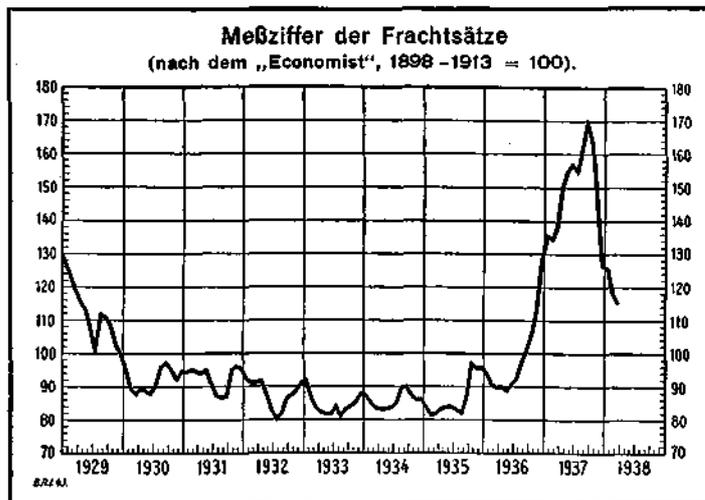
### 3. AUSSENHANDEL.

Während des Jahres 1937 trat eine bedeutende Besserung im Welt-handel ein; der Warenverkehr stieg mengenmäßig gegenüber 1936 um  $13\frac{1}{2}$  v. H. und erreichte den Stand des letzten Spitzenjahres 1929.



Da die englischen Großhandelspreise 1937 noch etwa 5 bis 10 v. H. niedriger als im Jahre 1929 waren, kann geschlossen werden, daß der Wert des Welt-handels in Pfund Sterling ungefähr 10 v. H. unter dem Wert von 1929 lag.

Gegen Ende des Jahres ging der Handel etwas zurück; der Rückgang hielt sich aber in mäßigen Grenzen, wie unter anderm aus der recht guten Beschäftigung der Schifffahrt hervorgeht. Anfang 1938 lagen die Frachtsätze nach der Meßziffer des Londoner „Economist“ etwa 30 v. H. unter dem hohen Stand, den sie im September 1937 erreicht hatten, waren aber immer noch leicht über dem Durchschnitt des Jahres 1929.



Zum ersten Male seit dem Konjunkturumschwung im Jahre 1932 war die Zunahme des Welthandels stärker als die Zunahme der Welt-erzeugung. In den ersten Stufen der Wirtschafts-belebung zeigte sich in den allermeisten Län- dern der Geschäftsauf- schwung in einer Erhol- ung des Binnenmark- tes, während der Au- ßenhandel zurückblieb. Staatliche Ausgaben für

öffentliche Arbeiten, Förderung der heimischen Industrie durch stärkere Schutz- maßnahmen oder eine Politik des billigen Geldes ohne Auslandsanleihen waren Maßnahmen, die dazu beitrugen, der Wirtschaftstätigkeit im Innern

einen besonderen Auftrieb zu geben; aber manche dieser Maßnahmen standen einer Gesundung des Außenhandels geradezu im Wege.

Einfuhrbeschränkungen, zu denen auch die Devisenbewirtschaftung gerechnet werden muß, erhöhten noch die Schwierigkeiten, und es wurden übertrieben schwarzseherische Ansichten über die sinkende Bedeutung des Welt Handels für die Zukunft geäußert. Die eingetretene Wiederbelebung ist insofern um so bemerkenswerter, als sie zeigt, daß mit dem wirtschaftlichen Aufschwung auch eine erhöhte Nachfrage nach ausländischen Waren einsetzt. In fast allen amtlichen Erklärungen wird denn auch trotz der vielfach in der Welt erstrebten größeren Selbstversorgung mit Nachdruck auf die Notwendigkeit der Aufrechterhaltung einer hohen Außenhandelsziffer hingewiesen.

Ein gewisser Abbau der Handelsschranken ist durch die Beseitigung der Kontingente und anderer Einfuhrbeschränkungen erreicht worden; die Fortschritte auf diesem Gebiet waren aber nicht sehr eindrucksvoll. Einen größeren Abbau der Handelsschranken brachten die Handelsverträge, die die amerikanische Regierung mit siebzehn anderen Regierungen abgeschlossen hat; Verhandlungen mit vier weiteren Ländern, darunter Großbritannien und Kanada, sind zur Zeit erfolgversprechend im Gange. Andere für den Handel günstige Einflüsse waren die Aufrechterhaltung eines besseren Währungsgleichgewichts (die ihrerseits infolge des gestiegenen Handelsumfangs erleichtert wurde), die schrittweise Angleichung der Devisenkurse an die in den einzelnen Ländern geltenden Kosten und Preise, die reichliche Golderzeugung, in gewissem Maße auch die bedeutenden Rüstungsausgaben und nicht zum wenigsten der vermehrte Verbrauch der verschiedensten Waren in Ländern mit steigender Lebenshaltung.

Einige beachtenswerte Änderungen haben sich in der Zusammensetzung des Welthandels ergeben. Während in den ersten Jahren der wirtschaftlichen Erholung der Rohstoffhandel die größere Zunahme aufzuweisen hatte, nahmen an dem Aufschwung des Handels im Jahre 1937 Fertigwaren und Rohstoffe in gleichem Maße teil. Dies war zum Teil auf die Gesundung der Verhältnisse in den Rohstoffländern zurückzuführen, die in der Lage waren, Fertigwaren in größerer Menge einzuführen, zum Teil auf die vermehrten Käufe für Rüstungszwecke (dies gilt namentlich für Stahlerzeugnisse), zum Teil aber auch auf das höhere Einkommen größerer Bevölkerungsschichten in vielen Industrieländern, das zu einem stärkeren Bedarf an Waren führte, der nicht ohne weiteres nur aus inländischen Quellen befriedigt werden konnte. Unter den Fertigwaren wiesen jedoch die Kapitalgüter eine stärkere Zunahme auf als die Verbrauchsgüter. Die Reichs-Kredit-Gesellschaft, Berlin, weist in ihrem Bericht über die wirtschaftliche Lage Deutschlands an der Jahreswende 1937-38 nach, daß die deutsche Ausfuhr von Erzeugungsgütern (einschließlich des Maschinenbaus) in den ersten elf Monaten 1937 gegenüber dem gleichen Zeitabschnitt des Jahres 1936 dem Werte nach um 26 v. H. gestiegen ist, während sich die Ausfuhr ausgesprochener Verbrauchsgüter (Webwaren, einzelne chemische Erzeugnisse usw.) nur um 14 v. H. erhöht hat. Die gleiche Entwicklung findet sich in anderen Ländern. Es ist eine natürliche Erscheinung des Wirtschaftsaufstiegs, daß die Nachfrage nach Kapitalgütern am raschesten steigt; unter den jetzigen Verhältnissen machen sich aber einige besondere

Einflüsse in der gleichen Richtung geltend. Erstens hat der stärkere Bedarf an Erzeugnissen für Rüstungszwecke vielfach zum erhöhten Ankauf von Maschinen, Werkzeugen usw. im Auslande geführt. Zweitens sehen die in vielen Ländern gegenwärtig angewandten Schutzmaßnahmen eine unterschiedliche Behandlung des Handels mit Verbrauchsgütern vor: der gewährte Schutz soll hauptsächlich die Inlandsherstellung allgemeiner Verbrauchsgüter (Webwaren usw.) fördern und berührt weit weniger die Einfuhr von Rohstoffen (die bis zu einem gewissen Grade vom Ausland bezogen werden müssen) und von Sondererzeugnissen, wie Maschinen, mechanische Werkzeuge, Farben und

**Veränderungen im Außenhandel verschiedener Länder von 1936 bis 1937.\***

Einfuhr				Ausfuhr			
in Millionen der Landeswährung							
Land	1936	1937	Veränderungen in v. H.	Land	1936	1937	Veränderungen in v. H.
Italien . . . . .	6.039	13.837	+129,1	Lettland . . . . .	138	261	+ 89,1
Lettland . . . . .	122	231	+ 89,3	Italien . . . . .	5.547	10.429	+ 88,0
Niederl.-Indien . . . . .	287	490	+ 70,7	Niederl.-Indien . . . . .	539	938	+ 74,0
Frankreich . . . . .	25.414	42.316	+ 66,5	Chile . . . . .	549	933	+ 69,9
Indochina . . . . .	975	1.579	+ 61,9	Schweiz . . . . .	441	683	+ 54,9
Syrien . . . . .	2.883	4.600	+ 59,6	Frankreich . . . . .	15.492	23.935	+ 54,6
Bulgarien . . . . .	3.181	4.926	+ 54,9	Niederlande . . . . .	746	1.148	+ 53,9
Marokko . . . . .	1.151	1.766	+ 53,4	Indochina . . . . .	1.708	2.590	+ 51,6
Danzig . . . . .	93	142	+ 52,7	Palästina . . . . .	4	6	+ 50,0
Niederlande . . . . .	1.017	1.551	+ 52,5	Tschechoslowakei . . . . .	7.997	11.953	+ 49,5
Finnland . . . . .	6.203	9.123	+ 47,1	Marokko . . . . .	782	1.144	+ 46,3
Iran . . . . .	878	1.259	+ 43,4	Jugoslawien . . . . .	4.376	6.272	+ 43,3
Schweiz . . . . .	1.263	1.797	+ 42,3	Britisch-Malaya . . . . .	629	899	+ 42,9
Rumänien . . . . .	12.638	17.897	+ 41,6	Rumänien . . . . .	21.703	30.965	+ 42,7
Argentinien . . . . .	1.117	1.558	+ 39,5	Argentinien . . . . .	1.656	2.308	+ 39,4
Norwegen . . . . .	916	1.273	+ 39,0	Syrien . . . . .	1.650	2.300	+ 39,4
Tschechoslowakei . . . . .	7.894	10.965	+ 38,9	Ver. Staat. v. Amerika . . . . .	2.419	3.295	+ 36,2
Litauen . . . . .	154	212	+ 37,7	Iran . . . . .	1.960	2.582	+ 31,7
Kolumbien . . . . .	120	164	+ 36,7	Schweden . . . . .	1.514	1.994	+ 31,7
Japan . . . . .	2.928	3.955	+ 35,1	Belgien-Luxemburg . . . . .	19.526	25.394	+ 30,1
Britisch-Malaya . . . . .	508	686	+ 35,0	Finnland . . . . .	7.222	9.368	+ 29,7
Indien . . . . .	1.223	1.593	+ 30,3	Griechenland . . . . .	7.379	9.555	+ 29,5
Deutschland . . . . .	4.218	5.468	+ 29,6	Bulgarien . . . . .	3.910	5.019	+ 28,4
Mexiko . . . . .	464	600	+ 29,3	Osterreich . . . . .	952	1.217	+ 27,8
Schweden . . . . .	1.633	2.111	+ 29,3	Estland . . . . .	83	106	+ 27,7
Tunis . . . . .	1.014	1.310	+ 29,2	U d S S R . . . . .	1.359	1.729	+ 27,2
Jugoslawien . . . . .	3.984	5.148	+ 29,2	Ceylon . . . . .	244	310	+ 27,0
Belgien-Luxemburg . . . . .	21.299	27.257	+ 28,0	Deutschland . . . . .	4.768	5.911	+ 24,0
Estland . . . . .	87	111	+ 27,6	Philippinen . . . . .	273	331	+ 21,2
Kanada . . . . .	635	809	+ 27,4	Norwegen . . . . .	674	811	+ 20,3
Neuseeland . . . . .	44	56	+ 27,3	Australien . . . . .	124	148	+ 19,4
Griechenland . . . . .	11.863	15.204	+ 27,1	China . . . . .	707	839	+ 18,7
Polen . . . . .	1.003	1.254	+ 25,0	Japan . . . . .	2.798	3.319	+ 18,6
Ver. Staat. v. Amerika . . . . .	2.424	3.012	+ 24,3	Portugal . . . . .	1.026	1.216	+ 18,5
Türkei . . . . .	92	114	+ 23,9	Großbritannien . . . . .	441	522	+ 18,4
Chile . . . . .	347	429	+ 23,6	Neuseeland . . . . .	55	65	+ 18,2
Ägypten . . . . .	30	37	+ 23,3	Ungarn . . . . .	504	589	+ 16,9
Brasilien . . . . .	4.268	5.186	+ 21,5	Türkei . . . . .	118	138	+ 16,9
Großbritannien . . . . .	787	954	+ 21,2	Polen . . . . .	1.026	1.196	+ 16,6
Uruguay . . . . .	66	80	+ 21,2	Dänemark . . . . .	1.327	1.541	+ 16,1
Südafrikan. Union . . . . .	84	101	+ 20,2	Ägypten . . . . .	33	38	+ 15,2
Mandschukuo . . . . .	644	770	+ 19,6	Mexiko . . . . .	775	891	+ 15,0
Dänemark . . . . .	1.442	1.697	+ 17,7	Kolumbien . . . . .	158	181	+ 14,6
Haiti . . . . .	40	47	+ 17,5	Tunis . . . . .	841	950	+ 13,0
Peru . . . . .	200	235	+ 17,5	Indien . . . . .	1.806	2.024	+ 12,1
Portugal . . . . .	1.994	2.339	+ 17,3	Peru . . . . .	332	366	+ 10,2
Osterreich . . . . .	1.249	1.454	+ 16,4	Kanada . . . . .	1.021	1.124	+ 10,1
Ceylon . . . . .	190	221	+ 16,3	Uruguay . . . . .	90	99	+ 10,0
Australien . . . . .	87	100	+ 14,9	Danzig . . . . .	325	357	+ 9,8
Palästina . . . . .	14	16	+ 14,3	Südafrikan. Union . . . . .	112	123	+ 9,8
Irland . . . . .	39	44	+ 12,8	Mandschukuo . . . . .	474	520	+ 9,7
Ungarn . . . . .	437	475	+ 8,7	Litauen . . . . .	190	208	+ 9,5
Philippinen . . . . .	202	216	+ 6,9	Siam . . . . .	165	176	+ 6,7
Siam . . . . .	105	110	+ 4,8	Brasilien . . . . .	4.900	5.095	+ 4,0
China . . . . .	942	953	+ 1,2	Irland . . . . .	22	22	0
U d S S R . . . . .	1.353	1.341	- 0,9	Haiti . . . . .	49	42	- 14,3
Algerien . . . . .	3.234	2.544	- 21,3	Algerien . . . . .	3.469	2.230	- 35,7

\* Teilweise vorläufige Zahlen.

Farbstoffe usw. Letztere gehören zum großen Teil zur Gruppe der Erzeugungsgüter. Es ist bezeichnend, daß in zwei Ländern, Finnland und Schweden, in denen der Ausfuhrhandel schon in den Jahren 1933–36 eine bedeutende Ausdehnung erfahren hat, die Ausfuhr kaum aus gewöhnlichen Verbrauchsgütern besteht, sondern vor allem aus Rohstoffen, bei Schweden auch aus einigen hochspezialisierten Erzeugnissen (hochwertiger Stahl, Kugellager, Fernsprechgeräte, Milchentrahmer usw.).

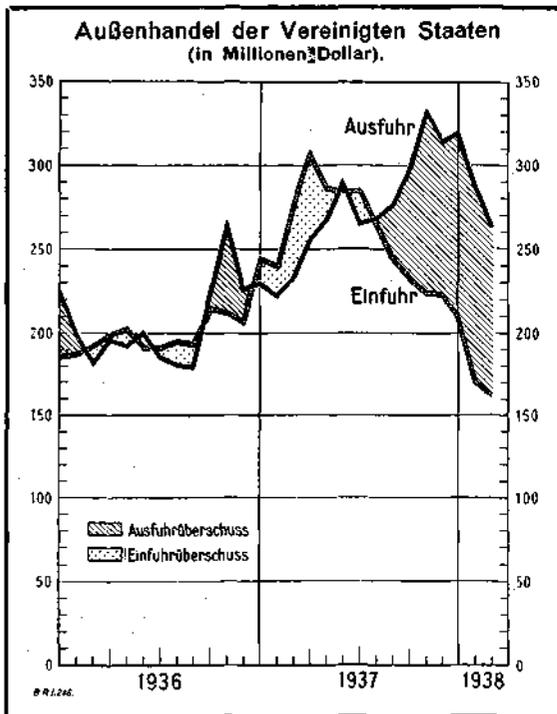
Eine wesentliche Erscheinung der Entwicklung des Handels in den letzten Jahren war die Steigerung des Gesamteinfuhrüberschusses der acht Gläubigerländer der Welt, nämlich Belgien, England, Frankreich, Holland, Irland, Schweden, Schweiz und Vereinigte Staaten.

Warenhandel* (in Millionen Dollar)	1934	1935	1936	1937
<b>Acht Gläubigerländer:</b>				
Einfuhr . . . . .	8.990	9.109	10.226	12.373
Ausfuhr . . . . .	7.130	7.091	7.443	9.236
Überschuß . . . . .	- 1.860	- 2.018	- 2.783	- 3.137
<b>Alle übrigen Länder:</b>				
Einfuhr . . . . .	11.293	11.593	12.030	15.023
Ausfuhr . . . . .	12.008	12.472	13.851	16.698
Überschuß . . . . .	+ 715	+ 879	+ 1.821	+ 1.675
<b>Gesamteinfuhr der Welt . . . . .</b>	<b>20.283</b>	<b>20.702</b>	<b>22.256</b>	<b>27.396</b>
<b>Gesamtausfuhr der Welt . . . . .</b>	<b>19.138</b>	<b>19.563</b>	<b>21.294</b>	<b>25.934</b>

\* Quelle: Völkerbund.

Es ist oft gesagt worden, daß die reicheren Länder den Anstoß für die Belebung des Welthandels geben müssen, um es den Schuldnerländern zu ermöglichen, die für die Erfüllung ihres laufenden Schuldendienstes erforderlichen Mittel zu erhalten, ihre Auslandsverbindlichkeiten zu vermindern und ihre Käufe im Ausland nach und nach zu vermehren. Der Gesamteinfuhrüberschuß der Gläubigerländer nahm von 1934 bis 1937 jedes Jahr zu, und wenn diese Zunahme auch teilweise durch höhere Einnahmen aus Schiffahrt und Auslandsanlagen ausgeglichen wurde, so kann doch kein Zweifel darüber bestehen, daß im ganzen genommen den Schuldnerländern ein größerer Überschuß zur Verfügung stand. Aus der obigen Aufstellung ist aber zu ersehen, daß der Ausfuhrüberschuß der „übrigen Länder“ von 1936 bis 1937 leicht zurückgegangen ist; dieser Rückgang ist einerseits auf das Fallen der Rohstoffpreise im Herbst 1937 und andererseits auf die steigende Einfuhr dieser Länder zurückzuführen, die das Ergebnis der Aufträge sind, die in dem günstigen ersten Halbjahr 1937 vergeben wurden.

Nur eines der acht Gläubigerländer, die Vereinigten Staaten, hatte in allen vier Berichtsjahren einen Ausfuhrüberschuß. Es wird aber angenommen, daß 1936 (zum ersten Male seit dem Weltkriege) bei den laufenden Posten der amerikanischen Zahlungsbilanz ein Fehlbetrag vorhanden war, der sich auf 153 Millionen Dollar belief. Es ist aufschlußreich, die Entwicklung der amerikanischen Handelsbilanz in den beiden letzten Jahren zu verfolgen:



Von Dezember 1936 bis April 1937, d. h. während der kurzen Zeit der ausgesprochenen Hochkonjunktur, überstieg die Einfuhr die Ausfuhr. Ein Einfuhrückgang setzte jedoch schon im zweiten Vierteljahr 1937 ein und steigerte sich von Monat zu Monat bis Ende Dezember 1937. Auf der anderen Seite erhöhte sich die Ausfuhr bis zum Monat Oktober und nahm während des Restes des Jahres nur leicht ab. Im Februar 1938 fiel die Einfuhr auf wenig mehr als die Hälfte der vom März 1937, während die Ausfuhr, wenn auch fallend, doch noch über den Zahlen des Vorjahres lag — ein Anzeichen für den wirtschaftlichen Rückschlag in den Vereinigten Staaten, verglichen mit der übrigen Welt.

Unter den übrigen Gläubigerländern stieg der Wareneinfuhrüberschuß Englands von 346 Millionen Pfund im Jahre 1936 auf 432 Millionen Pfund im Jahre 1937 und erreichte in diesem Jahr seine höchste Ziffer seit 1926. Diese Steigerung wurde nur teilweise ausgeglichen durch eine Erhöhung der Reineinnahmen aus Schifffahrt, Auslandsanlagen und sonstigen unsichtbaren Posten, mit dem Ergebnis, daß die laufenden Posten der Zahlungsbilanz einen Fehlbetrag von 52 Millionen Pfund aufwiesen, gegenüber 18 Millionen Pfund im vorhergehenden Jahr. Wichtig ist, sich vor Augen zu halten, daß die verschiedenartige Entwicklung der Einfuhr- und Ausfuhrpreise die hauptsächliche Ursache für die Vergrößerung des Einfuhrüberschusses ist. In den beiden Jahren 1936–37 stiegen die Einfuhrpreise doppelt soviel wie die Ausfuhrpreise, wobei die Steigerung im Jahre 1937 beträchtlich größer war als 1936. Wenn man die Preisänderungen innerhalb der beiden Jahre unberücksichtigt läßt (d. h. wenn man die Ein- und Ausfuhr des Jahres 1937 mit den Durchschnittspreisen für gleiche Waren des Jahres 1936 bewertet), so findet man, daß die Steigerung von 85,9 Millionen Pfund im Einfuhrüberschuß von 1937 sich auf 8,3 Millionen Pfund ermäßigt. In Frankreich erreichte der Einfuhrüberschuß eine Höchstziffer; er belief sich 1937 auf 18,4 Milliarden französische Franken gegenüber 9,9 Milliarden im Jahre 1936. Die erhöhte Einfuhr erklärt sich teilweise aus dem vermehrten Rohstoffbedarf der französischen Industrie und teilweise aus der größeren Nahrungsmitelefuhr, da die Ernte unter dem Durchschnitt lag, teilweise aber auch aus der stärkeren Einfuhr gewisser Waren, wie Kohle, deren Inlandserzeugung infolge der Herabsetzung der Arbeitszeit in den Gruben zurückgegangen ist. Ungünstige Ernten waren auch in Italien und Deutschland der Grund für eine vermehrte

Nahrungsmiteleinfuhr. Die deutsche Einfuhr stieg von 4.218 Millionen Reichsmark im Jahre 1936 auf 5.468 Millionen im Jahre 1937; dank der gleichzeitigen Steigerung der Ausfuhr, namentlich von Fertigwaren, von 4.768 Millionen Reichsmark im Jahre 1936 auf 5.911 Millionen Reichsmark im Jahre 1937, ging der Ausfuhrüberschuß aber nur leicht von 550 Millionen Reichsmark im Jahre 1936 auf 443 Millionen im Jahre 1937 zurück. Der deutsche Ausfuhrhandel stieg in den letzten Jahren ungefähr in dem gleichen Verhältnis wie der Welthandel. Der Einfuhrüberschuß Italiens erhöhte sich von 492 Millionen Lire im Jahre 1936 auf 3.408 Millionen im Jahre 1937. Höhere Einnahmen aus dem Reiseverkehr und aus der Schifffahrt haben die Wirkung dieser Erhöhung des Einfuhrüberschusses teilweise ausgeglichen, dieser war jedoch so groß, daß eine immer strengere Einfuhrüberwachung durchgeführt werden mußte.

Wichtige Entwicklungen zeigten sich im Handel Japans; der Einfuhrüberschuß stieg auf 636 Millionen Yen, die höchste Ziffer, die je zu verzeichnen gewesen ist (mit Ausnahme des außergewöhnlichen Jahres 1924), und im Herbst wurde im Zusammenhang mit der Auseinandersetzung mit China die Devisenbewirtschaftung und die Überwachung des Außenhandels eingeführt. Eine wichtige Änderung ist in den letzten zehn Jahren in der Richtung der japanischen Ausfuhr eingetreten; der von den Vereinigten Staaten aufgenommene Teil der japanischen Ausfuhr fiel von 43 v. H. im Jahre 1927 auf 20 v. H. im Jahre 1937, während der von Asien aufgenommene Teil von 42 v. H. auf 52 v. H. stieg. China war der bedeutendste Kunde für japanische Waren geworden, dann folgte Indien, während die Vereinigten Staaten nach und nach aus einem Ausfuhr- zu einem Einfuhrland für Japan werden.

Bei den mitteleuropäischen Ländern machte sich das auffallende Bestreben bemerkbar, die Ausfuhr nach Ländern, mit denen Verrechnungsabkommen bestehen, zu drosseln und nach freien Märkten hinzulenken, um einen Überschuß an freien Devisen zu bekommen. Im allgemeinen waren die Handelsbilanzen der Landwirtschaftsländer, sowohl in Europa wie auch in anderen Erdteilen, und der Golderzeugungsländer außergewöhnlich günstig. Das bemerkenswerteste Beispiel in der zuletzt erwähnten Gruppe ist die wirtschaftliche Stärke Südafrikas, das in den letzten beiden Jahren der bedeutendste Kunde Englands war; diese Stelle nahm früher Britisch-Indien und vor dem Weltkriege Deutschland ein.

Hand in Hand mit der Erholung des Welthandels ging eine gewisse Zunahme des Umfangs der internationalen Finanzierung vor sich. Selbst wenn die Finanzierung unter Verrechnungs- oder Zahlungsabkommen vor sich gehen muß, halten es die Ausfuhrfirmen, namentlich die von Industrieerzeugnissen, für notwendig, ihren Kunden Kredite zu gewähren, um ihren Geschäftsumfang zu erhalten. Diese Finanzierung ist jedoch in der Hauptsache verhältnismäßig kurzfristig und erstreckt sich selten über einen Zeitraum von mehr als sechs Monaten oder einem Jahr. Im Jahre 1937 wurden wenig neue langfristige Kredite gegeben. Länder wie England und Deutschland, deren Ausfuhren vor dem Kriege und in den zehn Jahren nach dem Kriege weitgehend von einem regelmäßigen Kreditfluß von den Hauptgläubigermärkten nach den finan-

ziell schwächeren Ländern abhingen, werden natürlich von dem tatsächlichen Aufhören der langfristigen internationalen Finanzierung am meisten betroffen. Es ist zwar richtig, daß Unternehmungen, die üblicherweise große Arbeiten für Anlagen an überseeische Länder liefern, die durch Anleihen finanziert werden, jetzt in der Regel mit Rüstungsarbeiten voll beschäftigt sind; wenn aber die Rüstungen nachlassen, kann die Wiederaufnahme der internationalen Kreditstätigkeit, die der Ausrüstung unentwickelter Länder dient, möglicherweise dazu beitragen, die entstehende Lücke auszufüllen.

### III. VON DER ENTHORTUNG ZUR NEUHORTUNG VON GOLD.

Die Golderzeugung der Welt stieg im Jahre 1937 um 5 v. H., d. h. etwas weniger stark als in den vorhergehenden Jahren. Die geringere Steigerung findet ihre Erklärung fast ausschließlich in dem von 1936 bis 1937 eingetretenen Rückgang der russischen Erzeugung. Die Verschiffungen aus dem Osten haben ihre Bedeutung verloren, soweit es sich um enthortetes Gold von China und Indien handelt; die Goldausfuhr aus Japan zur Deckung des Handels- und sonstigen Bedarfs erreichte aber nahezu 250 Millionen Dollar. In den westlichen Ländern hielt die Enthortungsbewegung, die im letzten Vierteljahr 1936 eingesetzt hatte, während der ersten Hälfte des Jahres 1937 an und erreichte in neun Monaten einen Betrag von beinahe 1 Milliarde Dollar; die Londoner Goldhorte wurden um mehr als die Hälfte vermindert.

Auf diesem wie auf anderen Gebieten kam der Umschwung in der zweiten Hälfte des Jahres plötzlich und unerwartet; unter dem Einfluß sinkender Warenpreise, eines Rückgangs der industriellen Erzeugung, besonders in den Vereinigten Staaten, und von Gerüchten über eine weitere Dollarabwertung wandten sich ängstliche Besitzer von Geld von neuem dem Gold als einer Sicherheitszuflucht zu. Etwa 150 bis 200 Millionen Dollar Gold wurden wieder privaten Horten zugeführt, während die Währungsbehörden einer Reihe von Ländern, aus denen im Frühjahr Gold abgeflossen war, große Goldkäufe vornahmen. Im November und Dezember 1937 fand eine Goldausfuhr aus den Vereinigten Staaten statt; und im Herbst stellte der englische Währungsausgleichsfonds einen Teil des am Markt benötigten Goldes aus seinen eigenen Beständen zur Verfügung. Trotzdem wurden aber die Goldbestände der Vereinigten Staaten und Englands im Laufe des Jahres wesentlich erhöht; dies gilt auch für die Niederlande. Die gesamten Golderwerbungen dieser drei Länder waren im Jahre 1937 fast doppelt so groß wie die laufende Gold-erzeugung, die jetzt 1.220 Millionen Dollar im Jahr beträgt.

#### 1. DIE GOLDVERSORGUNG.

Im Jahre 1937 nahm die Goldausbeute der Welt weiter zu, wie die Aufstellung auf der folgenden Seite zeigt.

Die im letzten Jahresbericht für die russische Goldförderung in den Jahren 1930 bis 1936 gegebenen Zahlen sind an Hand neuerer Angaben nachgeprüft und für den Zeitabschnitt 1934-36 erheblich herabgesetzt worden. Da die Sowjetbehörden keine amtlichen Zahlen über die tatsächliche Golderzeugung veröffentlichen, müssen sich die Schätzungen auf verstreute Angaben aus verschiedenen Quellen stützen. In einer russischen Veröffentlichung „U.S.S.R. in Construction“ sind für die Steigerung der Golderzeugung in den Jahren 1930, 1932, 1934 und 1936 gewisse Hundertsätze angegeben, es ist aber keine Ausgangszahl genannt, und es steht auch nicht fest, ob sich die Steigerungen auf tatsächliche Ergebnisse beziehen oder auf Erwartungen, die an die aufgestellten Pläne geknüpft werden. In der Regel ist jede aus russischen Veröffentlichungen stammende neue Schätzung niedriger

### Golderzeugung.

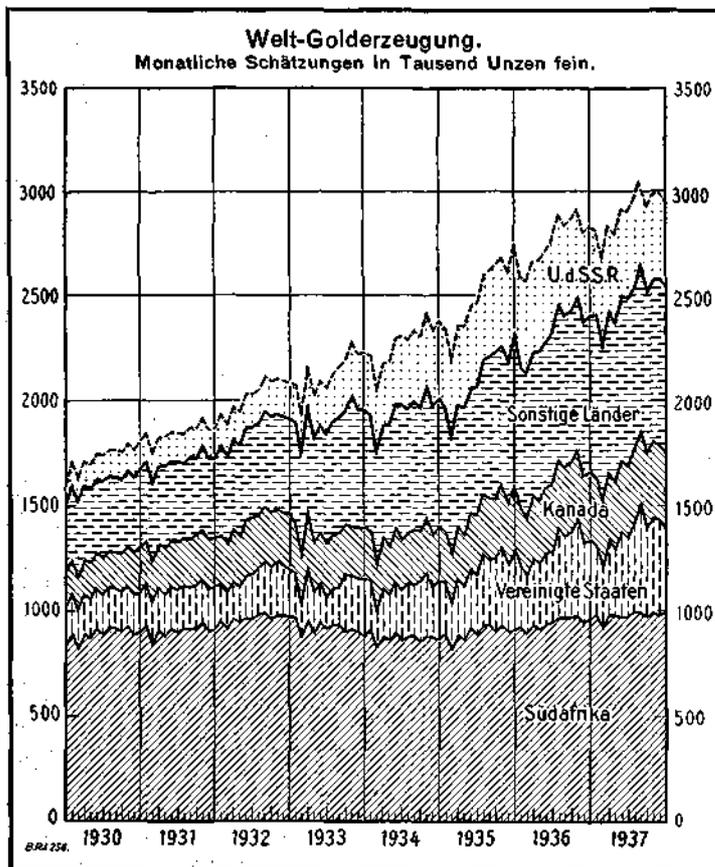
Jahr	Süd-afrika	UdSSR ( <sup>1)</sup> )	Vereinigte Staaten ( <sup>2)</sup> )	Kanada	Sonstige Erzeugungsländer	Welterzeugung ( <sup>1)</sup> )	
	in Tausend Unzen fein						in Millionen Dollar ( <sup>2)</sup> )
1930	10.716	1.501	2.286	2.102	4.318	20.923	732
1931	10.878	1.656	2.396	2.694	4.702	22.326	781
1932	11.559	1.938	2.449	3.044	5.264	24.254	849
1933	11.014	2.700	2.537	2.949	6.378	25.578	895
1934	10.480	3.858	2.916	2.972	7.070	27.296	955
1935	10.774	4.784	3.619	3.285	7.570	30.032	1.051
1936	11.336	5.173	4.296	3.735	8.616	33.156	1.160
1937	11.733	5.000	4.753	4.091	9.254	34.831	1.219

(<sup>1)</sup> Berichtigte Zahlen.

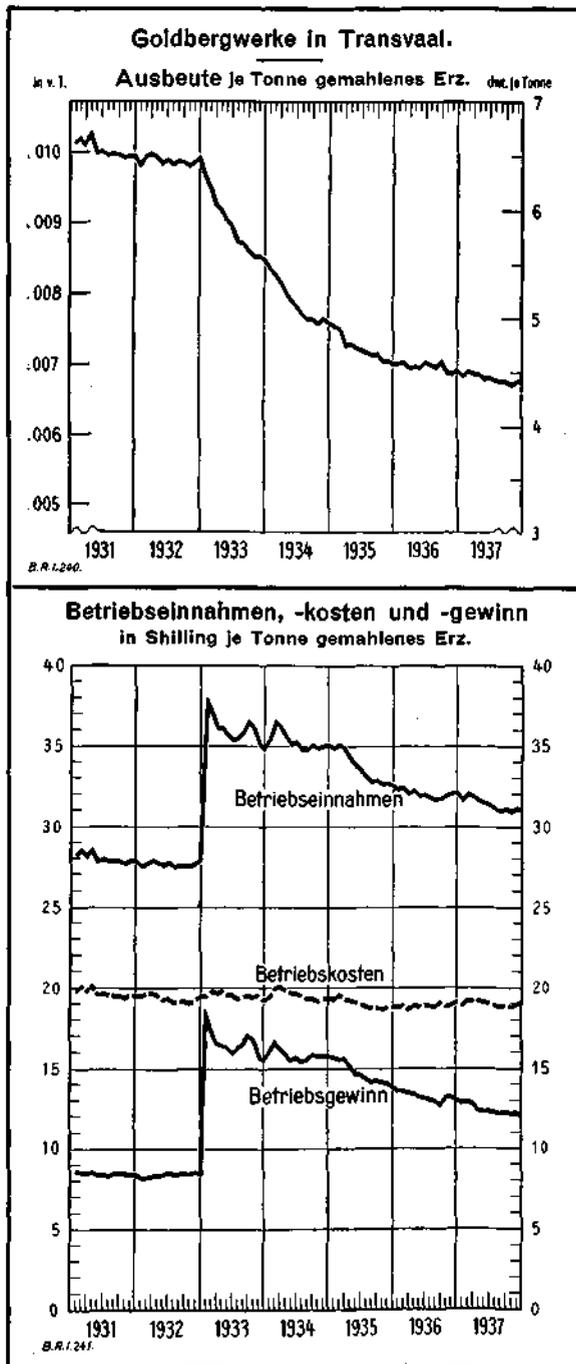
(<sup>2)</sup> Einschließlich Philippinen.

(\*) Die Beträge sind in Dollar zum gegenwärtigen Wert von 35 Dollar für eine Unze Feingold anstatt wie in früheren Berichten in Schweizer Goldfranken angegeben. Der Hauptgrund für diese Änderung ist der, daß Zahlen in einer wirklich bestehenden Währung leichter verständlich sind; der Dollar wurde gewählt, weil sein Wert im Verhältnis zum Gold festgelegt ist. Um den ungefähren Schweizer-Goldfranken- bzw. Pfundwert der Dollarbeträge zu erhalten, genügt es im ersten Fall, sie mit drei zu multiplizieren (genau 3,061) und im zweiten Fall, solange der Londoner Goldpreis ungefähr bei 140 Shilling für die Unze steht, sie durch fünf zu teilen. Würde die Golderzeugung des Jahres 1930 z. B. in Dollar von dem damals geltenden Feingewicht, nämlich 20,67 Dollar je Unze fein, angegeben werden, so würde sie sich auf 432 Millionen Dollar belaufen.

als die, an deren Stelle sie tritt, und es ist daher bei der Würdigung der verschiedenen Schätzungen Vorsicht geboten. Trotzdem kann nicht bezweifelt



werden, daß durch Erweiterung der Betriebsanlagen und Anlockung von Arbeitskräften große Anstrengungen gemacht worden sind, um die Goldförderung in Rußland zu steigern. Die letzten zur Verfügung stehenden Angaben lassen einen Rückgang in der Erzeugung seit 1936 erkennen, da die Gesamtmenge für 1937 auf nicht mehr als fünf Millionen Unzen geschätzt wird, die einem Wert von 175 Millionen Dollar entsprechen; dem steht eine russische Goldausfuhr nach London von etwa 200 Millionen Dollar während des Jahres gegenüber.



Die südafrikanische Gold-erzeugung ist von 1936 bis 1937 um nahezu 400.000 Unzen ge-  
 stiegen; zwei Drittel hiervon  
 stammten aber von einer Gesell-  
 schaft, die 1937 zum ersten  
 Male Gold förderte, und aus der  
 erhöhten Ausbeute zweier Ge-  
 sellschaften, die erst vor kurzem  
 die Golderzeugung aufgenommen  
 haben; die alten Gesellschaften  
 hatten kaum eine Zunahme der  
 Goldförderung aufzuweisen, son-  
 dern setzten die seit 1932 betrie-  
 bene Ausbeutung geringerwer-  
 tiger Erze fort.

Als das südafrikanische  
 Pfund Ende 1932 von der Gold-  
 währung abging, erhöhte sich  
 der Goldpreis in Südafrika von  
 85 auf 120 Shilling für die Unze,  
 und die Betriebseinnahmen aus  
 der Tonne gemahlten  
 Erzes in Transvaal gingen fast  
 im gleichen Verhältnis in die  
 Höhe, nämlich von 27½ auf 36  
 Shilling. Da die Erzeugungs-  
 kosten ziemlich unverändert un-  
 gefähr 19 Shilling blieben, stieg  
 der Betriebsgewinn je Tonne  
 plötzlich von etwa 8½ auf 16½  
 Shilling. Dieser höhere Goldpreis  
 machte es lohnend, geringer-  
 wertige Erze zu verarbeiten, was  
 bedeutete, daß sich, obwohl  
 mehr Erz gebrochen und mehr  
 Arbeiter beschäftigt wurden, die  
 gesamte Goldförderung der Berg-  
 werke doch mehr oder weniger  
 auf der gleichen Höhe hielt.  
 Diese Politik wurde noch dadurch

begünstigt, daß sich die Betriebskosten je Tonne gemahlten Erzes leicht  
 verringerten, da z. B. durch das Ausnutzen der vollen Mahlfähigkeit der Mühlen  
 gewisse Ersparnisse erzielt wurden. Die Kosten je Unze gewonnenen Goldes  
 stiegen natürlich in dem Maße, wie sich die Anzahl der vermahlten Tonnen erhöhte.

Die Menge gemahlten Erzes stieg in Transvaal von 35 Millionen Tonnen  
 im Jahre 1932 auf 51 Millionen Tonnen im Jahre 1937, während der durch-

Goldbergwerke in Transvaal.

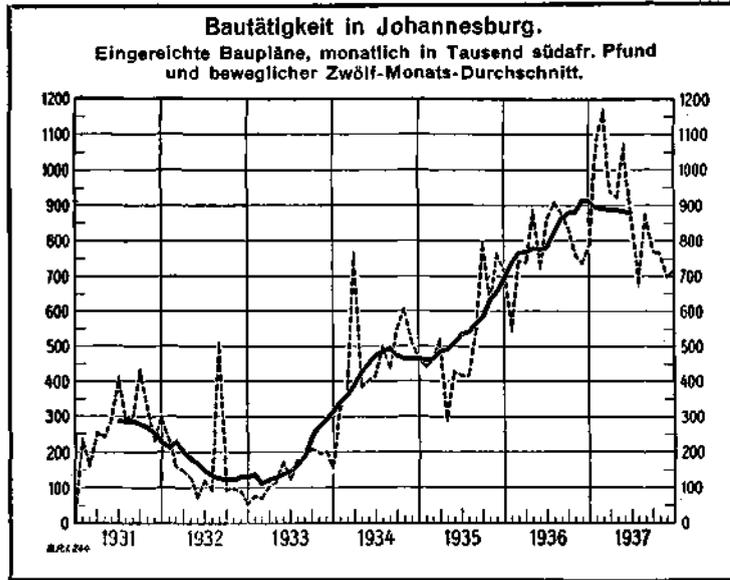
Jahr	Ausmahlung			Finanzielle Ergebnisse					
	Vermahlene Tonnen (in Millionen)	Gehalt je Tonne (in dwts.)	Gehalt (in v. T.)	Betriebs- einnahmen		Betriebs- kosten		Gewinn	
				je Tonne gemahlene Erz					
				s.	d.	s.	d.	s.	d.
1932	35,2	6,47	0,00990	27	7	19	3	8	4
1933	37,2	5,84	0,00894	35	11	19	5	16	6
1934	40,1	5,15	0,00788	35	3	19	6	15	9
1935	44,6	4,73	0,00724	33	6	18	11	14	7
1936	48,6	4,57	0,00699	32	0	18	10	13	2
1937	51,1	4,46	0,00683	31	4	18	11	12	5

schnittliche Goldgehalt von  $6\frac{1}{2}$  auf  $4\frac{1}{2}$  dwts. je Tonne zurückging (d. h. von 0,00990 auf 0,00683 v. T.); die Menge des gewonnenen Goldes blieb aber ungefähr gleich. So führte die weitere Erhöhung des Goldpreises von 120 auf ungefähr 140 Shilling für die Unze nicht zu einer entsprechenden Steigerung der Betriebseinnahmen und -gewinne je Tonne gemahlene Erzes.

Die Ausgaben für Neuanlagen aus den von den südafrikanischen Grubengesellschaften erzielten Gewinnen, die in jedem der beiden Jahre 1934 und 1935 über 3 Millionen Pfund betragen hatten, fielen im Jahre 1936 unter 2 Millionen Pfund. Bisher dürfte sich die Erweiterung der Betriebsanlagen im allgemeinen auf einen Mindestgoldpreis von ungefähr 120 Shilling je Unze gestützt haben; eine weitere notwendige Vergrößerung der Mahlfähigkeit zur Ausbeutung von noch geringerwertigem Erz würde das Vertrauen auf die Beibehaltung eines 120 Shilling wesentlich übersteigenden Goldpreises zur Voraussetzung haben. Wie das Schaubild zeigt, ist der Rückgang im Gehalt des gemahlene Erzes seit 1935 kleiner geworden, ein Beweis, daß dieser Politik gewisse Grenzen gezogen sind.

Der Mangel an eingeborenen Arbeitern muß bei der Ausbeutung geringerwertiger Erze ebenfalls berücksichtigt werden. Bei der gegenwärtigen Ausmahlung von rund 50 Millionen Tonnen im Jahre sind etwa 310.000 eingeborene Arbeiter erforderlich; schätzungsweise werden Ende 1938 (wenn neue Bergwerke die Erzeugung aufnehmen) über 350.000 gebraucht. Tatsächlich ist die Zahl der beschäftigten Arbeiter von etwa 310.000 Anfang 1937 auf 283.000 am Ende des Jahres zurückgegangen. Eine Steigerung der Arbeitskräfte erscheint nur möglich, wenn die südafrikanische Regierung die Einstellung von Eingeborenen nördlich eines bestimmten Breitengrades gestattet, was Tropenarbeit bedeuten würde. Wenn die Arbeiterfrage auch nicht unlösbar erscheint, so gibt sie natürlich zu gewissen Besorgnissen Anlaß.

Obwohl sich die südafrikanischen Goldbergwerke zum großen Teil in ausländischem Besitz befinden, wie aus der Tatsache hervorgeht, daß schätzungsweise 70 v. H. der verteilten Gewinne ihren Weg ins Ausland nehmen, so hat die gesteigerte Wirtschaftstätigkeit naturgemäß großen Wohlstand ins Land gebracht, der seinen Niederschlag in erhöhter Bautätigkeit, namentlich in Johannesburg, findet.



Auf die vier Haupterzeugungsländer, nämlich Südafrika, Rußland, Vereinigte Staaten und Kanada, entfallen etwa drei Viertel der gesamten Golderzeugung der Welt, aber auch die Ausbeute der übrigen Länder ist nicht zu unterschätzen und im Steigen begriffen. In einigen dieser Länder hat die Erzeugung in den letzten Jahren sehr rasche Fort-

schritte gemacht. In West-Australien war die Goldausbeute im Jahre 1937 doppelt so groß wie im Jahre 1929 und überstieg zum erstenmal seit 1915 eine Million Unzen; ein weiteres Steigen ist in den nächsten Jahren zu erwarten, da einige neue große Bergwerke in Betrieb genommen werden. In einer Reihe von Ländern sind den Golderzeugern vom Staat besondere Vergünstigungen gewährt worden, da das gewonnene Gold dazu beiträgt, die Währungsbestände zu stärken (wie z. B. in Rumänien und Jugoslawien) oder einen Fehlbetrag in der Zahlungsbilanz zu decken (wie in Japan und Mandschukuo).

Da viele Länder ihre Anstrengungen fortsetzen, deutet alles auf eine weitere Erhöhung der schon jetzt hohen Welt-Golderzeugung in den nächsten Jahren hin. Die folgende Übersicht zeigt für die Hauptländer die Golderzeugung in den Jahren 1936 und 1937 sowie ihre Steigerung in v. H. von einem Jahr zum anderen.

Die Golderzeugung in den Hauptländern	1936	1937	Steigerung in v. H.
	in Tausend Unzen fein		
Südafrika . . . . .	11.336	11.733	+ 3,5
U d S S R . . . . .	5.173	5.000	- 3,3
Vereinigte Staaten von Amerika*)	4.296	4.753	+ 10,6
Kanada . . . . .	3.735	4.091	+ 9,5
Australien . . . . .	1.160	1.422	+ 22,6
Mexiko . . . . .	754	846	+ 12,2
Rhodesia . . . . .	802	809	+ 0,9
Japan . . . . .	678	717	+ 5,8
Sonstige Länder . . . . .	5.222	5.460	+ 4,6
Zusammen	33.156	34.831	+ 5,1

\*) Einschließlich Philippinen.

(Bei Vergleichen mit den Ziffern in früheren Jahresberichten ist die Berichtigung der Schätzung der russischen Golderzeugung nach unten zu berücksichtigen).

Trotz des Steigens der kanadischen Ziffern ist der Anteil des britischen Reichs an der Welterzeugung bei ungefähr 56 v. H. geblieben.

Die bedeutenden Mengen, die zu der laufenden Goldversorgung während einer Reihe von Jahren nach der Pfundabwertung aus der Enthortung in den östlichen Ländern (hauptsächlich Indien und China) noch hinzukamen, haben jetzt ihre Bedeutung verloren, wie aus der folgenden Aufstellung zu ersehen ist.

Gold aus dem Osten	Indien*)	China	Hongkong	Zusammen
	in Millionen Dollar (bei 35 Dollar je Unze fein)			
1931 . . . . .	208	18	20	246
1932 . . . . .	320	39	19	378
1933 . . . . .	202	24	33	259
1934 . . . . .	220	18	22	260
1935 . . . . .	150	14	11	175
1936 . . . . .	110	12	10	132
1937 . . . . .	50	17	1	68
Zusammen	1.260	142	116	1.518

\*) Nur Privatbesitz.

Der Betrag von 68 Millionen Dollar (1.914.000 Unzen) für 1937 macht etwa die Hälfte von dem im Vorjahr aus den gleichen Quellen stammenden Gold aus und ungefähr ein Sechstel der im Jahre 1932 verschifften Goldmenge. Außerdem haben die Käufe von Goldmünzen für indische Rechnung am Londoner Markt wieder eingesetzt, und wenn auch die aus England nach Indien ausgeführten Mengen noch immer verhältnismäßig klein sind, so ist doch ein Ansteigen erkennbar:

1935 . . . . . 21.500 Pfund  
 1936 . . . . . 193.369 „  
 1937 . . . . . 472.725 „

Eine erhöhte Nachfrage nach Goldmünzen während des Jahres wird auch aus Niederländisch-Indien gemeldet, ein Zeichen des größeren Wohlstandes der eingeborenen Bevölkerung. Auf der anderen Seite scheint die Aufnahmefähigkeit für Silber im Osten nachgelassen zu haben, selbst wenn man von der chinesischen Ausfuhr absieht. So wird geschätzt, daß Britisch-Indien im Jahre 1937 nur 58 Millionen Unzen aufgenommen hat; dies bedeutet einen großen Rückgang gegenüber der Ziffer von 100 Millionen Unzen im Jahre 1936, aber eine wesentliche Steigerung gegenüber der Jahresmenge der vier vorhergehenden Jahre, die sich zwischen 5 und 15 Millionen Unzen bewegt hat. Der Rückgang von 1936 auf 1937 wird hauptsächlich zwei Einflüssen zugeschrieben: 1) der Erhöhung des Einfuhrzolls von 2 auf 3 Anna für die Unze, die einen höheren Inlandspreis für Silber ergab, und 2) dem schweren Preisrückschlag, von dem die Rohstoffe, namentlich Baumwolle, betroffen wurden.

Dem während des Jahres neu gewonnenen Gold muß der Betrag gegenübergestellt werden, der für künstlerische und gewerbliche Zwecke gebraucht worden ist. Es war eine besondere Erscheinung der Zeit seit 1931, daß der gewerbliche Goldverbrauch sehr weitgehend, wenn nicht sogar vollständig, durch die Wiedergewinnung alten Goldes gedeckt worden ist. In dem Federal Reserve Bulletin von August 1937 ist der ausgewiesene Goldverbrauch von 1931 bis September 1936 mit 502 Millionen Dollar angegeben, während die Wiedergewinnung von Goldabfällen mit 733 Millionen Dollar ausgewiesen ist. Die Angaben über den gewerblichen Verbrauch sind aber naturgemäß unvollständig, und die tatsächlich verbrauchte Menge ist wahrscheinlich etwas höher als die im Bericht angegebene. Überdies ist der Verbrauch mit der Wiederkehr des Wohlstandes gestiegen, wie aus der folgenden Aufstellung zu ersehen ist, die den Wert des von staatlichen amerikanischen Stellen und privaten Scheideanstalten verwendeten Goldes sowie des wiedergewonnenen alten Goldes angibt.

**Gold, das in den Vereinigten Staaten für gewerbliche und künstlerische Zwecke abgegeben wurde.**

Jahr	Gesamt- abgabe	Aus Industrie und Kunstgewerbe wieder- gewonnenes Gold	Neues Gold		
			Insgesamt	Amerika- nische Münzen	In- und ausländisches ungemünztes Gold und ausländische Münzen
In Millionen Dollar (bei 35 Dollar je Unze fein)					
1930	72,3	46,6	25,7	1,7	24,0
1931	49,4	39,3	10,0	1,7	8,3
1932	34,0	45,0	— 11,0	1,7	— 12,7
1933	28,8	38,6	— 9,8	0,2	— 10,0
1934	14,2	75,9	— 61,7	—	— 61,7
1935	25,9	58,4	— 32,5	—	— 32,5
1936	33,0	35,9	— 2,9	—	— 2,9

Nach der Entwicklung dieser Zahlen zu urteilen, ist wahrscheinlich ein gewisser Teil der Erzeugung des Jahres 1937 für gewerbliche Zwecke verwendet worden; ein Abzug von 5 v. H. von der Gesamterzeugung dürfte aber hierfür wohl als ausreichend anzusehen sein.

Der Betrag des aus der Neuerzeugung im Jahre 1937 zur Verfügung stehenden Goldes von . . . . .	Millionen Dollar 1.219
erhöht durch Verschiffungen aus dem Osten in Höhe von . . . . .	68
aber verringert durch den vom Kunstgewerbe und von der Industrie aufgenommenen Betrag, nämlich . . . . .	61
ergibt so insgesamt . . . . .	<u>1.226</u>

Der gewerbliche Goldverbrauch im Jahre 1937 scheint ungefähr gleich groß gewesen zu sein wie der Betrag des aus dem Osten kommenden Goldes. So stand die laufende Golderzeugung, die sich auf etwa 1.220 Millionen Dollar

belief, für Währungszwecke zur Verfügung. Die Verteilung dieses Goldes war naturgemäß hauptsächlich Sache des Goldmarktes. Andere große Bewegungen traten jedoch während des Jahres ein, die einerseits die Schwankungen der Hortung und Enthortung, andererseits Guthabenübertragungen von dem einen Markt zum anderen widerspiegeln.

Es ist nicht schwer, den Verbleib der laufenden Erzeugung von 1.220 Millionen Dollar zu verfolgen, denn der Reinzuwachs der ausgewiesenen Goldbestände von Notenbanken und Regierungen (ausschließlich der Bestände Rußlands und Spaniens) betrug etwa 1.350 Millionen Dollar. Der Betrag, den diese Bestände aufgenommen haben, übersteigt somit den Betrag des neu gewonnenen Goldes um 130 Millionen Dollar. In Rußland überstieg die Goldausfuhr während des Jahres 1937 die geschätzte Inlandserzeugung um 25 Millionen Dollar. Aus dem Bestand der Bank von Spanien dürfte während des Jahres ein Goldbetrag von mindestens 200 Millionen Dollar abgeflossen sein. Nach Berücksichtigung dieser Neuzugänge verbleiben etwa 100 Millionen, die einen Teil des Goldes bilden, das die nicht ausgewiesenen Bestände der Ausgleichsfonds und anderer Währungsbehörden vergrößert hat. Der Hauptzuwachs dieser Bestände stammte aus einer anderen Quelle, nämlich aus der Goldenthortung, die während des Jahres stattfand.

## 2. GOLD IN PRIVATEN HORTEN UND WÄHRUNGSFONDS.

Die Veränderungen in den nicht ausgewiesenen Beständen der Währungsfonds und die wechselnden Schwankungen der privaten Goldhorte haben in den letzten Jahren die Zeichnung eines genauen Bildes der Goldlage erschwert. Im Jahre 1937 wurde jedoch ein gewisser Fortschritt in der Unterrichtung der Öffentlichkeit erzielt; der wichtigste Schritt war die drei Monate später erfolgte Bekanntgabe der Bestände des englischen Währungsausgleichsfonds Ende März und September. Es bestehen aber immer noch Schwierigkeiten, die Beträge zu schätzen, die zu verschiedenen Zeiten des Jahres aus privaten Goldhorten kamen oder wieder dorthin zurückkehrten.

Eine Goldenthortung setzte schon im Herbst 1936 nach der Abwertung der Währungen der früheren Goldblockländer ein. Abgesehen von der durch das Währungsgesetz vom 1. Oktober 1936 angeordneten Goldablieferung in Frankreich entsprang die Bewegung hauptsächlich dem Wunsch, Gewinne zu realisieren und sich Gelder für den Kauf von Wertpapieren an den festen werdenden Weltbörsen zu verschaffen. Der wachsende Bedarf an Betriebskapital, als die Preise anzogen und die Geschäftstätigkeit sich hob, mag manche Geschäftsleute ebenfalls veranlaßt haben, das von ihnen früher erworbene Gold in Geldguthaben umzuwandeln. Das Gefühl erhöhter Währungssicherheit verband sich mit dem Glauben an günstigere Möglichkeiten zur gewinnbringenden Anlage von Kapital in Wertpapieren und Geschäften. Im letzten Jahresbericht wurde geschätzt, daß in Europa während des Jahres 1937 ein Betrag im Gegenwert von mindestens 1 Milliarde Schweizer Goldfranken (oder 330 Millionen Dollar) wieder zurückgeflossen ist. Der im letzten Viertel dieses Jahres enthortete Betrag hat vielleicht eine Höhe von 500 Millionen Dollar erreicht.

Die Enthortung wurde in den ersten Monaten des Jahres 1937, namentlich für holländische Rechnung, aus ähnlichen Gründen fortgesetzt wie im Herbst 1936. Nach und nach trat jedoch ein deutlicher Wandel in der Einstellung der Bevölkerung zu Goldanlagen ein, deren Sicherheit außer Frage steht. Das plötzliche Anziehen der Rohstoffpreise im ersten Vierteljahr 1937 ließ Befürchtungen wegen eines übermäßigen Steigens der Warenpreise im allgemeinen aufkommen, und es wurde die Ansicht laut, daß man diese Entwicklung möglicherweise durch eine Erhöhung des Goldwertes wichtiger Währungen abbremsen würde. Zudem trafen in den Vereinigten Staaten weiter sehr große Goldsendungen ein, die die laufende Golderzeugung überstiegen, und es erhob sich die Frage, ob so hohe Goldeingänge den Behörden erwünscht seien, besonders weil das eintreffende Gold als „Toter Fonds“ sterilisiert und so die öffentliche Finanzlast noch erhöht wurde. Der Märkte bemächtigte sich eine Goldangst, und der Londoner Goldpreis zeigte einen Abschlag gegenüber der amerikanischen Verschiffungsparität, was (wie oben auf S. 21 erklärt) darauf zurückzuführen ist, daß die private Arbitrage nur ungern unter Bedingungen arbeiten wollte, die zu bedeutenden Verlusten geführt hätten, wenn der Goldpreis gesenkt worden wäre. Allein schon das Vorhandensein des Abschlags steigerte die Befürchtungen, und Berichte über den Verkauf russischen Goldes (wenn sich die verkauften Mengen auch im Rahmen der laufenden russischen Erzeugung hielten) trugen noch zur weiteren Beunruhigung des Goldmarktes bei. Während die Beachtung, die die Goldfrage fand, dazu beitrug, die Aufmerksamkeit auf die grundlegende Bedeutung der Weltnachfrage nach und des Weltangebots an Währungsgold zu lenken, wurde im Frühjahr 1937 die Lage am Goldmarkt in weitem Maße beherrscht von den vorübergehenden, aber auffallenden Wirkungen der plötzlichen Goldrückflüsse aus Horten.

Schätzungsweise wurde während des Frühjahrs allein in London Gold im Werte von über 300 Millionen Dollar enthörtet, und wahrscheinlich fanden auch auf anderen Plätzen Enthortungen statt. Es kann wohl angenommen werden, daß während des ersten Halbjahres 1937 im ganzen rund 450 Millionen Dollar enthörtet worden sind; die gesamte, in den neun Monaten nach der Abwertung der Währungen der früheren Goldblockländer enthörtete Goldmenge würde sich demnach auf nahezu 1 Milliarde Dollar belaufen. Dieser Schätzung können die Ergebnisse der Berechnungen gegenübergestellt werden, die in dem Federal Reserve Bulletin für August 1937 veröffentlicht sind, und deren wichtigste in der Aufstellung auf der folgenden Seite wiedergegeben werden.

Der Unterschied zwischen dem Gesamtbetrag der laufenden Golderzeugung und der Verschiffungen aus dem Osten usw. einerseits und der in die ausgewiesenen Goldbestände der Zentralbanken übernommenen oder für den gewerblichen Verbrauch verwendeten Goldmenge andererseits muß das Gold bilden, das den privaten Goldhorten in den westlichen Ländern zugeflossen oder den Beständen der amtlichen Währungsfonds einverleibt worden ist. Dies ist das Gold, das seit Anfang 1931 aus den veröffentlichten Ausweisen „verschwunden“ ist; Ende September 1936 belief sich dieses Gold auf 3.452 Millionen Dollar, wovon etwa 1,7 Milliarden vermutlich auf die nicht ausgewiesenen Bestände von Regierungen und Zentralbanken entfallen, während

**Herkunft und Verwendung des Goldes, Januar 1931 bis Juni 1937.**

In Millionen Dollar (\$35 für die Unze fein)	Januar 1931 bis September 1936							Okt. 1936 bis Juni 1937*)	Zu- sam- men
	1931	1932	1933	1934	1935	1936 Jan.- Sept.	Zu- sam- men		
<b>Herkunft des Goldes:</b>									
Bergwerksausbeute (ausschl. U d S S R) . . .	722	776	794	823	883	715	4.713	748	5.460
<b>Eingänge aus:</b>									
Indischen Privatbeständen U d S S R . . . . .	129	355	234	206	163	88	1.176	49	1.224
China, Straits Settlements und Ägypten . . . . .	100	82	68	86	25	11	373	149	522
Eingeschmolzene Münzen .	73	114	68	52	29	18	355	12	367
Wiederverwendete Gold- abfälle . . . . .	-	65	98	51	35	1	250	-	250
Zusammen . . . . .	1.129	1.554	1.409	1.362	1.245	899	7.599	1.023	8.622
<b>Ausgewiesene Verwen- dung des Goldes:</b>									
Erhöhung zentraler Goldbe- stände (ausschl. U d S S R)	500	964	-19	1.532	532	136	3.645	2.177	5.822
Industrieller Verbrauch . .	132	87	76	66	78	63	502	63	566
Zusammen . . . . .	633	1.051	57	1.598	610	199	4.147	2.240	6.387
Erhöhung der nicht aus- gewiesenen amtlichen Goldbestände und Pri- vathorte in den west- lichen Ländern . . . . .	496	504	1.352	-236	635	701	3.452	-1.217	2.235

\*) vorläufige Zahlen.

der Rest von etwa 1,5 bis 2 Milliarden Dollar die privaten Goldhorte in Europa darstellt, und von diesem Gold befanden sich vielleicht zwei Drittel (also etwa 1 bis 1,35 Milliarden Dollar) in London. Das Federal Reserve Bulletin schätzte weiter, daß für die Zeit von Oktober 1936 bis Ende Juni 1937 Gold im Werte von über 1 Milliarde Dollar aus privaten Goldhorten zurückgeflossen ist, ein Betrag, der nur etwas größer ist als die im vorigen Absatz enthaltene Schätzung.

Die Goldenthörung im letzten Vierteljahr 1936 und im ersten Halbjahr 1937 verminderte den in London in privaten Goldhorten gehaltenen Betrag um mehr als die Hälfte. Gerade die ungewöhnliche Stärke der Bewegung vermochte sie zu einem ziemlich raschen Ende zu bringen. Von großer psychologischer Bedeutung war die am 28. Juni 1937 erfolgte Ankündigung des Schatzkanzlers einer Erhöhung der Mittel des Währungsausgleichfonds um 200 auf 575 Millionen Pfund. Der Kanzler sagte, daß, solange große Kapitalbewegungen nach London stattfänden, der Fonds bereit sein müsse, seinen Goldbestand zu vermehren; außerdem erinnerte er daran, daß nach dem Dreierabkommen die Politik ständig darauf gerichtet sein müsse, das größtmögliche Gleichgewicht in der internationalen Währungsordnung aufrechtzuerhalten und durch englische Maßnahmen alles zu tun, um zu verhindern,

daß diese Ordnung gestört wird. Diese Erklärung wurde als amtliche Bestätigung dafür angesehen, daß die englischen Behörden bereit sind, den Markt zu stützen und, falls notwendig, höhere Goldbeträge aufzunehmen.

In den folgenden Monaten gewannen die Gold- und Devisenmärkte ein ruhigeres Aussehen, obwohl ziemlich große Beträge umgesetzt wurden und bedeutende Bewegungen stattfanden, die mit dem Geldabfluß aus Frankreich und den anhaltenden Erwerbungen von Dollarguthaben an Stelle von Gold durch solche Zentralbanken zusammenhingen, die sich schon an der Einlagenbewegung nach den Vereinigten Staaten im Frühjahr beteiligt hatten. Von Anfang Juli an machten sich jedoch Anzeichen einer wechselnden Schwäche des Dollars bemerkbar. In der ersten Hälfte 1937 belief sich die Goldreinfuhr der Vereinigten Staaten auf 1.029 Millionen Dollar, und zum großen Teil wurden die gegen dieses Gold eingewechselten Dollar nicht in Wertpapieren angelegt, sondern ungenutzt als Guthaben bei amerikanischen Banken gehalten. Die übrige Welt wurde dadurch „lang“ in Dollar und konnte ihren geschäftlichen Ansprüchen im Herbst mit großer Leichtigkeit nachkommen. Ein gewisser Einfluß wurde auch durch die japanischen Goldverschiffungen nach den Vereinigten Staaten ausgeübt, die sich im Juli, August und September auf je etwa 40 Millionen Dollar beliefen, da diese Verschiffungen zu Dollarverkäufen gegen Pfunde führten. Der Dollarkurs zeigte so schon eine gewisse Schwäche, als zu Beginn des letzten Vierteljahrs der plötzliche Rückgang der gewerblichen Erzeugung in den Vereinigten Staaten, der Kurssturz an der Neuyorker Aktienbörse und der starke Fall der Rohstoffpreise eintraten.

Dieser Umschwung, der die Öffentlichkeit zum großen Teil unvorbereitet traf, wirkte sich auf die Währungslage sehr stark aus. Große Beträge wurden vom amerikanischen Markt abgezogen, und diese Bewegung nahm an Heftigkeit zu, als gerüchtweise verlautete, daß als Gegenmaßnahme gegen das Fallen der Warenpreise der Goldwert des Dollars herabgesetzt werden würde. Es entwickelte sich eine „Dollarangst“, die in ihrer Heftigkeit mit der „Goldangst“ im Frühjahr zu vergleichen war, wenn auch natürlich mit entgegengesetzten Wirkungen auf den Goldmarkt. Die Beunruhigung der Öffentlichkeit führte zu privaten Goldkäufen; gleichzeitig wurden vielfach Devisen aus den Beständen einer Reihe von Währungsbehörden in Gold umgewandelt. Es dürfte anzunehmen sein, daß Gold im Werte von vielleicht 150 Millionen Dollar wieder seinen Weg zu den privaten Goldhorten in London fand; m. a. W. die Hortung im Herbst brachte nahezu die Hälfte des im Frühjahr enthorteten Goldes wieder zurück. Eine gewisse Goldhortung fand auch auf dem europäischen Festland statt (d. h. außer dem für festländische Rechnung gekauften und in London verbleibenden Gold). Zeitweilig erzielten Goldmünzen ein Aufgeld von 4 v. H. und mehr gegenüber ungemünztem Gold.

Zahlen über Goldhortung und -enthortung sind notwendigerweise nur angenäherte Schätzungen, aber trotzdem sind sie geeignet, das Ausmaß der Bewegungen, die stattgefunden haben, zu veranschaulichen. Im Jahre 1937 fand eine Enthortung von Gold (außerhalb des Ostens) statt, die auf 250 bis 300 Millionen Dollar veranschlagt wird. Dieser Betrag floß restlos in die nicht ausgewiesenen Bestände der Währungsfonds und anderer Währungsbehörden,

die auch die auf Seite 47 erwähnten rund 100 Millionen Dollar des aus Rußland und Spanien stammenden Goldes aufnehmen. Der von den nicht ausgewiesenen Beständen der Währungsfonds und anderer Währungsbehörden im Laufe des Jahres aufgenommene Gesamtbetrag beläuft sich so wahrscheinlich auf etwa 350 bis 400 Millionen Dollar.

Der Goldbestand des englischen Währungsausgleichfonds ist von Ende März bis Ende September 1937 tatsächlich um mehr als diesen Betrag gestiegen, wie die folgenden Zahlen aus den veröffentlichten amtlichen Ausweisen erkennen lassen:

Englischer Währungsausgleichfonds	In Unzen	In Millionen Pfund (bei 140 Shilling je Unze fein)
31. März 1937 . . . . .	26.674.000	186,7
30. September 1937 . . . . .	39.854.000	279,0
Zunahme . . . . .	13.180.000	92,3

Diese sechs Monate umfassen die Zeit der Goldangst, als die Golderwerbungen des Fonds außerordentlich groß waren. Der Betrag von 21 Millionen Pfund (zum Marktpreis), der in der gleichen Zeit von dem Fonds an die Bank von England übertragen wurde, ist bei den Zahlen der ausgewiesenen Bestände berücksichtigt.

Während des ganzen Jahres machte der Betrag, um den der Goldbestand des Fonds zugenommen hat, wohl bestimmt weniger als 92 Millionen Pfund (460 Millionen Dollar) aus. Im ersten Vierteljahr blieb das Pfund auf den Devisenmärkten verhältnismäßig schwach infolge der starken Geldbewegungen nach den Vereinigten Staaten einerseits und nach der Schweiz und den Niederlanden andererseits, die nur zum Teil durch Geldzuflüsse von Frankreich nach London ausgeglichen wurden. Unter diesen Umständen ist es unwahrscheinlich, daß der Fonds in diesem Vierteljahr einen irgendwie nennenswerten Goldbetrag erworben hat; es ist sogar möglich, daß der Bestand abgenommen hat. Im letzten Vierteljahr war die Nachfrage nach Gold für Hortungszwecke, zum Ausgleich eines gewissen Geldrückflusses nach Frankreich und seitens verschiedener Zentralbanken so stark, daß der Fonds ziemlich bedeutende Goldbeträge an den Markt abgeben mußte. Für diese Zwecke stand aus der laufenden Erzeugung sehr wenig Gold zur Verfügung. Läßt man die russische Erzeugung bei den Berechnungen außer acht, da in diesem Vierteljahr keine russischen Verschiffungen vorgenommen wurden, so ergibt sich, daß mit Ausnahme von 40 Millionen Dollar die laufende Erzeugung von den ausgewiesenen Beständen der Zentralbanken und Regierungen aufgenommen wurde. Diese Ziffer muß noch erhöht werden um das aus Spanien und anderen nicht bekannten Quellen stammende Gold; aber auch trotzdem waren die zur Verfügung stehenden Mengen gänzlich unzureichend, um der zusätzlichen Nachfrage, die im letzten Vierteljahr einsetzte, zu entsprechen.

Wenn also der Betrag, um den der Goldbestand des englischen Währungsausgleichfonds vermehrt worden ist, wesentlich unter 460 Millionen Dollar

gelegen hat, so muß ein gewisser Betrag des aus der laufenden Erzeugung und der Enthortung zur Verfügung stehenden Goldes den nicht ausgewiesenen Beständen anderer Währungsfonds und Währungsbehörden zugeflossen sein. Tatsächlich besaß der französische Währungsfonds Ende 1937 mehr Gold als zu Beginn des Jahres. Die Mittel dieses Fonds waren in den letzten Monaten des Jahres 1936 sehr gering und machten im Dezember 1936 und Januar 1937 den Rückkauf von Gold von der Bank von Frankreich notwendig. Andererseits vermehrte der Fonds in den letzten Monaten des Jahres 1937 seinen Goldbestand und war auch in der Lage, Gold an die Bank von Frankreich zurückzuüberweisen.

Der für Rechnung des holländischen Währungsfonds Ende 1937 gehaltene Goldbetrag unterschied sich jedoch nur wenig von dem Betrag zu Ende des vorhergehenden Jahres. Zu dem schweizerischen Währungsfonds wird im letzten Jahresbericht der Schweizerischen Nationalbank erklärt, daß Ende 1937 der größere Teil der Bestände des Fonds aus Gold bestanden habe. Da am Ende des vorhergehenden Jahres praktisch der ganze Fonds, dessen Gesamtbetrag der gleiche geblieben ist, aus Gold bestand, so muß die Schlußfolgerung gezogen werden, daß als Endergebnis der Geschäfte des Jahres Gold in gewissem Maße durch andere Anlagen ersetzt worden ist.

Eine gewisse Zunahme mag der Goldbetrag erfahren haben, den ausländische Banken als Teil ihrer Devisenrücklagen unterhalten, namentlich wenn das Gold für besondere Zwecke beiseitegestellt wurde. Wie schon erwähnt, schätzt das Federal Reserve Bulletin die nicht ausgewiesenen Bestände der Währungsfonds und anderer Währungsbehörden Ende September 1936 auf 1,7 Milliarden Dollar. Seitdem sind neue Fonds errichtet worden (in Frankreich, den Niederlanden und der Schweiz), und es sind auch einige bedeutende Änderungen in den den verschiedenen Fonds zugewiesenen Mitteln sowie in ihren Beständen eingetreten. Trotzdem beliefen sich Ende 1937 die gesamten nicht ausgewiesenen Goldbestände der Währungsfonds und anderer Währungsbehörden beinahe auf den gleichen Betrag von 1,7 Milliarden Dollar wie Ende September 1936. Die während dieser Zeit erfolgten Neuzugänge zu ihren Goldbeständen scheinen zum großen Teil ausgeglichen worden zu sein durch die im Dezember 1936, Mai und Juni 1937 vorgenommenen Goldübertragungen des englischen Währungsausgleichsfonds an die Bank von England in Höhe von insgesamt 128 Millionen Pfund (zum Marktpreis) oder 640 Millionen Dollar.

### 3. GOLDBEWEGUNGEN BEI DEN WAHRUNGSBESTÄNDEN.

Während die nicht ausgewiesenen Goldbestände der Währungsfonds und anderer Währungsbehörden Ende 1937 einen Wert hatten, der auf etwa 1,7 Milliarden geschätzt werden kann, beliefen sich die ausgewiesenen Bestände von Zentralbanken und Regierungen (außer Rußland und Spanien) im gleichen Zeitpunkt auf 23.250 Millionen Dollar. In der Aufstellung werden diese ausgewiesenen Bestände am Ende der Jahre 1935, 1936 und 1937 für jedes Land getrennt aufgeführt, wobei die Länder in drei Gruppen eingeteilt sind: Länder,

in denen die ausgewiesenen Bestände im Jahre 1937 zunahmen (Gruppe 1);  
Länder, in denen so gut wie keine Änderung im Goldbestand eintrat (Gruppe 2),  
und Länder, in denen der Goldbestand zurückging (Gruppe 3).

Ausgewiesene Goldbestände von Notenbanken und Regierungen	Ende 1935	Ende 1936	Verlust (-) oder Gewinn (+) während des Jahres 1936	Ende 1937	Verlust (-) oder Gewinn (+) während des Jahres 1937
	In Millionen Dollar (eine Unze Feingold = 35 Dollar)				
<b>Gruppe 1: Vereinigte Staaten von Amerika</b>	10.125	11.258	+ 1.133	12.760	+ 1.502
Niederlande . . .	438	490	+ 52	930	+ 440
Großbritannien . . .	1.648	2.584	+ 936	2.689 <sup>(1)</sup>	+ 105
Java . . . . .	54	60	+ 6	79	+ 19
Polen . . . . .	84	75	- 9	63	- 8
China . . . . .	10	8	- 2	16	+ 8
Rumänien . . . . .	109	114	+ 5	120	+ 6
Brasilien . . . . .	17	25	+ 8	31	+ 6
Schweden . . . . .	185	240	+ 55	244	+ 4
Jugoslawien . . . . .	43	48	+ 5	51	+ 3
Türkei . . . . .	24	26	+ 2	29	+ 3
Bulgarien . . . . .	19	20	+ 1	23	+ 3
Italien . . . . .	270	208	- 62	210	- 2
Peru . . . . .	20	20	0	22	+ 2
Portugal . . . . .	68	68	0	69	+ 1
Litauen . . . . .	6	12	+ 6	13	+ 1
Deutschland . . . . .	63	46	- 17	47	- 1
Tschechoslowakei . . . . .	112	91	- 21	92	+ 1
Chile . . . . .	29	28	- 0	30	+ 1
<b>Zusammen</b>	<b>13.324</b>	<b>15.422</b>	<b>+ 2.098</b>	<b>17.538</b>	<b>+ 2.116</b>
<b>Gruppe 2: Algerien . . . . .</b>	14	14	0	14	0
Österreich . . . . .	46	46	0	46	0
Britisch-Indien . . . . .	274	274	0	274	0
Ägypten . . . . .	55	55	0	55	0
Estland . . . . .	13	13	0	13	0
Lettland . . . . .	15	15	0	15	0
Neuseeland . . . . .	23	23	0	23	0
Ungarn . . . . .	23	25	+ 2	25	0
<b>Zusammen</b>	<b>463</b>	<b>465</b>	<b>+ 2</b>	<b>465</b>	<b>0</b>
<b>Gruppe 3: Dänemark . . . . .</b>	54	54	0	53	- 1
Danzig . . . . .	4	6	+ 2	5	- 1
Griechenland . . . . .	34	26	- 8	24	- 2
Marokko . . . . .	7	8	+ 1	5	- 3
Uruguay . . . . .	74	69	- 5	66	- 9
Kolumbien . . . . .	16	19	+ 3	16	- 3
Kanada . . . . .	189	188	- 1	184	- 4
Schweiz . . . . .	454	655	+ 201	648	- 7
Finnland . . . . .	20	35	+ 15	27	- 6
Südafrika . . . . .	212	203	- 9	189	- 14
Mexiko . . . . .	44	46	+ 2	31	- 15
Norwegen . . . . .	64	98	+ 34	82	- 16
Argentinien . . . . .	444	501	+ 57	469	- 32
Belgien . . . . .	607	632	+ 25	597	- 35
Japan . . . . .	425	463	+ 38	261	- 202
Frankreich . . . . .	4.396	2.995	- 1.401	2.566	- 429
<b>Zusammen</b>	<b>7.064</b>	<b>5.998</b>	<b>- 1.066</b>	<b>5.223</b>	<b>- 775</b>
<b>Gesamtsumme <sup>(2)</sup> . . . . .</b>	<b>20.900</b>	<b>21.900</b>	<b>+ 1.000</b>	<b>23.250 <sup>(3)</sup></b>	<b>+ 1.350</b>

<sup>(1)</sup> Unter Nichtberücksichtigung des Währungsausgleichsfonds: 30. Sept. = 1.395 Millionen Dollar.

<sup>(2)</sup> Zum Teil geschätzt, einschließlich „Sonstige Länder“ (ohne UdSSR und Spanien).

<sup>(3)</sup> Bei Berücksichtigung der geschätzten Bestände Rußlands und Spaniens sowie der nicht ausgewiesenen Bestände der Währungsfonds und sonstigen Währungsbehörden würde sich die Gesamtsumme auf etwa 26,5 Milliarden Dollar belaufen.

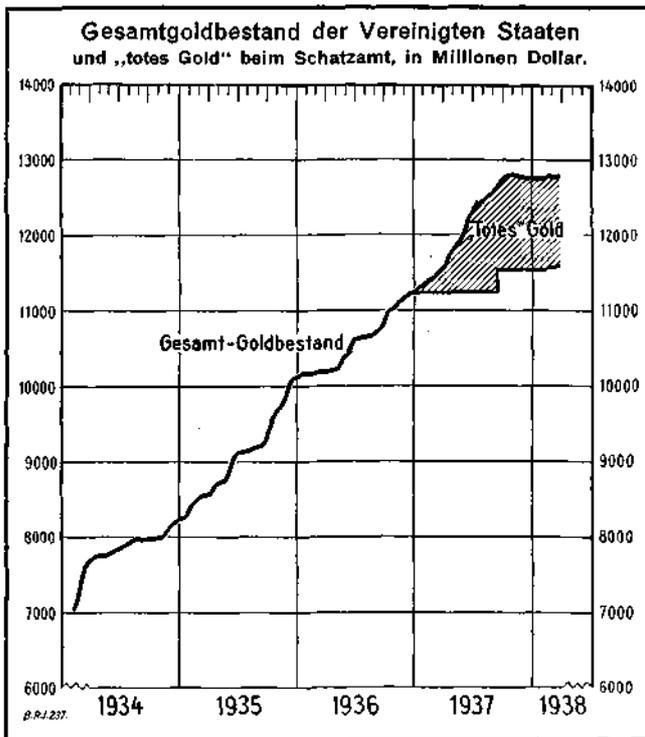
Auf drei Länder, nämlich die Vereinigten Staaten, die Niederlande und England, entfällt so gut wie der gesamte Zuwachs an ausgewiesenen Währungsbeständen. Sie nahmen zusammen 2.047 Millionen Dollar auf und einen sogar noch höheren Betrag, wenn man die Erwerbungen des englischen Währungsausgleichsfonds berücksichtigt. Die Goldmenge, um die sich ihre Bestände vermehrt haben, ist somit beinahe doppelt so groß wie die laufende jährliche

Golderzeugung, die sich in Höhe von 1.220 Millionen Dollar bewegt. Von der Menge, die über das laufende Angebot an neu gewonnenem Gold hinaus aufgenommen wurde, stammen aus der Enthortung 250 bis 300 Millionen Dollar, aus Frankreich vielleicht 350 Millionen Dollar, aus Spanien mindestens 200 Millionen Dollar, aus Japan 200 Millionen Dollar (außer der laufenden Erzeugung) und aus den Beständen sonstiger Länder ein Reinbetrag von etwa 100 Millionen Dollar.

Die Vereinigten Staaten haben allein 1.502 Millionen Dollar aufgenommen oder 23 v. H. mehr als die laufende Golderzeugung der Welt. Abgesehen von einzelnen kleineren Bewegungen stammten 143 Millionen Dollar aus der Erzeugung des Landes, 1.585 Millionen Dollar entfielen auf die Einfuhr, wovon 200 Millionen Dollar für ausländische Rechnung in Sonderdepots gelegt wurden, so daß sich die Goldeingänge aus ausländischen Quellen auf 1.385 Millionen Dollar beliefen. Die vorläufigen Schätzungen der amerikanischen Zahlungsbilanz geben einen Fehlbetrag bei den laufenden Posten der Zahlungsbilanz von 49 Millionen Dollar an, gegenüber 160 Millionen Dollar im Vorjahr. Die bedeutendste Änderung bei den einzelnen Posten war die Steigerung des Warenausfuhrüberschusses von 33 Millionen Dollar im Jahre 1936 auf 261 Millionen Dollar im Jahre 1937. So war die Goldeinfuhr wie in den vorhergehenden Jahren auf die ungeheure Kapitaleinfuhr zurückzuführen. Nachstehend ein Vergleich für die einzelnen Vierteljahre 1937 der Goldeingänge aus dem Ausland mit den Kapitalbewegungen nach und von Amerika:

Gold- und Kapitalbewegungen nach den Vereinigten Staaten In Millionen Dollar	Goldeingänge aus dem Ausland: (Einfuhrüberschuß, berich- tigt durch die Änderungen in den Earmarkdepots)	Überschuß der Kapital- bewegungen nach (+) und von (-) den Vereinigten Staaten
1937, erstes Vierteljahr . . . . .	+ 339	+ 323
zweites „ . . . . .	+ 651	+ 631
drittes „ . . . . .	+ 394	+ 350
viertes „ . . . . .	+ 1	- 502
Zusammen	+ 1.385	+ 802

In den ersten drei Vierteljahren 1937 ist eine natürliche Übereinstimmung zwischen den Goldeingängen aus dem Ausland und dem Kapitalzufluß festzustellen. Im letzten Vierteljahr ändert sich das Bild; nach dem Bericht haben insgesamt 502 Millionen Dollar das Land verlassen, ohne daß eine entsprechende Goldausfuhr stattgefunden hat. Dafür war aber ein Warenausfuhrüberschuß vorhanden, der sich im letzten Vierteljahr auf 310 Millionen Dollar belief, gegenüber einem Ausfuhrüberschuß von nur 97 Millionen Dollar im dritten Vierteljahr und einem Einfuhrüberschuß von 148 Millionen Dollar während der ersten Jahreshälfte. Dollarkäufe für Handelszwecke im letzten Vierteljahr trugen zweifellos dazu bei, die Dollarverkäufe, die sich aus der Zurückziehung von Geldern vom amerikanischen Markt ergaben, auszugleichen. Es ist einigermaßen bemerkenswert, daß gerade in der Zeit des Jahres, in der ein wesentlicher Warenausfuhrüberschuß erzielt wurde und auch die



amerikanischen Warenpreise stärker als in anderen Ländern fielen (siehe oben S. 30), der Dollar einem Druck ausgesetzt war und Gold nicht nur nicht einging, sondern im Gegenteil im November und Dezember sogar ausgeführt wurde. Entscheidend war mithin der Abfluß von Einlagen; nach dem Jahresbericht des Board of Governors des Bundes-Reserve-Systems für 1937 „war der Abfluß von Einlagen im Herbst beinahe ebenso groß wie der Zustrom im Frühjahr, er verteilte sich aber etwa gleichmäßig auf Zentralbanken und private Rechnung, und zum großen Teil kehrten die Ein-

lagen nach den Ländern zurück, aus denen sie gekommen waren“.

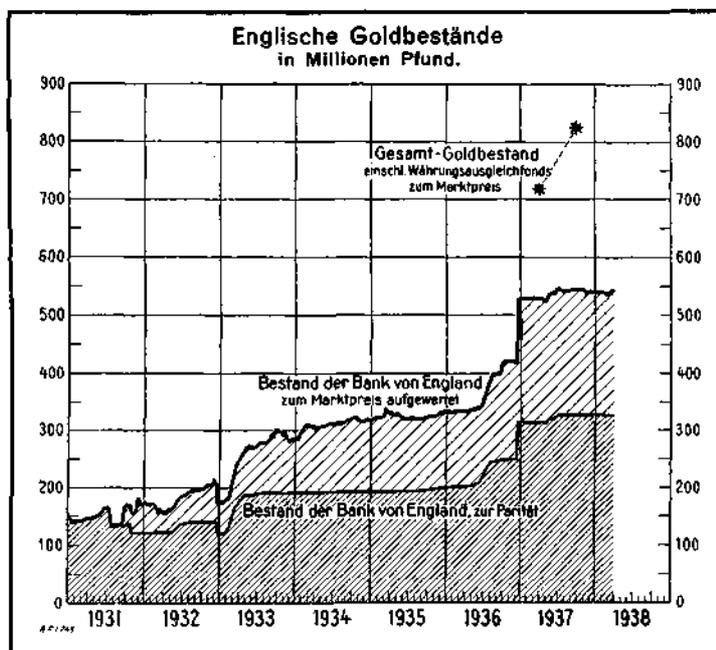
Die Zunahme der Goldbestände der Niederländischen Bank um 440 Millionen Dollar (etwa 800 Millionen Gulden zum gegenwärtigen Preis) erklärt sich in der Hauptsache ebenfalls aus Kapitalbewegungen. Ein gewisser Überschuß wurde wahrscheinlich bei den laufenden Posten der Zahlungsbilanz erzielt, da die Erhöhung des Wareneinfuhrüberschusses des Landes von 270 auf 403 Millionen Gulden durch größere Einnahmen aus Schiffahrt und Auslandsanlagen, namentlich in Niederländisch-Indien, ausgeglichen wurde, dessen Ausführüberschuß von 252 Millionen Gulden im Jahre 1936 auf 448 Millionen im Jahre 1937 stieg. Der Zufluß von Geldern nach Holland dürfte hauptsächlich auf die Rückkehr holländischen Kapitals und die Gelder großer internationaler Gesellschaften, die ihren Sitz in Holland haben, und nur zum kleineren Teil auf die Überweisung von in ausländischem Besitz befindlichen Geldern zurückzuführen sein. Die Stärke der Bewegungen, die stattgefunden haben, läßt sich daran ermessen, daß während des Jahres 1937 die Niederlande, ein Land von 8 Millionen Einwohnern, etwas mehr als ein Drittel der laufenden Golderzeugung der Welt in ihren Währungsbestand übernommen haben.

Der Betrag, um den sich der Goldbestand der Bank von England während des Jahres 1937 erhöht hat, belief sich auf 21 Millionen Pfund zum jetzigen Preis, wovon 12,7 Millionen Pfund zum alten gesetzlichen Preis von 84s. 11½d. vom Währungsausgleichfonds an die Bank von England überwiesen wurden. Ende März und September 1937 verfügten der Fonds und die Bank über folgende Goldbestände:

Englische Goldbestände	31. März 1937	30. Sept. 1937	In v. H. am 30. Sept. 1937
	in Millionen Unzen		
Währungsausgleichfonds . . .	26,7	39,9	34,2
Bank von England . . . . .	73,8	76,8	65,8
Zusammen . . . . .	100,5	116,7	100,—
	in Millionen Pfund		
Gesamtwert bei einem Preis von 140 Shilling für die Unze	703,6	816,9	Zunahme in sechs Monaten: 113,3 Millionen Pfund

Im letzten Vierteljahr 1937 stellte der Fonds dem Markt Gold zur Befriedigung des Bedarfs für Hortungs- und andere Zwecke zur Verfügung, so daß

der Gesamtbetrag, der sich Ende 1937 in seinem Besitz befand, sicherlich unter 800 Millionen Pfund lag. Dennoch hat sich der Gesamt-Goldbestand während des Jahres wesentlich vermehrt, und zwar trotz einer geschätzten Erhöhung des Fehibetrags bei den laufenden Posten der Zahlungsbilanz von 18 Millionen Pfund im Jahre 1936 auf 52 Millionen Pfund im Jahre 1937. Es ist jedoch zu bemerken, daß die Kapitalrückzahlungen auf über-



seeische Anleihen (Tilgungen und Rückzahlungen bei Fälligkeit) den Betrag neuer Überseeanleihen überstiegen haben. Die endgültigen Ziffern für 1937 liegen noch nicht vor, aber nach den Schätzungen von Sir Robert Kindersley haben die Rückzahlungen die überseeischen Anleihen im Jahre 1935 um 30 und im Jahre 1936 um 46 Millionen Pfund überstiegen. Die Hauptursachen für die Vermehrung des englischen Goldbestandes waren der Zufluß von ausländischem Kapital, nicht nur von Fluchtkapital, sondern auch aus kaufmännischen und finanziellen Gründen, und die Vermehrung der Rücklagen der Länder des Sterlingblocks. In seinen Erläuterungen zu der Zahlungsbilanz für 1937 weist das Handelsamt auf das starke Anwachsen der in London für Rechnung von Banken der Dominions und anderer Länder des Sterlingblocks unterhaltenen Guthaben gegenüber der Höhe der Guthaben vor mehreren Jahren hin. Als der Schatzkanzler am 28. Juni 1937 im Unterhaus den Antrag auf Erhöhung der Mittel des Währungsausgleichfonds um 200 Millionen Pfund einbrachte, betonte

er besonders die Tatsache, daß viele der zum Sterlingblock gehörenden Länder in London sehr große Pfundguthaben als Teil ihrer Rücklagen unterhielten, und daß das Schatzamt zu dem Schluß kommen müsse, daß unter Berücksichtigung aller Tatsachen die vorhandenen Goldbestände nicht als übermäßig stark anzusehen seien.

Im Vergleich zu der Vermehrung der Goldbestände der Vereinigten Staaten, der Niederlande und Großbritanniens waren die Zugänge in anderen Ländern nur von geringerer Bedeutung. Das Anwachsen des Goldbestandes der Javaschen Bank ist ein Zeichen für die verbesserte Handelsbilanz von Niederländisch-Indien während des Jahres. In Polen dagegen fiel die Erhöhung des Goldbestandes um 42 Millionen Zloty und des Devisenbestandes um 6 Millionen Zloty mit dem Auftreten einer ungünstigen Handelsbilanz zusammen. Zum erstenmal seit 1929 überstieg die Einfuhr die Ausfuhr, da die wirtschaftliche Gesundung, die sich im Jahre 1937 stärker auswirkte, eine größere Rohstoff- und Maschineneinfuhr notwendig machte, während die Getreideausfuhr infolge einer schlechten Ernte zurückging. Die erhöhte Einfuhr wurde durch eine teilweise Flüssigmachung von im Ausland eingefrorenen polnischen Forderungen und durch die Aufnahme ausländischer Handelskredite in höheren Beträgen und für längere Laufzeiten als in früheren Jahren ausgeglichen. Außerdem trugen die Eingänge aus dem ersten Abschnitt der von Frankreich im Jahre 1936 erhaltenen Rüstungskredite und Abgaben von gehortetem Gold zur Besserung der Lage bei.

Der Goldbestand der Schwedischen Reichsbank stieg im Jahre 1937 nur um 17 Millionen schwedische Kronen (zum Goldpreis am Jahresende gerechnet), ihr Devisenbestand erhöhte sich dagegen um 290 Millionen Kronen (zu den jetzigen Kursen). Eine wichtige Devisenquelle bildete der Überschuß bei den laufenden Posten der Zahlungsbilanz, der vorläufig auf etwa 180 Millionen Kronen geschätzt wird. Die Kapital- und Kreditgeschäfte mit ausländischen Märkten nahmen einen ungewöhnlich großen Umfang an und umfaßten einzelne Geldbeträge, die Ausländer in Schweden anlegten in der Erwartung eines Steigens der schwedischen Krone.

Der Goldbestand der Schweizerischen Nationalbank verminderte sich während des Jahres um 30 Millionen Schweizer Franken, gleichzeitig stieg aber der Devisenbestand der Bank um nicht weniger als 437 Millionen Schweizer Franken. Die sich hieraus ergebende Erhöhung der gesamten Auslandswerte war zum großen Teil auf eine Verbesserung der Zahlungsbilanz zurückzuführen, die, wie angenommen wird, im Jahre 1937 bei den laufenden Posten einen Überschuß ergeben hat. Die Hauptursachen der Erhöhung waren jedoch das Einströmen von ausländischem Fluchtgeld und die in großem Umfang von Schweizern vorgenommene Rückbringung von Geldern. Auch in Norwegen wurde der Rückgang des Goldbestandes mehr als ausgeglichen durch die Zunahme der Devisenbestände; der Bestand an Gold, Devisen und ausländischen Wertpapieren ist insgesamt um 134 norwegische Kronen (zu Tageskursen) gestiegen. Höchst bedeutsam waren die größeren Einnahmen aus der Schifffahrt, die dem Devisenmarkt einen Reinüberschuß erbrachten, trotzdem die Schiffseigentümer große Beträge zu Abzahlungen auf die durch den Bau von Schiffen im Ausland entstandenen Schulden verwendeten.

Der Rückgang des Goldbestandes der Bank von Frankreich belief sich im Jahre 1937 auf den Gegenwert von 430 Millionen Dollar. Während der ersten Jahreshälfte nahm die Bank von Frankreich drei Goldüberweisungen an den Währungsfonds vor, die sich zusammen auf 11,5 Milliarden Franken zu dem rechnermäßigen Kurs von 0,0441 Gramm Feingold beliefen. Ende Juli wurde der Goldbestand der Bank neu bewertet und der rechnermäßige Wert des Franken um etwa 12 v. H. herabgesetzt; im November überwies der Fonds 3.127 Millionen französische Franken an die Bank. Infolge dieser verschiedenen Geschäfte ist der in der Bilanz der Bank von Frankreich ausgewiesene Goldbestand nur von 60,4 Milliarden französische Franken zu Beginn des Jahres auf 58,9 Milliarden Franken am Ende des Jahres zurückgegangen.

Die Goldverluste, die die französischen Währungsbestände während des Jahres 1937 erlitten haben, sind ebenso sehr auf einen Fehlbetrag bei den laufenden Posten der Zahlungsbilanz wie auf Kapitalausfuhr zurückzuführen.

Die japanischen Goldausfuhren nach den Vereinigten Staaten, die im März 1937 wieder einsetzten und bis zum Jahresende ununterbrochen anhielten, erreichten einen Gesamtbetrag von 247 Millionen Dollar. Da sich jedoch die Goldherzeugung Japans und Koreas auf 45 Millionen Dollar belief, beschränkte sich der Rückgang des Goldbestandes des Landes auf nur 202 Millionen Dollar. Die Wareneinfuhr überstieg während des Jahres die Ausfuhr um 636 Millionen Yen; gegen Ende des Jahres wurde der Einfuhrüberschuß aber durch die Anwendung immer schärferer Einfuhr- und Devisenbeschränkungen verkleinert.

Soweit in anderen Ländern Rückgänge im Goldbestand eintraten, waren diese begrenzt. Die Belgische Nationalbank hat Gold in einem Betrage von 1.017 Millionen belgische Franken (35 Millionen Dollar) verloren, nachdem der Belga im Frühjahr und erneut in der zweiten Hälfte des Jahres einem Druck ausgesetzt war. Berücksichtigt werden müssen aber die Rückzahlungen langfristiger Schulden der öffentlichen Hand und von Privatgesellschaften, die sich auf 3.437 Millionen belgische Franken belaufen und damit den Betrag übersteigen, um den sich der Goldbestand der Bank vermindert hat. In Argentinien stiegen die Goldbestände der Zentralbank im Frühjahr, fielen aber leicht im Herbst, teilweise infolge von Kapitalbewegungen und teilweise infolge von Veränderungen in der Handelsbilanz. In anderen überseeischen Ländern äußerte sich der Druck, der sich im Herbst entwickelte, als die Rohstoffpreise fielen und die in der früheren günstigeren Zeit abgeschlossenen Einfuhren bezahlt werden mußten, in einer Abnahme ihres Devisenbestandes und einer Verschärfung der Devisenbeschränkungen in einigen der schwächeren.

Das Endergebnis der Goldbewegungen des Jahres war eine weitere Zunahme der Bestände der Gläubigerländer; und diese Zunahme war hauptsächlich auf Kapitalbewegungen zurückzuführen. Der auf die Währungsbestände, einschließlich der Bestände der Währungsfonds, entfallende Gesamtgoldvorrat der Welt belief sich Ende 1937 auf etwa 26,5 Milliarden Dollar; von diesem Gesamtbetrag besaßen sieben Gläubigerländer (Vereinigte Staaten, Großbritannien, Frankreich, Niederlande, Schweiz, Belgien und Schweden) etwa 22,5 Milliarden Dollar oder 85 v. H. Da es einen ausgedehnten

internationalen Kreditverkehr nicht gibt, kann eine bessere Verteilung des Goldes in der Welt nur durch einen Überschuß in den laufenden Posten der Zahlungsbilanz derjenigen Länder herbeigeführt werden, deren jetzige Währungsbestände anerkannt unzureichend sind.

Die von 1936 auf 1937 erfolgte mengen- und wertmäßige Steigerung des Welthandels und besonders die Erhöhung der Einfuhr der reicheren Länder im Winter 1936-37 schufen mit die Voraussetzung, daß eine große Zahl anderer Länder ihre Währungsbestände auffüllen konnte. Da jedoch die meisten Rohstoffländer ihre Rücklagen vorwiegend in Devisen hielten, waren sie in der Regel keine Käufer von Gold. Das bedeutet, daß ein großer Teil des Goldes, das z. B. in London als Deckung für Auslandsverbindlichkeiten liegt, in Wirklichkeit für Rechnung von Währungsbehörden anderer Länder gehalten wird. Die ungünstige Verteilung der Währungsbestände in der Welt ist deshalb eine weniger dringende Frage, als die Verteilung der Goldbestände allein vermuten ließe. Die Währungsbestände der Rohstoffländer, die im Frühjahr 1937 zugenommen hatten, gingen infolge des Wirtschaftsumschwungs in der letzten Jahreshälfte und namentlich infolge der Drosselung der amerikanischen Einfuhr etwas zurück.

Für die Beurteilung der Änderungen in den Währungsbeständen der Gläubigerländer ist der Konjunkturuschwung des Jahres 1937 eine Tatsache von größter Bedeutung. Jahresziffern, die auf einer willkürlichen zeitlichen Einteilung der wirtschaftlichen Geschehnisse beruhen, können große Schwankungen, die innerhalb des Jahres vorgekommen sind, verdunkeln. Man kann sich nur schwer einen vollständigeren Umschwung vorstellen als den, der auf dem Londoner Goldmarkt zwischen Frühjahr und Spätherbst eingetreten ist. Im Frühjahr, als während einiger Monate große Goldmengen aus den Horten kamen, wurde die Goldaufnahmefähigkeit der wenigen Währungsbehörden, die das Gold erwarben, auf eine harte Probe gestellt; obgleich nie dagewesene Mengen an Gold von London nach Neuyork verschifft wurden, wurden die Kreditmöglichkeiten des englischen Währungsausgleichfonds um 200 Millionen Pfund erhöht, damit erforderlichenfalls die Mittel für gesteigerte Goldkäufe bereitgestellt werden konnten. Im Spätherbst war andererseits trotz der Tatsache, daß Gold nicht mehr nach den Vereinigten Staaten floß, die Nachfrage nach Gold am Londoner Markt so groß, daß der Währungsausgleichfonds die Angebotsmengen aus seinen eigenen angesammelten Beständen vermehren mußte. Der Rückfluß von Geldern nach Frankreich, Golderwerbungen der Niederlande, der Schweiz und mehrerer der anderen kleineren Länder und nicht zum wenigsten die wiedereinsetzende Hortung nahmen bedeutend mehr als das laufende Angebot der Golderzeuger auf.

Die wirkliche Bedeutung der veränderten Lage auf dem Goldmarkt liegt darin, daß das Publikum und die Banken auf größere Flüssigkeit bedacht waren, als der Konjunkturaufschwung sich in sein Gegenteil verkehrte. Als die Geschäftstätigkeit im Winter 1936-37 einen raschen Aufstieg erlebte, war der Anreiz gegeben, Aktien zu kaufen und Gelder unmittelbar in Unternehmungen anzulegen. Goldhorte wurden aufgelöst und ihr Erlös angelegt. Abgesehen von Gewinnrücksichten wurde die Bewegung durch die Annahme

verstärkt, daß Sachwerte und selbst Geldguthaben größere Sicherheit boten als Gold. Das scharfe Fallen der Börsenkurse im August und September versetzte diesen Erwartungen den ersten Stoß; der Rückschlag in der Wirtschaft erhöhte die Unsicherheit, und die wieder auftauchenden Gerüchte von einer möglichen Herabsetzung des Goldwertes des Dollars hatten einen entscheidenden Einfluß auf die Märkte. Wiederum entstand der Wunsch nach größerer Flüssigkeit, der je nach der geistigen Einstellung der betreffenden Personen oder Institute in der Haltung größerer Bankguthaben, im Kauf von Staatspapieren, besonders kurzfristigen, oder im Erwerb von Gold zum Ausdruck kam. Die Bewegung vom Gold und von den Staatspapieren fort zu den Aktien hin, die die ersten Monate des Jahres 1937 gekennzeichnet hatte, wandelte sich so in eine Bewegung von den Aktien zu den Staatspapieren und zum Gold hin.

Die Verlagerung zum Gold hin ist natürlich ein Beweis für ein gewisses Mißtrauen in die Währungen; es waren Anzeichen dafür vorhanden, daß dem Gold sogar vor Noten mit einer Golddeckung von mehr als 100 v. H. der Vorzug gegeben wurde. Politische Befürchtungen spielten als Anreiz für die Goldhortung eine Rolle — das gegenwärtig lebende Geschlecht kennt nur zu gut den Schaden für die Währungsordnung, der im Gefolge eines Krieges eintritt. Wahrscheinlich wird der Drang nach Flüssigkeit und Sicherheit, der im Herbst 1937 von neuem auftauchte, sich auch in Zukunft von Zeit zu Zeit bemerkbar machen und in Zwischenräumen die Nachfrage nach Gold beeinflussen; dieser Gesichtspunkt darf bei der Betrachtung der Goldfrage nicht ganz außer acht gelassen werden. Nötigenfalls wird ein rasches Angebot von Gold aus den großen Beständen der Währungsfonds zweifellos dazu beitragen, die Lage vom Währungsstandpunkt aus zu entlasten. Tatsächlich hat der erneute Hortungsbedarf Europas die Währungsbehörden Großbritanniens und der Vereinigten Staaten vorübergehend von der Verpflichtung befreit, ihre ohnehin schon ungeheuren Goldbestände zu vermehren, und ihnen sogar Gelegenheit gegeben, ihre Bestände zu verkleinern.

Auch in einer anderen Hinsicht hat die Goldfrage infolge des Konjunktumschwungs im Herbst ein anderes Aussehen bekommen. In den ersten Monaten des Jahres 1937 waren Befürchtungen über das unerwünscht rasche Steigen der Warenpreise laut geworden, und es wurde die Frage erörtert, ob eine Erhöhung des Goldwertes einzelner Währungen ein geeignetes Gegenmittel wäre. In Schweden wurde in amtlichen Kreisen die Frage erwogen, ob unter anderm eine Erhöhung des Kurses und damit des Goldwertes der Krone vorgenommen werden sollte; wenn auch ein solcher Schritt nicht unternommen wurde, so wurde doch betont, daß es erwünscht sei, eine starke Preissteigerung zu vermeiden. Als jedoch in der ganzen Welt die Preise nachzugeben begannen, wurde die Lage völlig anders. Angesichts des jähen Abfalls der Warenpreise und der gewerblichen Erzeugung beschlossen die amerikanischen Behörden, Gold, das früher von dem „toten Fonds“ aufgenommen worden war, freizugeben und das neue Gold sich auf dem Kreditmarkt ohne einen entsprechenden Ausgleich auswirken zu lassen. Präsident Roosevelt, der am 18. Februar 1938 auf einem Presseempfang die Preispolitik der Regierung erläuterte, führte aus: „Die Maßnahmen, die zu einer bestimmten

Zeit angewandt werden, um diese Politik zu fördern, müssen den Bedürfnissen dieser Zeit entsprechen. Vor einem Jahr war Grund zu der Besorgnis vorhanden, daß ein zu rasches Anziehen der Preise einiger Waren eine spekulative Hochkonjunktur begünstigen würde. In den letzten sechs Monaten sind dagegen die allgemeine Preishöhe und die Industrietätigkeit zurückgegangen. Die Politik der Regierung muß darauf gerichtet sein, diese deflationistische Entwicklung in ihr Gegenteil zu verkehren."

Die Maßnahmen, die in den letzten zweieinhalb Jahren in den Vereinigten Staaten ergriffen worden sind, um die Auswirkungen der Goldbewegungen auf den Kredit zu überwachen, haben das Arbeiten des amerikanischen Währungsausgleichfonds nicht betroffen. Dieser Fonds wurde im Jahre 1934 durch die Zuweisung von 2 Milliarden Dollar in Gold aus den „Gewinnen“ aus der Neubewertung der Goldbestände des Landes errichtet. Er blieb in seiner ursprünglichen Form bestehen, abgesehen von 200 Millionen Dollar, die bei den Bundes-Reserve-Banken als Betriebsvermögen angelegt wurden. Von Zeit zu Zeit hat sich der Fonds mit Devisen- und Goldgeschäften befaßt; da jedoch der Dollar an das Gold angehängt worden ist, war die Notwendigkeit solcher Geschäfte nicht so groß wie in den Ländern, in denen kein fester Goldpreis besteht. Infolge der Art seiner Mittel konnte der Fonds bei der Ende 1936 eingeleiteten Goldsterilisierungspolitik keine Rolle spielen. Um die Kreditausweitung auszugleichen, die sich üblicherweise aus einem Goldzufluß ergibt, sind Wertpapierverkäufe notwendig, aber im Gegensatz zu dem englischen Währungsausgleichfonds besaß der amerikanische Fonds keine Kreditbefugnisse, d. h. das Recht, Gold gegen Wertpapiere zu erwerben. Die Politik, die in der Zeit des Aufblühens der Geschäftstätigkeit eingeschlagen worden war, um dem übermäßigen Anwachsen der Kassenreserven der Banken entgegenzuwirken, nahm zwei verschiedene Formen an: 1) Sterilisierung durch den Ankauf von Gold gegen Verkauf von Wertpapieren seitens des Schatzamtes selbst; dieses Gold bildete den „toten Fonds“, der in der zweiten Septemberwoche 1937 auf den Höchstbestand von 1,4 Milliarden Dollar stieg; und 2) Erhöhung der gesetzlichen Pflichtkassenreserven der Mitgliedsbanken. Durch diese Maßnahmen wurden die Überschußreserven der Mitgliedsbanken des Bundes-Reserve-Systems von über 3 Milliarden Dollar im Sommer 1936 auf weniger als 800 Millionen Dollar im Sommer 1937 vermindert.

Bei dem Druck, dem besonders die Neuyorker Banken ausgesetzt waren, wurde es für ratsam gehalten, diese Politik im Herbst 1937 zu ändern; die Überschußreserven wurden erhöht erstens durch die Freigabe von 300 Millionen Dollar aus dem „toten Fonds“ im September 1937, zweitens durch den Ankauf von Wertpapieren seitens der Bundes-Reserve-Banken im Betrage von 38 Millionen Dollar im November 1937 und drittens durch den im Februar 1938 angekündigten Beschluß, Zugänge zu den Goldbestände bis zum Betrage von 100 Millionen Dollar in jedem Viertel des Jahres zur Zeit nicht dem toten Goldfonds zu überweisen. Durch diese verschiedenen Maßnahmen wurden die Überschußreserven der Mitgliedsbanken Ende März 1938 auf etwa 1,5 Milliarden Dollar erhöht. Im folgenden Monat jedoch wurde im Rahmen eines allgemeinen Planes zur Belebung der Wirtschaft die frühere Sterilisierungspolitik von den Behörden überhaupt völlig umgekehrt. Es wurde beschlossen,

das gesamte, dem „toten Fonds“ überwiesene Gold zu entsterilisieren und die Sterilisierung in Zukunft nicht fortzusetzen; diese Maßnahmen wurden ergänzt durch eine Herabsetzung der gesetzlich vorgeschriebenen Reserven der Mitgliedsbanken.

Durch die verschiedenen im April 1938 angekündigten Maßnahmen wird die Kreditgrundlage der Banken stark erweitert. Es wird geschätzt, daß wenn die Entsterilisierung voll wirksam geworden sein wird, die Reserven der Mitgliedsbanken rund 9 Milliarden Dollar und die Überschußreserven etwa 3,8 Milliarden Dollar betragen werden. Da sich die gesamten Einlagen aller Art bei den Mitgliedsbanken im Februar 1938 auf etwa 40 Milliarden Dollar belaufen haben, werden diese Einlagen selbst nach der aus den Entsterilisierungsmaßnahmen sich ergebenden Erhöhung im Durchschnitt durch Reserven in Höhe von über 20 v. H. gedeckt sein.

In der Schweiz wurde der Währungsausgleichfonds, der zur Zeit der Abwertung im September 1936 gebildet wurde, nach dem amerikanischen Muster errichtet; der Aufwertungs-„Gewinn“ von 539 Millionen Schweizer Franken wurde ihm überwiesen. Dieser Fonds kann seinen Goldbestand gegen Devisen umtauschen und umgekehrt; er ist aber nicht mit Kreditbefugnissen ausgestattet und hat daher niemals dazu gedient, den Einfluß der Goldzuflüsse auf die Kreditausweitung auszugleichen. Von Anfang Oktober 1936 bis Anfang Dezember 1937 hat die Schweizerische Nationalbank ihren Gold- und Devisenbestand um 1.046 Millionen Franken vermehrt, und während derselben Zeit sind die „Sonstigen Sichtverbindlichkeiten“ der Schweizerischen Nationalbank, die im wesentlichen die Guthaben der schweizerischen Banken bei der Nationalbank darstellen, um 750 Millionen auf insgesamt 1.716 Millionen Schweizer Franken gestiegen. Die Flüssigkeit der Handelsbanken ist sehr groß. Ende 1937 beliefen sich der Kassenbestand und die Guthaben der sieben größten Banken auf 977 Millionen Schweizer Franken gegenüber einem Einlagenbestand von 2.478 Millionen Schweizer Franken; das Verhältnis der Kassenmittel zu den Einlagen beträgt also etwa 40 v. H.

In den Niederlanden wurde der Währungsfonds von 300 Millionen Gulden im Oktober 1936 halb und halb nach dem Muster des amerikanischen und des englischen Fonds errichtet, d. h. der Fonds erhielt 100 Millionen Gulden Gold und das Recht, 200 Millionen Gulden Gold und Devisen gegen Begebung von Staatspapieren in dieser Höhe zu erwerben. Diese Wertpapiere sind voll begeben worden, und bis zu dieser Höhe konnte der Goldzufluß die Kassenguthaben der Handelsbanken nicht vergrößern. Da sich jedoch die Erhöhung des Goldbestandes der Niederländischen Bank von Anfang Oktober 1936 bis Ende Dezember 1937 auf 800 Millionen Gulden zum alten gesetzlichen Preis belaufen hat, ist die Wirkung des Goldzuflusses nur zu einem kleineren Teil durch das Eingreifen des Fonds ausgeglichen worden. Tatsächlich sind die „Guthaben in laufender Rechnung“ im Ausweis der Niederländischen Bank in derselben Zeit um etwa 650 Millionen auf insgesamt 755 Millionen Gulden gestiegen. Diese Zunahme entspricht in der Hauptsache der Erhöhung der Guthaben der holländischen Handelsbanken, die Ende 1937 im Durchschnitt etwa 40 v. H. ihrer Gesamteinlagen in Banknoten, Münzen und Guthaben gehalten haben.

In der Schweiz und den Niederlanden bestand einige Besorgnis wegen der so entstandenen großen Flüssigkeit der Banken. Es hat sich aber in der Praxis herausgestellt, daß bei den Handelsbanken keine genügend große Nachfrage nach vermehrten Krediten für die Wirtschaft bestanden hat, um auch nur einem kleinen Teil ihrer angeschwollenen Guthaben bei der Zentralbank Verwendung zu geben; sie haben auch darauf verzichtet, Staatspapiere zu kaufen. Es gab außerdem wenig Gelegenheit für Auslandskredite. Die Bankenlage in diesen Ländern ist also gekennzeichnet durch ein hohes Maß von Vorsicht, die von den Handelsbanken selbst beobachtet wird.

Wenn wir uns nun England zuwenden, so weisen sowohl die Maßnahmen des Währungsausgleichfonds wie auch die Lage der Handelsbanken eine Reihe von Merkmalen auf, die von denen in den eben behandelten Ländern abweichen. Die Mittel des Währungsausgleichfonds wurden durch Kreditbefugnisse, d. h. durch Zuteilung von Schatzwechseln zum Verkauf, beschafft. Wenn dem Londoner Markt Gelder zufließen und der Fonds es für angebracht hält, einzugreifen, so werden Schatzwechsel verkauft und die daraus erlösten Pfundbeträge dazu verwendet, um beispielsweise französische Franken zu kaufen, die der Fonds in Gold umwandeln kann. So wird durch das doppelte Geschäft des Verkaufs von Schatzwechseln und des Ankaufs von Devisen oder Gold nicht nur die Devisenlage, sondern auch der inländische Kreditumfang beeinflußt. Der Verkauf von Schatzwechseln durch den Fonds wirkt als ein ausgleichendes Offenmarkt-Geschäft und verhindert, daß der Zustrom von Gold nach London die Guthaben der Aktienbanken bei der Bank von England erhöht. Um Vorsorge für eine Erhöhung der Bankenguthaben und des Notenumlaufs oder für eine Herabsetzung der „deckungsfreien“ Notenausgabe zu treffen, kann die Bank von England vom Währungsausgleichfonds Gold übernehmen, ohne gleichzeitig Wertpapiere zu verkaufen. Von Januar 1933 bis Januar 1938 wurden der Bank 205 Millionen Pfund Gold zum gesetzlichen Preis überwiesen, hauptsächlich wegen einer Erhöhung des Notenumlaufs um 120 Millionen Pfund und einer Herabsetzung der „deckungsfreien“ Notenausgabe um 75 Millionen Pfund. Die Bankenguthaben stiegen während dieser ganzen Zeit nur um 10 Millionen Pfund. Sie waren jedoch schon im Jahre 1932 um nahezu 30 Millionen Pfund erhöht worden, als die Politik des billigen und reichlichen Geldes eingeleitet wurde – hauptsächlich durch den Ankauf von Wertpapieren durch die Bank von England. Die folgende Übersicht gibt die entsprechenden Ziffern:

Bank von England (Letzter Mittwoch im Monat)	„Deckungs- freie“ Notenausgabe, (gedeckt durch Wertpapiere in der Notenausgabe- abteilung)	Gesamt- betrag der Wert- papiere in der Bank- abteilung	Gold- bestand zum gesetzlichen Preis	Noten im Umlauf	Guthaben der Banken
in Millionen Pfund					
Januar 1932 . . . . .	275	95	121	346	74
Januar 1933 . . . . .	275	119	124	353	103
Januar 1938 . . . . .	200	128	326	473	113

Diese 113 Millionen Pfund Bankenguthaben stellten nur 5 v. H. der gesamten Einlagen bei den Aktienbanken\* dar. Um ein verhältnismäßig festes Verhältnis von etwa 10 v. H. Kasse für ihre Einlagen aufrechtzuerhalten, wovon etwa die Hälfte Noten und Münzen und die andere Hälfte Guthaben bei der Bank von England sind, muß der Währungsausgleichfonds durch Aufnahme von Gold das Entstehen von Überschußreserven verhindern und andererseits „Kassenmittel“ bereitstellen, wenn er Gold am Markt abgibt. Die Empfindlichkeit des englischen Banksystems ist derart, daß sogar eine verhältnismäßig geringe, aber anhaltende Zunahme der Bankkassenmittel (gering im Vergleich zu den Schwankungen in anderen Banksystemen) imstande ist, im ganzen Lande eine Kreditausweitung hervorzurufen; der Währungsausgleichfonds wirkt so als „Stoßfänger“, der es erlaubt, die auf Überlieferung beruhende, ziemlich starre Bankpolitik beizubehalten.

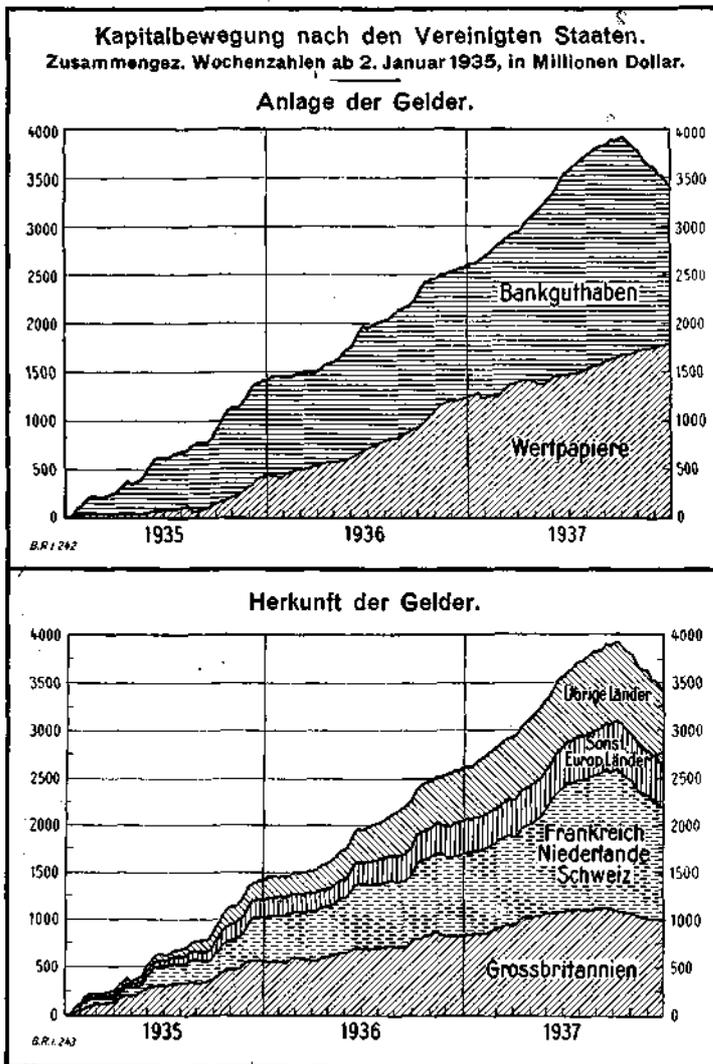
Ende 1937 hatten die „Sonstigen Sichtverbindlichkeiten“ der Schweizerischen Nationalbank und die „Guthaben in laufender Rechnung“ bei der Niederländischen Bank einen Wert von 79 Millionen bzw. 84 Millionen Pfund im Vergleich mit den Einlagen (der Banken, des Publikums und sonstige Einlagen) bei der Bank von England im Gesamtbetrag von 172 Millionen Pfund. In der Schweiz und den Niederlanden werden die Goldbestände der Zentralbanken zum großen Teil als Gegengewicht gegen die großen Guthaben der Handelsbanken gehalten. In England, wo die Bankenguthaben im Verhältnis nicht so groß sind, müssen andere Verfahren der Goldhaltung gefunden werden, um dem Land angemessene Rücklagen für die ausländischen Verbindlichkeiten des Londoner Marktes zu sichern. Dies ist einer der Gesichtspunkte für die Ansammlung von Gold beim Währungsausgleichfonds.

Die einzelnen Währungsausgleichfonds sind ganz verschieden nach Größe, Zusammensetzung ihrer Mittel und Arbeitsweise. Der technische Unterschied bedingt aber keinen großen Unterschied in den Hauptzielen der Kreditpolitik. Trotz der Übernahme von Gold in den englischen Währungsausgleichfonds seit 1932 sind den Banken ausreichende Kassenmittel belassen worden, um die Politik des billigen Geldes wirksam werden zu lassen, wie die Zunahme ihrer Gesamteinlagen und die Erhöhung des Notenumlaufs beweisen. Die durch die Käufe des Währungsausgleichfonds bewirkte Goldsterilisierung muß hauptsächlich als ein Versuch gewertet werden, die Frage der kurzfristigen Guthaben, die von einem Markt zum anderen wandern, zu lösen. In anderen Ländern hat diese Frage ebenfalls die zuständigen Stellen beschäftigt und muß es weiter tun, solange Gelder mehr durch die Furcht hin und her getrieben als durch Gelegenheiten zu Unternehmungen und zu Anlagen angezogen werden. Die Maßnahmen der Währungsstellen müssen natürlich den Verhältnissen der einzelnen Märkte angepaßt werden. Gold, sei es nun im Besitz von Währungsfonds oder von Zentralbanken, bleibt der geeignetste Wert, um Ansprüchen des Auslandes, für die die Märkte aufkommen müssen, zu befriedigen, und gewährt so einen Schutz gegen die dauernde Währungsunsicherheit in der Welt.

\* Es sei daran erinnert, daß die Aktienbanken außer ihrer „Kasse“ von 10 v. H. gegen Einlagen weitere 20 v. H. in anderen kurzfristigen Anlagen halten: Diskontierte Wechsel sowie tägliches und kurzfristiges Leihgeld. S. S. 82 unten.

#### IV. KAPITALBEWEGUNGEN UND INTERNATIONALE VERSCHULDUNG.

Die Kapitalbewegungen, von denen besonders die Märkte der Gläubigerländer betroffen wurden, hielten auch im Jahre 1937 in großem Maßstabe an. Zum großen Teil ist „heißes Geld“ – unstete Mittel, die in erster Linie auf der Suche nach Sicherheit sind – schuld an dem ungewöhnlichen Umfang dieser Bewegungen. Aber auch andere Ursachen, wie die Ansammlung von Bankguthaben und sonstigen für die Finanzierung des Außenhandels bestimmten Mitteln haben mit dem größeren Umfang des Welthandels und der Auffüllung der Währungsbestände in einer großen Zahl von Ländern erhöhte Bedeutung erlangt. Der während des Jahres 1937 eingetretene Umschwung in der Geschäftsentwicklung wie überhaupt in den allgemeinen Geschäftsaussichten hatte einen unmittelbaren Einfluß auf die Richtung der Kapitalbewegungen. Die Strömungen im letzten Teil des Jahres standen in vieler Hinsicht im Gegensatz zu denen im ersten Teil des Jahres 1937 und in früheren Jahren.



Die Umkehrung des Kapitalstroms trat nirgends stärker in Erscheinung als in den Vereinigten Staaten, die während der ersten neun Monate des Jahres 1937 1,3 Milliarden Dollar an Geldern aus dem Auslande erhielten und im letzten Vierteljahr einen Abfluß von 500 Millionen Dollar über sich ergehen lassen mußten; der Reinzufuß betrug während des Jahres mithin 800 Millionen Dollar, gegenüber 1,2 Milliarden Dollar im Jahre 1936, und 1,4 Milliarden Dollar im Jahre 1935. Mit anderen Worten, der große Kapitalstrom nach den Vereinigten Staaten, der nach der Dollarabwertung Anfang 1934 einsetzte, erhielt seinen ersten bedeutenden Stoß im letzten Vierteljahr 1937.

Die auf den wöchentlich veröffentlichten Zahlen des amerikanischen Schatzamtes beruhenden Schaubilder zeigen diese Bewegungen, die auch aus folgender Aufstellung, die nach Geldgruppen und Hauptherkunftsländern untergeteilt ist, zu ersehen sind.

Es ist bemerkenswert, daß der Geldabfluß im letzten Vierteljahr 1937 ausschließlich auf Bewegungen von Bankmitteln entfällt, während der ausländische Besitz an Wertpapieren weiter zunahm. Tatsächlich haben sich die Wertpapieranlagen als weit weniger empfindlich erwiesen als die Einlagen bei Banken.

Kapitalbewegungen nach den Vereinigten Staaten.

in Millionen Dollar	Zusammen	Bankguthaben			Maklerguthaben	Wertpapiere		
		Insgesamt	Ausländische	Inländische		Insgesamt	Inländische	Ausländische
1935, Jan.-März	259	212	(1) 56	(2) 154	21	26	- 6	32
April-Juni	357	314	156	158	9	34	22	12
Juli-Sept.	283	212	137	76	0	71	75	- 4
Okt.-Dez.	514	226	253	- 26	- 24	311	226	85
1936, Jan.-März	98	3	- 25	28	- 6	100	111	- 11
April-Juni	438	259	201	59	16	163	97	66
Juli-Sept.	334	126	120	7	7	201	109	92
Okt.-Dez.	327	9	32	- 23	- 10	328	284	44
1937, Jan.-März	323	171	191	- 21	- 9	161	159	3
April-Juni	631	546	491	55	14	70	- 6	76
Juli-Sept.	350	183	131	52	14	154	86	68
Okt.-Dez.	-502	-644	-575	- 69	16	127	37	90
1935, Jan.-Dez.	1,412	965	603	361	6	442	317	125
1936, Jan.-Dez.	1,196	397	327	70	7	792	601	191
1937, Jan.-Dez.	802	256	238	18	35	512	245	267
<b>Gesamtsummen 1935 bis 1937</b>	<b>3,410</b>	<b>1,618</b>	<b>1,169</b>	<b>449</b>	<b>48</b>	<b>1,745</b>	<b>1,162</b>	<b>583</b>

(1) Zunahme ausländischer Verbindlichkeiten amerikanischer Banken.  
 (2) Abnahme ausländischer Guthaben amerikanischer Banken.

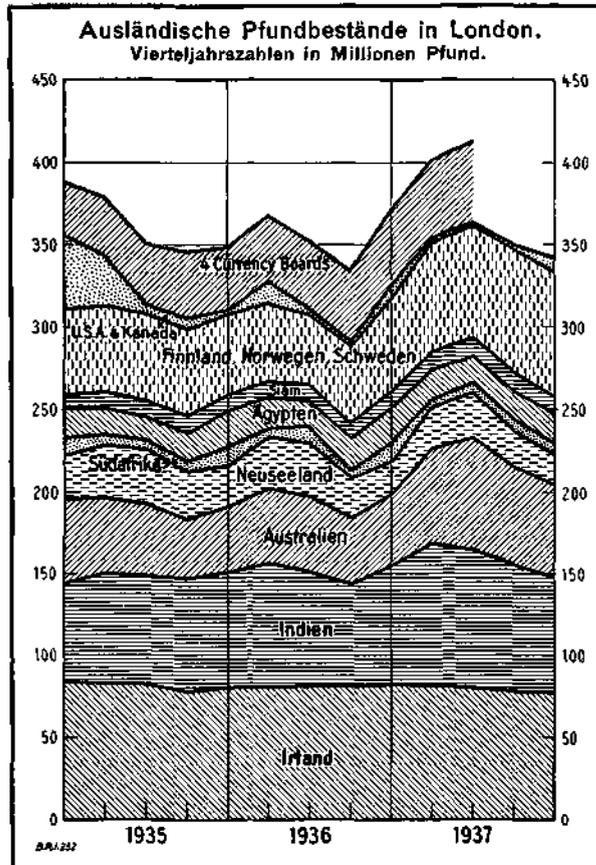
in Millionen Dollar	Herkunftsländer							
	England	Frankreich	Niederlande	Schweiz	Übriges Europa	Kanada	Latinamerika	Formosien
1935, Jan.-März	141	25	9	8	37	- 10	27	19
April-Juni	167	89	39	20	30	- 10	11	11
Juli-Sept.	72	- 14	34	42	58	- 2	27	61
Okt.-Dez.	175	110	32	61	66	22	7	38
1936, Jan.-März	6	12	10	43	6	- 2	32	- 2
April-Juni	122	18	73	75	33	28	40	43
Juli-Sept.	98	- 38	- 3	50	71	113	17	27
Okt.-Dez.	49	98	35	38	57	12	42	- 11
1937, Jan.-März	98	8	37	28	41	- 9	138	- 14
April-Juni	152	35	90	256	34	- 11	45	24
Juli-Sept.	27	- 5	34	118	78	45	26	27
Okt.-Dez.	-112	- 56	- 79	-130	- 52	- 70	3	3
1935, Jan.-Dez.	555	210	115	130	191	0	71	128
1936, Jan.-Dez.	274	89	115	205	167	150	130	56
1937, Jan.-Dez.	164	- 18	82	272	101	- 44	209	41
<b>Gesamtsummen 1935 bis 1937</b>	<b>994</b>	<b>282</b>	<b>312</b>	<b>608</b>	<b>458</b>	<b>106</b>	<b>411</b>	<b>225</b>

Von dem Betrag von 575 Millionen Dollar, um den sich im letzten Vierteljahr 1937 die in den Vereinigten Staaten unterhaltenen ausländischen Bankmittel verringert haben, wurden 127 Millionen Dollar für den Ankauf von Wertpapieren verwendet, und der Rest wurde entweder ins Ausland übertragen oder zur Deckung der großen ausländischen Warenkäufe verwendet, die in dem amerikanischen Ausfuhrüberschuß in der letzten Jahreshälfte ihren Niederschlag finden. Außerdem wurden Gelder im Betrag von 69 Millionen Dollar von amerikanischen Banken nach dem Ausland, meistens England und Kanada, ausgeliehen; dies ist zwar eine jahreszeitliche Bewegung im letzten Viertel des Jahres, sie war aber 1937 stärker als gewöhnlich.

Bis zu einem gewissen Grade war die Erhöhung der ausländischen Bankmittel in den Vereinigten Staaten im ersten Teil des Jahres 1937 die Auswirkung der günstigen Zahlungsbilanzen der lateinamerikanischen Länder, deren Dollarguthaben von 260 Millionen Dollar im Dezember 1936 auf 500 Millionen Dollar im Mai 1937 gestiegen sind. Die stärksten Zuflüsse kamen aber aus Europa, insbesondere aus der Schweiz, und waren zum großen Teil darauf zurückzuführen, daß Privatpersonen und Institute in der Zeit der „Goldangst“ vom Gold zur Dollarwährung hinüberwechselten. Gewöhnlich nimmt Großbritannien bei den Kapitalbewegungen nach den Vereinigten Staaten die erste Stelle ein, zum Teil deswegen, weil London als Leitungsrohr für die Gelder anderer Länder dient; im zweiten Vierteljahr 1937 betrug der Zufluß von Geldern aus der Schweiz aber 250 Millionen Dollar, gegenüber 150 Millionen Dollar aus England, und im dritten Vierteljahr kamen aus der Schweiz 120 Millionen Dollar, gegenüber 30 Millionen Dollar aus England. Im dritten Vierteljahr neigten die von den lateinamerikanischen Ländern unterhaltenen Dollarguthaben zur Abnahme, da die Hauptausfuhrzeit zu Ende ging (und Dollaranleihen zurückgezahlt wurden). Als im letzten Vierteljahr 1937 der Umschwung eintrat, herrschte die Schweiz wieder vor; der Geldabfluß nach diesem Lande betrug 130 Millionen Dollar, gegenüber 110 Millionen Dollar nach England und 80 Millionen Dollar nach den Niederlanden. Wie oben angegeben, hielten die Käufe amerikanischer und ausländischer Wertpapiere durch Ausländer im letzten Vierteljahr, als das Auslandskapital das Land verließ, an. Die Gesamtkäufe amerikanischer Wertpapiere waren jedoch weit geringer als im vorhergehenden Jahr; sie beliefen sich im Jahre 1937 auf nur 245 Millionen Dollar, gegenüber 600 Millionen Dollar im Jahre 1936.

Wie üblich wurde der Londoner Devisenmarkt durch die Kapitalbewegungen nach den Vereinigten Staaten am stärksten in Mitleidenschaft gezogen; rund sechzig vom Hundert der Dollarkäufe und -verkäufe amerikanischer Banken erfolgten gegen Pfunde. Außer den oben geschilderten Kapitalbewegungen nach und von den Vereinigten Staaten wurde London durch Bewegungen innerhalb des Sterlingblocks und durch einen Zustrom von Geldern aus Frankreich und einem Abfluß hauptsächlich nach den Niederlanden und der Schweiz beeinflußt.

Das Schaubild auf der folgenden Seite zeigt die Pfundbestände der Banken der Hauptländer des Sterlingblocks, außerdem Kanadas und der Vereinigten Staaten. Diese Zahlen sind in allen Fällen Reinbeträge, sie stellen den Überschuß der Pfundanlagen über die Pfundverbindlichkeiten dar, außer für die neuseeländischen Handelsbanken, deren Pfundverbindlichkeiten aber verhältnismäßig klein sind. Es gibt einige Unterschiede in der Art der angegebenen Gelder — die Gelder der irischen Banken sind angesammeltes Sparkapital, das nur geringe Veränderungen aufweist, während z. B. die Londoner Gelder der australischen Banken erheblichen Schwankungen unterworfen sind, die sich aus der Zahlungsbilanz des Dominions ergeben. Für die drei nördlichen Länder, Finnland, Norwegen und Schweden, enthält das Schaubild die reinen Pfundguthaben der Handelsbanken sowie den Pfundbesitz der Zentralbanken. Die vier "Currency Boards" sind die von Westafrika, den Straits Settlements, Palästina und dem Irak; auf die beiden ersten entfielen



Mitte 1937 beinahe je 20 Millionen Pfund des Gesamtbetrags von 50 Millionen Pfund. Die Einbeziehung der Bestände dieser Währungsbehörden, die nur Jahresausweise veröffentlichen, machte einige Schätzungen notwendig, die auf den monatlichen Ziffern des Notenumlaufs (gegen Pfunddeckung) beruhen. Vierzehn andere Währungsbehörden und Währungsstellen, die in den englischen Kronkolonien tätig sind, würden den Gesamtbetrag um rund 7 Millionen Pfund erhöhen.

London, als Mittelpunkt für die Rücklagen eines in der Hauptsache Rohstoffe erzeugenden Gebietes, wird durch die Zahlungsbilanzen dieser Länder, die für ihre Ausfuhr aus der Hochkonjunktur Anfang 1937 Nutzen zogen, unmittelbar beeinflusst. Von Mitte 1936 bis Mitte 1937 erhöhte Indien seine

Pfundmittel um 15 Millionen Pfund, Australien seine Londoner Gelder um 20 Millionen Pfund, und die vier "Currency Boards" ihre Bestände um rund 10 Millionen Pfund (Westafrikas Anteil betrug 6 Millionen Pfund). Für diese Länder trat in der zweiten Hälfte des Jahres ein Umschwung ein. Die drei nordischen Länder erhöhten jedoch ihre Pfundbestände während des Jahres weiter, im ganzen um rund 20 Millionen Pfund, gegenüber 7 Millionen Pfund im Jahre 1936. Dänemark, das in dem Schaubild nicht enthalten ist, verbesserte ebenfalls seine Devisenlage während des Jahres, hauptsächlich in den letzten vier Monaten, da die dänische Ausfuhr erst stieg, als die Weltmarktpreise ihren Höhepunkt überschritten hatten. Dänemark (wie in noch größerem Maße Norwegen) hatte seine günstige Bilanz den Einnahmen aus der Schifffahrt zu verdanken. Auch Argentinien mit seiner an das Pfund angehängten Währung erhöhte seine Pfund- und Dollarbestände im ersten Teil des Jahres wesentlich; nach Beendigung der Ausfuhrzeit trat ein Rückgang ein.

Vom Standpunkt der Lenkung des Pfundkurses aus ist natürlich nicht der Gesamtbetrag der in London unterhaltenen ausländischen Mittel von Bedeutung, sondern deren Schwankungen. Die Rücklagen der Rohstoffländer haben natürlich die Neigung, sich alle zusammen in der gleichen Richtung zu bewegen; es ist aber insofern ein gewisser Ausgleich vorhanden, als diese Pfundbestände zunehmen, wenn die laufende englische Zahlungsbilanz mit den

höheren Ausgaben für Nahrungsmittel und Rohstoffe belastet ist (und umgekehrt). Wichtiger, weil unregelmäßiger und auch heftiger, sind die Kapitalbewegungen nach anderen als den Ländern des Sterlingblocks. Außer den Vereinigten Staaten, die schon erwähnt wurden, sind die hauptsächlich in Frage kommenden Länder Frankreich, die Niederlande und die Schweiz.

Die Kapitalausfuhr aus Frankreich während des Jahres 1937 war in den ersten Wochen des Jahres, im Mai und Juni und später im September am stärksten; jedesmal folgte darauf aber ein gewisser Rückfluß, der im Oktober und November besonders groß war. Die Wertschwankungen des französischen Franken erschweren es etwas, sich ein klares Bild von den wirklichen Veränderungen zu machen, die im Laufe des Jahres eingetreten sind. Während die Bilanz der Bank von Frankreich einen Goldverlust im Werte von 430 Millionen Dollar zeigte, scheint der Währungsfonds seine Bestände das Jahr über erhöht zu haben, so daß der Reinverlust vielleicht nicht mehr als 350 Millionen Dollar betrug. Der Fehlbetrag bei den laufenden Posten der Zahlungsbilanz mag bei 240 Millionen Dollar gelegen haben, aber fast die Hälfte dieses Fehlbetrages wurde durch eine Kapitaleinfuhr in Form von Krediten, meistens für die französischen Eisenbahnen, gedeckt. Berücksichtigt man noch verschiedene kleinere Posten, so wird sich der Kapitalabfluß des Jahres in der Größenordnung von 250 Millionen Dollar bewegt haben. Die ausgeführten, d. h. zum Kauf von Devisen verwendeten Beträge, stammten nicht aus bereits vorhandenem französischem Geld, sondern aus der Schöpfung neuen französischen Geldes durch eine Kreditausweitung der Bank von Frankreich. Von dem Gesamtzuwachs von 15 Milliarden französische Franken in den Kreditposten der Bank von Frankreich im Jahre 1937 entfielen ungefähr 14 Milliarden Franken auf die Regierung. Die ausgeführten Gelder gingen hauptsächlich nach den Vereinigten Staaten, England und der Schweiz, aber auch nach anderen Plätzen. Kapitalbewegungen dieser Art und in diesem Umfang bringen den Empfangsländern keinerlei Vorteil. Nicht nur, daß sie ihre Zufluchtsstätte ebenso schnell wieder verlassen können, wie sie gekommen sind, vergrößern sie auch noch den schon vorhandenen, aus den überreichlichen Inlandsgeldern stammenden Geldüberfluß, wobei sie einen unnatürlichen Druck auf die Zinssätze ausüben und die Überwachung durch die Zentralbank beträchtlich erschweren.

In der Schweiz hat der seit September 1936 anhaltende Zufluß ausländischer Gelder, der zu der Rückbringung von schweizerischem Kapital hinzukam, den Betrag des bei den Kreditunternehmungen befindlichen flüssigen Geldes ungeheuer anwachsen lassen. Das erste Halbjahr 1937 war verhältnismäßig ruhig; es flossen sogar Gelder nach Deutschland (aus Verkäufen schweizerischer Wertpapiere durch deutsche Besitzer), Frankreich (zur Zeichnung der Anleihe der Nationalen Verteidigung) und im zweiten Vierteljahr weit größere Beträge teils nach England, besonders aber nach den Vereinigten Staaten. In der zweiten Hälfte des Jahres, besonders im Herbst, trat ein Umschwung ein, und die Nationalbank mußte rund 500 Millionen Schweizer Franken (115 Millionen Dollar) Devisen aufnehmen — schweizerisches Geld kehrte aus London und Neuyork zurück, und zu dem Zufluß von französischem Kapital kam auch etwas belgisches Kapital hinzu. In der Absicht, den Geldüberfluß

zu bekämpfen, schloß die Nationalbank mit den Handelsbanken ein Gentlemen's Agreement, das im November 1937 in Kraft trat. Auf Grund dieses Abkommens werden keine neuen Auslandseinlagen auf Sichtkonto angenommen, die alten ausländischen Sichtkonten werden so bald wie möglich in Zeiteinlagen umgewandelt, und alle Auslandseinlagen auf weniger als sechs Monate unterliegen einer jährlichen Gebühr von 1 v. H. In der Schweiz sind rund 15 v. H. der Einlagen der Großbanken wahrscheinlich ausländischer Herkunft — die ausländischen Gelder haben aber natürlich auch andere Verwendung gefunden.

Ein plötzlicher Zufluß inländischen Geldes wirft die gleichen Fragen auf wie ausländisches „heißes Geld“, und es ist äußerst schwierig, eine Grenze zwischen beiden zu ziehen. Dies gilt für die Schweiz, besonders aber auch für die Niederlande und Schweden. Der Goldbestand der Niederländischen Bank hat sich seit der Abwertung im September 1936 verdoppelt; die Zunahme im Jahre 1937 betrug 800 Millionen Gulden zum gegenwärtigen Kurs oder 450 Millionen Dollar. Der erhöhte Fehlbetrag in der Zahlungsbilanz wurde besonders durch erhöhte Einnahmen aus Anlagen in Niederländisch-Indien ausgeglichen, während die Einnahmen aus Schifffahrt und Auslandsanlagen gestiegen sind; vorherrschend war aber der Einfluß des Kapitalzuganges. Ein Teil davon war geschäftlicher Art, weil Ausländer ihren Bedarf im voraus deckten, als der Gulden anzog; ein Teil kann aber auch auf Ausländer entfallen, die dauernde Anlage suchten, sowie auf die Rückzahlung von Krediten, die vor der Guldenabwertung abgeschlossen worden waren. Ein großer Teil besteht aber aus den überreichlichen flüssigen Geldern großer internationaler Unternehmungen, die ihre Hauptgeschäftsstellen in den Niederlanden haben und bei denen es üblich ist, ihre Mittel zum großen Teil auf dem Platz zu halten, der im Augenblick als der sicherste gilt. Inwieweit derartige Gelder als holländische und inwieweit als ausländische Gelder anzusprechen sind, ist von geringerer Bedeutung, da die Schwierigkeiten, die ihr Vorhandensein und das des sonstigen heimgebrachten und ausländischen Kapitals verursacht, vielfach dieselben sind.

Die Hauptursache der Steigerung des Gold- und Devisenbestandes der Schwedischen Reichsbank in den letzten Jahren war der Überschuß bei den laufenden Posten der schwedischen Zahlungsbilanz; es haben aber auch einige Kapitalbewegungen stattgefunden, die im Jahre 1937 das gewöhnliche Maß weit überstiegen. Bis zu einem gewissen Grad hingen diese Bewegungen mit den Gerüchten über eine mögliche Erhöhung des Kurses der schwedischen Krone zusammen, die schwedische Ausfuhrhändler veranlaßte, Auslandskredite aufzunehmen, die durch Kroneneinlagen bei schwedischen Banken gesichert wurden. Außerdem erwarben einige ausländische Käufer von schwedischen Ausfuhrerzeugnissen, die in Kronen in Rechnung gestellt waren, die erforderlichen Kronenbeträge lange vor dem Zahlungstag. Es mag auch eine gewisse Spekulation in schwedischen Kronen durch Ausländer stattgefunden haben. Es wird aber sehr wenig wirkliches Fluchtkapital bei schwedischen Banken gehalten, dagegen unterhalten Banken, Geschäftsfirmer und Privatpersonen in Nachbarländern, die bis zu einem gewissen Grade Stockholm als Geldmittelpunkt benutzen, höhere Beträge in schwedischen Kronen; diese sind von etwa

50 Millionen Kronen Ende 1936 auf 100 Millionen Kronen am Ende des folgenden Jahres gestiegen.

Die belgische Lage ist dagegen in den letzten Jahren durch Bewegungen von Fluchtkapital berührt worden. Nach der Abwertung im Frühjahr 1935 strömte belgisches Kapital ins Land zurück, das auch eine Zuflucht für Gelder aus den beim Goldblock verbliebenen Ländern wurde. Mitte 1935 wurden die Einlagen auf etwa 4 Milliarden belgische Franken geschätzt (135 Millionen Dollar), wovon drei Viertel als Fluchtgelder gelten können. Bis zum Frühjahr 1936 hielt ein gewisser Rückfluß an, von da ab strömten aber bis zur Abwertung der Goldblockländer im September wieder Gelder ein, so daß ein höherer Stand als im Jahre 1935 erreicht wurde. Dann wurde schweizerisches und holländisches Kapital zurückgezogen, die französischen Gelder blieben aber zum größten Teil und wurden im Mai und Juni 1937 sogar noch erhöht. Von der Rückkehr der Gelder nach Frankreich im Oktober wurde auch Belgien berührt, und nach einer Ruhepause von etwa zwei Monaten verminderte eine ziemlich starke Abwanderung von Geldern den Goldbestand der Nationalbank von Mitte Januar bis Ende März 1938 um 2 Milliarden Franken auf den niedrigsten Betrag seit der Abwertung im Jahre 1935. Ausländisches Fluchtgeld muß in Belgien jetzt sehr gering sein. Die Entwertung des französischen Franken war sicherlich die Hauptursache der Abziehung von Kapital aus Belgien. Andererseits ergab sich kein Verlust aus den laufenden Posten der Zahlungsbilanz, die 1937 günstig war, da die Ausfuhr gegenüber dem vorhergehenden Jahr um 30 v. H. gestiegen ist.

Die durch derartige Kapitalbewegungen während des Jahres am meisten in Mitleidenschaft gezogenen überseeischen Länder waren wahrscheinlich Australien und Argentinien. In beiden Ländern sucht ausländisches Kapital Anlage, wenn die Ausfuhr günstig ist, in der Hoffnung, daß der Devisenkurs steigen wird, und zieht sich zurück, wenn sich das Blatt wendet. Im letzten Vierteljahr 1936 und ersten Halbjahr 1937 wurde beispielsweise ein großer Betrag Anlage- und Spekulationskapital in Argentinien eingeführt, wodurch trotz des Kaufs von 215 Millionen Peso durch die Zentralbank auf dem freien Markt der „freie“ Pesokurs rasch stieg; im zweiten Halbjahr 1937 flossen diese Gelder wieder ab, und die Zentralbank verkaufte 193 Millionen Peso Devisen, um das Absinken des freien Kurses aufzuhalten. Diese Zu- und Abflußbewegung von rund 200 Millionen Peso (60 Millionen Dollar) in etwas über einem Jahr, ein großer Betrag unter den gegebenen Umständen, erschwert natürlich die Aufgaben der Währungsstellen. Im Januar 1938 verkaufte die Zentralbank weitere 57 Millionen Peso Devisen auf dem freien Markt, im Februar wurde die Stützung aber eingestellt, und der Kurs wurde sich selbst überlassen. Unlängst sind Schritte unternommen worden, die darauf abzielen, Auslandseinlagen bei den Banken nicht zu verzinsen.

Bedeutende internationale Bewegungen kurzfristiger Gelder erwecken natürlich große Aufmerksamkeit; sie dürfen aber nicht die Tatsache verdunkeln, daß im Jahre 1937 die gestiegenen Welthandelsumsätze und höheren Preise die Bereitstellung entsprechend größerer Mittel notwendig machten und daß im Zusammenhang damit Zentralbanken und andere Banken umfangreichere Devisengeschäfte tätigen mußten - teilweise auch, um den jahres-

zeitlichen und sonstigen Schwankungen zu begegnen. Die Handelsfinanzierung nimmt in einem sehr großen Teil der Welt einen normalen Umfang an. Nur in einzelnen Teilen Europas, in einigen südamerikanischen Ländern und seit kurzem im Fernen Osten traten Schwierigkeiten auf. Verrechnungsabkommen bringen natürlich die Rechtsbeziehungen zwischen Ein- und Ausfuhrhändler in Unordnung und stören den normalen Finanzierungsvorgang. In den letzten Jahren sind aber ernstliche Anstrengungen gemacht worden, die Verrechnungsdurch Zahlungsabkommen zu ersetzen, die, wenn sie auch den Handelsumfang regeln, doch die unmittelbaren Beziehungen zwischen den Händlern wieder herstellen und eine normalere Finanzierung ermöglichen.

Wo noch immer Schwierigkeiten bestehen bleiben, ist von amtlichen Stellen Hilfe geleistet worden, um die Unsicherheiten zu beseitigen; die „Kurs-sicherung“ durch die Reichsbank besteht seit langem; kürzlich hat aber auch die italienische Regierung Kurssicherungen für Geschäfte eingeführt, die unter die Verrechnungsabkommen fallen: Deutschland, die Tschechoslowakei und andere Länder haben an Rußland Handelskredite gegeben, die dem inländischen Ausfuhrhändler Zahlung in seiner eigenen Währung sichern. In einigen Ländern sind die Verrechnungsschulden von der Zentralbank übernommen und Zahlungen sofort an die Ausfuhrhändler geleistet worden. Das englische „Export Credits Guarantee Department“ des Handelsamtes (das schon 1926 gegründet wurde) hat seine Tätigkeit in diesem Jahr erweitert und den Wert der Sicherungen, die gleichzeitig ausstehen können, von 25 auf 50 Millionen Pfund heraufgesetzt und gleichzeitig damit einige andere Beschränkungen aufgehoben.

Jahr, endend mit dem 31. März	Wert der durch Sicherungen gedeckten Ausfuhren
	in Millionen Pfund
1933-34 . . . . .	7,5
1934-35 . . . . .	15,0
1935-36 . . . . .	20,6
1936-37 . . . . .	35,2
1937-38 . . . . .	43,0

Wenn der Umfang der in Neuyork, London und Amsterdam umlaufenden ausländischen Handelsakzepte gering bleibt, so ist dies zum Teil wenigstens auf die Änderungen in den Handelsfinanzierungsverfahren, aber auch auf den Umstand zurückzuführen, daß einzelne Länder, die früher Geld zu leihen pflegten, jetzt in der Lage sind, ihren Handel selbst zu finanzieren. Die während des Jahres gemachten Bestrebungen, den ausländischen Wechsel seiner wahren Bestimmung zurückzugeben, kommen in der Rekommerzialisierung eines Teils der Stillhalteschulden Deutschlands zum Ausdruck; wenn auch die in Betracht kommenden Beträge verhältnismäßig klein sind, so ist die Änderung doch wieder ein Schritt auf dem Wege zur Verknüpfung der Kredite mit bestimmten Geschäften.

Die Entwicklung sonstiger internationaler kurzfristiger Kredite, die nicht unmittelbar mit dem Handel zusammenhängen, bewegte sich im allgemeinen in der Richtung einer Zurückzahlung alter Kredite durch die Schuldner. Es gab nur selten und wenige neue Kredite. Ein von den englischen Banken

den französischen Eisenbahngesellschaften im Februar gewährter Kredit von 40 Millionen Pfund wurde im Dezember 1937 zurückgezahlt – während zwei Vorschüsse von 200 Millionen Schweizer Franken und 100 Millionen Gulden in Zürich bzw. Amsterdam im Oktober und November 1937 gegeben wurden. Im Mai 1937 wurde von schweizerischen Banken der tschechoslowakischen Postsparkasse ein zweijähriger Kredit von 50 Millionen Schweizer Franken gewährt; die Devisen sollten die Rücklagen der Tschechoslowakischen Nationalbank verstärken.

Im allgemeinen spiegeln die Rückzahlungen die bessere Lage der Landwirtschaftsländer wider. Die kurzfristigen Auslandsschulden der Nationalbank von Dänemark wurden während des Jahres 1937 von 70 auf 10 Millionen dänische Kronen vermindert, und der Überschuß der Schulden über die Auslandsanlagen von 55 Millionen dänische Kronen, der im Dezember 1936 vorhanden war, machte ein Jahr später einem Überschuß der Auslandsanlagen von 62 Millionen Kronen Platz – zu der Besserung trugen allerdings 31 Millionen Kronen aus dem Erlös einer Londoner Anleihe bei. Im Juli 1937 wurde der 39 Millionen französische Franken betragende Rest der von der Bank von Frankreich der rumänischen Regierung im Jahre 1932 gewährten Anleihe von 250 Millionen französische Franken zurückgezahlt und das in Paris für den Kredit verpfändete Gold nach Rumänien zurückverbracht. Im September 1937 wurde ein früher von der Bank von Frankreich einer anderen Notenbank gegen Gold gewährter Vorschuß im Betrage von etwa 1 Milliarde französische Franken zurückgezahlt, und der entsprechende Posten in der Bilanz der Bank von Frankreich kam in Fortfall.

Die neuen langfristigen Auslandsanleihen bleiben noch immer gering, wenn auch in der Schweiz und in den Niederlanden eine gewisse Belebung der Anleihetätigkeit festzustellen war. Um den Vergleich zu erleichtern, sind in der folgenden Übersicht die Auslandsanleihen (umgerechnet in Dollar) in vier Gläubigerländern für die vergangenen vier Jahre sowie für die Jahre 1927 und 1928 angegeben:

Auslandsanleihen.

In Millionen Dollar	Vereinigte Staaten	England	Schweiz	Niederlande
<b>Neue Anleihen</b>				
1927	1.337	684	42	139
1928	1.251	720	18	121
1934	0	212	2	0
1935	48	104	0	0
1936	23	161	0	0
1937	4	164	44	16
<b>Konversionen</b>				
1927	241	*)	1	0
1928	238	*)	0	0
1934	9	490	72	1
1935	26	351	0	0
1936	119	298	0	0
1937	159	274	16	44

\*) Zahlen nicht bekannt.

Das Johnson Act schränkt die Möglichkeit neuer Auslandsanleihen in den Vereinigten Staaten stark ein. Die Konversionsanleihen für ausländische Rechnung wiesen aber die höchste Ziffer seit 1930 auf: wie im Jahre 1936 entfiel der größte Teil der Konversionsanleihen auf Argentinien und Kanada.

Der Londoner Markt blieb im Jahre 1937 den für neue Anleihen, deren Erlös ins Ausland überwiesen werden soll, bestehenden Beschränkungen unterworfen. Wie sich diese Beschränkungen auswirken, sieht man aus dem amtlichen Ausweis vom Juni 1937, der die ungefähren Ziffern der vorgeschlagenen neuen Anleihen enthält, die dem "Foreign Transactions Advisory Committee" seit dessen Einsetzung im April 1936 vorgelegt werden müssen: der genehmigte Gesamtbetrag belief sich auf 37 Millionen Pfund, von denen etwa 10 Millionen Pfund ins Ausland überwiesen werden sollten, während Anleihen im Betrage von 31 Millionen Pfund, von denen 29 $\frac{1}{2}$  Millionen Pfund ins Ausland gegangen wären, abgelehnt wurden. Neue Anleihen für Länder des britischen Weltreichs überstiegen weiterhin die Auslandsanleihen bedeutend, und im Jahre 1937 entfielen auf sie nahezu 80 v. H. des in der Aufstellung angegebenen Gesamtbetrags. Empire- und ausländische Konversionsanleihen sind etwas unter den hohen Stand des Jahres 1934 gesunken, machen aber immer noch einen wesentlichen Betrag aus - im Jahre 1937 sind über 90 v. H. für Länder des britischen Weltreichs begeben worden. Nach der Veröffentlichung des van-Zeeland-Berichts im März 1938 wurden die Vorschriften über die Begebung neuer Auslandsanleihen etwas gelockert.

Von den 193 Millionen Schweizer Franken neuen Auslandsanleihen in der Schweiz entfielen 129 Millionen Schweizer Franken auf zweijährige Wechsel der französischen Eisenbahnen (nahezu 30 von 44 Millionen Dollar) und 50 v. H. der ausländischen Konversionen auf eine Anleihe der belgischen Regierung. Neben den langfristigen Auslandsanleihen am holländischen Markt sind die von holländischen Banken den französischen Eisenbahnen gewährten Kredite von 150 Millionen Gulden zu erwähnen, von denen zwei Abschnitte von je 50 Millionen Gulden im Jahre 1937 aufgelegt wurden. Außerdem sind in den holländischen Statistiken der Auslandsanleihen die Anleihen für Niederländisch-Indien nicht enthalten. Im September 1937 hob die Niederländische Bank das Verbot für Auslandsanleihen auf, führte es aber vorübergehend wieder ein, um den Markt für das große Konversionsgeschäft der Regierung im Januar 1938 vorzubereiten.

Neue ausländische Kapitalanleihen sowie Auslandsanleihen für Konversionszwecke wurden auch in Schweden, meist für die Nachbarländer, begeben, reichten aber nicht aus, um den Überschuß der laufenden schwedischen Zahlungsbilanz abzuschöpfen. Erwähnt sei noch, daß einige Anleihen, die für den Geldnehmer als Konversionen gelten, für den Geldgeber aber als neues Kapital zählen - wie z. B. die Anleihe von 18 Millionen schwedische Kronen der Osloer Gas- und Elektrizitätswerke, die von einer norwegischen Gemeinde in Schweden aufgenommen wurde, um eine in den Vereinigten Staaten fällige Dollaranleihe von 4 Millionen zurückzuzahlen.

Ein besonderes Kennzeichen der letzten Jahre war die Rückzahlung von Schulden an die Hauptgläubigerländer mit dem Erlös von Anleihen, die im Land des Schuldners oder in den weniger bedeutenden Gläubigerländern aufgelegt worden sind.

Die Rückbringung früherer Auslandsanleihen nach den Schuldnerländern durch private Ankäufe oder durch Begebung einer inneren Anleihe

lasten natürlich auf den Zahlungsbilanzen dieser Länder und sind deswegen nur möglich, wenn ein Überschuß vorhanden ist. Derartige Verminderungen der Auslandsverschuldung wurden in großem Maßstab von Ländern wie Argentinien, Belgien, Finnland, Kanada, Indien und Südafrika vorgenommen. Wo Wertpapiere schon früher zurückgebracht worden waren, wurde in einigen Fällen die Gelegenheit benutzt, diese Verminderung der Auslandsschuld durch Umwandlung in eine innere Anleihe endgültig zu machen. Die belgische Konversion des Jahres 1935 und die ungarische „Nostrifizierung“ des Jahres 1936 sind Beispiele, die im Jahre 1937 von Polen mit einer  $4\frac{1}{2}\%$  inneren Zlotyanleihe, die etwa 37 Millionen Dollar zurückverbrachter meist mit 7 v. H. zu verzinsender Schuldverschreibungen ersetzt, befolgt wurden.

In einigen anderen Fällen wurden Pläne für die Erleichterung der ausländischen Schuldenlast aufgestellt, oft unter Mitwirkung irgendeiner halbamtlichen Körperschaft des Gläubigerlandes. Solcher Art war die im Jahre 1937 nach Verhandlungen mit amerikanischen, englischen und anderen Gläubigern erfolgte Herabsetzung des Zinssatzes der polnischen Auslandsanleihen von im allgemeinen 7 auf  $4\frac{1}{2}$  v. H.; außerdem wurde der Zinsfuß der schwedischen Zündholz-Dollaranleihe von 1930 von  $6\frac{1}{2}$  auf  $4\frac{1}{4}$  v. H. herabgesetzt. In ähnlicher Weise wurde der Zinssatz der beiden Danziger Völkerbundsanleihen während des Jahres von 7 auf 5 v. H. bzw. von  $6\frac{1}{2}$  auf  $4\frac{1}{2}$  v. H. gesenkt, während die letzte Fälligkeit herausgeschoben wurde.

Ferner wurde ein umfassender Plan für die Auslandsverschuldung Ungarns im Jahre 1937 aufgestellt, der an die Stelle verschiedener früherer Regelungen treten soll. Eine Dauerregelung der Bedingungen für die  $7\frac{1}{2}\%$  Völkerbunds-Wiederaufbauanleihe, durch die der Zinssatz auf  $4\frac{1}{2}$  v. H. herabgesetzt, die weitere Verbindlichkeit für die nur teilweise bezahlten Zinsscheine der Übergangszeit aufgehoben und die Laufzeit der Anleihe verlängert wird, wurde vom Schuldnerland vorgeschlagen und vom Völkerbunds ausschuss als „ernsthafte Angebot eines ehrlichen Schuldners“ unterstützt; dieses Angebot wurde von der überwiegenden Mehrheit der Anleiheinhaber angenommen. Andere, meist für drei Jahre geltende Regelungen wurden für die verbleibenden lang- und kurzfristigen Schulden des Landes zur Milderung der bisherigen Bestimmungen über den Zahlungsaufschub getroffen. In allen Fällen wurde dem Gläubiger mehr angeboten, als er erhielt, aber weniger als die ursprünglich vereinbarten Sätze. Es ist ernstlich zu hoffen, daß Verhandlungen mit anderen Ländern, die im Fortschreiten oder in der Schwebe sind, zu Vereinbarungen führen, die unter Berücksichtigung der Lage des Schuldners vom Gläubiger als recht und billig angenommen werden können.

Die Verminderung der Auslandsverschuldung, gleichgültig, ob sie durch Konversionen und Rückbringung von Kapital oder durch Sonderregelungen erfolgt, führt natürlich bei dem niedrigen Stande neuer Auslandsanleihen in den letzten Jahren zu einem Rückgang der Auslandsanlagen der Gläubigerländer. Dies gilt besonders für England und die Vereinigten Staaten. Die folgende, den Schätzungen von Sir Robert Kindersley entnommene Übersicht zeigt die Entwicklung für England:

In Millionen Pfund	Neue*) überseische Anleihen	Rückzahlungen des Auslandes und Tilgungen	Ausleihungen (+) oder Rückzahlungen (-)
1929	96	49	+ 47
1930	98	39	+ 59
1931	41	27	+ 14
1932	37	48	- 11
1933	83	67	+ 16
1934	63	42	+ 21
1935	51	81	- 30
1936	61	107	- 46

\*) Diese Zahlen, für die Zwecke dieser Übersicht besonders zusammengestellt, weichen von den auf Seite 73 angegebenen ab.

Die Rückzahlungen haben rascher zugenommen als die neuen Anleihen. Außerdem war während der Zeit eine kurzfristige Kapitalbewegung nach England festzustellen. Die in dem Schaubild auf Seite 68 angegebenen Londoner Gelder des Sterlingblocks sind jetzt um rund 100 Millionen Pfund höher als im Jahre 1929. Die französischen Gelder in London waren im Jahre 1929 hoch, aber nicht höher als jetzt. Inzwischen sind Englands kurzfristige Anlagen kleiner geworden – die für die Finanzierung des Außenhandels gewährten Kredite sind nicht so groß wie im Jahre 1929, und die Mitteleuropa und anderen Ländern eingeräumten Kredite sind viel niedriger. Das schon durch den Macmillan-Bericht im Jahre 1931 für London aufgezeigte Bestreben, „internationale Depositen-Geschäfte zum Unterschied von internationalen Akzeptgeschäften“ und sonstigen Handelsfinanzierungsgeschäften zu machen, ist noch stärker geworden; das Leihgeschäft geht zurück, und das Einlagengeschäft nimmt zu; die sich daraus ergebenden Verbindlichkeiten des Londoner Marktes sind zum großen Teil kurzfristig und durch hohe und unfruchtbare Goldbestände gedeckt.

Die folgende, aus den Zahlenangaben des amerikanischen Handelsamtes zusammengestellte Übersicht zeigt eine ähnliche Entwicklung für die Vereinigten Staaten:

In Millionen Dollar	Neue Auslandsanleihen	Rückzahlung und Tilgung von ausländischen Schuldverschreibungen	Ausleihungen (+) oder Rückzahlungen (-)
1929	631	199	+ 432
1930	822	173	+ 649
1931	212	207	+ 5
1932	27	122	- 95
1933	10	73	- 63
1934	0	89	- 89
1935	44	170	- 126
1936	20	166	- 146

Außerdem muß der starke Zustrom ausländischen Kapitals nach den Vereinigten Staaten in den letzten Jahren und der Rückgang der kurzfristigen Auslandsanlagen amerikanischer Banken, die unter die Hälfte des Betrags von 1929 gesunken sind, berücksichtigt werden.

Andererseits wurden in einzelnen Ländern die in Privatbesitz befindlichen ausländischen Wertpapiere durch die Behörden aufgerufen und von Zeit zu Zeit zur Beschaffung von Devisen verkauft; und diese Verkäufe haben zu einem kleinen Teil die Verminderung der Auslandsanlagen der Gläubigerländer ausgeglichen. In der Tschechoslowakei wurde im September 1934 die Anmeldung aller in Privatbesitz befindlichen Auslandswerte verfügt, der eine

Einziehung zugunsten des Staates folgte. Seitdem haben von Zeit zu Zeit Verkäufe von ausländischen Schuldverschreibungen und Aktien stattgefunden, die den Gegenwert von 20 bis 25 Millionen Dollar ergeben haben. In Italien wurden im Jahre 1935 durch Notverordnung Auslandskredite und Wertpapiere sowie im Ausland begebene italienische Wertpapiere aufgerufen; diese Werte sind teilweise veräußert worden, die erlösten Beträge sind aber nicht veröffentlicht worden. Auf Grund der Straffreiheitsbestimmungen in Deutschland vom Jahre 1936 wurden ausländische Guthaben und Wertpapiere im Gegenwert von mehreren hundert Millionen Reichsmark, die sich bis dahin im Besitz von deutschen Staatsangehörigen befunden hatten, den Behörden ausgehändigt. Wertpapiere wurden für deutsche Rechnung an ausländischen Börsen verkauft, und die Goldverschiffungen nach Deutschland beliefen sich in den drei Monaten bis Februar 1937 auf 50 Millionen Dollar. Die deutsche Weizeneinfuhr war aber im Frühjahr außerordentlich groß, und im Sommer 1937 wurde Gold im Wert von etwa 50 Millionen Dollar wieder ausgeführt. Die deutschen Verkäufe amerikanischer Wertpapiere wurden während des Jahres 1937 fortgesetzt, beliefen sich im ganzen aber nur auf 10 Millionen Dollar, während die deutschen Guthaben bei amerikanischen Banken, die sich in den ersten beiden Monaten 1937 von einem kaum nennenswerten Betrag auf 27 Millionen Dollar erhöht hatten, im Verlaufe des Jahres wieder zurückgingen.

Zum Teil infolge der Schwierigkeiten, die unmittelbaren Anlagen im Ausland ihrer Größe nach zu schätzen, finden diese nicht die Aufmerksamkeit, die sie verdienen. Ihre Bedeutung bedarf aber keiner Erörterung. Die sorgfältigen, ins Einzelne gehenden Schätzungen von Sir Robert Kindersley geben eine Summe von rund 3.350 Millionen Pfund als Betrag der englischen Anlagen in ausländischen Wertpapieren an, zu denen mindestens 500 Millionen Pfund für unmittelbare Anlagen hinzugerechnet werden müßten, d. h. solche Anlagen, die ohne das Mittel einer Wertpapieranleihe stattgefunden haben.

Für die Vereinigten Staaten sind die Zahlen sogar noch mehr in die Augen springend. Die gesamten Auslandsanlagen wurden Ende 1936 auf etwa 12,5 Milliarden Dollar veranschlagt, wovon auf Wertpapiere 4.750 Millionen Dollar und auf unmittelbare Anlagen (Buchwert) 7.750 Millionen Dollar entfielen. Die Anlagen in ausländischen Wertpapieren werden jedoch weitgehend ausgeglichen durch die im Besitz von Ausländern befindlichen amerikanischen Wertpapiere, während bei den unmittelbaren Anlagen nur ein kleiner Betrag unmittelbarer ausländischer Anlagen in den Vereinigten Staaten in Frage kommt. Die verhältnismäßige Bedeutung der Anlagen läßt sich vielleicht am besten nach den Einkünften aus beiden Gruppen beurteilen: das amerikanische Handelsamt schätzt die Reineinnahmen aus dem „Bestandskonto“ (d. h. nach Abzug der ausländischen Einkünfte aus amerikanischen Wertpapieren für 1936 auf nur 24 Millionen Dollar, gegenüber einem Reineinkommen von 295 Millionen Dollar aus unmittelbaren Anlagen.

Unmittelbare Anlagen sind nicht nur für England und die Vereinigten Staaten wichtig, sondern auch für viele andere Länder. Als Beispiel mögen die neuen Anlagen Japans in Mandschukuo dienen, die mit durchschnittlich

rund 250 Millionen Yen im Jahr von 1932 bis 1937 schwer auf der japanischen Zahlungsbilanz gelastet haben.

Die Bedeutung unmittelbarer Anlagen im Ausland hat während der Krise zugenommen – die natürliche Entwicklung ist durch Handels- und andere Beschränkungen etwas beschleunigt worden. In vielen Fällen, in denen die Einfuhr bestimmter Waren verboten ist oder inländische Industrien durch Zölle geschützt werden, haben ausländische Unternehmungen entweder selbst oder durch eine ihnen nahestehende Gesellschaft Werkanlagen errichtet und die für die Herstellung der betreffenden Waren innerhalb des geschützten Gebietes notwendigen sonstigen Anlagen und Ausrüstungen eingerichtet. Diese Art der Anlage erhöht in dem Land, wo sie vorgenommen wird, unmittelbar die Beschäftigung, und da, wo Devisenbeschränkungen bestehen, sind gewöhnlich Regelungen für den Transfer eines gewissen Mindestverdienstes getroffen worden. Die Mehrgewinne werden wiederangelegt, und die Anlage wächst durch ihre eigenen Erträge.

Unmittelbare Anlagen durch Ausländer und Aktienbesitz in Händen von Ausländern – kurz als Aktienanlagen bezeichnet – besitzen insofern einen großen Vorteil vor den Anlagen in Schuldverschreibungen, als sie in der Regel einen weniger starken Druck auf die Zahlungsbilanz des Schuldnerlandes ausüben. In Krisenzeiten, wenn die Gewinne aus Industrie- und sonstigen Unternehmungen schrumpfen, wird der zu transferierende Betrag abnehmen und die Zahlungsbilanz so von selbst entlastet werden. Die verhältnismäßige Leichtigkeit, mit der sich beispielsweise die Zahlungsbilanz Niederländisch-Indiens, eines Rohstofflandes, in der Krise von 1929–33 anpaßte, hängt zweifellos damit zusammen, daß die ausländischen Anlagen dieses Landes zum großen Teil Aktienanlagen waren.

Trotz aller Schwierigkeiten, die der internationale Handelsverkehr in den letzten Jahren hatte, hat der Umfang der unmittelbaren Anlagen und der Handelsfinanzierung zugenommen. Die Geschäftstätigkeit wurde so auf das Ausland ausgedehnt, wo immer sich nur Gelegenheiten boten. Es besteht ein seltsamer Gegensatz zwischen den Fortschritten der internationalen Finanzierung, die vorwiegend privater Natur ist, und der inneren Finanzierung in verschiedenen Ländern, die hauptsächlich für Rechnung der Regierungen geschieht.

Neue Kreditaufnahmen durch öffentliche Körperschaften im Ausland machen sich noch immer nur durch ihr Nichtvorhandensein bemerkbar, wenn auch in großem Umfange Konversionen vorgenommen worden sind. Die Hindernisse, die in den letzten Jahren einer Begebung von Auslandsanleihen in wichtigen Gläubigerländern entgegenstanden, sind etwas behoben worden. Das Vertrauen ist jedoch im Jahre 1937 durch das Vorkommen neuer Nichterfüllungen von vor kurzem geschlossenen Schuldvereinbarungen (wie in Brasilien) und durch den Rückgang der Kurse ausländischer Schuldverschreibungen von Ländern des Fernen Ostens und Mitteleuropas erschüttert worden. Diese Erschütterungen behindern natürlich jede Neubelebung der ausländischen Anleihetätigkeit. Etwa vorhandene Hoffnungen auf eine Besserung der Grundbedingungen der internationalen Finanzierung sind eng verknüpft mit einer dauernden Gesundung des Außenhandels.

### V. DIE ENTWICKLUNG DER ZINSSÄTZE.

Die allgemeine Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze geht weiter nach unten. Während des abgelaufenen Jahres wurden die Banksätze in mehreren Ländern gesenkt, in anderen blieben sie sehr niedrig. In einigen Fällen bestehen diese außergewöhnlich niedrigen Sätze schon sehr lange, in England seit sechs Jahren. Die Beibehaltung dieser niedrigen Sätze ist umso bemerkenswerter, wenn man bedenkt, wie sehr sich die Verhältnisse seit ihrer Festsetzung geändert haben. Nur in Frankreich war der Banksatz im Jahre 1937 im Endergebnis etwas höher; in keinem anderen Lande wurde der Banksatz aber mehr als einmal während des Jahres geändert.

In der ersten Hälfte des Jahres 1937 trat in der rückläufigen Bewegung der langfristigen Sätze in London und Neuyork ein Stillstand ein; allerdings zogen die Kurse für Staatspapiere in der letzten Jahreshälfte etwas an. Infolge der in Frankreich herrschenden besonderen Verhältnisse sind die langfristigen Zinssätze noch immer sehr hoch. Anderswo halten sich die langfristigen Sätze im allgemeinen auf einem niedrigen Stand oder gehen noch zurück. Besonders in der Schweiz und in Holland, die einen großen Kapitalzufluß zu verzeichnen hatten, war die Abwärtsbewegung sehr ausgeprägt.

#### 1. DIE KURZFRISTIGEN GELDMÄRKTE.

Die folgende Übersicht zeigt die Ende 1937 und Ende März 1938 geltenden amtlichen Diskontsätze europäischer Zentralbanken im Vergleich zu früheren Jahren:

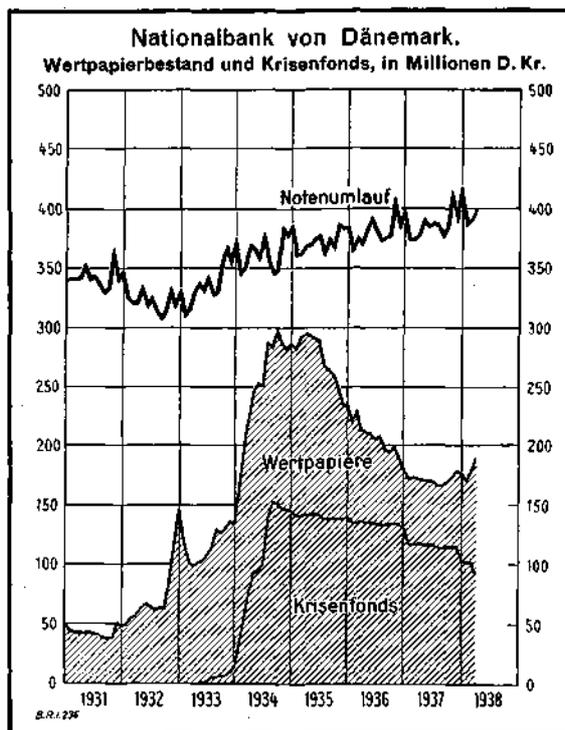
Diskontsätze europäischer Zentralbanken	niedrigster 1925-1929	Ende 1935	Ende 1936	Ende 1937	Veränderung im Jahre 1937	Ende März 1938 <sup>(d)</sup>
<b>1. Sätze, die im Jahre 1937 herabgesetzt wurden</b>						
Danzig . . . . .	5 ½	5	5	4	-1	—
Polen . . . . .	8	5	5	4 ½	- ½	—
Albanien . . . . .	9	7 ½	7	6	-1	—
Griechenland . . . . .	7 ½	7	7	6	-1	—
<b>2. Sätze, die im Jahre 1937 unverändert geblieben sind</b>						
Schweiz . . . . .	3 ½	2 ½	1 ½	1 ½	—	—
Belgien . . . . .	4	2	2	2	—	—
England . . . . .	4	2	2	2	—	—
Niederlande . . . . .	3 ½	3 ½	2	2	—	—
Schweden . . . . .	3 ½	2 ½ (a)	2 ½ (a)	2 ½ (a)	—	—
Tschechoslowakei . . . . .	5	3 ½	3	3	—	—
Österreich . . . . .	6	3 ½	3 ½	3 ½	—	(3 ½)(c)
Dänemark . . . . .	5	3 ½	4	4	—	4 (a)
Ungarn . . . . .	6	4	4	4	—	—
Finnland . . . . .	6	4	4	4	—	—
Deutschland . . . . .	5	4	4	4	—	—
Norwegen . . . . .	4 ½	3 ½	4	4	—	3 ½ (a)
Estland . . . . .	7 ½	4 ½ (b)	4 ½ (b)	4 ½ (b)	—	—
Italien . . . . .	5 ½	5	4 ½	4 ½	—	—
Portugal . . . . .	8	5	4 ½	4 ½ (a)	—	—
Rumänien . . . . .	6	4 ½	4 ½	4 ½	—	—
Lettland . . . . .	6 (c)	5 ½ (c)	5 (c)	5 (c)	—	—
Spanien . . . . .	5	5	5	5	—	—
Jugoslawien . . . . .	5 ½	5	5	5	—	—
Litauen . . . . .	7	6	5 ½	5 ½	—	—
Bulgarien . . . . .	9	6	6	6	—	—
<b>3. Sätze, die im Jahre 1937 erhöht wurden</b>						
Frankreich . . . . .	3 ½	6	2	3	+1	—

(a) ½ v. H. niedriger für Rediskontierungen der Banken. (b) ½ v. H. niedriger für Bankakzepte.  
(c) ½ v. H. höher für Privatfirmen. (d) soweit seit Ende 1937 geändert.  
(e) letzter Satz, der für die Österreichische Nationalbank galt.

Von den sechszwanzig in der Übersicht enthaltenen Ländern ließen einundzwanzig ihre amtlichen Diskontsätze während des Jahres unverändert, vier nahmen Herabsetzungen vor, und nur in einem Land, Frankreich, wo besondere Verhältnisse vorlagen, fand eine Erhöhung des Diskontsatzes während des Jahres statt. Die in der Übersicht für das Jahr 1937 angegebenen Herabsetzungen amtlicher Diskontsätze betrafen ausnahmslos Sätze, die vorher über 4 v. H. betragen hatten, und spiegelten im allgemeinen die verbesserte äußere Lage der betreffenden Länder wider. In Portugal wurde im August 1937 ein Satz für Rediskontierungen, der  $\frac{1}{2}$  v. H. unter dem gewöhnlichen Diskontsatz liegt, eingeführt. Außerdem ist die von der Rumänischen Nationalbank vorgenommene Herabsetzung des Zinssatzes auf Ausleihungen gegen staatliche Wertpapiere von  $5\frac{1}{2}$  auf 5 v. H. zu erwähnen, während der amtliche Diskontsatz unverändert bei  $4\frac{1}{2}$  v. H. geblieben ist. Des weiteren zogen die Zentralbanken von Dänemark und Norwegen, zwei Länder, in denen die Abwärtsbewegung der Sätze im Jahre 1936 aufgehalten worden war, besonderen Nutzen aus den besseren Einnahmen der Schifffahrt im Jahre 1937 und konnten auf ihren Märkten den Zinssatz für Kredite im ersten Vierteljahr 1938 ermäßigen.

Obwohl in Norwegen die Sparkasseneinlagen zurückgehen oder einen Stillstand zeigen, da die ungünstig wirkende Steuer auf Einlagen noch immer in Kraft ist, haben sich die Einlagen bei den Handelsbanken doch etwas vermehrt, und der Markt für festverzinsliche Werte wurde fester. Unter diesen Umständen wurde der amtliche Diskontsatz, der im Dezember 1936 um  $\frac{1}{2}$  v. H. auf 4 v. H. erhöht worden war, im Januar 1938 im gleichen Verhältnis auf  $3\frac{1}{2}$  v. H. gesenkt. Außerdem erklärte sich die Norges Bank

bereit, den Banken von diesen indossierte echte Handelswechsel zu  $\frac{1}{2}$  v. H. unter dem üblichen Diskontsatz zu rediskontieren (eine Vergünstigung ähnlich derjenigen, wie sie seit einigen Jahren in Schweden besteht). Die Nationalbank von Dänemark, die zwar einen amtlichen Banksatz von 4 v. H. beibehalten hat, führte ebenfalls ab Anfang März 1938 für Rediskontierungen der Banken einen Satz ein, der  $\frac{1}{2}$  v. H. unter dem üblichen Diskontsatz liegt. Schon im Jahre 1937 konnte die Nationalbank, wie das nebenstehende Schaubild zeigt, ihre in den letzten Jahren verfolgte Politik des Verkaufs von Schuldverschreibungen auflockern. Da jedoch die Diskontierungen und Vorschüsse vermindert wurden, nahm der

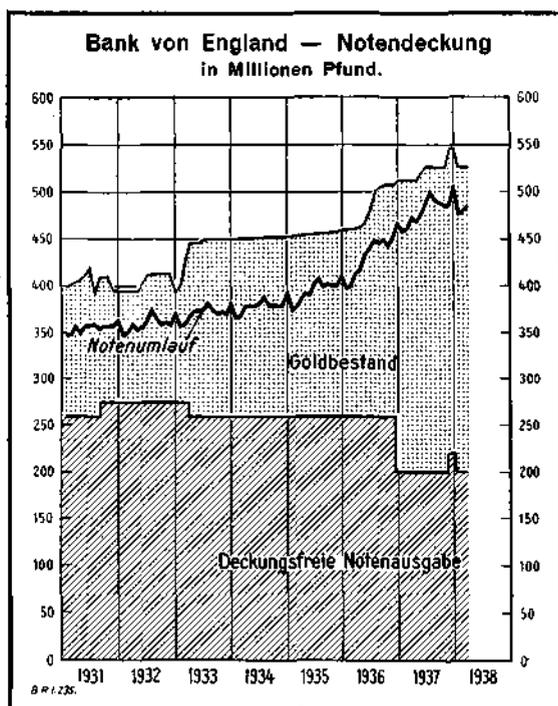


Gesamtumfang der Zentralbankkredite von 492 Millionen dänische Kronen Ende 1936 auf 449 Millionen dänische Kronen Ende 1937 ab.

Die in Frankreich festzustellende Abweichung von der allgemeinen Entwicklung der Zinssätze spiegelt die Ungewißheit am französischen Geld- und Kapitalmarkt wider, die in der häufigen Kapitalflucht zum Ausdruck kommt zu einer Zeit, in der riesige öffentliche Anleihen für Rüstungs- und andere Zwecke erforderlich sind. Unter den herrschenden Umständen mußte der Staat wiederum die Bank von Frankreich in Anspruch nehmen; im Jahre 1937 erhielt er über 14 Milliarden französische Franken als Vorschüsse der Bank von Frankreich, ein Betrag, der allerdings niedriger ist als der des Jahres 1936. In den ersten drei Monaten 1938 wurden weitere 6,5 Milliarden französische Franken aufgenommen. Die Flüssigkeit des Marktes wurde durch diese Vorschüsse nicht erhöht, da das neu geschaffene Geld durch den Abfluß von Geldern und die sich daraus ergebende Goldausfuhr ausgeglichen wurde. Trotz der bedeutenden Preissteigerung in Frankreich haben sich die gesamten Kredite der Pariser Großbanken (Wechselbestand, Vorschüsse und Überziehungen) nur von 26.250 Millionen französische Franken im Dezember 1936 auf 27.150 Millionen französische Franken ein Jahr später erhöht, und die während des Jahres um etwa 1 Milliarde gestiegenen Ausleihungen der Bank von Frankreich an andere Kreditnehmer als den Staat haben kaum vermocht, den Mangel an privatem Kredit zu beheben.

In den anderen in der obigen Übersicht enthaltenen Ländern wurden keine Veränderungen in den von den Zentralbanken festgesetzten Sätzen für Diskontierungen und Vorschüsse vorgenommen. Diese Tatsache ist an sich schon von einiger Bedeutung im Hinblick auf die großen Preisbewegungen und die Veränderungen in der Wirtschaftstätigkeit, die während des Jahres stattgefunden haben, sowie in Anbetracht der wachsenden staatlichen Ausgaben in den meisten Ländern. Wenn aber die Sätze unverändert geblieben sind, so sind andere sehr bedeutungsvolle Entwicklungen in den Kreditverhältnissen der verschiedenen Länder zu Tage getreten.

Der amtliche Diskontsatz der Bank von England ist seit Juni 1932 unverändert bei 2 v. H. geblieben. Die Marktsätze haben sich auch im Jahre 1937 weiter auf einem niedrigen Stand gehalten; der Tendersatz für Schatzwechsel beträgt 0,56 v. H. gegenüber 0,58 v. H. im vorhergehenden Jahr. Eine bemerkenswerte Entwicklung im Jahre 1937 stellt die Tatsache dar, daß der Banksatz nicht einmal gelegentlich der Halbjahresabschlüsse wirksam geworden ist. Etwas derartiges hat sich seit Anfang der siebziger Jahre nicht mehr ereignet, außer in den Kriegsjahren 1916–18. Der Hauptgrund dafür, daß der Markt bei der Bank kein Geld aufzunehmen brauchte, liegt in dem Verfahren der Begebung von Schatzwechseln durch „Bieten“ (tender), die zahlbar sind, wenn eigentlich eine Verknappung eintreten müßte; auf diese Weise wurde die Last auf das Schatzamt abgewälzt, das im Juni und Dezember 1937 infolge des Ablaufs fälliger Schatzwechsel rund 50 Millionen Pfund von der Bank von England leihen mußte. Das Ende des Jahres 1937 war insofern bemerkenswert, als es das einzige Mal war, daß die deckungsfreie Notenausgabe der Bank von England vorübergehend heraufgesetzt wurde, um eine jahreszeitlich bedingte Erhöhung des Notenumlaufs zu ermöglichen: die gesamte deckungsfreie Noten-



ausgabe wurde am 17. November von 200 auf 220 Millionen Pfund erhöht und am 19. Januar 1938 wieder auf 200 Millionen Pfund herabgesetzt.

Die Nachfrage nach kurzfristigen Anlagen ist in den letzten Jahren sehr gestiegen. Die Einlagen von zehn Londoner Abrechnungsbanken, für die eine Deckung von etwa 20 v. H. in kurzfristigen Anlagen zuzüglich 10 v. H. in Kasse besteht, haben sich von 1.840 Millionen Pfund im Dezember 1929 auf 2.270 Millionen Pfund im Dezember 1937 erhöht. Außerdem sind die „Auslandsgelder“, das sind hauptsächlich die flüssigen Mittel ausländischer Banken in London, in den letzten Jahren bedeutend gestiegen und erreichen jetzt einen

sehr hohen Stand. Für kurzfristige Bankgelder besteht hauptsächlich eine Anlagemöglichkeit in Schatzwechseln und Bankakzepten. Diese sind namentlich infolge des veränderten Verfahrens bei der Finanzierung des Welthandels zurückgegangen; es wird geschätzt, daß sich der Gesamtumlauf von über 300 Millionen im Jahre 1929 auf weniger als die Hälfte dieses Betrages im Jahre

England - Schatzwechselumlauf.

31. Dezember (in Millionen Pfund)	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937
<b>Gesamtbetrag der Schatzwechsel . . . . .</b>	780	690	665	928	939	900	866	766	890
<b>Nach Abzug der Wechsel, ausgestellt:</b>									
zur Deckung des laufenden Fehlbetrages im Staatshaushalt* . . . .	170	181	204	205	98	110	114	139	173
für den Währungsausgleichsfonds . . . . .	-	-	-	150	350	350	350	350	550
<b>Verbleiben: sonstige umlaufende Schatzwechsel</b>	610	509	461	573	491	440	402	277	167
<b>Jährliche Zunahme (+) oder Abnahme (-) der sonstigen umlaufenden Schatzwechsel . . . . .</b>	-40	-101	-48	+112	-82	-51	-38	-125	-110

\* einschließlich des Neuen Tilgungsfonds 1929-32.

1937 vermindert hat, und obwohl der in den amtlichen Ausweisen angegebene Gesamtbetrag aller Schatzwechsel keine wesentliche Änderung erfahren hat, so ergibt sich bei einer Betrachtung der Einzelheiten doch, daß eine Schrumpfung stattgefunden hat.

Die infolge des Kassenbedarfs der Finanzverwaltung erfolgte Begebung von Schatzwechseln erklärt sich aus der Zusammendrängung der Einnahmen aus den unmittelbaren Steuern in die Zeit von Januar bis März (die letzten drei Monate des Haushaltsjahrs), die eine vorübergehende Geldaufnahme in den ersten Monaten notwendig macht. Wenn die den Kassenbedarf des Schatzamts deckenden Wechsel und die an den Währungsausgleichfonds begebenen Wechsel von dem Gesamtbetrag der umlaufenden Schatzwechsel abgezogen werden, so stellt der verbleibende Betrag, abgesehen von Schwankungen, die sich aus anderen Formen der zeitweiligen Kreditaufnahme wie z. B. „ways and means“-Betriebskredite sowie andere kleinere Kredite ergeben, den schwebenden Rest aus früheren Haushaltsfehlbeträgen dar, die meistens aus der Kriegszeit stammen. Infolge der aus der Zusammenstellung ersichtlichen ständigen Verringerung ist der Gesamtbetrag der „sonstigen“ umlaufenden Schatzwechsel von 1929 bis 1937 um 443 Millionen Pfund zurückgegangen. Hiervon wurden in den Jahren 1936 und 1937 235 Millionen Pfund konsolidiert, hauptsächlich durch die Auflegung von zwei Staatsanleihen von je 100 Millionen Pfund, die 2¾% Fundierungsanleihe im November 1936 und die 2½% Nationale Verteidigungsanleihe im April 1937. Die erste Anleihe war eine reine Konsolidierungsanleihe; die zweite galt der Finanzierung von Rüstungsausgaben, so daß ihre erste Auswirkung ein Rückgang der ausstehenden Schatzwechsel war (während sich in dem Maße, wie das Geld nach und nach ausgegeben wird, eine umgekehrte Bewegung ergibt).

So ist trotz der Begebung von 550 Millionen Pfund an den Währungsausgleichfonds der Gesamtbetrag der umlaufenden Schatzwechsel während der 8 Jahre nur um 110 Millionen höher. Tatsächlich ist der Zugang von Wechseln am Markt nicht so groß, da ein Teil der Wechsel des Währungsausgleichfonds beim Fonds bleibt und nicht ausgegeben wird. Der Gesamtbetrag der durch „Bieten“ (tender) begebenen Wechsel stieg nur von 573 Millionen Pfund im Dezember 1929 auf 620 Millionen Pfund im Dezember 1937. Nach roher Schätzung sind die dem Markt zur Verfügung stehenden Bankakzepte und Schatzwechsel von insgesamt 900 Millionen Pfund im Jahre 1929 auf etwa 750 Millionen Pfund im Jahre 1937 zurückgegangen.

Der Mangel an kurzfristigen Bankanlagen am Londoner Markt ist daher auf ein vermindertes Angebot an Wechseln (hauptsächlich infolge des Mangels an Akzepten und der von der Regierung befolgten Politik der Konsolidierung der schwebenden Schuld) und eine Zunahme der für derartige Anlagen zur Verfügung stehenden Gelder zurückzuführen. Diese Verhältnisse sind nicht ohne Einfluß auf die Abrechnungsbanken geblieben, wie die auf der folgenden Seite wiedergegebene Übersicht über die Bewegungen der Hauptposten ihrer Bilanzen zeigt. Trotz der starken Zunahme der Vorschüsse (auf den höchsten Stand seit Mitte 1930) hat sich der Zuwachs der Gesamteinlagen der Banken verlangsamt, und die Anlagen weisen seit 1931 den ersten Rückgang auf (der, zum Teil wenigstens, auf Abschreibungen zurückzuführen sein mag). Der

Londoner Abrechnungsbanken — in Millionen Pfund.

Zahl der Banken	Ende	Gesamt-einlagen	Kassenbestand, tägliches Geld und diskontierte Wechsel	Vorschüsse	Anlagen
10	1935	+ 108	+ 60	+ 24	+ 18
10	1936	+ 150	+ 38	+ 72	+ 29
11	1937	+ 20	- 50	+ 95	- 24

Wettbewerb<sup>1)</sup> der Banken um Einlagen hat sich während des Jahres verschärft, und über die Hälfte der für 1937 ausgewiesenen Zunahme entfällt auf eine der "big five" (während vier der Abrechnungsbanken in dem Jahr Einlagenrückgänge zu verzeichnen haben). Anfang 1938 erhöhte die Bank von England ihren Bestand an Staatspapieren. Dies zusammen mit anderen Tatsachen führte zu einer Erhöhung der Bankenguthaben bei der Bank von England um 20 Millionen Pfund im Durchschnitt des ersten Vierteljahres 1938 gegenüber dem entsprechenden Zeitabschnitt des Vorjahres. Da die Gesamtkativen der Abrechnungsbanken sich nicht erhöhten, veränderte sich dadurch lediglich ihre Barreserve.

Die europäischen Länder, außer England, die die niedrigsten Zentralbank- und Marktzinssätze haben, sind die Schweiz mit einem amtlichen Diskontsatz von  $1\frac{1}{2}$  v. H., die Niederlande und Belgien mit Sätzen von 2 v. H. und Schweden mit einem Diskontsatz von  $2\frac{1}{2}$  v. H. und einem Rediskontsatz für Banken von nur 2 v. H. In den Niederlanden ist der Marktsatz für Dreimonats-Bankakzepte bis auf  $\frac{1}{8}$  bis  $\frac{1}{4}$  v. H. und in der Schweiz bis auf 1 v. H. gesunken. In Belgien hatten sich die Handelswechsel mit ein- bis dreimonatiger Laufzeit am Ende des Jahres auf 1,7 v. H. befestigt, nachdem der Satz bis September 1 v. H. betragen hatte; die Steigerung ist ein Beweis für die Marktverknappung, die auch im ersten Vierteljahr 1938 angehalten hat. Die Zahlungen am Jahresende wickelten sich aber leicht ab dank des Kapitalrückflusses infolge des Ablaufs von Devisenzeitgeschäften. In Schweden, wo außerhalb der Banken kein Geldmarkt vorhanden ist, beträgt der Satz für Dreimonats-Handelswechsel  $2\frac{1}{2}$  v. H.; vor einigen Jahren, als Sonderbegebungen von Schatzwechseln stattgefunden haben, wurden aber Sätze von weniger als  $\frac{1}{2}$  v. H. notiert.

Die erhöhte Flüssigkeit des niederländischen und schweizerischen Marktes war in erster Linie das Ergebnis eines großen Geldzuflusses, teils von inländischem Geld, das vorher im Ausland gehalten worden war, und teils von ausländischem Kapital. Andererseits scheint in Belgien sehr wenig ausländisches Geld vorhanden zu sein; die Bewegungen, die in den letzten Jahren stattgefunden haben, scheinen sich zum großen Teil gegenseitig ausgeglichen zu haben. In Schweden endlich ist die Zunahme des Gold- und Devisenbestandes der Zentralbank hauptsächlich auf einen wesentlichen Überschuß bei den laufenden Posten der Zahlungsbilanz zurückzuführen. Einen gewissen Ausgleich hat in den Niederlanden der Währungsausgleichfonds durch die Abgabe von Staatspapieren geschaffen; dieser hat sich aber nur auf einen

kleineren Teil der einströmenden Gelder ausgewirkt; in den anderen drei Ländern besteht keinerlei Ausgleichsmöglichkeit. Unter diesen Umständen führt der Zufluß von Geldern unmittelbar zu einer Vermehrung der Einlagen bei den Handelsbanken und ihrer Kassenhaltung bei der Zentralbank, so daß diese nur so weit in der Lage ist, den Geldzufluß unwirksam zu machen, wie sie die von ihnen gewährten Kredite verringern kann. Die nachstehende Aufstellung zeigt für die vier Länder das Anwachsen des Notenumlaufs und der sonstigen Sichtverbindlichkeiten sowie die Veränderungen in den von den Notenbanken gewährten Krediten im Vergleich zu 1929.

Einzelne Posten aus Zentralbankausweisen.

In Millionen der Landeswährung	Ende			
	1929	1935	1936	1937
<b>Niederländische Bank</b>				
Noten . . . . .	851	809	792	868
Sonstige Sichtverbindlichkeiten . . . . .	34	51	310	755
Kredite . . . . .	208	212	383	258
<b>Schweizerische Nationalbank</b>				
Noten . . . . .	999	1.366	1.482	1.531
Sonstige Sichtverbindlichkeiten . . . . .	200	401	1.363	1.716
Kredite . . . . .	270	452	125	96
<b>Schwedische Reichsbank</b>				
Noten . . . . .	569	786	893	980
Sonstige Sichtverbindlichkeiten . . . . .	274	384	594	780
Kredite . . . . .	434	83	83	59
<b>Belgische Nationalbank</b>				
Noten . . . . .	13.437	20.637	22.452	21.460
Sonstige Sichtverbindlichkeiten . . . . .	1.075	4.897*)	4.651	3.939
Kredite . . . . .	**)	**)	3.331	3.279

\*) Am 28. März 1935, d. h. unmittelbar vor der Abwertung des belgischen Franken, beliefen sich die Sonstigen Sichtverbindlichkeiten insgesamt auf nur 1.055 Millionen belgische Franken, auf den gleichen Betrag wie Ende 1929.

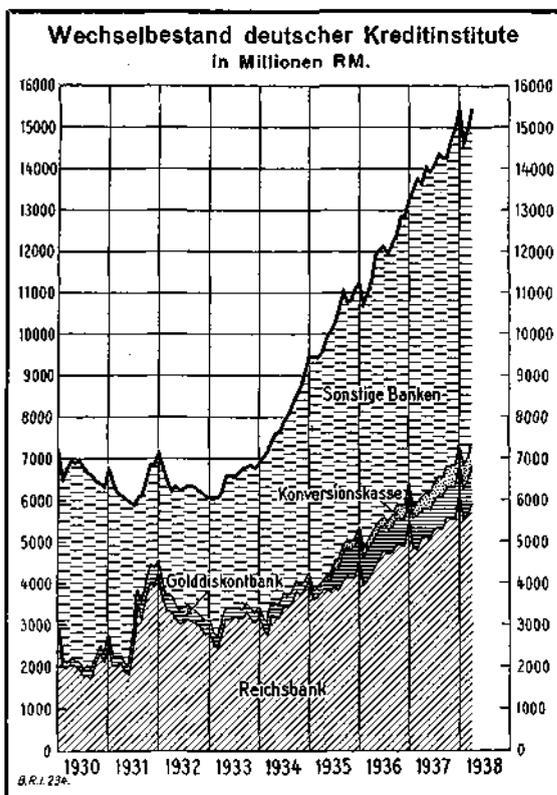
\*\*\*) Vergleichsziffern für 1929 und 1935 lassen sich aus den veröffentlichten Ausweisen nicht berechnen.

Den Hauptteil der „Sonstigen Sichtverbindlichkeiten“ bildet in jedem einzelnen Fall die Kassenhaltung der Handelsbanken; in Schweden und der Schweiz scheint die Verminderung der gewährten Kredite die Grenze der möglichen Drosselung erreicht zu haben; was die Kredite der Niederländischen Bank anbelangt, so sind die Zahlen für 1935–37 deshalb so hoch, weil eine Anleihe an Niederländisch-Indien (Ende 1937 66 Millionen Gulden) und einige andere Posten, die in Wirklichkeit keine Kreditausweitung für den Markt bedeuten, mit darin enthalten sind.

In allen vier Ländern hat das Recht zur Durchführung von Offenmarkt-Geschäften zur Zeit nur geringen Wert, denn was not tut, ist eine Verringerung des Zentralbankkredits, und keine der Zentralbanken besitzt große Beträge an Staatspapieren für den Verkauf auf den Märkten. Größere Überwachungs-

befugnisse sind kürzlich der Schwedischen Reichsbank übertragen worden, sie haben aber noch keine praktische Anwendung gefunden. In erster Linie ist es der Riksbank erlaubt, alle Einlagen zu verzinsen (anstatt wie bisher nur Zeiteinlagen); von diesem Recht kann Gebrauch gemacht werden, um Geld aus dem Markt zu ziehen und der Zentralbank zuzuführen. Außerdem kann die Riksbank für die Handelsbanken eine Kassenhaltung bis zu 25 v. H. der Sichtverbindlichkeiten vorschreiben. In allen vier Ländern haben die Handelsbanken zur Zeit verhältnismäßig wenig Gelegenheit, ihren Kredit zu erweitern, da keine Nachfrage nach Industrie und Handelsvorschüssen besteht, und die Banken sind sehr wenig geneigt, ihre sonstigen Anlagen noch zu vermehren. Die großen Guthaben, die sie bei den Zentralbanken angesammelt haben, bleiben so fast gänzlich unausgenutzt.

Während in Deutschland der Banksatz seit der Herabsetzung im September 1932 auf 4 v. H. stehen geblieben ist, ist der Marktsatz für tägliches Geld zurückgegangen; der Durchschnittssatz betrug im Jahre 1936 3 v. H. und im Jahre 1937 etwas über  $2\frac{3}{4}$  v. H.; im April 1937 fiel der Satz vorübergehend auf unter 2 v. H., dem niedrigsten Stand seit 1914. Der gesamte Wechselbestand der Reichsbank und der ihr nahestehenden Institute hat sich von 3 Milliarden zu Anfang des Jahres 1933 auf rund 7,5 Milliarden Reichsmark Ende 1937 vermehrt, während die Rediskontierungen, wie die Giroverbindlichkeiten der Handelsbanken zeigen, bedeutend zurückgegangen sind. Da sich in der gleichen Zeit der Gesamtbetrag der bei den Banken befindlichen Wechsel von 6 auf über 15 Milliarden Reichsmark erhöht hat, blieb der Anteil der Reichsbank und der ihr nahestehenden Institute an dem Gesamtbetrag etwa 50 v. H. Bei diesen Zahlenangaben sowohl wie bei dem Schaubild sind die von der Deutschen Golddiskontbank ausgestellten Solawechsel von dem Betrag der von dieser Bank gehaltenen Wechsel abgezogen worden, um eine Doppelzählung zu vermeiden. Diese Solawechsel werden von der Golddiskontbank zum größten Teil an die Handelsbanken zur Aufsaugung ihrer flüssigen Mittel begeben, und der Erlös wird zur Übernahme von Wechseln aus dem Bestand der Reichsbank verwendet, wodurch die verfügbaren Mittel des Marktes soweit wie möglich ausgenutzt werden.



teil der Reichsbank und der ihr nahestehenden Institute an dem Gesamtbetrag etwa 50 v. H. Bei diesen Zahlenangaben sowohl wie bei dem Schaubild sind die von der Deutschen Golddiskontbank ausgestellten Solawechsel von dem Betrag der von dieser Bank gehaltenen Wechsel abgezogen worden, um eine Doppelzählung zu vermeiden. Diese Solawechsel werden von der Golddiskontbank zum größten Teil an die Handelsbanken zur Aufsaugung ihrer flüssigen Mittel begeben, und der Erlös wird zur Übernahme von Wechseln aus dem Bestand der Reichsbank verwendet, wodurch die verfügbaren Mittel des Marktes soweit wie möglich ausgenutzt werden.

Die Golddiskontbank treibt so gewissermaßen eine Offenmarkt-Politik für die Reichsbank, und der Betrag der umlaufenden Sola-

Solawechsel der Deutschen Golddiskontbank	1935	1936	1937	1938
	in Millionen RM			
Januar . . . . .	-	629	700	498
Februar . . . . .	-	716	1.185	561
März . . . . .	-	750	1.082	767
April . . . . .	-	862	1.240	
Mai . . . . .	202	655	1.141	
Juni . . . . .	358	716	993	
Juli . . . . .	546	396	906	
August . . . . .	651	71	622	
September . . . . .	495	30	512	
Oktober . . . . .	492	406	604	
November . . . . .	701	463	951	
Dezember . . . . .	701	400	763	

wechsel ist der beste Gradmesser für die Verfassung des Berliner Marktes.

Der Solawechselumlauf nimmt mit der Flüssigkeit des Marktes zu; die Rückgänge stehen in engem Zusammenhang mit der Auflegung der Konsolidierungsanleihen des Reiches, die sich in den letzten Jahren auf rund 9,5 Milliarden Reichsmark belaufen haben.

In dem Aufbau des Berliner Geldmarktes sind namentlich seit 1933 grundlegende Änderungen eingetreten; kurzfristige Wechsel sind

mehr und mehr die wesentliche Kreditart geworden, während Bankkredite und Vorschüsse stark zurückgegangen sind. Dies wird veranschaulicht durch die Bewegung der Hauptposten aus den veröffentlichten Ausweisen der Berliner Großbanken:

Berliner Großbanken	1928	1932	1936	1937
	Beträge am Jahresende in Millionen RM			
Bilanzsumme . . . . .	12.298	8.803	7.653	8.071
Kassenbestand . . . . .	422	254	257	256
Wechsel und Schecks . . . . .	2.579	1.221	2.069	2.620
Schatzwechsel usw. . . . .	152	479	442	407
Wertpapiere . . . . .	285	791	996	998
Vorschüsse und Kredite . . . . .	4.910	4.382	3.132	3.012
Rembourskredite . . . . .	1.419	901	193	190
Einlagen (zusammen) . . . . .	10.654	7.326	6.342	6.781

Der Rückgang der Gesamtbilanzsumme von über 12 Milliarden Reichsmark im Jahre 1928 auf 8 Milliarden Reichsmark im Jahre 1937 erklärt sich zum großen Teil aus der allmählichen Ausscheidung von ausländischen Posten. Wenn der Preisrückgang seit 1928 berücksichtigt wird, ist wohl der Unterschied zwischen den damals und jetzt gewährten Inländischen Krediten nicht so groß, wie es auf den ersten Blick erscheint. Die Wechselbestände der Berliner Großbanken haben sich seit 1933 mehr als verdoppelt, während sich der Wechselbestand sämtlicher Banken verdreifacht hat, da auf die Staats- und Landesbanken sowie auf die Girozentralen im Verhältnis mehr entfällt. Im Jahre 1936 hat der Umfang der Wechsel mit längerer Laufzeit als den üblichen drei Monaten zugenommen: diese von den fünf Berliner Großbanken gehaltenen Wechsel haben sich von 5 v. H. ihres gesamten Wechselbestandes Ende 1935 auf 32 v. H. Ende 1936 erhöht. Ende 1937 ist dieser Anteil auf 24 v. H. gefallen — der Umfang der längerlaufenden Wechsel hat damals an sich

abgenommen, wogegen sich der Gesamtwechselbestand um  $27\frac{1}{2}$  v. H. vermehrt hat.

In Italien hat sich der Banksatz unverändert auf  $4\frac{1}{2}$  v. H. gehalten; am offenen Markt hat sich aber eine gewisse Spannung gezeigt, wie die Heraufsetzung des Mailänder Privatkontsatzes für Viermonats-Handelswechsel von  $4\frac{1}{2}$ –5 v. H. im Juni auf  $5\text{--}5\frac{1}{2}$  v. H. im Juli 1937 beweist. Handel und Industrie hatten im allgemeinen einen erhöhten Kreditbedarf; der Gesamtbetrag der von den Banken hauptsächlich für industrielle und Handelszwecke gegebenen Vorschüsse stieg von 27,1 Milliarden Lire im August 1936 auf 29,8 Milliarden Lire im Juni 1937. Andererseits erhöhten sich die Spareinlagen bei den Kreditunternehmungen von 68,9 Milliarden Lire Ende 1936 auf 72,1 Milliarden Lire Ende 1937; dies bedeutet eine Zunahme um 3,2 Milliarden Lire während des Jahres, gegenüber einer Zunahme von 7,4 Milliarden im Jahre 1936. In dem Jahresbericht der Banca d'Italia für 1937 wird erklärt, daß „unter den während des Jahres herrschenden Bedingungen Gelder, die während der Krise den Bankeinlagen zugeflossen sind, zu den Industrieanlagen oder Staatspapieren hingelenkt wurden. Tatsache ist, daß im Jahre 1937, in dem der Einlagenzuwachs weniger stark war als im vorhergehenden Jahr, die privaten Anleihebegebungen zugenommen haben, während gleichzeitig der Staat einen großen Betrag Schatzwechsel am Markt untergebracht hat.“ Die Gelder, die der Staat auf diese und andere Weise erhalten hat, haben es ermöglicht, die Vorschüsse der Banca d'Italia an den Staat im Jahre 1937 um 2 Milliarden Lire auf 1 Milliarde Lire zu vermindern.

In anderen europäischen Ländern ist die Verfassung des Marktes ebenfalls verhältnismäßig leicht geblieben. In Finnland beispielsweise vermittelt der Banksatz, der bei 4 v. H. steht, kein richtiges Bild von der Marktverfassung, die sich besser danach beurteilen läßt, daß in einem Land, in dem Banken üblicherweise stets an die Zentralbank verschuldet sind (zeitweise stark infolge der heftigen jahreszeitlichen Handelsschwankungen) seit  $4\frac{1}{2}$  Jahren keine Rediskontierungen durch die Handelsbanken vorgenommen worden sind.

Außerhalb Europas haben sich die kurzfristigen Zinssätze ebenfalls auf einem ungewöhnlich niedrigen Stand gehalten. Wie im letzten Jahresbericht erwähnt, hat keine der neuen Zentralbanken in den überseeischen Ländern, wie Kanada, Neuseeland, Indien und Argentinien, für ihre Mitgliedsbanken bisher Wechsel rediskontiert, und dies trifft auch für 1937 zu.

In den Vereinigten Staaten wurden am 21. August 1937 die Diskontsätze der Bundes-Reserve-Banken in Atlanta und Chicago von 2 auf  $1\frac{1}{2}$  v. H. herabgesetzt, und eine Woche später der Diskontsatz der Neuyorker Reserve-Bank von  $1\frac{1}{2}$  auf 1 v. H. Wenn auch der letzte Satz der niedrigste ist, der jemals bei einer Zentralbank in Geltung war, so war die Herabsetzung doch von verhältnismäßig geringer Bedeutung, da der Ankaufskurs der Neuyorker Reserve-Bank für 90tägige Bankakzepte, der am meisten dem amtlichen Banksatz in Europa entspricht, unverändert auf  $\frac{1}{2}$  v. H. gehalten wurde, worauf er im Oktober 1933 gesenkt worden war. Es wurde jedoch gehofft, daß als Ergebnis der Senkung der Diskontsätze der Reserve-Banken sich die Mitgliedsbanken bei Kreditbedarf an diese wenden würden, statt Wertpapiere zu ver-

kaufen. Um die tiefere Bedeutung der im Jahre 1937 vorgenommenen Änderungen der Diskontsätze der verschiedenen Bundes-Reserve-Bezirke zu verstehen (am 4. September waren die Sätze in allen Bezirken außerhalb Neuyorks auf  $1\frac{1}{2}$  v. H. herunter), muß man die Entwicklung der Lage in Neuyork einer Betrachtung unterziehen. Die Handelsbanken dieses Platzes sind weit empfindlicher als die Banken im Innern des Landes für den Einfluß der Bundes-Reserve-Politik (Änderungen der Diskontsätze, der Pflichtreserven und der Offenmarkt-Geschäfte) sowie für Goldbewegungen und die Geschäfte des Bundesschatz-amtes. Während einer Reihe von Jahren war die starke Geldbewegung nach und von Neuyork (die man als die Kapitalbilanz des Neuyorker Marktes bezeichnen kann) dauernd für Neuyork günstig. So haben die Neuyorker Banken von 1934 bis 1936 aus der Goldeinfuhr ständig Rücklagen gewonnen. Gleichzeitig wurden durch die Geschäfte des Bundes-Schatz-amtes bedeutende Geldbeträge von Neuyork abgezogen; insbesondere wurden Gelder, die in Neuyork durch Verkäufe von Staatspapieren aufgebracht worden waren, um den Fehlbetrag im Haushalt zu decken, vom Staat vielfach in anderen Teilen des Landes verwendet und so die Gelder von Neuyork fort zu Banken außerhalb Neuyorks hinbewegt. Diese Bewegung wurde aber teilweise durch die Wiedereinlage von Kassenüberschüssen der Banken im Lande bei ihren Neuyorker Korrespondenten ausgeglichen. Von 1934 bis 1936 führten die erwähnten drei Gesichtspunkte dauernd zu einer Erhöhung der Reserven der Neuyorker Banken. Im Jahre 1937 wurde diese günstige Neuyorker Zahlungsbilanz aber aus einer Reihe von Gründen umgestoßen, und in der ersten Hälfte des Jahres wurde sie sehr ungünstig.

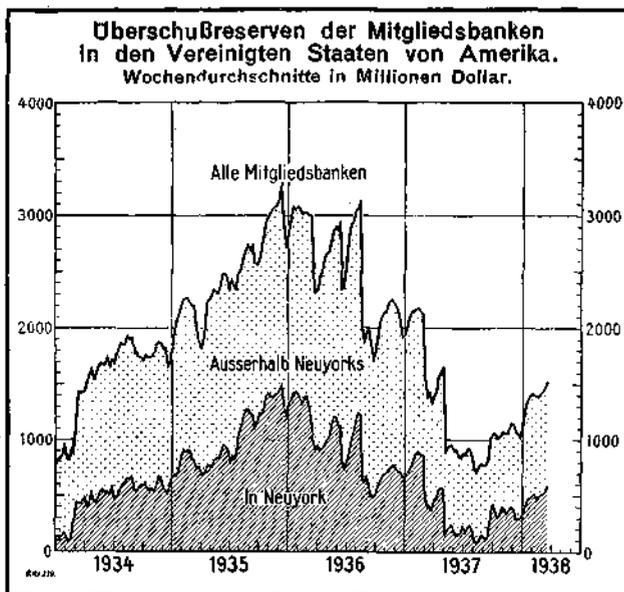
Die vom Schatzamt im Dezember 1936 eingeleitete Politik der Sterilisierung von Gold im „toten Fonds“ verkehrte die Wirkung der Goldeinfuhr auf die Reserven der Neuyorker Banken in ihr Gegenteil. Die Einlagen bei den Banken wurden zwar um den Betrag der Goldzuflüsse erhöht, aber ihre eigenen Guthaben vermehrten sich durch diesen Goldzufluß nicht, so daß die Goldeinfuhr tatsächlich ihre Kassenhaltung verschlechterte. Außerdem hatte die Erhöhung der Pflichtreserven aller Mitgliedsbanken, die durch die Verdoppelung der ursprünglichen Pflichtreserven ab 1. Mai 1937 ergänzt wurde, eine doppelte Wirkung auf die Neuyorker Banken. Erstens führte sie zu großen Abziehungen von Überschußreserven, die früher von den im Lande befindlichen Banken in Neuyork als Einlagen gehalten worden waren (in der ersten Hälfte 1937 verlor Neuyork nahezu 500 Millionen Dollar dieser Bankeneinlagen). Zweitens war der unmittelbare Einfluß auf die Neuyorker Banken größer als auf die Banken in anderen Teilen des Landes, weil ihre Sichteinlagen (für die eine Reserve von 26 v. H. gehalten werden mußte) mehr als zehnmal so groß sind wie ihre Einlagen auf Zeit, die überall nur eine Reserve von 6 v. H. brauchten, für andere große Bankplätze (Chikago und die Reserve-City-Banken) sind die Sichteinlagen nur doppelt so groß, und im Lande übersteigen sogar die Einlagen auf Zeit die Sichteinlagen.

Da die Neuyorker Citybanken keine großen Guthaben bei Korrespondenten unterhalten, müssen sie Geldabziehungen durch Verwendung ihrer eigenen Reserven, durch Flüssigmachung von Aktiven oder durch Kreditaufnahme nachkommen. Während der ersten Hälfte des Jahres 1937 bedienten sie sich

Einlagen und Pflichtreserven der Amerikanischen Mitgliedsbanken Dezember 1937	Einlagen			Pflicht- reserven
	auf Sicht	auf Zeit	zusammen	
	in Millionen Dollar			
Neuyork . . . . .	8.866	770	9.636	2.351
Chikago und Reserve-City-Banken	10.062	4.974	15.036	2.425
Banken im Lande . . . . .	4.932	5.696	10.628	1.032
<b>Zusammen</b>	<b>23.860</b>	<b>11.440</b>	<b>35.300</b>	<b>5.808</b>

aller drei Mittel. Im Mai, Juni und Juli waren einzelne Banken gezwungen, Bundesgelder zu leihen, und Mitte August hatte sich die Lage besonders zugespitzt, da die Reserven aller Neuyorker Banken die Pflichtgrenze um weniger als 3 v. H. überstiegen (gegenüber 40 v. H. im ersten Teil des Jahres). Inzwischen führen diese Banken fort, ihre Anlagen aufzulösen, wie sie es bereits seit Mitte 1936 getan hatten, und im September 1937 war ihr Bestand an Staatspapieren auf unter 2,8 Milliarden Dollar gesunken, dem tiefsten Stand seit Mitte 1934.

Eine Entlastung wurde Neuyork in der zweiten Hälfte des Jahres auf verschiedene Weise zuteil. Die Kreditaufnahmen des Bundes-Schatzamtes zur Beschaffung neuer Gelder hörten im ganzen gesehen auf, da der verbleibende Haushaltsfehlbetrag hauptsächlich durch eine Ansammlung von Geldern auf dem Altersversorgungs- und Arbeitslosenfonds (s. Aufstellung auf S. 96) gedeckt wurde. Außerdem wurde ein Versuch gemacht, um Neuyork im Herbst von einem Geldabfluß ins Innere zur Finanzierung der Ernte zu entlasten. Dies war der Hauptgrund für die Herabsetzung der Diskontsätze der Bundes-Reserve-Banken in Atlanta und Chikago, wie in einer Erklärung des



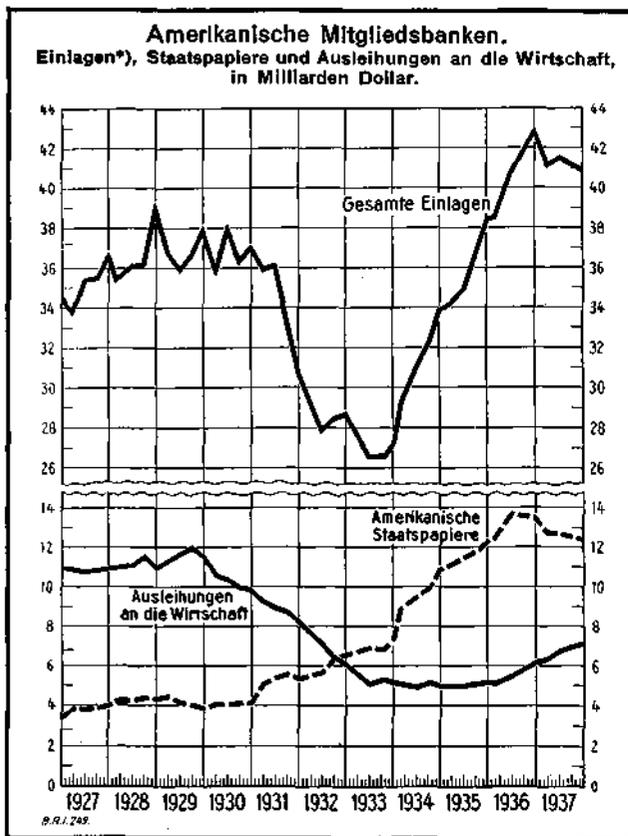
Board of Governors ausgeführt wird: „... Die Herabsetzung der Diskontsätze in den beiden großen Landwirtschaftsgebieten von Atlanta und Chikago sollte dazu dienen, den Mitgliedsbanken bei der Ausnutzung des in diesen Gebieten unmittelbar verfügbaren Kredits behilflich zu sein, um den Bankenbedarf im Zusammenhang mit Erntebewegungen und anderen Geschäftsbedürfnissen zu befriedigen ...“

Von noch größerer Bedeutung war jedoch die Entsterilisierung von 300 Millionen

Dollar Gold im September 1937, einer Menge, die ungefähr dem Kassenbedarf der Banken entspricht, um das Anwachsen der Einlagen infolge der dem

„toten Fonds“ überwiesenen Goldeinfuhren zu decken, sowie der Ankauf von 38 Millionen Dollar Staatspapieren durch die Reservebanken im November 1937 (95 Millionen Dollar waren vorher im April 1937 während des Überganges zu den höheren Pflichtreserven gekauft worden). Im Vergleich zu dem großen Ausmaß der Sterilisierung und der Schrumpfung, die sich aus dem Rückgang der Überschussreserven um 3 Milliarden Dollar und aus der Anlage von 1,4 Milliarden Dollar in dem „toten Fonds“ ergab, erscheint die Auflockerung, die im Herbst 1937 zugelassen wurde und die weniger als 10 v. H. des vorher unwirksam gemachten Betrags ausmacht, sehr mäßig.

Im Oktober wurde eine deutliche Entlastung sichtbar, und die Überschussreserven der Neuyorker Banken stiegen auf 400 Millionen Dollar. Der Geschäftsrückgang brachte einen Geldrückfluß und eine Verminderung der kaufmännischen Kredite wahrscheinlich infolge der Räumung der Geschäftslager, während der Kurssturz an der Wertpapierbörse eine Rückzahlung von Maklerdarlehen zur Folge hatte. Von den Banken im Lande kehrten Gelder nach Neuyork zurück, und im November stiegen die Wertpapierbestände der Neuyorker Banken nach der langen Abbauphase beträchtlich.



\*) Die in der Aufstellung auf Seite 90 angegebene Gesamtsumme der Einlagen ist niedriger, da in diese nur diejenigen Einlagen aufgenommen sind, auf Grund deren die Pflichtreserven berechnet werden.

Im Februar 1938 wurde ein weiterer Schritt zur Entlastung der Kreditlage mit dem Beschluß zur Entsterilisierung von Goldeingängen bis zu einem Höchstbetrag von 100 Millionen Dollar im Vierteljahr getan. Durch den auf S. 61/62 erwähnten weiteren Beschluß vom April 1938 wurde die Sterilisierungspolitik ganz aufgegeben und die gesetzlichen Mindestpflichtreserven der Mitgliedsbanken herabgesetzt. Die Überschussreserven aller Mitgliedsbanken stiegen Mitte April 1938 sofort auf 2,5 Milliarden Dollar, und man schätzt, daß sie nach der völligen Durchführung der Entsterilisierung 3,8 Milliarden erreichen werden, einen Betrag, der über dem höchsten Stand von 1935–36 liegt.

Der jetzt in Kraft gesetzte Plan der wirtschaftlichen Ausdehnung muß im Zusammenhang mit den Entwicklungen des Jahres 1937 betrachtet werden,

Marktsätze in Neuyork.

Jahresdurchschnitt in v. H.	4-6-Monats-Handelswechsel	90tägige Bankakzepte	Tägliches Börsengeld
1935	0,76	0,13	0,56
1936	0,75	0,15	0,91
1937	0,95	0,43	1,00

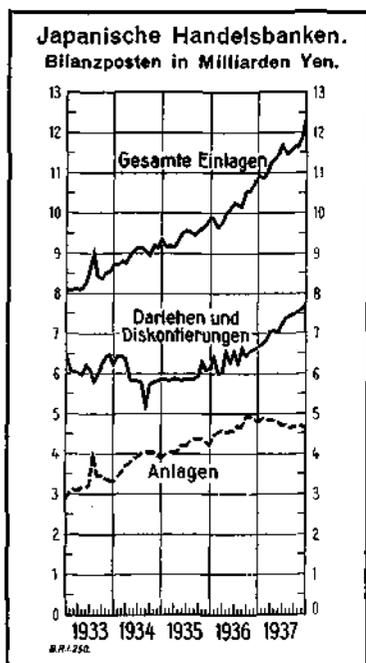
damals eintrat, ergab sich zum großen Teil aus der Abnahme des Gesamtbestandes der Staats- und anderen Wertpapiere aller Mitgliedsbanken um 1.850 Millionen Dollar (zum ersten Mal seit 1929); die Ankäufe von Staats-

Vereinigte Staaten -  
Kurzfristige Anlagemöglichkeiten.

Am Jahresende in Millionen Dollar	1928	1937
Amerikanische Staats-Schuldscheine	2.817	10.547
Zertifikate . . . . .	2.045	-
Wechsel . . . . .	-	1.952
Zusammen	4.862	12.499
Handelswechsel . . . . .	383	279
Bankakzepte . . . . .	1.284	343
Tägliches Börsengeld . . . . .	6.440	688
Gesamtsumme . . . . .	12.969	13.809

als die Gesamteinlagen der Mitgliedsbanken (ausschließlich der gegenseitigen Einlagen) nach dem raschen Anstieg der vorhergehenden Jahre leicht zurückgingen. Der Stillstand in dem Wachstum der Bankeinlagen, der damals eintrat, ergab sich zum großen Teil aus der Abnahme des Gesamtbestandes der Staats- und anderen Wertpapiere aller Mitgliedsbanken um 1.850 Millionen Dollar (zum ersten Mal seit 1929); die Ankäufe von Staatspapieren in den vorhergehenden drei Jahren waren die Hauptursache für das rasche Anwachsen der Einlagen gewesen.

Die Zinssätze am offenen Markt zeigten 1937, besonders im ersten Teil des Jahres, eine leichte Anspannung, blieben aber trotzdem sehr niedrig. Ein Grund für diese niedrigen Sätze ist das geringe Angebot im Vergleich zu dem größeren



Umfang der für kurzfristige Anlage verfügbaren Mittel. Vorstehende Aufstellung zeigt den Hauptteil der vorhandenen kurzfristigen Anlagemöglichkeiten. Bei der Gesamtsumme ist eine leichte Erhöhung von 13 Milliarden auf 13,8 Milliarden Dollar festzustellen, nur die Zusammensetzung hat sich erheblich geändert; die Staatspapiere herrschen jetzt vor, während tägliches Leihgeld auf etwas über ein Zehntel seines früheren Umfangs zusammengeschrumpft ist.

Die Kreditlage in Japan wurde wie in mehreren anderen Ländern in den letzten Jahren durch Kreditaufnahmen der Regierung zur Deckung von Fehlbeträgen beherrscht, die zum großen Teil bei den Banken erfolgten. Infolge der verstärkten Wirtschaftstätigkeit und des Steigens der Preise im Jahre 1936 erhöhten die Banken ihre Industrie- und sonstigen Kredite und begannen dann, ihren Bestand an Staatspapieren zu verringern. Das Schaubild zeigt die

Veränderungen, die sich dadurch in der Gesamtbilanz der japanischen Handelsbanken ergeben haben.

Mitte 1937 ereignete sich der Zwischenfall in Nordchina, auf den der Ausbruch der Feindseligkeiten folgte. Etwas später verkündete die japanische Regierung ihren Haushaltsplan, der große Bereitstellungen für militärische Ausgaben enthielt, die durch die Begebung von Schuldverschreibungen gedeckt werden sollten. Am Markt trat eine Verknappung ein, und der Satz für tägliches Geld zog scharf an.

Leihsätze der Bank von Japan in v. H.

Zeitpunkt der Veränderungen	Redis- kontierungen von Handelswechsln	Darlehen und Diskontierungen, gesichert durch Staatspapiere	Darlehen und Diskontierungen mit anderen Sicherheiten
1931, 5. November . . . . .	6,57	6,94	7,30
1932, 12. März . . . . .	5,84	6,21	6,57
8. Juni . . . . .	5,11	5,48	5,84
18. August . . . . .	4,38	4,75	5,11
1933, 3. Juli . . . . .	3,65	4,02	4,38
1936, 7. April . . . . .	3,29	3,65	4,02
1937, 15. Juli . . . . .	3,29	3,29	4,02
1938, 12. März . . . . .	3,29	3,29	3,46

Die Bank von Japan ergriff hierauf in Zusammenarbeit mit der Regierung eine Reihe von Notmaßnahmen. Der Zinssatz der Bank für Leihgeld und Diskontierungen unter Verpfändung von Staatsschuldverschreibungen wurde entsprechend dem Banksatz für Rediskontierungen von Handelswechsln (der unverändert blieb) auf 3,29 v. H. gesenkt. Da die Banken in Tokio lieber auf diese Weise leihen als im Wege der Rediskontierung, kam die Wirkung einer Herabsetzung des Banksatzes sehr nahe und erleichterte die Aufnahme neuer Staatsanleihen. Im August erwarb die Bank einige Staatspapiere am offenen Markt und gab außerdem Kredite durch Vermittlung der Industriebank von Japan. Am 25. August wurde der Goldbestand neu bewertet und ein Teil des Aufwertungsgewinns zur Übernahme von Staatsanleihen verwendet. Durch diese Maßnahmen wurde der Markt im September entlastet, und im Oktober sanken die Sätze für tägliches Geld auf den niedrigsten Stand seit über vier Jahren. Im März 1938 wurde der Zinssatz der Bank von Japan für Ausleihungen und Diskontierungen unter Verpfändung anderer als Staatsschuldverschreibungen ebenfalls herabgesetzt.

In China wurde nach dem Ausbruch der Feindseligkeiten im August 1937 eine besondere Art von Bankenrestriktion zunächst in Schanghai, später in anderen Bankplätzen eingeführt. Nach dem „Bankfeiertag“, an dem alle Banken geschlossen waren, wurden die Abziehungen auf einen kleinen Teil des Einlagenbetrags beschränkt. Die flüssigen Gelder wurden so weitgehend festgelegt, was zu einer künstlichen Verknappung führte. Eigentumswechsel der Einlagen waren zulässig, so daß es gleichzeitig zwei Arten von umlaufenden Zahlungsmitteln gab: die Noten der staatlich überwachten Banken,

die für alle Zwecke verwendbar waren, und das „Verrechnungs“-Geld oder Bankguthaben mit beschränkter Verwendungsmöglichkeit (mit dem chinesischen Namen „Wei-wah“ bezeichnet). Diese Maßnahmen, die zwar zu ernststen Schwierigkeiten für die im Kriegsgebiet verbliebenen Geschäfte führten (besonders da sich ein Abschlag auf das „Verrechnungs“-Geld entwickelte), erwiesen sich als eine Unterstützung der anderen Schritte, die zum Schutz des Kurses des chinesischen Dollars unternommen wurden. Im ganzen hat die Ausbreitung des Krieges im Osten bisher weniger Einfluß auf das Kreditgefüge der beiden beteiligten Länder gehabt, als erwartet werden konnte.

Vom Kreditstandpunkt aus ist das Jahr 1937 in diesem und anderen Teilen der Welt tatsächlich zu allererst bemerkenswert durch das, was sich nicht ereignet hat. Die wirtschaftliche Erholung der vorhergehenden Jahre wurde gekrönt durch eine spekulative Hochkonjunktur im Frühjahr, auf die im Sommer eine Zeit der Unsicherheit und im Winter ein Rückschlag folgte, und während dieser ganzen Zeit haben sich viele Banksätze (und sogar Marktsätze) überhaupt nicht um die Veränderungen, die in der Wirtschaftslage eingetreten sind, gekümmert. Für die Unbeweglichkeit einzelner Banksätze liefert die folgende Übersicht ein Beispiel:

Diskontsätze der Zentralbanken.

Land	Amtlicher Diskontsatz	Letzte Veränderung	Anzahl der Monate, seit denen keine Veränderung eingetreten ist (bis März 1938)
England	2	Juni 1932	69
Deutschland	4	Sept. 1932	66
Schweden	2½	Dez. 1933	52
Finnland	4	Dez. 1934	40
Rumänien	4½	Dez. 1934	40
Jugoslawien	5	Feb. 1935	38

Teilweise spiegelt die Beibehaltung verhältnismäßig niedriger Sätze eine Änderung der allgemeinen Zinshöhe auf weite Sicht wider, wie sie durch Kapitalangebot und -nachfrage bestimmt wird. Selbst während der Zeit des stärksten Wirtschaftsaufschwungs im Winter 1936–37 nahmen die privaten Anlagen in einer Anzahl von Län-

dern niemals einen Umfang an, der auch nur zu vergleichen wäre mit dem, der beispielsweise in den Jahren 1927–28 erreicht worden ist. Die Gläubigerländer besitzen große und wachsende Währungsrücklagen, während die Gelegenheiten für Auslandskredite verhältnismäßig gering sind. Ihre Märkte sind in der Regel gekennzeichnet durch das Vorhandensein bedeutender Mittel, die kurzfristige Anlage suchen, und gleichzeitig durch eine Schrumpfung des Vorrates an Handelswechslern und anderen Wertpapieren, die für eine solche Anlage geeignet sind. Während sich in den ersten Monaten des Jahres 1937 gewisse spekulative Entwicklungen im Zusammenhang mit dem Überfluß an billigem Geld bemerkbar machten, ließ es die Vorsicht, die im allgemeinen von den Kreditunternehmungen und auch vom Publikum selbst beobachtet wurde — bis zu einem gewissen Grade leider das Ergebnis von Furcht und Zweifeln —, weniger dringend erscheinen, Schritte zu unternehmen, die in irgendeiner Weise mit der Politik des billigen Geldes im Widerspruch standen.

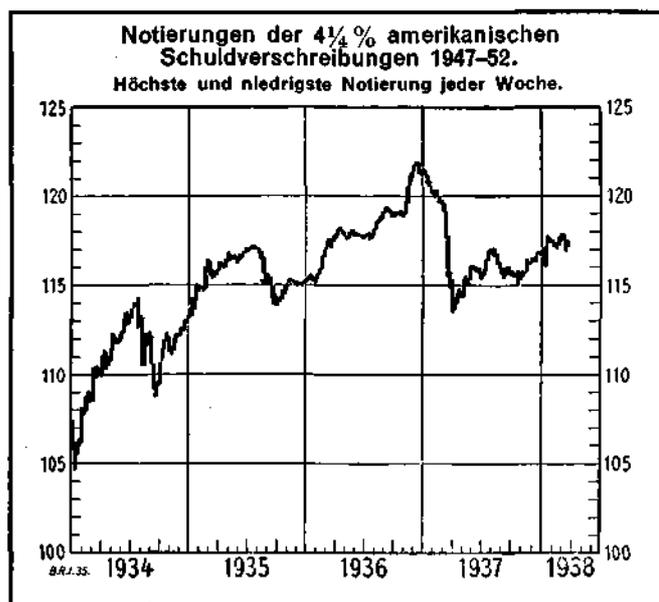
## 2. DIE KAPITALMÄRKTE.

Während sich im Jahre 1937 der Preis des kurzfristigen Kredits nur wenig geändert hat, weisen die langfristigen Zinssätze, die besonders in der Rendite langfristiger Staatspapiere zum Ausdruck kommen, ziemlich bedeutende Schwankungen auf. Im großen und ganzen kann man das Jahr in zwei Hälften teilen: während der ersten Hälfte zeigten die langfristigen Zinssätze deutlich eine steigende Richtung; in der zweiten Hälfte schlug die Bewegung um, und die Staatspapiere befestigten sich. Im ersten Teil des Jahres mußten die goldgeränderten Wertpapiere gegen einen wachsenden Kapitalbedarf für industrielle und andere Zwecke ankämpfen, während in der zweiten Hälfte der Rückschlag, der, von den Vereinigten Staaten ausgehend, auf andere Länder übergriff, zu einer gewissen Verschiebung von den Industrie- zu den Staatspapieren hin beitrug.

Diese Verallgemeinerung hat natürlich in den einzelnen Ländern unterschiedliche Bedeutung, und um sich ein klareres Bild von dem Ablauf des Jahres zu machen, ist es notwendig, sich mit den bedeutenderen Kapitalmärkten, in denen besonders bemerkenswerte Entwicklungen vor sich gegangen sind, im einzelnen zu beschäftigen.

Der scharfe Abfall der Kurse amerikanischer Staatspapiere während des ersten Vierteljahres 1937 ist aus dem in dem Schaubild angeführten Beispiel zu ersehen. Die Durchschnittsrendite der Staatsschuldverschreibungen (nach Standard Statistics Co.) stieg von 2,27 v. H. im Dezember 1936 auf 2,67 v. H. im September 1937 und fiel im letzten Monat des Jahres wieder auf 2,54 v. H. Die beiden bedeutendsten Tatsachen, die den Markt beeinflusst haben, waren die Unterbrechung der Käufe amerikanischer Banken, die seit einigen Jahren dauernd vor sich gegangen waren, und das Anwachsen der Gelder für Anlagen unter dem Plan für die soziale Sicherung, der ein neues

Mittel zur Aufnahme von Staatspapieren darstellt.



Die Aufstellung auf der folgenden Seite zeigt die Halbjahresbewegungen einiger bedeutender Bestände an amerikanischen Staatspapieren.

Der Verkauf von Staatspapieren durch die Banken, der zum großen Teil mit der Erhöhung der gesetzlich vorgeschriebenen Reserven zusammenhing, begann in der letzten Hälfte 1936 bei den Neuyorker City-Banken und breitete sich erst im Laufe des

**Bestände an amerikanischen Staatspapieren.**

In Millionen Dollar	Mitgliedsbanken			Bundes-Reserve-Banken	Altersversorgungs- und Arbeitslosen-versicherungsfonds
	Neuyork City	Alle übrigen	Zu-sammen		
1936, Januar-Juni . . . . .	+ 937	+ 465	+1.402	-	+ 19
Juli-Dezember . . . . .	- 554	+ 428	- 126	-	+ 45
1937, Januar-Juni . . . . .	- 579	- 277	- 856	+ 96	+ 516
Juli-Dezember . . . . .	- 35	- 283	- 318	+ 38	+ 559

Jahres 1937 auf andere Banken aus. Andererseits stellten die Neuyorker Banken im Herbst 1937 die Verkäufe ein und erhöhten sogar in den letzten Monaten des Jahres ihre Bestände, während die übrigen Banken weiter Wertpapiere abstießen.

Die Käufe der Bundes-Reserve-Banken im Jahre 1937 waren im Verhältnis ganz gering und dienten nur dazu, den Markt in mißlichen Zeiten zu entlasten. Es trat jedoch insofern eine bemerkenswerte Änderung in der Verteilung der Fälligkeiten ein, als die Reserve-Banken ihren Bestand an kurzfristigeren Wertpapieren verringerten und ihren Bestand an Staatsschuldverschreibungen mit einer Laufzeit von fünf Jahren und darüber erhöhten.

Die Zunahme der im Besitz des Altersversorgungs- und Arbeitslosen-versicherungsfonds befindlichen Staatspapiere war nicht auf Käufe am Markt zurückzuführen. Die Steuern für die Sozialversicherung werden an das Bundes-schatzamt gezahlt und als Bareinnahmen behandelt, für die eine Zuteilung von eigens hierfür bestimmten Schuldverschreibungen erfolgt. Die Wirkung der raschen Ansammlung von Fondsrücklagen wird nachstehend in einer Übersicht dargelegt, die die Sonderanleihen für diese und andere Treuhandfonds, den Einfluß der Auszahlung des Soldiers' Bonus und die Bewegung anderer Barausgaben auf die Lage des Bundes-Schatzamtes zeigt.

**Vereinigte Staaten - Kassenlage des Schatzamtes.**

In Millionen Dollar	Erhöhungen der Sonderanleihen				Schuld-ver-schrei-bungen des "Sol-diers' Bonus"	Gesamt-betrag der Sonderan-leihen und des "Sol-diers' Bonus"	Alle son-stigen Barein-nahmen (+) und -aus-gaben(-) Über-schüsse	Neu-anforde-rungen an den Markt <sup>1)</sup>
	Alters-versor-gungs-fonds	Arbeits-losen-ver-siche-rungs-fonds	Son-stige Treu-hand-fonds	Ge-samt-betrag				
1936,								
erstes Vierteljahr	-	+ 7	- 2	+ 5	-	+ 5	- 244	239
zweites „	-	+ 12	- 120	- 108	+ 945	+ 837	- 2.504	1.667
drittes „	-	+ 15	- 15	0	- 433	- 433	- 548	981
viertes „	-	+ 30	- 25	+ 5	- 60	- 55	- 856	911
1937,								
erstes Vierteljahr	+ 135	+ 124	- 85	+ 174	- 39	+ 141	- 402	261
zweites „	+ 132	+ 125	+ 495	+ 752	- 29	+ 723	- 969	246
drittes „	+ 123	+ 146	+ 78	+ 347	- 25	+ 322	- 144	- 178 <sup>2)</sup>
viertes „	+ 123	+ 167	+ 32	+ 322	- 18	+ 304	- 291	- 13 <sup>2)</sup>
1938,								
erstes Vierteljahr	+ 123	+ 119	+ 50	+ 292	- 13	+ 279	- 110	- 169 <sup>2)</sup>

<sup>1)</sup> d. h. sonstige Finanzierung einschließlich Verkäufe von amerikanischen Spar-Schuldverschreibungen.

<sup>2)</sup> Tilgungen.

Der Zufluß von Geldern, namentlich zu dem Altersversorgungs- und dem Arbeitslosenversicherungsfonds, überstieg die Barauszahlungsüberschüsse in den beiden letzten Vierteljahren 1937 und im ersten Vierteljahr 1938, so daß es im ganzen gesehen nicht nötig war, den Markt in Anspruch zu nehmen. In dem Rechnungsjahr 1938-39 wird mit einem Eingang von über 1 Milliarde Dollar beim Schatzamt für die Anlagen dieser beiden Fonds gerechnet.

Der Platz der Regierung als Kreditnehmer wurde nicht, wie man gehofft hatte, von kapitalsuchenden privaten Körperschaften eingenommen. Die inländischen Anleihen gingen während der zweiten Hälfte des Jahres stark zurück.

Innere amerikanische Anleihen.

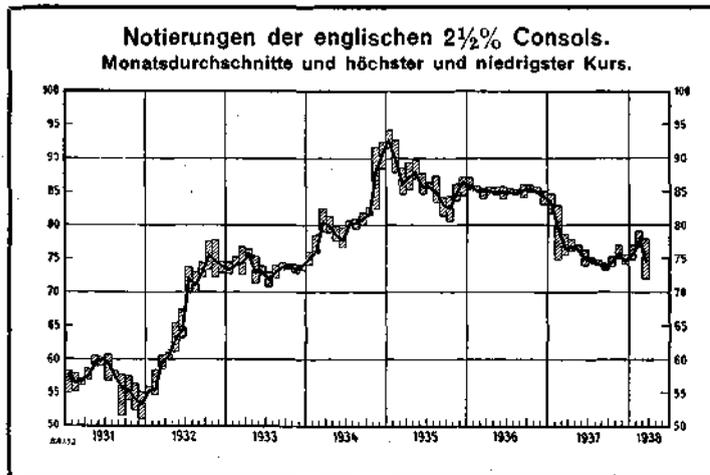
In Millionen Dollar	Öffentliche Anleihen*)	Alle übrigen neuen inneren Anleihen
1936, erstes Vierteljahr	239	351
zweites „	1.667	504
drittes „	981	497
vieres „	911	597
1937, erstes Vierteljahr	261	619
zweites „	246	669
drittes „	(-178)	479
vieres „	(- 13)	309

\*) letzte Spalte der vorhergehenden Aufstellung.

Der Gesamtbetrag neuer inländischer Anleihen (ohne öffentliche Anleihen) belief sich während des Jahres auf 2.076 Millionen Dollar; vergleichsweise mag erwähnt werden, daß der Jahresdurchschnitt in den Jahren 1924-28 5,580 Millionen Dollar betragen hatte. Gelder für neue Anlagen in der Industrie können natürlich auch aus anderen Quellen als aus Anleihen stammen; die amerikanische

Steel Corporation gab beispielsweise in den fünf Jahren 1933-37 für Ausbesserungen und Neuanlagen annähernd 250 Millionen Dollar aus, wovon 225 Millionen Dollar aus eigenen Mitteln der Gesellschaft stammten. Dieses Zurückgreifen auf Gewinne ist jedoch infolge der Steuer auf unverteilte Gewinne, die seit der Annahme des Steuergesetzes vom Jahre 1936 in Kraft ist, teurer geworden und wird daher eingeschränkt.

Der Markt für englische Staatspapiere wurde durch ähnliche Vorgänge beeinflußt, wie sie für Neuyork erwähnt worden sind, wenn auch in geringerem Maße. Die Banken verringerten ihre Anlagen im Jahre 1937 um rund 24 Millionen Pfund oder nahezu 4 v. H. ihres gesamten Besitzes zu Beginn des Jahres, womit die Verkäufe durch amerikanische Banken verglichen werden mögen, die sich auf 1.175 Millionen Dollar (235 Millionen Pfund) oder 8½ v. H. ihres Besitzes belaufen. Die Londoner Verkäufe waren zum großen Teil auf die erhöhte Nachfrage nach Krediten bei den Banken zurückzuführen, während ihre Kassenhaltung unverändert blieb und ihr Wechselbestand abnahm. Hilfe kam dem Markt aus der ununterbrochenen Steigerung der Beträge, die von den Post- und Treuhandsparkassen, den Nationalen Gesundheits- und Arbeitslosenversicherungsfonds und ähnlichen von öffentlichen Stellen verwalteten Fonds angelegt werden mußten. Der Gesamtbetrag, der von solchen Fonds in Staatspapieren und staatliche Bürgschaft genießenden Wertpapieren angelegt wurde, belief sich Anfang 1937 auf rund 800 Millionen Pfund, überstieg



also die gesamten Anlagen der Abrechnungsbanken um etwa 25 v. H.

Ein anderer Umstand, der sich auf den Markt auswirkte, war die erste Kreditaufnahme der Regierung für Verteidigungszwecke; die aufgelegten Beträge waren jedoch nicht groß. Im April 1937 wurden 100 Millionen Pfund

der 2½ % Nationalen Verteidigungsanleihe 1944-48 aufgelegt, dagegen waren rund 30 Millionen Pfund Schatzanweisungen im Februar 1937 zurückgezahlt worden. Wie das Schaubild zeigt, ist der Kurs für Consols (ein gutes Kennzeichen für die Verfassung des Marktes) bis zum letzten Vierteljahr zurückgegangen; dann entstand durch den Geschäftsrückgang neue Nachfrage nach goldgeränderten Wertpapieren. Trotz der eintretenden Erholung stieg die Rendite der Consols im Endergebnis von durchschnittlich 2,96 v. H. im Dezember 1936 auf 3,35 v. H. im Dezember 1937. In dem zuletzt genannten Monat wurde die 3½ % Kriegsanleihe wieder über Nennwert notiert, dem Kurs, zu dem die Geschäfte in diesen Papieren nach der großen Konversion des Jahres 1932 eröffnet worden waren. Die 1935 eingetretene Änderung in den Bedingungen für Gemeindegeldanleihen ergibt sich aus den Bedingungen zweier Anleihen des London County Council:

Zeitpunkt	Betrag in Millionen	Zinssatz in v. H.	Ausgabekurs	Fälligkeit
Januar 1935	£10	2¾	100	1960-70
Juni 1937	£10	3½	100½	1952-62

Trotz günstigerer Bedingungen und kürzerer Laufzeit fand die zweite Anleihe nicht die warme Aufnahme der ersten, denn 89 v. H. verblieben bei dem Übernahmekonsortium.

Um einen Andrang an dem Markt zu vermeiden, erließ die Bank von England Vorschriften für neue Anleihen von Gemeinden und öffentlichen Körperschaften (wie die vorstehenden). Nur inländische industrielle Kreditnehmer dürfen Geld aufnehmen, wie und wann sie wollen. Mit dem Ansteigen der langfristigen Zinssätze und der Schwäche der Aktien an der Börse, besonders im letzten Teil des Jahres, ließ aber die Anleiheaufflegung genau wie in den Vereinigten Staaten stark nach.

Einschließlich der unmittelbar an der Börse eingeführten Wertpapiere gingen die gesamten inländischen Anleihen (andere als öffentliche) von 388 Millionen Pfund im Jahre 1936 auf 244 Millionen Pfund im Jahre 1937

Wertpapierausgaben in England.

In Millionen Pfund	Inländische Industrieanleihen
1936, erstes Vierteljahr	51
zweites „	39
drittes „	26
viertes „	50
1937, erstes Vierteljahr	51
zweites „	27
drittes „	16
viertes „	20

zurück. Die Konversionen hatten während des Jahres ebenfalls eine Abnahme zu verzeichnen; die Konversionen für Rechnung der inländischen Industrie beliefen sich auf nur 12 Millionen Pfund, gegenüber 30 Millionen Pfund im Jahre 1936 und 45 Millionen Pfund im Jahre 1935.

Der besondere Wesenszug des deutschen Kapitalmarktes waren weitere Fortschritte auf dem Gebiet der Konsolidierung der schwebenden Schuld — oder, unter einem anderen Gesichtswinkel betrachtet, die Verlagerung der Deckung des laufenden Haushaltsbedarfs von dem Geld- auf den Kapitalmarkt:

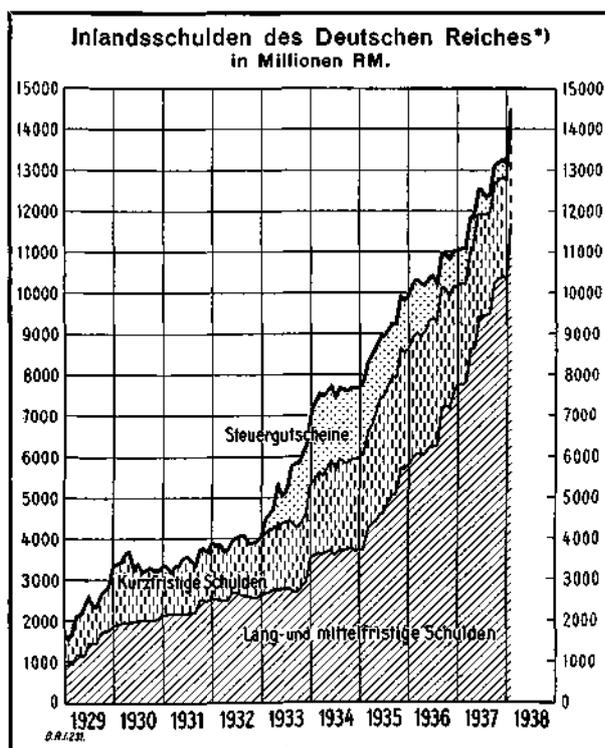
Deutsche Reichsanleihen im Jahre 1937.

In Millionen Reichsmark	An-gekündigt	Gezeichnet und begeben	Laufzeit
1937, März	500	700	7-12 Jahre
Mai	600	800	10-15 „
August	700	850	10-15 „
Dezember	1.000	1.200	13-18 „

Jede der im Jahre 1937 aufgelegten Anleihen wird mit  $4\frac{1}{2}$  v. H. verzinst und wurde zum Kurs von  $98\frac{3}{4}$  begeben. Es war jedoch möglich, die Laufzeit der Anleihen nach und nach zu verlängern, und eine im April 1938 ebenfalls zum Kurs von  $98\frac{3}{4}$  be-

gebene weitere  $4\frac{1}{2}$  % Anleihe von 1 Milliarde Reichsmark hat eine Laufzeit von 15 bis 20 Jahren. Außerdem ist jede Anleihe überzeichnet worden, trotzdem die Beträge allmählich heraufgesetzt wurden. Seit Inkrafttreten des Konsolidierungsplans im Jahre 1935 sind nunmehr rund 9,5 Milliarden Reichsmark der kurzfristigen Reichsschuld konsolidiert worden (einschließlich der im April 1938 aufgelegten Anleihe).

Das Schaubild auf der folgenden Seite zeigt die Auswirkungen dieser Konsolidierungen auf die veröffentlichten Zahlen der inneren Reichsschuld (die die „Arbeitsbeschaffungs“- und anderen Sonderwechsel nicht enthalten). Der Reichsbankpräsident hat in seiner Rede vor der Hauptversammlung im März 1938 erklärt, daß einer Erhöhung der Reichsschuld eine Verminderung der privaten Schulden gegenüberstehe. Es handle sich also weniger um eine Erhöhung der Gesamtverschuldung Deutschlands, als vielmehr um eine Verlagerung der Verschuldung vom privaten auf den öffentlichen Sektor. Die Grenzen für die staatliche Verschuldung lägen, haushaltsmäßig gesehen, da, wo Verzinsung und Tilgung nicht mehr aufgebracht werden können, und, währungsmäßig gesehen, da, wo die kurzfristige Kreditaufnahme des Staates nicht aus dem Geldmarkt, sondern von der Notenpresse gedeckt wird. Diese Grenzen seien bisher nicht



\*) Ohne Altverschuldung.

außer acht gelassen worden, auch für die Zukunft würde das nicht geschehen. Die Besserung der wirtschaftlichen Verhältnisse Deutschlands gestatte es jetzt, von der Methode der Zwischenfinanzierung durch Sonderwechsel Abstand zu nehmen; die nötigen Mittel, soweit sie nicht aus dem ordentlichen Haushalt\*) fließen, könnten durch Ausgabe von Reichsschatzanweisungen und Reichsanleihen unmittelbar auf dem Kapitalmarkt aufgebracht werden. Soweit Schatzanweisungen (die nicht wie die Sonderwechsel bei der Reichsbank rediskontierbar sind) ausgegeben werden, würde dies in einem Betrag geschehen, der bei Fälligkeit ohne weiteres konsolidiert werden könnte.

Dieser Plan der langfristigen Kreditaufnahme für laufende Bedürfnisse und für die Konsolidierung der großen Menge umlaufender Sonderwechsel läßt die Bedeutung des Sparens für das Land besonders hervortreten. Die Zahlen der Sparkassen geben ein Teilbild hiervon:

#### Deutsche Sparkassen.

In Millionen Reichsmark	Einlagenüberschuß	Zinsen usw.	Gesamtzunahme während des Jahres	Gesamteinlagen am Jahresende
1934	241	463	704	12.814
1935	503	502	1.005	13.819
1936	309	487	796	14.615
1937	861	574	1.435	16.050

Außerdem waren die durch den Abschluß von Lebensversicherungen und die Einbehaltung von Gewinnen durch Industriegesellschaften gemachten Ersparnisse bedeutend (das Anleihestockgesetz, das die Ausschüttung von Divi-

denden durch Aktiengesellschaften beschränkt und die Selbstfinanzierung fördert, wurde im Dezember 1937 um weitere drei Jahre verlängert). Diese und andere Quellen sorgten für die Ansammlung von Ersparnissen zur Aufnahme der Konsolidierungsanleihen des Reichs; von Mitte 1936 ab wurde

\*) Die Steuer- und Zolleinnahmen des Reiches beliefen sich in dem am 31. März 1929 endenden Haushaltsjahr auf 9.022 Millionen RM; sie fielen im Jahre 1932-33 auf 6.647 Millionen RM und im Jahre 1933-34 auf 6.846 Millionen RM, stiegen im Jahre 1936-37 auf 11.553 Millionen RM und können für das eben beendete Haushaltsjahr auf wenig unter 14.000 Millionen RM geschätzt werden.

die streng durchgeführte Lenkung der Ersparnisse zu den Reichsanleihen zugunsten gewisser Kapitalbedürfnisse aus dem zweiten Vierjahresplan etwas gelockert.

In Italien zeigten die Kurse der Staatspapiere im ersten Teil des Jahres etwas Neigung zur Schwäche; sie erreichten ihren niedrigsten Punkt im Juli; danach trat eine gewisse Besserung ein. Im Jahre 1937 belief sich z. B. der Durchschnittskurs der 3½ % Rendita 1906 auf 73,75, gegen 74,77 im Jahre 1936 und 86,72 im Jahre 1934. Bemerkenswert ist die zunehmende Tätigkeit auf dem Gebiet der Industriefinanzierung, wie die Zahlen der Aktiengesellschaften beweisen:

Kapital der italienischen Aktiengesellschaften.

In Millionen Lire	Neue Gesellschaften	Kapitalerhöhungen	Kapitalherabsetzungen	Auflösungen von Gesellschaften	Überschuß der Kapitalerhöhungen(+)oder-herabsetzungen(-)
1934	414	3.134	3.664	3.347	- 3.463
1935	311	2.787	1.811	1.512	- 225
1936	354	2.608	1.327	925	+ 710
1937	2.283	3.282	621	2.054	+ 2.890

Auf die Schiffahrtsgesellschaften entfällt 1 Milliarde Lire der Auflösungen von Gesellschaften, die durch Kapitalerhöhungen im ungefähr gleichen Betrage von Gesellschaften der gleichen Gruppe ausgeglichen werden. 1,8 Milliarden Lire des Kapitals neuer während des Jahres gegründeter Gesellschaften sind auf zwei von dem Istituto per la Ricostruzione Industriale begebene je 900 Millionen Lire betragende 4½ % Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von 20 Jahren zurückzuführen. Die Aufgaben des Istituto wurden während des Jahres ausgebaut und zu Daueraufgaben erweitert. Die erste Anleihe hing mit der Gründung der Schiffahrts-Finanz-Gesellschaft (Finmar) zusammen, die zur Durchführung der Neuordnung in der italienischen Handelsmarine errichtet wurde; die zweite deckte den Bedarf der Stahl-Finanzierungs-Gesellschaft (Finsider), die zu dem Zweck gegründet wurde, Aktienkapital von in der Eisen- und Stahlindustrie arbeitenden Gesellschaften zu erwerben, für deren technische Gleichschaltung zu sorgen und ihnen finanzielle Hilfe zu gewähren.

Für 1938 sind viele Kapitalerhöhungen geplant. Die kürzliche Verordnung, die eine Steuer von 10 v. H. auf das Kapital von Aktiengesellschaften vorsieht, ermächtigte die Gesellschaften, neue Aktien in Höhe der zu entrichtenden Steuer zu begeben und gestattete gleichzeitig die Ausgabe von zwei Freiaktien für jede voll einbezahlte neue Aktie.

Der Pariser Markt wurde 1937 ebenso wie in den vorhergehenden Jahren von den Kreditaufnahmen des französischen Schatzamtes beherrscht. Die Übersicht auf der folgenden Seite, die den Veröffentlichungen des Schatzamtes entnommen ist, zeigt die Form, den diese Kreditaufnahmen in den letzten beiden Jahren angenommen haben:

Kreditaufnahme des französischen Schatzamtes.

In Millionen französische Franken	1936	1937
<b>Unmittelbare Kreditaufnahme</b>		
Bank von Frankreich . . . . .	+ 19.448	+ 12.471
Caisse des Dépôts et Consignations . . . . .	+ 802	+ 667
Zusammen . . . . .	+ 20.250	+ 13.138
<b>Kreditaufnahmen auf dem Geldmarkt</b>		
<b>Kurzfristig: Gewöhnliche Schatzwechsel . . . . .</b>	- 9.537	+ 530
Sonderschatzwechsel (bis zu einem Jahr) . . . . .	+ 4.455	- 1.890
Caisse de pensions de guerre (einjährige Wechsel) . . . . .	-	+ 2.648
Zusammen . . . . .	- 5.082	+ 1.288
<b>Mittelfristig: Sonderschatzwechsel (2 bis 10 Jahre) . . . . .</b>	+ 2.000	+ 570
Bons der Nationalen Verteidigung (3 bis 9 Jahre) . . . . .	-	+ 5.360
Zusammen . . . . .	+ 2.000	+ 5.930
<b>Langfristig: 5% Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von 30 Jahren . . . . .</b>	+ 800	-
4½% Renten mit 60jähriger Laufzeit . . . . .	-	+ 8.000
Zusammen . . . . .	+ 800	+ 8.000
<b>Sonstiges . . . . .</b>	- 1.369	+ 800
<b>Gesamtsumme . . . . .</b>	+ 16.599	+ 29.156

Diese Aufstellung enthält nicht alle Kapitalquellen des Schatzamtes, da sie u. a. den Sondergewinn von 7.650 Millionen französische Franken aus der Neubewertung des Goldbestandes der Bank von Frankreich im Jahre 1936 nicht berücksichtigt. (Aus diesem und anderen Gründen bestehen z. B. Unterschiede zwischen der in der Aufstellung angegebenen Kreditaufnahme bei der Bank von Frankreich und den im Ausweis der Bank ausgewiesenen Vorschüssen (sie ändern das Bild aber nicht wesentlich). Ein Grund für die größere Kreditaufnahme im Jahre 1937 war die Fälligkeit der 1936er Sonderschatzwechsel von sechs Monaten bis zu einem Jahr in Höhe von 4,1 Milliarden französische Franken und der 4½% Schatzwechsel von 1934 in Höhe von 5,4 Milliarden Franken. Im Jahre 1937 fand eine gewisse Verlagerung zu längerfristigen Krediten hin statt; die bedeutendste Anleihe waren die im März 1937 begebenen 4½% Renten im Betrage von 8 Milliarden Franken, für die besondere Bedingungen für die Zins- und Kapitalzahlung vorgesehen waren, die einen Pfund- und Dollarkurs sichern, der dem zur Zeit der Auflegung der Renten geltenden nahekommt.

Aus den Gewinnen aus der im Juli 1937 vorgenommenen Aufwertung des Goldbestandes der Bank von Frankreich wurde ein Fonds von 6,8 Milliarden Franken zur Stützung des Marktes der Staatspapiere errichtet. Die Sätze für die Kredite der Regierung sind aber hoch geblieben. Im Dezember 1937 wurden

z. B. 5% Schatzwechsel mit einer Laufzeit von drei, sechs und neun Jahren, die etwas über 3 Milliarden Franken erbrachten, zu Bedingungen aufgelegt, die unter Berücksichtigung der Rückzahlung über dem Nennwert eine Rendite von  $6\frac{3}{4}$  v. H. ergaben.

Der Betrag der privaten Industrieanleihen war im Jahre 1937 größer als im vorhergehenden Jahr, besonders im letzten Vierteljahr — der Gesamtbetrag hat sich von 1.127 Millionen Franken im Jahre 1936 auf 2.550 Millionen Franken erhöht. Die Rendite der neuen privaten Schuldverschreibungen erreichte ihren tiefsten Punkt im Juni mit 6,3 v. H. und stieg im November 1937 bis auf 7,9 v. H. Diese hohen Sätze spiegeln sich auch in den Kursen der Industrieaktien wider, die das ganze Jahr über gedrückt waren. Es ist jedoch bezeichnend, daß, während frühere Jahre eine Abziehung von Einlagen von den öffentlichen und den gewöhnlichen Sparkassen aufzuweisen hatten, die sich für das Jahr 1936 auf über 5 Milliarden Franken belief, das Jahr 1937 einen Einlagenüberschuß von etwa 600 Millionen Franken brachte.

In Japan wurde der Kapitalmarkt in den letzten Jahren ebenfalls von riesigen Kreditaufnahmen der Regierung beherrscht; zwischen 1931 und 1936 hat sich die innere öffentliche Schuld des Landes verdoppelt (die äußere Schuld wurde durch die üblichen Tilgungen vermindert).

Anleiheschuld des japanischen Staates.

In Millionen Yen Ende	Innere	Äußere	Zusammen
1931	4.525	1.477	6.003
1932	5.150	1.398	6.549
1933	6.400	1.421	7.821
1934	7.243	1.408	8.651
1935	8.208	1.373	9.581
1936	9.072	1.323	10.395
1937	10.585	1.308	11.893

Fast die gesamte innere Schuld ist fundiert; nur ein verhältnismäßig kleiner Betrag an Reiskauf-Schuldscheinen steht aus. Im Jahre 1936 und während des ersten Teiles des Jahres 1937 ging die Neuaufliegung innerer Schuldverschreibungen durch die Regierung weiter zurück; durch den Krieg mit China erhöhte

sich aber der Haushaltsplan bedeutend, und wenn auch die Steuern beträchtlich vermehrt wurden, so ergab sich doch die Notwendigkeit, im letzten Viertel des Jahres einen großen Betrag von Schuldverschreibungen aufzulegen. Die Ausgabe von Schuldverschreibungen belief sich in den ersten neun Monaten nur auf 404 Millionen Yen, d. h. auf etwa zwei Drittel des Betrags während der entsprechenden Zeit der Jahre 1935 und 1936; infolge der Anleihen des letzten Vierteljahrs wurde die 1.513 Millionen Yen betragende Zunahme der inneren Gesamtschuld des Jahres 1937 aber zu der größten, die je zu verzeichnen war.

In der Aufstellung auf der folgenden Seite werden die hauptsächlichen Besitzer japanischer Staatspapiere angegeben.

Es kommen noch die Bestände der Versicherungsgesellschaften sowie der gemeindlichen und örtlichen öffentlichen Körperschaften hinzu, so daß der Umfang der in Privatbesitz befindlichen Staatspapiere verhältnismäßig klein ist; er wird Ende 1935 mit 17 v. H. des Gesamtbetrags angegeben.

Hauptsächlichste Besitzer japanischer Staatspapiere.

In Millionen Yen Ende	Bank von Japan	Andere Sonderbanken	Gewöhnliche Handelsbanken	Treuhandgesellschaften	Treasury Deposit Bureau	Zusammen
1933	682	281	1.568	154	1.348	4.033
1934	647	327	2.017	245	1.614	4.850
1935	729	323	2.205	277	1.740	5.374
1936	829	323	2.561	360	1.910	5.983
1937	1.387	342	2.500	410	2.248	6.887

Der Bestand der gewöhnlichen Handelsbanken an Staatspapieren ging während des Jahres unter dem Druck von Vorschüssen an die Industrie zurück und erreichte im August mit 2.430 Millionen Yen seinen niedrigsten Punkt; danach trat eine gewisse Entspannung der Lage ein. Die Bank von Japan ergriff einige Notmaßnahmen auf dem Markt, darunter die Herabsetzung des Zinssatzes auf Ausleihungen gegen Verpfändung von Staatspapieren von 3,65 auf 3,29 v. H. Da der zuletzt genannte Satz niedriger ist als die Rendite der neu ausgegebenen Staatspapiere (im allgemeinen  $3\frac{1}{2}$  % Schuldverschreibungen zum Kurs von 98 oder  $98\frac{1}{2}$  mit einer Laufzeit von 11 oder 17 Jahren), wurde die Aufnahme der neuen Anleihen erleichtert. Die Bank von Japan, die nahezu alle öffentlichen Anleihen begibt und übernimmt, war trotzdem gezwungen, einen großen Teil der während des Jahres begebenen neuen Schuldverschreibungen selbst aufzunehmen. Außer der in der Aufstellung angegebenen Erhöhung von 558 Millionen Yen wurden rund 200 Millionen Yen von dem Sonderfonds übernommen, der aus dem Anteil des Staates an dem aus der Neubewertung des Goldbestandes der Bank von Japan sich ergebenden Buchgewinn errichtet wurde.

In der Schweiz, den Niederlanden und Schweden standen die Kapitalmärkte unter dem starken Einfluß eines großen Geldzustroms, und dieses Geld übte einen dauernden Druck auf die langfristigen Zinssätze aus, die in diesen Ländern nicht den Rückschlag erfuhren, der in London und Neuyork in der ersten Hälfte des Jahres 1937 eintrat.

In der Schweiz ging z. B. die Rendite der  $3\frac{1}{2}$  % Anleihe der Schweizerischen Bundesbahnen (A-K) während des Jahres bis auf 3,2 v. H. im Dezember zurück. Diese Rendite entspricht einem Börsenkurs von 104 für diese Schuldverschreibungen, dem höchsten, der seit der Auflegung der Anleihe im Jahre 1899 erreicht wurde. Die Konversionen erhöhten sich im Jahre 1937 auf 433 Millionen Schweizer Franken, gegenüber 246 Millionen Franken im vorhergehenden Jahr, die neuen Anleihen fielen aber von 419 auf 276 Millionen Schweizer Franken, da die Eidgenossenschaft im Laufe des Jahres 1937 kein Geld aufgenommen hat.

Auch am holländischen Markt ging der Betrag für die Auflegung von Schuldverschreibungen zur Beschaffung von neuem Kapital während des Jahres von 200 Millionen Gulden auf nur 120 Millionen Gulden zurück. Da die Industriefirmen im Besitz bedeutender flüssiger Mittel waren, bestand für

sie keine Notwendigkeit, den Kapitalmarkt in Anspruch zu nehmen. Andererseits war die Anleihebegebung für Konversionszwecke sehr rege, wie folgende Zahlen beweisen:

Jahr	Millionen Gulden
1934 . . . . .	2.036
1935 . . . . .	175
1936 . . . . .	87
1937 . . . . .	2.131

Viele Konversionsanleihen für Gemeinden und andere öffentliche Körperschaften wurden aufgenommen, zuerst zu 4 v. H., später zu  $3\frac{1}{2}$  v. H., und gegen Ende des Jahres erschienen 3 % Schuldverschreibungen. Im September 1937 wurden 912 Millionen Gulden 3 % Schuldverschreibungen zum Kurs von  $96\frac{3}{4}$  für Konversionszwecke von der Regierung von Niederländisch-Indien begeben, die die Bürgschaft des holländischen Staates genießen. Diese Anleihe hatte keinen vollen Erfolg, rund 200 Millionen Gulden wurden nicht gezeichnet; der Markt erlangte seine Aufnahmefähigkeit aber bald wieder, und im März 1938 stand die Anleihe etwa 3 v. H. über dem Ausgabekurs.

Unter diesen günstigen Verhältnissen begab die holländische Regierung im Januar 1938 zur Konvertierung aller ausstehenden 4 % Staatsschuldverschreibungen eine Anleihe im Betrage von 1.670 Millionen Gulden — die größte Anleihe, die jemals in den Niederlanden begeben wurde. Die zum Kurs von  $99\frac{1}{2}$  begebene neue Anleihe wird während der ersten zehn Jahre mit 3 v. H. verzinst; für die restlichen achtundzwanzig Jahre der Laufzeit der Anleihe erhöht sich dieser Zinssatz von selbst auf  $3\frac{1}{2}$  v. H. Die Anleihe war ein großer Erfolg; rund 95 v. H. der aufgerufenen Anleihen wurden umgetauscht, während die Barzeichnungen so hoch waren, daß nur  $2\frac{1}{2}$  v. H. neu zugeteilt werden konnten.

Der durch die starken Rückgänge der Zinssätze ausgeübte Druck war so groß, daß im Februar 1938 eine „Anlagefront“ gegründet wurde, die die größten Unternehmungen, die Kapitalanlagen vornehmen, umfaßte, mit dem Ziel, die Auflegung von Anleihen zu übermäßig niedrigen Sätzen zu verhindern.

In Schweden haben die langfristigen Zinssätze, an der Rendite der Staatspapiere gemessen, 3 v. H. erreicht, ein Satz, der etwa  $\frac{1}{2}$  v. H. unter dem vor dem Kriege geltenden niedrigsten Zinssatz liegt, nämlich  $3\frac{1}{2}$  v. H. in den Jahren 1897–98. Eine Konversionsanleihe über 150 Millionen schwedische Kronen wurde während des Jahres von der staatlichen Hypothekenbank aufgelegt; es wurden 3 % Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von 60 Jahren zum Kurs von  $98\frac{1}{4}$  begeben ( $98\frac{1}{2}$  für Neuzeichnungen). Diese Anleihe, die das größte nicht-staatliche Konversionsgeschäft war, das jemals am schwedischen Kapitalmarkt durchgeführt wurde, war sehr erfolgreich; 135 Millionen Kronen der fälligen Wertpapiere wurden umgetauscht, und es brauchten nur 15 Millionen Kronen Barzeichnungen zur Rückzahlung der nicht angebotenen Schuldverschreibungen angenommen zu werden.

Auch in einer Reihe anderer Länder wurde während des Jahres eine Konvertierung der öffentlichen Schuld vorgenommen. In Norwegen wurde eine

fällige 5 % Anleihe von 87 Millionen norwegische Kronen im Mai 1937 in eine 4½ % umgewandelt, und im Januar und Februar 1938 wurden zwei 4 % Konversionsanleihen von 100 und 80 Millionen Kronen begeben. Im März 1938 wurde eine 4½ % Anleihe von 2,8 Millionen Pfund mit dem Erlös von zwei bei norwegischen Banken untergebrachten inneren 3½ % Anleihen in England zurückgezahlt. Zwei belgische öffentliche innere 3½ % Anleihen von zusammen 2,5 Milliarden belgische Franken wurden während des Jahres zum Kurs von 97 untergebracht; es war dies das erste Mal seit dem Kriege, daß die belgische Regierung in der Lage war, zu so günstigen Bedingungen Geld langfristig zu leihen. Außerdem wurden 2½ % Schatzanweisungen mit einer Laufzeit von 5 Jahren im Gesamtbetrag von 1,3 Milliarden belgische Franken begeben.

In vielen überseeischen Ländern herrschen ähnliche Bedingungen. In Australien ging im ersten Halbjahr 1937 die Rendite der Schuldverschreibungen des Australischen Bundes rasch zurück, eine Folge des ausgezeichneten Ausfuhrjahres 1936–37. Vom Juni ab trat ein leichter Rückschlag ein, aber die allgemein günstigen Verhältnisse (einschließlich eines Haushaltsüberschusses) des Jahres ermöglichten es der Regierung des Australischen Bundes, zwei innere Anleihen aufzulegen, die erste von 7½ Millionen australische Pfund im Mai 1937, mit 3⅞ v. H. verzinslich, und die zweite von 8 Millionen australische Pfund im November 1937, mit 3¾ v. H. verzinslich. Diese Anleihen hatten vollen Erfolg, während zwei ziemlich ähnliche Anleihen im Jahre 1936 nicht voll gezeichnet worden waren. Die besseren Verhältnisse in Kanada kommen auch in dem Überschuß des Staatshaushalts zum Ausdruck, im Gegensatz zu den Fehlbeträgen in den letzten Jahren. Während des Jahres 1937 wurden die letzten steuerfreien Schuldverschreibungen aus der Kriegszeit umgetauscht: in zwei Abschnitten wurden 236 Millionen Dollar 5½ % Schuldverschreibungen teils durch rund 100 Millionen Dollar 3¼ % Schuldverschreibungen und teils durch kurz- und mittelfristige Anleihen zu sehr niedrigen Zinssätzen ersetzt.

Die anhaltenden jetzt allgemein gewordenen leichten Geldbedingungen, wie es sie selten oder niemals zuvor gegeben hat, sind umso bemerkenswerter, als sie mit einem raschen Ansteigen der Golderzeugung und riesigen Rüstungsausgaben zusammenfallen, zwei Einflüsse, die in der Zeit von 1900 bis 1914 zu einem Anziehen der Zinssätze geführt haben. Damals war aber der Bedarf an Geld zur Finanzierung neuer Unternehmungen aller Art weit größer als jetzt, nicht allein auf dem Gebiet der internationalen Finanzierung, sondern in mehreren wichtigen Ländern auch für innere Anlagen. Der schwache Punkt der wirtschaftlichen Erholung der Jahre 1936–37 war der geringe Umfang der privaten Finanzierung neuer Geschäfte; der Mangel an Vertrauen in die Zukunft wirkte als Abschreckungsmittel für eine Erweiterung der industriellen und sonstigen Ausrüstung.

Die Versteifung der langfristigen Zinssätze, die die Kapitalmärkte der Vereinigten Staaten und Englands, aber auch Japans in der ersten Hälfte 1937 erfuhren, findet ihre Erklärung nicht in einer gegenüber früheren Jahren gesteigerten Anleihetätigkeit, sondern sie spiegelt in einer etwas seltsamen

Weise die Wandlung in der Flüssigkeit der Handelsbanken wider. Die gestiegene Nachfrage nach Industrie- und anderen Vorschüssen (zum großen Teil mit dem Steigen der Preise zusammenhängend), die in den Wintermonaten 1936-37 eintrat, führte mangels eines für eine weitere Ausdehnung ihrer Anlagen ausreichenden Kassenbestandes zu einem Rückgang des Bestandes der Banken an Staatspapieren. Auf diese Weise wurde der Bedarf der Industrie an kurzfristigen Mitteln auf den langfristigen Markt abgewälzt, während die kurzfristigen Sätze mehr oder weniger unverändert blieben. Der Board of Governors des Bundes-Reserve-Systems bemerkt in seinem Jahresbericht für 1937 über diese Verhältnisse in den Vereinigten Staaten „... In den letzten Jahren ist der Markt der festverzinslichen Wertpapiere ein viel bedeutenderer Bestandteil des offenen Geldmarktes geworden, und die Banken, besonders die Geldmarktbanken, benutzen in steigendem Maße ihre Wertpapierbestände als Mittel zur Regelung ihrer Kassenlage, um an sie herantretende Ansprüche zu befriedigen ...“ Diese erhöhte Empfindlichkeit der langfristigen Sätze, ein mittelbares Ergebnis der riesigen Bestände der Handelsbanken an Staatspapieren, hat ein neues Bindeglied zwischen den kurz- und langfristigen Märkten geschmiedet. Im allgemeinen zeigt die jetzige Neigung zu mehr oder weniger unveränderlichen kurzfristigen und bedeutend empfindlicheren langfristigen Sätzen eine neue Entwicklung an, die grundlegende Veränderungen im Kreditgefüge widerspiegelt, die noch nicht genügend untersucht sind.

## VI. DIE ENTWICKLUNGEN IM BANKWESEN.

Die Finanzkrise des Jahres 1931, die nach zwei Jahren stark fallender Preise einsetzte, hatte zu einer Reihe von Notverordnungen über die Banken und zu staatlichen Eingriffen in das Kreditgefüge verschiedener Länder geführt. Es folgte eine Zeit des Wiederaufbaus und der Festigung, in der die Gelegenheit wahrgenommen wurde, die Erfahrungen der Krise zusammen mit allgemeineren Neuerungen in die schon bestehenden Bankgesetze einzubauen. Da aber diese Zeit vorüber ist, ist auf diesem Gebiet nicht viel zu berichten.

Die wichtigsten allgemeinen Bankmaßnahmen, die während des abgelaufenen Jahres getroffen worden sind, scheinen die in Rumänien zu sein, wo die Nationalbank in Verfolg ihrer Politik des Wiederaufbaus und der Kräftigung der Banken einen umfassenden Plan aufgestellt hat, von dem einzelne Teile im Laufe des Jahres 1937 in Kraft getreten sind. Besondere Aufmerksamkeit wurde Fragen geschenkt, die sich aus der Regelung der landwirtschaftlichen Verschuldung vom Jahre 1934 ergeben. In vielen Landbezirken waren die örtlichen Banken entweder verschwunden oder ihre Mittel reichten nicht aus, um ihre Bezirke mit Krediten zu versorgen. Unter Mitwirkung der großen Bukarester Banken sind diese Mängel beseitigt worden. Es wurden auch gewisse Abänderungen des Bankengesetzes vorgenommen, die die Ausübung der Banktätigkeit von der Genehmigung des Höheren Bankenrates abhängig macht und die Eintragung der Banken vorsieht – die ganze Handelsbankengesetzgebung wurde im September 1937 zusammengefaßt. Außerdem wurden mit Beteiligung der Nationalbank drei neue Körperschaften, die Landesanstalt für landwirtschaftlichen Kredit, die Landesanstalt für Handwerkerkredit und die Landesanstalt für Kredite an Goldbergwerksgesellschaften, gegründet.

In der Tschechoslowakei wurde ebenfalls ein neues Gesetz erlassen, das die Ausübung des Bankberufs von staatlichen Genehmigungen abhängig macht, die unter gewissen Bedingungen zurückgezogen werden können, zusammen mit anderen Vorschriften, wonach die Banken Mitglieder eines Verbandes werden müssen.

Im allgemeinen ist die allmähliche Durchführung der neueren Bankengesetze dadurch erleichtert worden, daß die von der Krise betroffenen Banken zum gewöhnlichen Geschäftsbetrieb zurückkehrten. Die deutschen Banken beispielsweise, die vor einiger Zeit die Stützungskredite vollständig zurückgezahlt haben, waren im vergangenen Jahr in der Lage, den Teil ihres Aktienkapitals, der vorher im Besitz öffentlicher Stellen gewesen war, auf dem Markt unterzubringen, während in der Schweiz die Bestimmungen des einzelnen Banken gewährten Zahlungsaufschubs mit dem Wiederaufbau der betreffenden Banken auf natürliche Weise abliefen. Ein weiteres Zeichen dieser Gesundung ist die Wiedereinführung von Bankaktien an der Börse in Ungarn, wo die Kurse seit 1931 nicht mehr notiert wurden.

Was die Zentralbanken betrifft, so ist die Umwandlung der schon bestehenden, im Jahre 1927 gegründeten Bank von Ekuador in eine Zentralbank mit dem alleinigen Recht der Notenausgabe zu erwähnen. Gleichzeitig wurden

neue Verordnungen über die Handelsbanken, die Hypothekenbank und die Währungseinheit des Landes erlassen. Mit der Wiedervereinigung Österreichs mit dem Deutschen Reich im März und April 1938 trat die Österreichische Nationalbank in Liquidation, und es wurde eine Reihe von Maßnahmen verkündet, durch die der größte Teil des Vermögens und der Verbindlichkeiten der Österreichischen Nationalbank auf die Reichsbank übergehen. Anderswo waren die im Jahre 1937 und in den ersten Monaten des Jahres 1938 ergriffenen Maßnahmen im allgemeinen Ergänzungen früherer Verordnungen.

In den Vereinigten Staaten verkündete der Board of Governors des Bundes-Reserve-Systems im September 1937 eine allgemeine Neufassung der Vorschriften über Diskontierungen und Vorschüsse für die Mitgliedsbanken; diese Vorschriften standen seit der Annahme des Bankgesetzes im Jahre 1935 zur Beratung, das gewisse vorher verordnete Notbestimmungen ausbaute und zu Dauerbestimmungen machte, auf Grund deren Vorschüsse an Mitgliedsbanken gegen alle von den Reserve-Banken als sicher betrachteten Werte zulässig waren.

Der den Mitgliedsbanken von den Reserve-Banken gewährte Kredit ist zweierlei Art: a) die bevorzugte Art des Kredits, die sich weitgehend an die strengerer Maßstäbe des früheren Gesetzes hält, und für den der übliche Diskontsatz zur Anwendung kommt, und b) Vorschüsse, die nach den großzügigeren Bestimmungen der neueren Gesetzgebung gewährt werden, und für die ein Satz von mindestens  $\frac{1}{2}$  v. H. über dem üblichen Satz zur Anwendung kommt. Die im Jahre 1937 veröffentlichten neuen Vorschriften sind insofern beachtenswert, als zum erstenmal in Raten tilgbare Finanzwechsel zur bevorzugten Kreditart zugelassen werden. Es gibt außerdem neun Sondereinteilungen der als Nebensicherheit zugelassenen Wechsel, die unter die Kreditgruppe fallen, die keinen besonderen Vorzug genießt.

In den zu der Bekanntmachung der Änderungen abgegebenen Erläuterungen erklärte der Board:

.... Die Erfahrung hat gelehrt, daß die Zahlungsfähigkeit der Banken besser gewährleistet ist durch sorgfältige Prüfung der Beschaffenheit des Wechsels, den sie ankaufen, als durch die strenge Beobachtung seiner Form, und daß es ein gesunder Bankgrundsatz ist, größeren Wert auf die Sicherheit und weniger Wert auf die Form zu legen ..."

Die bei den belgischen Banken während des Jahres 1937 vorgenommenen Änderungen erstrecken sich auf ein größeres Gebiet. Die Banken waren in Belgien seit der Krise im ersten Teil des Jahres 1935, die zu der Abwertung der Währung am 1. April 1935 führte, Gegenstand umfassender Maßnahmen gewesen. Die im Jahre 1935 ergriffenen Maßnahmen betrafen fast ausnahmslos die Privatbanken und bestanden aus einem die Aufgaben der Handelsbanken regelnden allgemeinen Bankengesetz, aus der Gründung des Institut de Réescompte et de Garantie und der Einsetzung eines Bankenausschusses, der mit der Nationalbank eng zusammenhängt und mit der Durchführung des neuen Bankengesetzes beauftragt ist.

Weitere Änderungen und mehrere Königliche Erlasse wurden im Jahre 1937 in Ausführung des Gesetzes vom 10. Juni 1937 durchgeführt zur Abänderung der Satzungen der Belgischen Nationalbank, der Caisse Générale

d'Epargne et de Retraite, des Office Central de Crédit Hypothécaire, des Office National du Ducreire und der Caisse Centrale du Petit Crédit Professionnel. Auf Grund anderer Königlicher Erlasse wurden eine Caisse Nationale de Crédit aux Classes Moyennes, ein Institut National de Crédit Agricole und ein Conseil de Coordination des Institutions de Crédit aux Classes Moyennes gegründet. Neben ihrer Beteiligung an dem Conseil des Institutions de Crédit und ihrer seit langem bestehenden Mitarbeit im Generalrat der Caisse Générale d'Epargne et de Retraite ist die Nationalbank in den meisten der bestehenden, durch Sondergesetz errichteten acht Finanzorganisationen, wie bei der Société Nationale de Crédit à l'Industrie, dem Institut de Réescompte et de Garantie, dem Fonds d'Amortissement de la Dette Publique usw., vertreten oder wird vertreten sein.

Ohne im einzelnen auf die neu gegründeten Körperschaften und die Änderungen der für andere Unternehmungen maßgebenden Gesetze einzugehen, mögen die Hauptänderungen in den Satzungen der Nationalbank, die durch die außerordentliche Aktionärversammlung im August und September 1937 bestätigt wurden, zusammengefaßt werden. In Anbetracht der vermehrten und schwierigeren Fragen, mit denen sich die Bankleitung zu befassen hat, sowie mit Rücksicht auf den großen Kreis der von ihren Direktoren in den verschiedenen Schwestergesellschaften zu erfüllenden Aufgaben wurden einige verwaltungstechnische Änderungen vorgenommen. Um die Unparteilichkeit der Bank zu gewährleisten, wurden außerdem die Bestimmungen für die Mitglieder des Generalrates verschärft: Der Gouverneur, der Vizegouverneur und die Direktoren der Bank dürfen keinem Handelsunternehmen, auch wenn es nur der Form nach ein solches ist, angehören, mit Ausnahme der Notenbank des Belgischen Kongo, der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich und den durch besonderes Gesetz geschaffenen gemeinnützigen Finanzorganisationen.

In geschäftlicher Hinsicht betrafen die wichtigsten Änderungen die Diskontgeschäfte der Bank und die Befugnis, Offenmarkt-Geschäfte auszuführen. Die Bestimmungen über die Diskontgeschäfte der Bank sind geändert worden, um sie mit den Gepflogenheiten des Marktes in Einklang zu bringen: die Höchstlaufzeit von Handelswechseln, die zum Diskont zugelassen werden, ist von 100 auf 120 Tage ausgedehnt worden, während Form und Art des zum Diskont zugelassenen Wechsels in das Belieben der Bank gestellt werden, wodurch es ihr eher möglich ist, der Entwicklung der Handels- und Bankpraxis zu folgen.

Die Nationalbank wurde außerdem ermächtigt, in Durchführung ihrer Aufgabe, den Markt zu regeln, sich durch An- und Verkauf von Staatspapieren mit Offenmarkt-Geschäften zu befassen. Da diese Geschäfte in Belgien neu sind, erschien es wünschenswert, Vorsorge dafür zu treffen, daß alle getätigten Geschäfte mit ihren eigentlichen Zwecken übereinstimmen. Es wurden daher gewisse einschränkende Bestimmungen aufgenommen: a) der Höchstbetrag der kurz- oder mittelfristigen Wertpapiere, die die Bank kaufen darf, wurde auf 500 Millionen belgische Franken festgesetzt, während der Gesamtwert derartiger Wechsel während mehr als zwölf aufeinanderfolgenden Monaten 200 Millionen belgische Franken nicht übersteigen darf; b) für die langfristigen

Wertpapiere wurde der Höchstbetrag, bis zu dem die Bank Käufe vornehmen darf, auf 1 Milliarde belgische Franken festgesetzt; die gekauften Wertpapiere müssen mindestens zwei Jahre vorher begeben und an der Börse eingeführt sein. Die Höchstgrenze von 1 Milliarde belgische Franken erhöht sich von selbst um die Beträge, die den Gesamtrückzahlungen oder Veräußerungen von Staatspapieren entsprechen, die sich vor Inkrafttreten der neuen Bestimmungen im Besitz der Bank befunden haben.

Die Belgische Nationalbank erklärt in ihrem Jahresbericht, daß Offenmarkt-Geschäfte nicht nur ein eingehendes Vorstudium, sondern auch gewisse technische Voraussetzungen verlangen. Die neue Offenmarkt-Politik dürfe nicht als Ersatz für die Diskontpolitik, sondern als deren Ergänzung angesehen werden.

Die Ermächtigung zur Durchführung von Offenmarkt-Geschäften, die in einigen Fällen eng umschrieben, in anderen weiter gefaßt sind, hat in den letzten Jahren Eingang in die Satzungen neu errichteter Zentralbanken gefunden, und ist sogar einer Reihe älterer Banken erteilt worden, denen früher derartige Befugnisse fehlten (neben der Belgischen Nationalbank der Niederländischen Bank, der Norges Bank und anderen). In diesen Ländern bestand die Auffassung, daß die Diskontpolitik der Zentralbank nicht immer eine genügende Aufsicht über den Markt gewährt und daß andere Formen des Eingreifens zur Verfügung stehen müssen. Diese müssen natürlich dem Land, in dem sie angewandt werden, angepaßt sein; ist z. B. kein großer Geldmarkt außerhalb der Banken vorhanden, so müssen ganz andere technische Voraussetzungen geschaffen werden als z. B. in London und Neuyork. Außerdem ist die Art des Geschäfts abhängig von der Entwicklung des Marktes, und abgesehen von reinen Übergangsmaßnahmen (wie in Zeiten vorübergehender Knappheit während der großen Einkommensteuerzahlungen) war der Hauptzweck der beispielsweise in den letzten Jahren am Londoner Markt getätigten Geschäfte der, eine unerwünschte Verbreiterung der Kreditgrundlage infolge eines Zuflusses von Geldern aus dem Ausland zu verhindern. Dieser Zweck ist durch die Verminderung der im Besitz der Notenausgabeabteilung der Bank von England befindlichen Wertpapiere, aber mehr noch durch den Verkauf von Schatzwechseln durch den Währungsausgleichfonds erreicht worden. Eine Zentralbank, die Offenmarkt-Geschäfte durchführen darf, kann natürlich nicht Gelder aus dem Markt aufnehmen, wenn sie nicht über einen großen Bestand an geeigneten Wertpapieren verfügt. Diese notwendigen Voraussetzungen waren beispielsweise in Argentinien vorhanden, wo die Zentralbank in der Lage war, die Wirkungen der günstigen Zahlungsbilanz und des Zustroms ausländischer Gelder durch den Verkauf der 400 Millionen Peso Staatspapiere, die sie seit ihrem Bestehen in Besitz hatte, auszugleichen. So konnten sich die Kassenbestände der Handelsbanken nicht in ungewöhnlichem Ausmaß vermehren.

Die Durchführung von Offenmarkt-Geschäften ist eine der Formen des Eingreifens, um die Schaffung gesunder Kreditbedingungen zu begünstigen, d. h. von Verhältnissen, bei denen das Kreditsystem den Anforderungen eines gesunden Wachstums und einer gesunden Entwicklung genügen kann, ohne spekulativen Mißbräuchen Vorschub zu leisten. Diese Geschäfte beeinflussen

in erster Linie den Umfang des vorhandenen Kredits und sollten, wie in dem Bericht der Belgischen Nationalbank ausgeführt wurde, nicht als Ersatz der Diskontpolitik, sondern als deren Ergänzung angesehen werden.

Im Hinblick auf die im Jahre 1937 gewonnene Erfahrung dürfte es nicht unangebracht sein, die betreffende Stelle aus den Londoner Entschlüssen in Erinnerung zu bringen:

„... sie (nämlich die Zentralbanken) sollten bemüht sein, ihre Kreditpolitik, soweit dies die Lage im eigenen Lande zuläßt, jedem Ansatz zu einem allgemeinen Umschwung in der allgemeinen Geschäftstätigkeit anzupassen. Eine Ausdehnung der allgemeinen Geschäftstätigkeit, die offensichtlich nicht dauernd aufrecht-erhalten 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 einer Auflockerung liegende Kreditpolitik zu verfolgen.

Mit der Befolgung einer solchen Politik werden die Zentralbanken alles, was in ihrer Macht liegt, getan haben, um die Schwankungen in der Geschäftstätigkeit und damit auch übermäßige Schwankungen in der Kaufkraft des Goldes zu verringern ...“

Die Frage, inwieweit Mittel der Kreditpolitik zur Aufrechterhaltung verhältnismäßig beständiger Preise beitragen oder etwa gewünschte Preisänderungen bewirken können, hat in den letzten Jahren große Beachtung gefunden. Am 2. August 1937 hat sich der Board of Governors des Bundes-Reserve-Systems mit dieser Frage in einer bedeutsamen Erklärung über die Ziele der Währungspolitik beschäftigt. Die Erklärung, die nachstehend auszugsweise wiedergegeben wird, befaßt sich besonders mit Vorschlägen, die hinsichtlich der für eine zentrale Währungsbehörde bestehenden Möglichkeit gemacht worden waren, eine bestimmte innere Preishöhe festzusetzen und aufrecht-zuerhalten.

„... Der Board nimmt an, daß wenn Preisbeständigkeit als das Ziel der- artiger Vorschläge angegeben wird, die Verfasser die Preisbeständigkeit lediglich als ein Mittel zu einem wichtigeren Ziel ansehen, nämlich der Verringerung von Hochkonjunktoren und Krisen sowie der Steigerung der inländischen Erzeugung und des Wohlstandes, in dem Glauben, daß durch die Aufrechterhaltung einer bestimmten Preishöhe auch der größere Zweck erreicht wird.

Der Board ist vollkommen einverstanden mit dem Endzweck der Vorschläge, die Stetigkeit der Wirtschaft zu fördern, was die Aufrechterhaltung einer so vollen Beschäftigung der Arbeitskräfte und der Erzeugungsfähigkeit des Landes bedeutet, wie sie auf die Dauer nur immer möglich ist ...

... Daß weite Schwankungen der Preise unheilvoll sind, steht außer Frage, und es sollten Anstrengungen gemacht werden, um Schwankungen zu verhindern, die die Stetigkeit der Wirtschaft beeinträchtigen. Der Board ist jedoch der Überzeugung, daß das größere Ziel der bestmöglichen Ausnutzung der Kraftquellen eines Volkes nicht dadurch erreicht werden kann, daß versucht wird, eine feste Preishöhe zu halten, und daß daher die Preisbeständigkeit nicht das einzige oder hauptsächliche Ziel der Währungspolitik sein darf.

Eine Festhaltung aller einzelnen Preise durch die Währungspolitik ist nicht beabsichtigt und würde auch nicht möglich sein. Die Vorschläge zur Festigung der Preise beziehen sich also notwendigerweise auf irgendeine Preis-Meßzahl oder einen Preisdurchschnitt. Es herrscht keine allgemeine Übereinstimmung über die Frage, welche Preis-Meßzahl für diesen Zweck geeignet ist, wenn auch oft die Meßzahl der Großhandelspreise vorgeschlagen wird.

Welche Preismeßzahl auch immer als bestimmend angenommen werden mag, so steht doch fest, daß sich Wirtschaftsschwankungen entwickeln können, wie sie dies in den zwanziger Jahren getan haben, auch wenn die Preishöhe unverändert bleibt. Die Geschäftstätigkeit kann nach der einen oder anderen Richtung umschlagen und bedeutende Ausmaße annehmen, bevor sich die Änderungen in der Preis-Meßzahl auswirken. Es gibt Lagen, in denen Veränderungen in der Preishöhe die Aufrechterhaltung der Wirtschaftstätigkeit bedeuten würden; sinkende Preise, die sich aus technischen Verbesserungen ergeben, können z. B. durch Steigerung des Verbrauchs zur Festigkeit beitragen. Dann gibt es Umstände, bei denen die Wiederherstellung und Aufrechterhaltung einer verhältnismäßigen Vollbeschäftigung nur durch eine Preissteigerung möglich ist. Der Zusammenhang zwischen der Beständigkeit der Preise und der Wirtschaft ist daher nicht eng genug, um es wünschenswert erscheinen zu lassen, das Ziel der Währungspolitik auf die Preisbeständigkeit zu beschränken.

... Da die Lenkung der Währung eines Landes keine exakte Wissenschaft ist, weil sie auf das Gefühl angewiesen ist und mit vielen Ungewißeiten rechnen muß, ist es wesentlich, ein Ziel zu bestimmen, das Spielraum für ein eigenes Urteil und freies Ermessen läßt.

... Die Währungsbehörden können zur wirtschaftlichen Beständigkeit dadurch beitragen, daß sie ihren Einfluß geltend machen, um einen Geldumlauf aufrechtzuerhalten, der in der Lage ist, die Erzeugungsquellen des Landes so voll auszunutzen, wie dies auf die Dauer nur immer möglich ist, und das Bankwesen des Landes so gesund wie möglich zu erhalten. Der Board erkennt an, daß selbst eine angemessene Geldversorgung ihre Aufgaben nicht richtig erfüllen wird, wenn die Banken, durch die sie wirken muß, krank sind, und daß ein gesundes Bankwesen nicht bestehen kann, wenn die Geldversorgung unzureichend und eine Deflation im Anzug ist ...

... Das Bundes-Reserve-System kann die Geldversorgung innerhalb gewisser Grenzen regeln, es gibt aber andere Ursachen, die die Preise und die Geschäftstätigkeit ebenso sehr und genau so stark beeinflussen wie die Geldversorgung. Viele dieser Ursachen haben mit der Währung nichts zu tun und können durch Währungsmaßnahmen nicht beeinflußt werden. Ihre Wirkung auf die Geschäftstätigkeit kann sowohl in einer zunehmenden oder abnehmenden Umlaufgeschwindigkeit wie auch in einer Veränderung der Geldversorgung selbst zum Ausdruck kommen. Der Einfluß, den das Bundes-Reserve-System auf den Zinssatz ausüben kann, ist von großer Tragweite für die Geschäftstätigkeit, er kann aber durch andere Einflüsse vollständig ausgeglichen werden.

Es ist wichtig, die Grenzen der Währungspolitik zu erkennen. Währungseinflüsse sind nur ein Teil der Kräfte, die die Geschäftstätigkeit beeinflussen. Abschließend glaubt der Board, daß das allgemeine Ziel der amtlichen Politik eher die Beständigkeit der Wirtschaft als die der Preise sein sollte. Er ist überzeugt, daß dieses Ziel nicht durch die Währungspolitik allein erreicht werden kann, sondern durch die Übereinstimmung zwischen der Währungspolitik und anderen größeren wirtschaftlichen Zielsetzungen der Regierung, einschließlic der Politik in bezug auf Steuern, Ausgaben, Kredit, Außenhandel, Landwirtschaft und Arbeit, angestrebt werden sollte ..."

Wenn auch Kreditmaßnahmen auf die Geschäftstätigkeit und die Preisbewegungen einigen Einfluß haben, so müssen sie doch unter Verhältnissen durchgeführt werden, die politischen und sonstigen Einflüssen unterliegen, die oft sehr wenig den Erfordernissen der geeignetsten Währungspolitik entsprechen.

## VII. DIE LAUFENDEN GESCHÄFTE DER BANK.

### 1. DIE TÄTIGKEIT DER BANKABTEILUNG.

Die von den Buchprüfern geprüfte und beglaubigte Bilanz der Bank vom 31. März 1938 ist in der Anlage II dieses Berichts abgedruckt. Die Bilanzsumme beläuft sich auf 644 Millionen Schweizer Goldfranken von 0,29032258... Gramm Feingold, gegenüber 619 Millionen am 31. März 1937. Das Verfahren der Umrechnung der über verschiedene Währungen lautenden Aktiven und Passiven der Bilanz in Schweizer Goldfranken ist während des Jahres unverändert geblieben. Sie erfolgt auf der Grundlage des amtlichen Goldverkaufspreises in Neuyork und der Kurse der verschiedenen Währungen gegen den Dollar. Wie im vorhergehenden Jahr müssen also bei einem Vergleich der Zahlen bei Jahresbeginn und Jahresende die Veränderungen im Goldwert einzelner Währungen berücksichtigt werden. So betrug beispielsweise der Wert des französischen Franken am 31. März 1937 14,04 Schweizer Goldfranken für 100 französische Franken und am 31. März 1938 9,38 Schweizer Goldfranken für 100 französische Franken.

Die Entwicklung der Mittel und in gewissem Grade auch der Geschäftstätigkeit der Bank hing im Laufe des Geschäftsjahres von der Politik der Zentralbanken hinsichtlich ihrer Währungsrücklagen ab. Die ersten Monate des Geschäftsjahres, und zwar hauptsächlich die Monate Mai und Juni 1937, in denen die Neigung zu einer „Goldflucht“ bestand, hatten eine bedeutende Zunahme der durch die Bank getätigten Devisen- und Goldgeschäfte zu verzeichnen, als die Zentralbanken in kurzen Zwischenräumen Umwandlungen von Gold in Devisen und umgekehrt vornahmen. Die Sommermonate brachten dagegen ruhigere Bewegungen, die diejenigen auf den Gold- und Devisenmärkten widerspiegeln. Von September bis Dezember war ein leichtes Wiederaufleben der Geschäftstätigkeit erkennbar, dem übrigens bis in den Februar hinein eine Zeit der Ruhe folgte, während der nächste Monat einen beträchtlichen Aufschwung unserer Geschäftstätigkeit brachte.

Bei einer Betrachtung der Entwicklung unserer Gold- und Devisenbestände kommt man zu der Feststellung, daß die Bank gewissen Grundströmungen unterworfen ist. Diese Feststellung ergibt sich aus der Übersicht auf der folgenden Seite, die den Bestand der der Bank von den Zentralbanken überlassenen Einlagen und der in der Bilanz enthaltenen Goldbarrenbestände sowie des außerhalb der Geschäftsausweise der Bank verbuchten Goldes, das in Sonderdepots gehalten wird, angibt, und zwar jeweils in dem Zeitpunkt, der für die Lage besonders bezeichnend ist.

Die Entwicklung bis Ende Dezember läßt sich mit der Bewegung einer Waage vergleichen. Die starke Zunahme der Einlagen der Zentralbanken für eigene Rechnung Ende Mai entfällt zum überwiegenden Teil auf eine bedeutende Einlage, die auf Grund eines internationalen Kreditgeschäftes erfolgt ist; den Erlös dieses Geschäftes, der nach und nach in Teilbeträgen abgezogen werden sollte, hatte die begünstigte Bank der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich überlassen. In den letzten Monaten des Geschäftsjahres verlief die Entwicklung des „Earmark“-Goldbestandes gänzlich unabhängig von der der Einlagen der Zentralbanken, die eine bemerkenswerte Beständigkeit zeigten.

In Millionen Schweizer Goldfranken	31. März 1937	31. Mai 1937	30. Sept. 1937	31. Dez. 1937	31. März 1938
Einlagen der Zentral- banken für eigene Rechnung . . . . .	129,6	215,8	247,0	178,9	179,2
Goldbarrenbestand . . .	45,1	51,0	18,3	13,8	20,9
"Earmark"-Gold . . . .	433,0	382,7	358,7	403,6	479,1
Gesamtbetrag des von der B. I. Z. gehaltenen Goldes . . . . .	478,1	433,7	377,0	417,4	500,0

Bei einem Vergleich zwischen den Hauptabschnitten der Bilanz vom 31. März 1937 und 31. März 1938 ist folgendes festzustellen:

**1. Passiva.**

Die langfristigen Verbindlichkeiten belaufen sich am 31. März 1938 auf den Gegenwert von 259,2 Millionen Schweizer Goldfranken, gegenüber 274 Millionen am 31. März 1937. Wie im vorhergehenden Geschäftsjahr ist diese Veränderung ausschließlich auf den Unterschied des Schweizer-Goldfranken-Gegenwertes der Währungen, in denen die betreffenden Einlagen zu Buche stehen, zurückzuführen. Der Betrag dieser Einlagen in den einzelnen Währungen hat sich seit September 1936 nicht geändert; damals waren sie in unserer Bilanz noch mit einem Gesamtgegenwert von 293,6 Millionen Schweizer Goldfranken ausgewiesen. Der zwischen September 1936 und März 1938 eingetretene Rückgang um 34,4 Millionen erklärt sich also restlos aus den eingetretenen Änderungen im Wert der verschiedenen Währungen.

Die obige Aufstellung zeigt die Entwicklung der Einlagen der Zentralbanken für eigene Rechnung. Der Betrag zu Beginn des Geschäftsjahres ist der niedrigste des Jahres; der höchste Betrag wurde Ende September mit 247 Millionen erreicht. Die Einlagen der Zentralbanken für Rechnung Dritter, die sich am 31. März 1937 auf 4,2 Millionen und am 31. März 1938 auf 3,3 Millionen beliefen, haben sich zwischen einem Höchstbetrag von 4,4 Millionen und einem Mindestbetrag von 2,3 Millionen bewegt. Die Einlagen anderer Einleger, die am 31. März 1937 auf 0,2 Millionen gesunken waren, sind am 30. September bis auf 7,6 Millionen gestiegen und am Ende des Geschäftsjahres wieder auf 2,2 Millionen zurückgegangen.

Dagegen hat sich der Betrag der Goldsichteinlagen seit dem Beginn des Geschäftsjahres, wo er sich auf 23,3 Millionen belief, dauernd verringert. Am 30. Juni 1937 war er auf 8,3 Millionen zurückgegangen; seitdem zeigt er eine schwache, wenn auch ununterbrochene Aufwärtsbewegung, die ihn auf 9,6 Millionen am 31. März 1938 erhöht hat.

**2. Aktiva.**

Jeder der Posten, die die Gesamtheit der verfügbaren Mittel bilden, ist, wie die Aufstellung auf der folgenden Seite zeigt, im Laufe des Geschäftsjahres zurückgegangen:

In Millionen Schweizer Goldfranken	31. März 1937	31. März 1938
Gold in Barren . . . . .	45,1	20,9
Devisenbestand . . . . .	25,6	22,2
Gelder auf Sicht . . . . .	26,5	15,8
Rediskontierbare Wechsel . . . . .	232,0	229,6
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>329,2</b>	<b>288,5</b>

Sieht man von dem Bestand an rediskontierbaren Wechseln ab, der niemals wesentlich unter seinen jetzigen Betrag gesunken ist, so sind bei den anderen Kassenmitteln im Laufe des Jahres recht erhebliche Schwankungen festzustellen. Das Gold in Barren hat einen Betrag von 51 Millionen überschritten und ist auf unter 10 Millionen gesunken, je nachdem die Geschäftspolitik der Bank es hat ratsam erscheinen lassen, den Überschuß des Goldbarrenbestandes über die Goldsichteinlagen zu erhöhen oder zu verringern. Dieser Überschuß bildet den eigenen Goldbestand der Bank, der sozusagen den Ausgleichsfonds für unsere Goldgeschäfte darstellt. Der Devisenbestand hat zwischen 52 und 20 Millionen geschwankt. Schließlich sind die Gelder auf Sicht bis auf 43 Millionen gestiegen und unter anderen Verhältnissen auf etwa 13 Millionen gesunken.

Die Zusammensetzung des Wechselbestandes läßt erkennen, daß am Ende des Geschäftsjahres der Bestand an Handelswechseln und Bankakzepten, der sich auf insgesamt 126,8 Millionen belief, größer war als der der Schatzwechsel, der sich auf 102,8 Millionen beziffert, während das Verhältnis seit etwa vier Jahren umgekehrt war.

Dem Rückgang der sofort verfügbaren Mittel steht eine Zunahme der Gelder auf Zeit, zinstragend angelegt, und der „Anderen Wechsel und Anlagen“ gegenüber, auf die auch die Erhöhung der Bilanzsumme entfällt. Die ersten sind von 28,7 auf 53,9 Millionen Schweizer Goldfranken gestiegen und die zweiten von 259,4 auf 300,5 Millionen. Zu bemerken ist, daß unter den „Anderen Wechseln und Anlagen“ diejenigen mit einer Laufzeit von weniger als drei Monaten im Laufe des Geschäftsjahres von 95 auf 146 Millionen gestiegen sind, während die mit einer Laufzeit von drei bis sechs Monaten von 75 auf 64 Millionen zurückgegangen sind; die mit einer Laufzeit von mehr als sechs Monaten haben sich von 89 auf 90 Millionen erhöht.

Die Entwicklung der Geschäftstätigkeit der Bank gibt zu folgenden Bemerkungen Anlaß:

Das im vorigen Jahresbericht erwähnte Bestreben der Zentralbanken, Kredite zurückzuzahlen, die ihren Märkten in Form von Anlagen auf unbestimmte Zeit zur Verfügung gestellt worden sind, hat sich noch verstärkt, und an die Stelle dieser Anlageart sind in den meisten Fällen jahreszeitliche Kredite oder Kredite für Handelszwecke getreten, auf die noch eingegangen werden wird.

Wie andere Finanzinstitute, so hatte während des vergangenen Jahres auch die Bank Schwierigkeiten, passende Anlagemöglichkeiten zu lohnenden Zinssätzen zu finden.

Allerdings war der Rückgang der kurzfristigen Sätze im Laufe des Geschäftsjahres auf einzelnen großen Märkten nicht von Dauer; die Zeiten der Spannung waren im allgemeinen kurz. Um nur ein Beispiel zu nennen, sind die Sätze für die Begebung amerikanischer Schatzanweisungen mit einer Laufzeit von drei Monaten, die Mitte Juli 1937 auf etwa 0,20 v. H. standen, Anfang September bis auf 0,45 v. H. gestiegen, am Ende desselben Monats aber wieder auf 0,25 v. H. und Ende Dezember auf 0,05 v. H. gesunken.

Wie oben bei der Schilderung der Entwicklung des in Sonderdepot für Rechnung der Zentralbanken gehaltenen Goldes angegeben ist, hatten die Goldgeschäfte der Bank hauptsächlich während des ersten Vierteljahrs und gegen Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres den größten Umfang aufzuweisen. Die Technik dieser Geschäfte ist beinahe die gleiche geblieben, wie sie im vorigen Jahresbericht dargestellt worden ist. Die Aufgabe der Bank ist allerdings insofern schwieriger geworden, als die Zentralbanken Goldbewegungen fast immer in der gleichen Richtung vorgenommen haben. Während des größten Teils des Jahres waren beinahe nur Nachfragen oder nur Angebote zu verzeichnen; die Versendung von Gold ging immer nur in einer bestimmten Richtung vor sich, so daß Ausgleichsgeschäfte beinahe unmöglich waren. Im letzten Monat des Geschäftsjahres ergab sich wieder die Möglichkeit von Ausgleichsgeschäften, und so wurde das Geschäft wieder normaler.

Erwähnt werden soll auch noch die etwas verstärkte Geschäftstätigkeit bei der Gewährung von Krediten an Zentralbanken zu dem besonderen Zweck, den Handelsverkehr zu erleichtern. Die Schwierigkeiten, die sich bei der Erlangung gewöhnlicher Kredite und dadurch bei der Deckung des Währungsrisikos für Ausfuhrfirmen gezeigt hatten in Fällen, wo Devisenbewirtschaftungen in Kraft sind oder die Währungen einem Druck unterliegen, haben es wünschenswert erscheinen lassen, besondere Kreditmöglichkeiten zu schaffen. Die Bank war in der Lage, eine gewisse Hilfe dabei zu leisten, indem sie Kredite an Zentralbanken gewährte; in gewissen Fällen sind auch gegenseitige Kredite abgeschlossen worden, wobei die Kredite, die von einer Zentralbank in ihrer eigenen Währung gewährt wurden, durch Kredite, die sie von einer anderen Zentralbank in einer fremden Währung erhielt, unter Vermittlung der Bank ausgeglichen wurden.

Diese Geschäfte – sowie die Untersuchungen, zu denen sie Anlaß gegeben haben – haben dazu beigetragen, die tatsächlichen Schwierigkeiten auf gewissen Gebieten und die nur beschränkte Ausdehnung der internationalen Kreditgeschäfte, mit denen gerechnet werden muß, solange die Währungsgrundlage und die Handelsbedingungen unbeständig bleiben, klarer hervortreten zu lassen.

## 2. DIE BANK ALS TREUHÄNDER UND AGENT.

Bezüglich der Annuitätenzahlungen Deutschlands, Ungarns, Bulgariens und der Tschechoslowakei auf Grund des auf der Haager Konferenz vom Januar 1930 angenommenen Neuen Plans hat sich während des Berichtsjahres nichts geändert. Während dieser Zeit hat die Bank für die Annuitätenzahlungen dieser Mächte nichts erhalten.

Die Lage im Zusammenhang mit dem Dienst der Deutschen Äußeren Anleihe von 1924 und der Internationalen 5½ % Anleihe des Deutschen Reichs 1930 ist während des Berichtsjahres für die Treuhänder ebenfalls unverändert geblieben. 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. Trotzdem sind einzelnen Gruppen von Anleihebesitzern weiter die Vorteile aus den zwischen der deutschen Regierung und verschiedenen anderen Regierungen abgeschlossenen Sonderabkommen zugute gekommen. 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 Nennwertes 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 wie bisher 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. Der Gegenwert in Schweizer Goldfranken der verschiedenen Währungsbeträge für diese Anleihen, die am 31. März 1938 im Namen der Treuhänder hinterlegt waren, ist aus Anlage VI ersichtlich.

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 etwa 4.790.000 Schweizer Goldfranken geführt. Eine von den Buchprüfern beglaubigte Aufstellung der Einnahmen und Ausgaben für das am 30. Juni 1937 abgelaufene Anleihejahr ist als Anlage IVa und IVb beigefügt. 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 1937 beigefügt. Außerdem ist aus Anlage VI der Gegenwert in Schweizer Goldfranken der am 31. März 1938 im Namen der Treuhänder hinterlegten Mittel für diese Anleihe ersichtlich.

Die Bank hat weiterhin als Zwischenstelle bei der Abwicklung der mit der Rückgliederung des Saarlandes an Deutschland verbundenen finanziellen Fragen mitgewirkt. Die deutsche Regierung hatte sich verpflichtet, die Gruben, Eisenbahnen usw. im Saarland von Frankreich für eine Pauschsumme von 900 Millionen französische Franken zurückzukaufen. Die Zahlung sollte sich über fünf Jahre erstrecken; die Zahlungsweise war besonders vereinbart worden. Die folgende Aufstellung zeigt die Entwicklung, die der Rückkauf genommen hat, und die Art und Weise, wie er vor sich gegangen ist:

In Millionen französische Franken	Zeit- abschnitt bis zum 31. März 1937	Jahr 1. April 1937 bis zum 31. März 1938	Zusammen
Im Saarland eingezogene und gegen Reichsmark umgetauschte französische und andere ausländische Zahlungsmittel . . . . .	274,4	-	274,4
Freie Kohlenlieferungen . . . . .	237,2	151,0	388,2
Zahlungen der deutschen Regierung als Vergütungen für Grubenschäden, Entschädigungen, Steuern usw. . . . .	14,8	4,0	18,8
	526,4	155,0	681,4

Außerdem hat die Bank ihre Dienste der deutschen und der französischen Regierung für die Abwicklung der mit der Durchführung eines Abkommens zur Änderung der deutsch-französischen Grenze zusammenhängenden finanziellen Fragen zur Verfügung gestellt.

Als Zwischenstelle für den Dienst der französischen 4½ % Anleihe der Nationalen Sicherheit 1937 hat die Bank im Namen der französischen Regierung die schweizerischen Banken und Zweigniederlassungen französischer Banken in der Schweiz benannt, die Zahlstellen für die Anleihe sind. Die Bank hat von der französischen Regierung für die Zinsscheinfälligkeit vom 1. September 1937 und 1. März 1938 in Schweizer Franken die für die Einlösung der in der Schweiz vorgelegten Zinsscheine der Anleihe erforderlichen Beträge erhalten und den verschiedenen Zahlstellen nach Bedarf die für die Einlösung aller vorgelegten Zinsscheine erforderlichen Mittel zur Verfügung gestellt.

### 3. DER REINGEWINN UND SEINE VERTEILUNG.

Die Hauptversammlung 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 9.011.956,53 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 siebente Geschäftsjahr belief sich auf 9.071.570,02 Schweizer Goldfranken. In der Bilanz vom 31. März 1938 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 des obigen 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. 450.597,83 Schweizer Goldfranken (1937: 453.578,50 Schweizer Goldfranken) an den Gesetzlichen Reservefonds wird der Hauptversammlung empfohlen, eine Dividende von 6 v. H. für das achte

Geschäftsjahr festzusetzen. Die Zahlung dieser Dividende erfordert 7.500.000 Schweizer Goldfranken (1937: 7.500.000 Schweizer Goldfranken). Der nach der Festsetzung dieser Dividende noch verbleibende Reingewinn würde sich auf 1.061.358,70 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 212.271,74 Schweizer Goldfranken zu überweisen. Diese Summe ist der Höchstbetrag, der statutengemäß für diesen Zweck aus dem Reingewinn dieses Jahres zurückgestellt werden darf (1937: 223.598,30 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 424.543,48 Schweizer Goldfranken (1937: 447.196,61 Schweizer Goldfranken) vorzunehmen. Der Gesamtbetrag des Gesetzlichen Reservefonds, der Dividendenrücklage und des Allgemeinen Reservefonds würde sich am Ende des achten Jahres demnach auf 24.270.934,82 Schweizer Goldfranken belaufen.

Derselbe Artikel der Statuten sieht die Verteilung des danach verbleibenden Restes in Höhe von 424.543,48 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 424.543,48 Schweizer Goldfranken (1937: 447.196,61 Schweizer Goldfranken) mit folgenden Beträgen teilzunehmen:

Einlagen auf dem Treuhänder-Annuitätenkonto nach Artikel IV e des Treuhandvertrags:	Schweizer Goldfranken	
	1937/38	1936/37
Frankreich . . . . .	133.407,30	131.366,53
Großbritannien . . . . .	52.132,53	51.335,04
Italien . . . . .	27.230,48	26.813,93
Belgien . . . . .	14.730,44	14.505,10
Rumänien . . . . .	2.573,54	2.534,17
Jugoslawien . . . . .	10.710,82	10.546,97
Griechenland . . . . .	882,36	868,86
Portugal . . . . .	1.691,18	1.665,31
Japan . . . . .	1.691,18	1.665,31
Polen . . . . .	49,02	48,27
	<u>245.098,85</u>	<u>241.349,49</u>
Unverzinsliche Einlage der deutschen Regierung nach Artikel IX des Treuhandvertrags . . . . .	122.549,43	120.674,74
Einlage der französischen Regierung (Saarabkommen)	1.806,20	2.703,89
Garantiefonds der französischen Regierung nach Artikel XIII des Treuhandvertrags . . . . .	55.089,—	82.468,49
	<u>424.543,48</u>	<u>447.196,61</u>

Die Konten der Bank und ihre achte 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.

In der am 3. Mai 1937 abgehaltenen außerordentlichen Hauptversammlung wurden die im siebenten Jahresbericht erwähnten Statutenänderungen angenommen. Wie in jenem Bericht ausgeführt, bieten diese Änderungen die Möglichkeit, das Amt des Vorsitzers des Verwaltungsrats von dem des Präsidenten der Bank zu trennen. Somit wurde die vorbehaltlich der Annahme der Änderungen vom Verwaltungsrat vorher beschlossene Wahl von Sir Otto Niemeyer zum Vorsitz des Verwaltungsrats und des Unterzeichneten zum Präsidenten der Bank wirksam. Der Rücktritt des Herrn Dr. Trip von dem Amt des Vorsitzers des Verwaltungsrats und Präsidenten der Bank, einer Doppelstellung, die er während der beiden vorhergehenden Jahre in hervorragender Weise bekleidet hatte, wurde am gleichen Tage wirksam. Für die von ihm geleisteten außergewöhnlichen Dienste ist die Bank Herrn Dr. Trip, der Mitglied des Verwaltungsrats bleibt, höchsten Dank schuldig.

Herr Gouverneur E. Labeyrie, ein Mitglied von Amts wegen, dessen aufrichtige Mitarbeit sehr geschätzt war, wurde bei seinem Rücktritt von dem Amt des Gouverneurs der Bank von Frankreich abgelöst durch den bisherigen Vizegouverneur, Herrn Pierre Fournier. Herr Fournier hatte vorher eine Zeitlang als Stellvertreter dem Verwaltungsrat angehört, und sein Eintritt in den Verwaltungsrat als Mitglied von Amts wegen wurde warm begrüßt. Herr Fournier ernannte Herrn de Boisanger zu seinem Stellvertreter. Die Amtszeit des Herrn Kano wurde bei ihrem Ablauf im Mai 1937 durch den Gouverneur der Bank von Japan verlängert. Herr Yanagita wurde im Juli durch den neuen Gouverneur dieser Bank als Ersatzmann wiederernannt. Herr Galopin, dessen Amtszeit im Dezember ablief, wurde vom Gouverneur der Belgischen Nationalbank auf weitere drei Jahre wiederernannt.

Durch den im Dezember vorigen Jahres eingetretenen Tod des Gouverneurs der Belgischen Nationalbank, Herrn Franck, verlor der Verwaltungsrat ein Mitglied von Amts wegen, das ihm seit der Gründung der Bank angehört hatte. Die hervorragenden Dienste, die Herr Gouverneur Franck der Bank geleistet hat, fanden allgemeine Anerkennung, und der Verlust eines so wertvollen Mitarbeiters und treuen Freundes der Bank wurde tief beklagt. Im Dezember erhielt der Verwaltungsrat auch mit großem Bedauern die Nachricht von dem Tode des Herrn Dr. Vissering, des früheren Präsidenten der Niederländischen Bank, der in der ersten Zeit des Bestehens der Bank Mitglied des Verwaltungsrats war.

Herr Georges Janssen, der Nachfolger des verstorbenen Herrn Franck auf dem Posten des Gouverneurs der Belgischen Nationalbank, trat im Januar als Mitglied von Amts wegen in den Verwaltungsrat ein und ernannte an Stelle des zurückgetretenen Herrn Goffin Herrn Baudewyns zu seinem Stellvertreter.

Der frühe und tragische Tod des ersten Generaldirektors der Bank, Herrn Pierre Quesnay, im September war für alle seine Freunde ein schwerer Schlag und bedeutete einen schmerzlichen Verlust für die Bank. Als einer der ersten Befürworter des Vorschlags zur Gründung einer internationalen Bank war Herr Quesnay stets ein eifriger Verfechter des Gedankens der Zusammenarbeit der Zentralbanken, ein Grundsatz, den er erfolgreich in die Tat umgesetzt hat. In Herrn Quesnay hat die Bank nicht nur einen Mann von ungewöhnlichen Fähigkeiten verloren, der der Bank große Dienste geleistet hat, sondern auch einen Mann von großen menschlichen Eigenschaften.

Im Januar ernannte der Verwaltungsrat Herrn Roger Auboin, dessen Tätigkeit im Zusammenhang mit finanziellen Fragen nicht nur in seiner Heimat, sondern auch im Auslande wohl bekannt ist, zum Generaldirektor.

### VIII. SCHLUSSBEMERKUNGEN.

Im Jahre 1938 jährt sich zum zwanzigsten Male das Ende des Weltkrieges, der durch seine weitgehende Vernichtung des Wohlstandes, mehr aber noch durch die Zerstörung des in den Friedensjahren aufgebauten empfindlichen Wirtschaftsgefüges die Währungsordnung der Welt untergraben hat. Nach großen Anstrengungen für den Wiederaufbau wurden in den zwanziger Jahren für kurze Zeit neue Währungsverhältnisse aufgerichtet. Die Grundlagen erwiesen sich aber nicht als fest genug, um den Erschütterungen der großen Krise zu widerstehen, als die Wirkungen eines Konjunkturrückgangs und einer allgemeinen landwirtschaftlichen Übererzeugung durch eine schwere Finanzkrise verstärkt wurden.

Wieder einmal ist die Grundlage für eine neue Währungsordnung im Entstehen. Auf weiten Gebieten sind Fortschritte in der Anpassung der Währungen an einen Stand, der auf die Dauer aufrechterhalten werden kann, und damit in der Herstellung einer festen Grundlage zur Währungsbeständigkeit gemacht worden. Die internationale Schuldenlast ist durch Rückzahlungen, Konversionen und sonstige Mittel verringert worden und bildet kein unüberwindliches Hindernis mehr für die Erreichung des Währungsgleichgewichts. Fortschritte sind da; was aber noch zu tun übrig bleibt, ist in vieler Beziehung ebenso wichtig wie das, was schon erreicht worden ist, denn der gegenwärtigen Ordnung fehlt noch die Bindekraft, sie ist technisch noch unvollkommen. Vor allem ist aber das allgemeine Vertrauen, das für das internationale Gleichgewicht unerlässlich ist, noch nicht vorhanden.

Eine grundlegende Voraussetzung für jede Währungsordnung ist, daß in jedem einzelnen Land die innere Währungsregelung Vertrauen einflößt; denn Unruhe ist nicht nur geeignet, das reibungslose Arbeiten des inneren Marktes zu beeinträchtigen, sondern durch ihre Rückwirkungen auch dem internationalen Währungsgefüge zu schaden. Wie Paul van Zeeland in seinem Bericht betont hat, „muß sich jedes Land vor allem auf sich selbst verlassen; es ist die Sache eines jeden Landes, die notwendigen Maßnahmen zu ergreifen, die ihm die Beteiligung an internationalem Handeln ermöglichen. Es hat das Recht, von den anderen Staaten zu erwarten, daß sie ihm keine künstlichen Hindernisse in den Weg legen, ja sogar, daß sie allgemein eine Haltung einnehmen, die im Einklang steht mit den Forderungen des Geistes aufrichtiger internationaler Zusammenarbeit. Entscheidend ist aber im wesentlichen die Verantwortung des einzelnen Staates, und nur sie allein.“ In der Tat werden sich die heutigen Regierungen im Augenblick durch förmliche Verträge und andere Verpflichtungen in bezug auf zukünftige Währungsmaßnahmen schwerlich binden wollen. Sie könnten aber wohl bereit sein, sich über bestimmte allgemeine Zielsetzungen ihrer Politik zu einigen. So wurde in dem Dreierabkommen vom September 1936 zwischen den Vereinigten Staaten, England und Frankreich, dem inzwischen drei andere Länder, die Schweiz, die Niederlande und Belgien, beigetreten sind, beschlossen, im Rahmen des Möglichen zu vermeiden, daß die Grundlagen der internationalen Wirtschaftsbeziehungen gestört werden,

und zu diesem Zweck, wenn erforderlich, Beratungen zu pflegen. Das Abkommen betonte außerdem die Bedeutung der Entwicklung des Welthandels sowie die Wichtigkeit besonderer Maßnahmen, die geeignet sind, nach und nach das System der Kontingentierungen und Devisenbewirtschaftungen abzubauen mit dem Ziel ihrer völligen Beseitigung. Schließlich wurde der Erwartung Ausdruck gegeben, daß keine Währungsabwertung vorgenommen wird, um einen ungerechtfertigten Vorteil zu erlangen und dadurch die Bemühungen zur Wiederherstellung dauerhafterer Wirtschaftsbeziehungen zu durchkreuzen.

Wird es in der Praxis möglich sein, die allgemeine Beachtung dieser Grundsätze zu sichern? Die Antwort auf diese Frage hängt davon ab, ob finanziell und wirtschaftlich in den Beziehungen der einzelnen Länder ein Gleichgewicht hergestellt werden kann, das einer internationalen Währungsverfassung ein reibungsloses Arbeiten gestattet.

Vor dem Kriege gab es in der Regel keine grundlegende Unausgeglichenheit der Währungen, und kein großes Land verfolgte eine Politik, die das bestehende Gleichgewicht hätte gefährden können. In dem Jahrhundert von 1815 bis 1914 waren nicht nur die Beziehungen friedlicher als in irgendeiner anderen Zeit der neueren Geschichte, sondern die Kriege, die geführt wurden, verursachten auch keine dauernden Währungsentwertungen; die einzigen nennenswerten Ausnahmen hiervon bildeten gewisse begrenzte Abwertungen in Österreich und Rußland. Seit Menschengedenken hatte es keine ernstlichen Währungsverluste gegeben, die die Menschen für den Bestand ihrer Ersparnisse hätten fürchten oder sie zögern lassen, ausländischen Kunden Handelskredite zu gewähren, aus Angst vor Devisen- und Transferschwierigkeiten. In einem solchen Zeitalter waren die Währungsfragen in der Hauptsache technischer Art und unbeeinflußt von nationaler und internationaler Politik.

Heutzutage dagegen ist nicht nur die schwerwiegende Frage nach Frieden oder Krieg von Einfluß, sondern auch die allgemeine Einstellung der einzelnen Länder gegenüber der Förderung des internationalen Austauschs von Waren und Dienstleistungen. Rüstungen und andere Maßnahmen, die vorwiegend auf nationalem Gebiet zu einem Aufschwung führen, können unerwünschte Rückwirkungen auf die Devisenlage haben. Die Tatsache läßt sich nicht übersehen, daß eine Steigerung der „Planwirtschaft“ neue Schwierigkeiten hervorruft. Es ist schon in keinem Land leicht, die Pläne, die von verschiedenen Regierungsstellen ausgearbeitet werden oder die verschiedene Erzeugungsgebiete betreffen, richtig aufeinander abzustimmen. Wieviel schwerer ist es, wenn zu alledem noch jedes einzelne Land seine eigene Politik unter fast gänzlicher Mißachtung der Planungen anderer Länder verfolgt. Kein Wunder, daß unter solchen Umständen diejenigen, die sich um die Wiederherstellung von Bedingungen bemühen, die ein stetes Wachsen des Wohlstandes und damit allgemein eine Hebung der Lebenshaltung gewährleisten sollen, die Notwendigkeit von Besprechungen betonen als Mittel zur Vermeidung von Widersprüchen und Gegensätzen in der Politik, die für alle Beteiligten schädlich sein würden.

Es liegt kein Grund vor, zu glauben, daß die Schwierigkeiten unüberwindbar sind. Die Zugehörigkeit zu einer gemeinsamen Währungsordnung bedeutet nicht, daß die einzelnen Länder nicht mehr Innenpolitik nach eigenem Muster treiben dürften. Sie bedeutet aber, daß die Länder bei ihrer Kosten- und Preisgestaltung und ihren Kreditbedingungen gewisse allgemeine Grundsätze beachten müssen, ohne die keine Währungsbeständigkeit gesichert ist. Die Beschränkungen, die sie sich somit auferlegen müssen, dienen unmittelbar dem Wohl ihres eigenen Volkes, insofern als sie den Zweck haben, die Aufrechterhaltung einer gesunden Währung im Innern und die Herstellung solcher Währungs- und Kreditbeziehungen zu anderen Ländern zu gewährleisten, die der Industrie und dem Handel die Möglichkeit bieten, sich ohne die lähmende Wirkung unberechenbarer Währungsgefahren zu betätigen. Schließlich sollte die Währungsordnung so aufgebaut und eingerichtet sein, daß sie den Güterverkehr national und international fördert und nicht behindert.

Ergebenst vorgelegt

J. W. BEYEN,

Präsident.

# ANLAGEN

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

„Das Eigentum an Aktien der Bank berechtigt weder zur Stimmabgabe in der Hauptversammlung noch zur Teilnahme an dieser. Das Recht, in der Hauptversammlung 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
Bank of England, London . . . . .	19.772
Banque Nationale de Belgique, Brüssel . . . . .	19.772
Banque de France, Paris . . . . .	19.772
Banca d'Italia, Rom . . . . .	19.772
Reichsbank Berlin . . . . .	19.772
Reichsbank Berlin (Stimmen, die auf die im Besitz der Oesterreichischen Nationalbank in Liquidation befindlichen Aktien entfallen) . . . . .	4.000
The Industrial Bank of Japan, Tokio . . . . .	19.770
The First National Bank of New York, Neuyork . . . . .	19.770
De Nederlandsche Bank N. V., Amsterdam . . . . .	4.000
Schweizerische Nationalbank, Zürich . . . . .	4.000
Sveriges Riksbank, Stockholm . . . . .	4.000
Bank von Danzig, Danzig . . . . .	4.000
Suomen Pankki, Helsingfors . . . . .	4.000
Banque de Grèce, Athen . . . . .	4.000
Bulgarska Narodna Banka, Sofia . . . . .	4.000
Danmarks Nationalbank, Kopenhagen . . . . .	4.000
Banca Nationala a Romaniei, Bukarest . . . . .	4.000
Bank Polski, Warschau . . . . .	4.000
Magyar Nemzeti Bank, Budapest . . . . .	4.000
Národní Banka Československá, Prag . . . . .	4.000
Norges Bank, Oslo . . . . .	4.000
Narodna Banka Kraljevine Jugoslavije, Belgrad . . . . .	4.000
Latvijas Banka, Riga . . . . .	500
Lietuvos Bankas, Kowno . . . . .	500
Banca Nazionale d'Albania, Rom . . . . .	500
Eesti Pank, Reval . . . . .	100
	200.000

# BILANZ VOM

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

AKTIVA			
I. GOLD IN BARREN . . . . .		20.906.770,13	% 3,3
II. KASSENBESTAND Kasse und Guthaben bei Banken		22.174.222,86	3,4
III. GELDER AUF SICHT, zins- tragend angelegt . . . . .		15.794.917,18	2,5
IV. REDISKONTIERBARE WECHSEL UND AKZEPTE			
1. Handelswechsel und Bank- akzente . . . . .	126.778.655,73		19,7
2. Schatzwechsel . . . . .	102.831.511,15		16,0
		229.610.166,88	
V. GELDER AUF ZEIT, zinstragend angelegt			
1. Bis zu höchstens 3 Monaten	52.364.145,50		8,1
2. Von 3 bis 6 Monaten. . . .	1.526.960,03		0,2
		53.891.105,53	
VI. ANDERE WECHSEL UND ANLAGEN			
1. Staatsschuldverschreibungen	91.364.860,14		14,2
2. Wechsel von Eisenbahn- und Postverwaltungen sowie son- stige Wechsel und andere Anlagen . . . . .	209.127.863,96		32,5
		300.492.724,10	
VII. SONSTIGE AKTIVA			
1. Von Zentralbanken geleistete Garantien auf verkaufte Wechsel	934.663,98		0,1
2. Andere Posten . . . . .	226.382,91		0,0
		1.161.026,89	
<b>ANMERKUNG.</b> 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“.			
		644.030.933,57	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.

ZÜRICH, den 27. April 1938.

31. MÄRZ 1938

GRAMM FEINGOLD — ART. 5 DER STATUTEN)

PASSIVA			
			%
<b>I. STAMMKAPITAL</b>			
Genehmigt und begeben 200.000 Aktien von je 2.500 Schweiz. Goldfranken . . . . . mit 25 % iger Einzahlung . . . . .	500.000.000,—	125.000.000,—	19,4
<b>II. RESERVEN</b>			
1. Gesetzlicher Reservefonds . . . . .	4.237.607,60		
2. Dividenden-Reservefonds . . . . .	6.315.304,73		
3. Allgemeiner Reservefonds . . . . .	12.630.609,44	23.183.521,77	3,6
<b>III. LANGFRISTIGE VERBIND- LICHKEITEN</b>			
1. Treuhänder-Annuitätenkonto- Einlagen . . . . .	153.126.250,—		23,8
2. Einlage der Deutschen Regie- rung . . . . .	76.563.125,—		11,9
3. Einlage der Französischen Re- gierung (Saar) . . . . .	938.000,—		0,1
4. Garantiefonds der Französi- schen Regierung . . . . .	28.608.923,65	259.236.298,65	4,4
<b>IV. KURZFRISTIGE UND SICHT- EINLAGEN (verschiedene Wäh- rungen)</b>			
1. Zentralbanken für eigene Rechnung:			
a) Von 3 bis 6 Monaten . . . . .	6.950.871,81		1,1
b) Bis zu höchstens 3 Monaten . . . . .	127.410.948,67		19,8
c) Sicht-Einlagen . . . . .	44.825.146,38	179.186.966,86	7,0
2. Zentralbanken für Rechnung Dritter:			
Sicht-Einlagen . . . . .		3.308.162,32	0,5
3. Andere Einleger:			
a) Bis zu höchstens 3 Monaten . . . . .	1.170.325,14		0,2
b) Sicht-Einlagen . . . . .	1.021.582,75	2.191.907,89	0,2
<b>V. SICHT-EINLAGEN (Gold) . . . . .</b>		9.623.220,20	1,5
<b>VI. SONSTIGES</b>			
1. Garantien auf weiterbegebene Handelswechsel . . . . .	1.424.455,09		0,2
2. Andere Posten . . . . .	31.864.444,26		4,9
<b>VII. GEWINN</b>		33.288.899,35	
für das am 31. März 1938 beendete Geschäftsjahr . . . . .		9.011.956,53	1,4
		644.030.933,57	100,0

31. März 1938 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

# GEWINN- UND VERLUST-RECHNUNG

für das am 31. März 1938 beendete Geschäftsjahr

	<u>Schweizer Goldfranken</u>
Reineinnahmen aus der Anlage des Eigenkapitals und der Einlagen nach erfolgter Rückstellung für eventuell eintretende Ausgaben . . . . .	10.977.498,68
<b>Vereinnahmte Gebühren :</b>	
Als Treuhänder (oder Fiscal Agent der Treuhänder) für Internationale Anleihen	145.177,45
Auf Sonderkredite . . . . .	84.244,25
Übertragungsgebühren für Aktien . . . . .	<u>436,50</u>
	11.207.356,88
<b>Verwaltungskosten :</b>	
Verwaltungsrat — Gebühren und Reisekosten . . . . .	224.008,98
Direktoren und Personal — Gehälter und Reisekosten . . . . .	1.530.232,37
Miete, Versicherung, Heizung, Licht und Wasser . . . . .	111.998,12
Bürobedarf, Bücher, Zeitungen und Zeitschriften . . . . .	90.987,81
Telephon-, Telegraph- und Postgebühren . . . . .	61.512,35
Gebühren für Sachverständige (Buchprüfer, Dolmetscher usw.)	16.191,16
Kantonale Steuer . . . . .	35.289,38
Steuern auf die französische Ausgabe der Aktien der Bank .	37.405,15
Verschiedenes . . . . .	<u>87.775,03</u>
	<u>2.195.400,35</u>
<b>REINGEWINN . .</b>	<u><b>9.011.956,53</b></u>

## GEWINNVERTEILUNG

---

		<u>Schweizer Goldfranken</u>
REINGEWINN FÜR DAS AM 31. MÄRZ 1938 BEENDETE GESCHÄFTSJAHR . . . . .		9.011.956,53
Verteilt in Übereinstimmung mit Artikel 53 a), b), c) und d) der Statuten wie folgt:		
Zum Gesetzlichen Reservefonds — 5 % von 9.011.956,53 . . . . .		450.597,83
		<u>8.561.358,70</u>
6 % Jahresdividende auf das eingezahlte Kapital . . . . .		7.500.000,—
		<u>1.061.358,70</u>
Zum Dividenden-Reservefonds — 20 % von 1.061.358,70 . . . . .		212.271,74
		<u>849.086,96</u>
Zum Allgemeinen Reservefonds — 50 % von 849.086,96 . . . . .		424.543,48
	Verbleiben	<u>424.543,48</u>
Verteilt in Übereinstimmung mit Artikel 53 e) (1) der Statuten wie folgt:		
		<u>Schweizer Goldfranken</u>
Treuhandverträge:		
Treuhandverträge:		
Frankreich . . . . .	133.407,30	
Großbritannien . . . . .	52.132,53	
Italien . . . . .	27.230,48	
Belgien . . . . .	14.730,44	
Rumänien . . . . .	2.573,54	
Jugoslawien . . . . .	10.710,82	
Griechenland . . . . .	882,36	
Portugal . . . . .	1.691,18	
Japan . . . . .	1.691,18	
Polen . . . . .	49,02	245.098,85
Unverzinsliche Einlage der Deutschen Regierung nach Artikel IX des Treuhandvertrages . . . . .		122.549,43
Einlage der Französischen Regierung (Saar) . . . . .		1.806,20
Garantiefonds der Französischen Regierung nach Artikel XIII des Treuhandvertrages . . . . .		55.089,—
		<u>424.543,48</u>

# TREUHÄNDER FÜR DIE INTERNATIONALE

## Übersicht der Einnahmen und Ausgaben

### Einnahmen

	Amerikanische Ausgabe \$	Englisch-Holländische Ausgabe £
1. BANKGUTHABEN am 1. Juli 1936 . . . . .	781.009,57	108.940, 4, 1
2. VON DER ÖSTERREICHISCHEN REGIERUNG ERHALTEN für: Zinsscheine		
Barzahlungen . . . . .	1.466.290,49	206.650, 9, 2
Stückzinsen von zur Entwertung übertragenen Schuldverschreibungen (siehe unten) . . . . .	8.539,42	1.232,16, 1
Tilgung von Schuldverschreibungen		
Barzahlungen . . . . .	17.241,53	552,18,10
Schuldverschreibungen zur Entwertung übertragen (siehe unten)	613.786,47	86.422, 1, 2
Unkosten . . . . .	3.759,—	967,10,—
3. ZINSEN auf die für den Anleihedienst bereitgestellten Beträge . .	1.079,09	291,15, 3
	2.891.705,57	405.057,14, 7

### Ausgaben

1. ZINSEN		
Fällige Zinsscheine und Stückzinsen auf für Tilgungszwecke gekaufte Schuldverschreibungen sowie auf von der Österreichischen Regierung gegen Barrückzahlung übertragene Schuldverschreibungen	1.483.417,60	209.394,10,—
Stückzinsen auf die von der Österreichischen Regierung als Teilzahlung auf den Anleihedienst übertragenen Schuldverschreibungen (siehe oben) . . . . .	8.539,42	1.232,16, 1
2. TILGUNG		
Schuldverschreibungen ausgelost und zurückgezahlt . . . . .	—	—
Schuldverschreibungen durch die Zahlungsagenten gekauft . . . . .	790,—	484, 5,—
Schuldverschreibungen von der Österreichischen Regierung gegen Barrückzahlung übertragen . . . . .	—	—
Schuldverschreibungen von der Österreichischen Regierung als Teilzahlung auf den Anleihedienst übertragen (siehe oben) . .	613.786,47	86.422, 1, 2
3. UNKOSTEN		
Kommission und Unkosten der Zahlungsagenten und Gebühren und Unkosten des Treuhänders . . . . .	4.247,20	1.177, 5, 1
4. BANKGUTHABEN am 30. Juni 1937, verteilt auf die in Anlage IV b angegebenen Posten . . . . .	780.924,88	106.346,17, 3
	2.891.705,57	405.057,14, 7

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 der Republik 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 1937

ZÜRICH, den 9. August 1937.

## BUNDESANLEIHE DER REPUBLIK ÖSTERREICH 1930

für das siebente Anleihejahr (1. Juli 1936 bis 30. Juni 1937)

Italienische Ausgabe Lire	Schwedische Ausgabe Skr	Schweizerische Ausgabe Sfr	Österreichische Ausgabe S	Unkosten	
				£	Sfr
3.152.692,52	527.914,69	801.881,12	2.093.756,75	—	—
5.897.937,76	632.236,88	1.481.733,93	3.872.487,57	—	—
41.736,53	—	6.780,27	—	—	—
6.830,03	216.335,—	91.709,70	1.543.832,30	—	—
2.460.079,97	—	524.070,30	—	—	—
30.208,50	2.867,25	7.554,40	18.096,04	300,—,—	27.548,95
8.884,01	4.006,27	2.236,19	—	—	—
11.598.369,32	1.383.360,09	2.915.965,91	7.528.172,66	300,—,—	27.548,95

5.859.478,15	642.530,—	1.498.570,93	3.935.640,06	—	—
41.736,53	—	6.780,27	—	—	—
—	202.910,—	—	—	—	—
—	—	55.327,50	19.650,—	—	—
6.559,15	—	33.990,—	1.560.721,92	—	—
2.460.079,97	—	524.070,30	—	—	—
32.657,32	3.458,91	7.775,05	23.375,65	300,—,—	27.548,95
3.197.858,20	534.461,18	789.451,86	1.988.785,03	—	—
11.598.369,32	1.383.360,09	2.915.965,91	7.528.172,66	300,—,—	27.548,95

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

## DER BUCHPRÜFER

Österreich 1930 für das am 30. Juni 1937 endende siebente 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 Bankguthaben am 30. Juni 1937 verteilen sich wie folgt:	
1. a) Nicht vorgelegte fällige Zinsscheine . . . . .	
b) Am 1. Juli 1937 fällige Zinsscheine . . . . .	
2. Entstandene, aber bis 30. Juni 1937 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 1937 noch

Nennbetrag der ausgegebenen Schuldverschreibungen . . . . .	
Abzüglich: Nennwert der getilgten Schuldverschreibungen:	
1. während der ersten sechs Anleihejahre . . . . .	
2. während des siebenten Anleihejahres . . . . .	
Nennbetrag der am 30. Juni 1937 noch umlaufenden Schuldverschreibungen (siehe Anmerkung unten) . . .	

ANMERKUNG. — Zur Tilgung ausgeloste

## BUNDESANLEIHE DER REPUBLIK ÖSTERREICH 1930

Depotstellen am 30. Juni 1937

Amerikanische Ausgabe \$	Englisch-Holländische Ausgabe £	Italienische Ausgabe Lire	Schwedische Ausgabe Skr	Schweizerische Ausgabe Sfr	Österreichische Ausgabe S
16.597,—	1.190,—,—	167.445,25	—	22.715,—	47.475,86
727.958,—	102.567,10,—	2.928.100,—	314.370,—	735.595,—	1.900.617,60
1.947,25	—, 2, 2	15.514,48	1.834,59	3.798,91	9.503,17
746.502,25	103.757,12, 2	3.111.059,73	316.204,59	762.108,91	1.957.596,63
16.478,32	88,—, 3	431,76	216.500,—	3.030,46	128,02
17.944,31	2.501, 4,10	86.366,71	1.756,59	24.312,49	31.060,38
780.924,88	106.346,17, 3	3.197.858,20	534.461,18	789.451,86	1.988.785,03

## umlaufenden Schuldverschreibungen

25.000.000	3.500.000	100.000.000	10.000.000	25.000.000	50.000.000
3.600.400	484.500	13.536.000	821.000	3.370.000	6.376.700
600.800	85.000	2.804.000	197.000	613.000	1.198.800
20.798.800	2.930.500	83.660.000	8.982.000	21.017.000	42.424.500

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 1937 . . . . .	20.600.800,—

### Einnahmen

1. BANKGUTHABEN am 1. Juli 1937 . . . . .	780.924,88
2. VON DER ÖSTERREICHISCHEN REGIERUNG ERHALTEN für:	
Zinnscheine	
Barzahlungen . . . . .	707.045,90
Stückzinsen von zur Entwertung übertragenen Schuldverschreibungen (siehe unten) . . . . .	3.339,19
Tilgung von Schuldverschreibungen	
Barzahlungen . . . . .	152.172,—
Schuldverschreibungen zur Entwertung übertragen (siehe unten) . . . . .	184.370,—
Unkosten . . . . .	1.857,—
3. ZINSEN auf die für den Anleihedienst bereitgestellten Beträge . . . . .	666,57
	<b>1.830.375,54</b>

### Ausgaben

1. ZINSEN	
Fällige Zinnscheine und Stückzinsen auf für Tilgungszwecke gekaufte Schuldverschreibungen sowie auf von der Österreichischen Regierung gegen Barrückzahlung übertragene Schuldverschreibungen . . . . .	726.879,41
Stückzinsen auf die von der Österreichischen Regierung als Teilzahlung auf den Anleihedienst übertragenen Schuldverschreibungen (siehe oben) . . . . .	3.339,19
2. TILGUNG	
Schuldverschreibungen durch die Zahlungsagenten gekauft . . . . .	19.570,—
Schuldverschreibungen von der Österreichischen Regierung gegen Barrückzahlung übertragen . . . . .	—
Schuldverschreibungen von der Österreichischen Regierung als Teilzahlung auf den Anleihedienst übertragen (siehe oben) . . . . .	184.370,—
3. UNKOSTEN	
Kommission und Unkosten der Zahlungsagenten und Gebühren und Unkosten des Treuhänders . . . . .	2.374,83
4. BANKGUTHABEN am 31. Dezember 1937 für:	
Zinnscheine, fällig am 1. Januar 1938 . . . . .	721.028,—
Ausgeloste Schuldverschreibungen, zahlbar am 1. Januar 1938 . . . . .	—
Nicht vorgelegte fällige Zinnscheine . . . . .	17.832,50
Tilgung . . . . .	149.080,32
Verschiedene Posten (von denen Sfr. 5.609,80 bei einer Bank — früher Zahlungsagent — eingelegt sind, die Ihre Zahlungen eingestellt hat) . . . . .	5.901,29
	<b>1.830.375,54</b>

## BUNDESANLEIHE DER REPUBLIK ÖSTERREICH 1930

für das am 31. Dezember 1937 beendete Halbjahr

£ Sterling	Lire	Schwedische Kronen	Schweizer Franken	Schillinge
3.500.000,—,—	100.000.000,—	10.000.000,—	25.000.000,—	50.000.000,—
2.885.400,—,—	82.370.000,—	8.982.000,—	20.788.000,—	41.946.100,—

106.346,17, 3	3.197.858,20	534.461,18	789.451,86	1.988.785,03
99.492,12,10	2.825.468,69	312.897,96	715.393,48	1.870.859,87
668, 9, 9	19.243,40	—	2.245,07	—
215,10,—	2.895,—	111.615,—	187.205,—	825.622,39
46.247,—,—	1.328.700,—	—	142.140,—	—
624, 7, 1	14.894,—	1.422,75	15.731,20	8.701,70
143, 1, 9	4.353,30	2.120,54	1.194,12	—
253.737,18, 8	7.393.412,59	962.517,43	1.853.360,73	4.693.968,99

102.379,14, 3	2.944.725,—	314.370,—	740.331,48	1.909.857,27
668, 9, 9	19.243,40	—	2.245,07	—
205,10, 9	—	—	21.630,—	—
—	—	—	72.100,—	630.722,56
46.247,—,—	1.328.700,—	—	142.140,—	—
711,19, 6	16.719,—	1.571,85	15.808,07	11.044,60
100.989,—,—	2.882.950,—	314.370,—	727.580,—	1.879.185,28
—	—	216.300,—	—	—
1.379,—,—	150.820,25	—	19.635,—	46.357,46
97,19, 6	3.326,76	111.815,—	96.505,46	195.027,85
1.059, 4,11	46.928,18	4.090,58	15.385,65	21.773,97
253.737,18, 8	7.393.412,59	962.517,43	1.853.360,73	4.693.968,99

## INTERNATIONALE ANLEIHEN

FÜR WELCHE DIE BANK TREUHÄNDER ODER FISCAL AGENT DER TREUHÄNDER IST

Guthaben am 31. März 1938

	Deutsche Äußere Anleihe von 1924	Internat. 5½% Anleihe des Deutschen Reichs 1930	Internat. Bundes- Anleihe der Republik Österreich 1930	Insgesamt
Schweizer Goldfranken				
<b>DIE GUTHABEN SIND BESTIMMT FÜR:</b>				
Tilgung von Schuldverschreibungen . .	639.518,75	729,51	507.282,48	1.147.530,74
den nächstfälligen Zinsschein . . . . .	—	—	3.074.056,88	3.074.056,88
noch nicht vorgelegte, zur Tilgung aus- geloste Schuldverschreibungen . . .	3.568,67	—	—	3.568,67
nicht vorgelegte fällige Zinsscheine . .	75.036,82	70.266,60	232.031,65	377.335,07
verschiedene Posten . . . . .	341.684,80	6.405,60	19.769,36	367.859,76
Insgesamt	1.059.809,04	77.401,71	3.833.140,37	4.970.351,12