

BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH

NEUNTER JAHRESBERICHT

1. APRIL 1938 — 31. MÄRZ 1939

BASEL

8. Mai 1939

INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
I. Einleitung	5
II. Devisenkurse, Außenhandel und Preisbewegungen	21
III. Goldgewinnung und Goldbewegungen	60
IV. Kapitalbewegungen und internationale Verschuldung	83
V. Die Entwicklung der Zinssätze	101
VI. Die Entwicklung im Bankwesen	129
VII. Die laufenden Geschäfte der Bank	
1. Die Tätigkeit der Bankabteilung	137
2. Die Bank als Treuhänder und Agent	143
3. Der Reingewinn und seine Verteilung	146
4. Veränderungen im Verwaltungsrat	148
VIII. Schlußbemerkungen	150

ANLAGEN

- I. Zentralbanken und andere Banken, die zur Teilnahme an der Hauptversammlung der Bank und zur Stimmabgabe berechtigt sind.
- II. Bilanz vom 31. März 1939.
- III. Gewinn- und Verlust-Rechnung sowie Gewinnverteilung für das am 31. März 1939 beendete Geschäftsjahr.
- IV. Treuhänder für die Internationale Bundesanleihe der Republik Österreich 1930.
 - a) Übersicht der Einnahmen und Ausgaben für das achte Anleihejahr (1. Juli 1937 bis 30. Juni 1938).
 - b) Übersicht der Guthaben bei den Depotstellen am 30. Juni 1938.
- V. Internationale Anleihen, für welche die Bank Treuhänder oder Fiscal Agent der Treuhänder ist — Guthaben am 31. März 1939.

NEUNTER JAHRESBERICHT

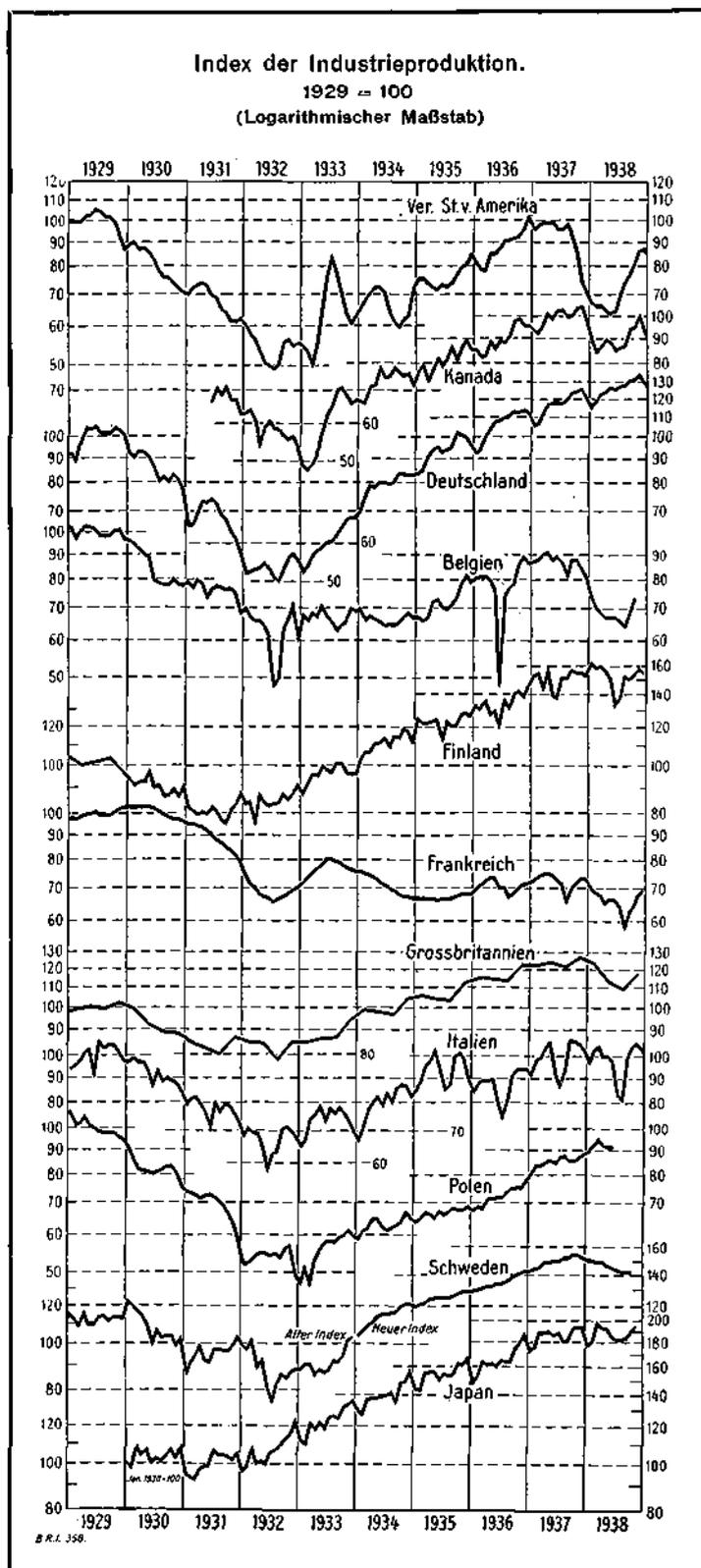
AN DIE HAUPTVERSAMMLUNG DER
BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH
In BASEL am 8. Mai 1939.

Meine Herren!

Ich habe die Ehre, Ihnen den Jahresbericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich für das neunte Geschäftsjahr vom 1. April 1938 bis zum 31. März 1939 vorzulegen. Die Geschäftsergebnisse des Jahres werden in Kapitel VII im einzelnen behandelt. Nach Vornahme vorsorglicher Rückstellungen für unvorhergesehene Ausgaben empfiehlt der Verwaltungsrat der Hauptversammlung, eine Jahresdividende von 6 v. H. und die satzungsmäßigen Zuweisungen an die Rücklagen zu beschließen.

Wenn im letzten Jahr die Wirtschaft recht unruhige Zeiten erleben mußte, so ist dies nicht schwer zu erklären. In den ersten Monaten des Jahres 1938 machten sich die Rückwirkungen des jähen Niedergangs der amerikanischen Industrietätigkeit, der im vorhergehenden Herbst eingesetzt hatte, namentlich auf dem Gebiete des Außenhandels in der ganzen Welt bemerkbar. Jener Rückgang wirkte um so drückender, als er zu einer Zeit eintrat, die starke Hoffnungen auf einen dauerhafteren Wohlstand in den Vereinigten Staaten hegte. Die allgemeine Schwäche der Rohstoffpreise, eine Folge der verringerten amerikanischen Nachfrage, und die abwärts weisende Richtung vieler anderer Preise machten Kosteneinsparungen und andere Anpassungen notwendig, die bei den Betroffenen im allgemeinen auf Widerstand stießen. In den Ländern des Sterlingblocks, welche seit dem Herbst 1932 einen fast ununterbrochenen Aufstieg erlebt hatten, waren die Verhältnisse reif für ein Abbröckeln der Konjunktur im Innern.

Diese Lage wurde erschwert durch außergewöhnliche politische Ereignisse, die der Wirtschaft harte Schläge versetzten und einen derartigen Stand der Rüstungen und militärischen Vorbereitungen nach sich zogen, wie er nie zuvor in Friedenszeiten gekannt worden war. Zu den auffallendsten Zeichen der politischen Unsicherheit gehörte der Druck auf das Pfund infolge gewaltiger Geldbewegungen, welche im Verein mit anderen Einflüssen die amerikanischen Goldbestände in den fünf Monaten von August bis Dezember 1938 um 1,5 Milliarden Dollar vermehrten. Schädlicher waren die Hemmungen, die das Geschäftsleben erlitt, da die Unternehmungslust gelähmt und der Wille zu



neuer Anlagetätigkeit geschwächt wurde. Die staatlichen Aufträge für Rüstungs- und andere Zwecke, welche die Lücke ausfüllen sollten, nützten zwar bei der augenblicklichen Aufrechterhaltung des Beschäftigungsstandes, lenkten aber zwangsläufig die Erzeugungskräfte von der Betätigung im regelmäßigen Wirtschaftsleben ab und trugen insbesondere dazu bei, die Ausfuhrfähigkeit der am schwersten betroffenen Länder zu beeinträchtigen.

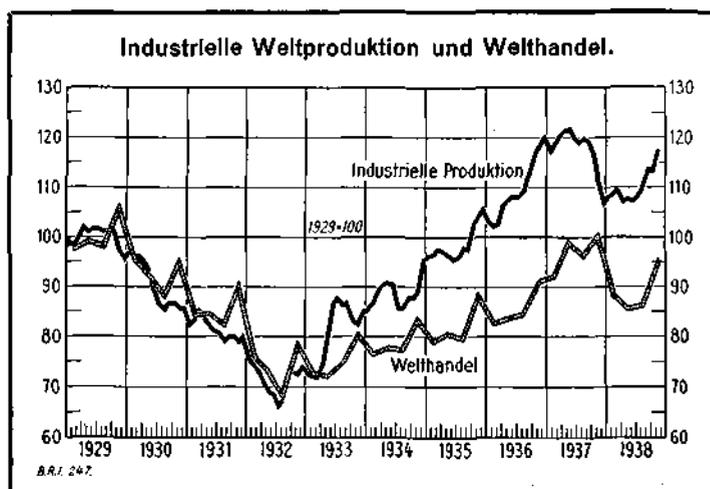
Unter dem Druck der fast ununterbrochenen politischen Spannung, die eine allgemeine Unsicherheit bezüglich der Geschäftsaussichten, anhaltende Kapitalflucht aus Europa und wachsende Rüstungsausgaben in allen Ländern mit sich brachte, zeigt die Wirtschaftsentwicklung der Welt dennoch nicht das Bild grauer Trostlosigkeit, das man erwarten würde. Es fehlt ihr natürlich die Stetigkeit, und nirgends erweckt sie Vertrauen in die Kraft der günstigeren Einflüsse, die am Werke sind. Der Zustand der Welt ist eher fieberhaft

als gesund, und soweit sich eine Erholung zeigt, ist sie alles andere als dauerhaft, da sie einerseits auf der Anwendung von Reizmitteln beruht und andererseits durch heftige Aufregungen unterbrochen wird.

Angesichts der harten Tatsachen in Europa ist das Zutrauen zu Versuchen mit neuen wirtschaftspolitischen Methoden entschieden gedämpft. Nur zu viele Maßnahmen, die in früheren Jahren als Ergebnis wirtschaftlicher Erkenntnis erörtert worden sind, wurden aber den Regierungen jetzt durch die bittere Notwendigkeit einfach aufgezwungen. Wenn ein heftiger Sturm aufbraust, ist das erste Gebot, Unheil zu verhüten und so gut zu steuern, wie es bei widrigen Winden und Gegenströmungen möglich ist. Alles in allem war aber das Wetter im vergangenen Jahr zwar stürmisch, doch nicht ganz bössartig, und nicht alle Winde waren ungünstig.

Zunächst trat die wirtschaftliche Erholung in den Vereinigten Staaten ein, wo sie sich im Juni 1938 mit einem starken Anziehen der Wertpapierpreise und einem raschen Ansteigen der Erzeugung bemerkbar machte. Der jähe Verfall der amerikanischen gewerblichen Wirtschaft, der vom Herbst 1937 bis in die ersten Monate 1938 gedauert hatte, schlug plötzlich in einen schnellen Anstieg um. Vom tiefsten Punkt an gerechnet, betrug bis Dezember 1938 die Steigerung 35 v. H.; doch lag die Produktion damals noch immer um 10 v. H. unter dem Höhepunkt vom Frühjahr 1937, mit welchem für kurze Zeit wieder der Stand von 1929 erreicht worden war. Nach den Vereinigten Staaten erholten sich im Laufe des Sommers 1938 Kanada und Belgien. In diesem Lande war der Rückgang der Industrietätigkeit vom Herbst 1937 bis Mitte 1938 besonders stark gewesen, da Belgien gegen Schwankungen der Weltkonjunktur sehr empfindlich ist. In Großbritannien fiel die Industrietätigkeit im Jahre 1938 um etwa $7\frac{1}{2}$ v. H., ein Vergleich der vierteljährlichen Meßziffern läßt aber eine Wirtschaftsbelebung in den letzten drei Monaten des Jahres über den üblichen jahreszeitlichen Anstieg hinaus erkennen. Italiens Produktion hatte 1938 den gleichen Umfang wie 1937. In den nordischen Ländern — Dänemark, Norwegen, Schweden und Finnland — gingen die Gewinnziffern in vielen Geschäftszweigen zurück, aber die industrielle Erzeugung stand 1938 derjenigen des Vorjahres nur wenig nach. In Frankreich wirkten die Ereignisse seit dem Sommer 1936 auf das gesamte Währungs- und Wirtschaftsgefüge und die sozialen Verhältnisse des Landes — aber in letzter Zeit scheint eine Stufe neuen Gleichgewichts erreicht worden zu sein. Seit der Frankenabwertung auf etwa 179 französische Franken für das Pfund im Frühjahr und dem Inkrafttreten des Reynaud'schen Plans für einen wirtschaftlichen Wiederaufbau im Herbst gewann die Ueberzeugung an Boden, daß keine weitere Frankenabwertung zu befürchten sei, und das wiederkehrende Vertrauen kam am deutlichsten in einem steten Kapitalrückfluß zum Ausdruck. Im Winter 1938/39 begann die gewerbliche Erzeugung ausgesprochene Merkmale einer Belebung zu zeigen, und die durchschnittliche Arbeitszeit überstieg Anfang 1939 vierzig Stunden in der Woche.

Die in verschiedenen Volkswirtschaften im zweiten Halbjahr 1938 eingetretene Besserung findet ihren Niederschlag auch im Welthandel. Während die Schrumpfung des Handels im ersten Vierteljahr 1938 über den üblichen Winter-

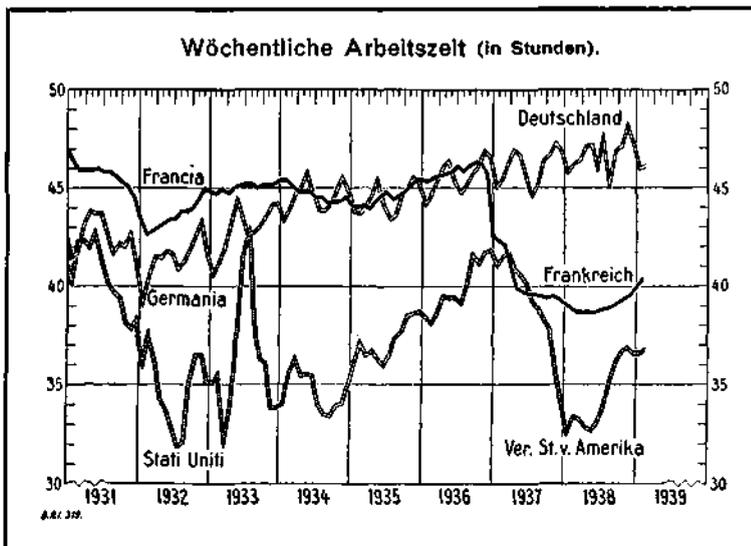


rückgang entschieden hinausging und der im Frühjahr erreichte Tiefstand den ganzen Sommer hindurch anhielt, war der Aufschwung im Spätherbst beträchtlich. Im letzten Viertel des Jahres lag der Welthandel mengenmäßig kaum 6 v. H. unter dem Stande der entsprechenden Zeit 1937, als — dies sollte beachtet werden — für ein einziges Vierteljahr

der Stand von 1929 nach einer Pause von acht Jahren wieder erreicht worden war. Um die Bedeutung dieser Erholung zu ermessen, muß man sich erinnern, daß 1929 der Welthandel mengenmäßig höher war als je zuvor in der Geschichte der Welt und damals einen Umfang hatte, der um 30 v. H. über dem Stande von 1913 lag. Trotz des Rückgangs im Gesamtjahr 1938 liegt der internationale Güterverkehr, wenn er auch keine Rekordhöhe erreicht, doch noch immer 15 v. H. über der höchsten vor 1914 je erreichten Jahresziffer.

Die wirtschaftliche Entwicklung Mitteleuropas hatte weiter ihr eigenes Gepräge unter dem wachsenden Einfluß Deutschlands, wo das gesamte Wirtschaftsleben mehr und mehr unter die einheitliche Führung des Staates kam. Deutschlands gewerbliche Erzeugung stieg von 1937 bis 1938 um 8 v. H. und erklimmte damit eine neue Höchstziffer der Industrieerzeugung für das Land, die rund 30 v. H. über dem Stande von 1929 lag. In Deutschland, dessen Wirtschaft in dem vergrößerten Gebiet nach einem einheitlich gelenkten Plan geformt wird, ist die Stufe der Vollbeschäftigung überschritten worden, und während viele Länder noch immer mit der Erwerbslosenfrage ringen, wird Großdeutschland durch die Politik gewaltiger und zunehmender Investitionen zu dem einzigen Lande der Welt, wo eine wirkliche Knappheit an allen Produktionsfaktoren besteht. Unter diesen Umständen hat die durchschnittliche Arbeitszeit in der Industrie weiter zugenommen. Ueberall zeigen Wirtschaftstätigkeit, Beschäftigung und durchschnittliche Arbeitszeit die Neigung, gemeinsam zu steigen und zu fallen. In diesem Zusammenhang verdient die nachfolgende Zeichnung besondere Beachtung, welche die tatsächlich geleisteten Arbeitsstunden in Deutschland, Frankreich und den Vereinigten Staaten für die Zeit von 1932–39 darstellt. Selbstverständlich ist bei internationalen Vergleichen dieser Art Vorsicht geboten; die deutschen Ziffern zum Beispiel setzen die tatsächlich geleisteten Arbeitsstunden etwas zu niedrig an; der allgemeine Eindruck, den das Schaubild von der Entwicklung vermittelt, ist aber richtig.

Die Arbeitsleistung in der Industrie oder ihre Produktivität je Arbeiter ist in den letzten fünfzig Jahren erheblich gestiegen (zum großen Teil infolge neuer Erfindungen und erweiterter Maschinenverwendung). Die Mehrererzeugung



ermöglicht eine Hebung der Lebenshaltung, indem sie Menge und Güte der erhältlichen Waren und Dienstleistungen steigert, während dem Arbeiter gleichzeitig mehr Freizeit bleibt. In den letzten fünfzig Jahren ist die durchschnittliche Arbeitszeit der Fabrikarbeiter in den Vereinigten Staaten um 30 v. H. von 60 auf

etwa 42 Stunden wöchentlich zurückgegangen. Ähnliche, aber weniger starke Verkürzungen erfolgten auch in anderen Ländern, doch wurde diese Entwicklung in jüngster Zeit durch die Erfordernisse einer gesteigerten Produktion für Rüstungszwecke unterbrochen. Gegenwärtig liegt die normale Arbeitswoche in Japan nahe bei 60 Stunden; in England, Deutschland und vielen anderen Ländern ist die 48-Stunden-Woche die gebräuchlichste; die Durchschnittswoche für die Vereinigten Staaten wird auf 42 Stunden geschätzt; in Frankreich ist die vorherige 40-Stunden-Grenze auf Grund kürzlich erlassener Verordnungen durch eine normale Arbeitswoche von 45 Stunden aufgehoben worden.

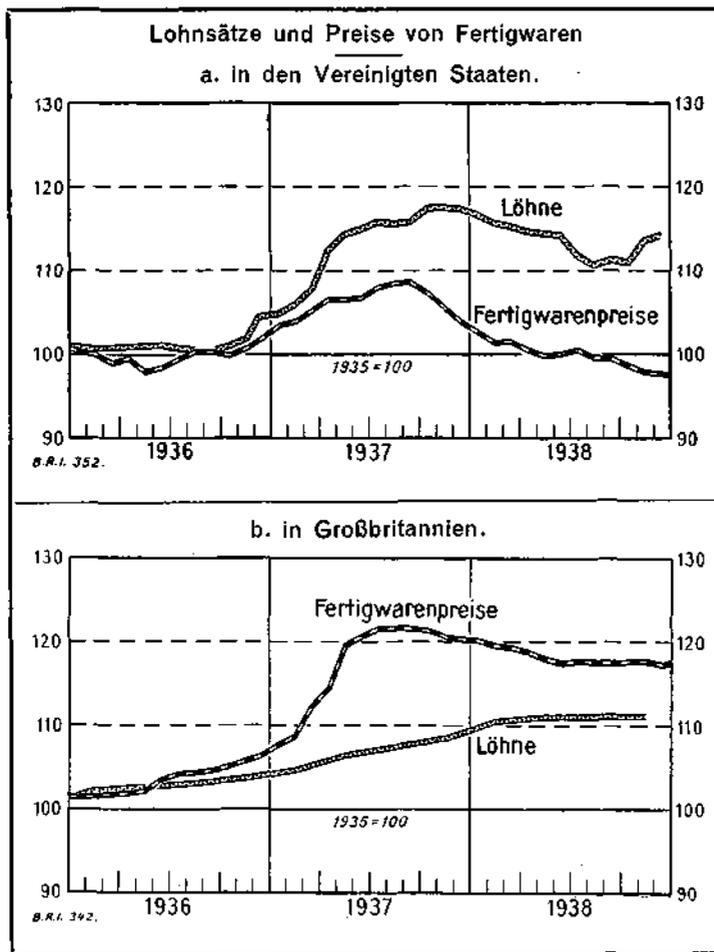
Wenn auch die erhöhte Arbeitsleistung die Industrie in den Stand gesetzt hat, im Laufe eines langen Zeitraums eine Verminderung der Arbeitsstunden gleichzeitig mit einer Erhöhung der Löhne auszuhalten, so hat die Erfahrung doch gelehrt, daß plötzliche, erzwungene Herabsetzungen der Arbeitsdauer oder Lohnerhöhungen durch ihre störenden Einflüsse auf das Kostengefüge äußerst nachteilig für einen dauerhaften Konjunkturaufschwung sein können. Die in einigen Ländern zur Arbeitsstreckung eingeführte Kurzarbeit hat sichtlich ihren Zweck verfehlt. Wie es oft bei staatlichen Eingriffen der Fall ist, gelang es höchstens, „den Strom totzusegeln“. Devisenbestimmungen, Einfuhrzölle und Exportprämien können verhindern, daß die Lage in dem Land, in dem sie zur Anwendung kommen, sich verschlechtert, aber sie tragen nur selten dazu bei, die Verhältnisse zu bessern. Es ist sogar zweifelhaft, inwieweit ihr Einfluß selbst auf die Binnenwirtschaft eines Landes tatsächlich so wirksam ist, wie es den Anschein hat, wenn auch zu berücksichtigen ist, daß die besondere Politik einiger Länder durch eine außergewöhnliche Lage der Verhältnisse bedingt ist. Was die Förderung der Beschäftigung betrifft, so kann auf Grund der Erfahrungen der letzten Jahre gesagt werden, daß alle Versuche fehlgeschlagen sind außer denen, welche die Produktionssteigerung entweder durch unmittelbare staatliche Lenkung des gesamten Wirtschaftslebens herbeiführten oder durch Schaffung der einzigen

für eine größere private Anlagetätigkeit notwendigen Voraussetzung, nämlich eines richtigen Verhältnisses zwischen Kosten und Preisen.

Eine Eigentümlichkeit des Aufschwungs in den Vereinigten Staaten im Winter 1936/37 war, daß die Erzeugungskosten ungewöhnlich rasch zunahmten. Die Rohstoffpreise stiegen vom Herbst 1936 bis März 1937 um volle 30 v. H.; die gefährlichen Wirkungen eines so plötzlichen Anstiegs wurden von den Behörden vollauf erkannt; warnend sprach Präsident Roosevelt im Februar 1937 aus, „daß die Preise zu hoch seien“. Damals scheint aber nicht in gleicher Weise auch die Gefahr erkannt worden zu sein, die in dem plötzlichen Steigen der Lohnkosten liegt, obwohl auch die Erhöhung der Stunden-Lohnsätze in den Hauptindustrien der Vereinigten Staaten ungewöhnlich rasch vor

sich ging: sie betrug innerhalb eines Zeitraumes von sieben Monaten nicht weniger als 15 v. H. und übertraf die gleichzeitige Steigerung der Fertigwarenpreise.

Es unterliegt keinem Zweifel, daß die Zunahme der Produktionskosten eine der Hauptursachen des steilen Abstiegs der Industrietätigkeit in den Vereinigten Staaten im zweiten Halbjahr 1937 bildete. Bei einer allmählicheren Erhöhung der Lohnsätze hätte eine größere Zahl von Erwerbslosen Aussicht gehabt, von der Industrie aufgenommen zu werden, was die Kaufkraft der Bevölkerung ohne die gleiche Gefahr eines baldigen Rückschlages gestärkt hätte. Selbst



der reichlichsten Verteilung von Kaufkraft durch die Regierung konnte es ebenso wenig wie der beharrlichen Verfolgung einer Politik billigen Geldes gelingen, eine dauerhafte Gesundung herbeizuführen, wenn die Kosten so stiegen, daß sie in keinem Verhältnis zu den jeweiligen Fertigwarenpreisen standen.

In Frankreich waren vor der Abwertung im Jahre 1936 die Warenpreise stärker gefallen als die Löhne, obwohl von 1930 bis 1936 Jahr für Jahr „Kaufkraft“

aus einem nur durch große öffentliche Anleihen ausgeglichenen Staatshaushalt verteilt wurde. Die französische Industrietätigkeit ging daher weiter zurück. Unter dem in Deutschland errichteten ausgedehnten Preisüberwachungssystem wurde der Industrie und dem Handel eine angemessene Gewinnspanne zugestanden, die sie in den Stand setzte, ihre volkswirtschaftlichen Aufgaben zu erfüllen; dabei wurde, um eine allgemeine Preissteigerung zu verhindern, von dem Grundsatz ausgegangen, daß die Lohnsätze unter Beobachtung der Sicherung eines auskömmlichen Mindesteinkommens der Arbeitnehmer unverändert bleiben mußten.

Wenn eine Politik öffentlicher Aufträge als Anreiz für die Wirtschaft wirken soll, darf sie nicht als Ersatz, sondern muß als Teil einer allgemeinen Anstrengung aufgebaut sein, das Gleichgewicht im Wirtschaftsgefüge wiederherzustellen. Dieser Grundsatz sollte für ihre Anwendung im Einzelfalle maßgebend sein. Besonders muß dafür Sorge getragen werden, daß die Durchführung einer umfangreichen Arbeitsbeschaffungspolitik nicht einen bereits bestehenden Gleichgewichtsmangel verstärkt. Gewöhnlich wird bei Beginn einer solchen Politik ein großzügiges, mit öffentlichen Mitteln finanziertes Bauprogramm in Angriff genommen; der sich daraus ergebende Bedarf an Arbeitskräften kann leicht zu einem Steigen der Löhne führen. Da eine natürliche Gesundung des Baugewerbes sich als ein höchst zuverlässiger — um nicht zu sagen unerläßlicher — Bestandteil einer allgemeinen Geschäftsbelebung erwiesen hat, kann eine Erhöhung der Baukosten insofern sehr schädlich sein, als sie die günstigen Wirkungen der unmittelbaren Sonderbeschäftigung in diesem Gewerbe mehr als aufheben kann.

Viel Aufmerksamkeit ist der schwedischen Arbeitsbeschaffungspolitik in den Jahren 1932–35 geschenkt worden; damals wurden, um die Geschäftstätigkeit anzuregen und den Erwerbslosen vorübergehende Beschäftigung zu geben, im Staatshaushalt ziemlich bedeutende Beträge für erhöhte öffentliche Ausgaben bereitgestellt, wobei die Kosten durch eine zeitweilige Erhöhung der Staatsschuld gedeckt wurden. Es ist bemerkenswert, daß trotz der Einleitung dieser Politik (und der Abwertung der schwedischen Krone im Jahre 1931) die Löhne der schwedischen Industriearbeiter, einschließlich derjenigen im Baugewerbe, in der Zeit von 1931–34 um 4 bis 10 v. H. herabgesetzt wurden. Eine schwedische Königliche Kommission, die 1938 über die Verhältnisse im Baugewerbe berichtete, schrieb die starke Entwicklung der Bautätigkeit in Stockholm in den Jahren 1934–37 weitgehend dem Rückgang der Baukosten zu sowie den niedrigen Zinssätzen, zu denen Geld für den Hausbau leicht erhältlich war. Mit der Belebung der schwedischen Wirtschaft in den Jahren 1934 bis 1937 wurde nicht nur der während der Depression vorgenommene Lohnabbau vollständig rückgängig gemacht, sondern es wurden in den meisten Gewerbebezügen noch zusätzliche Lohnerhöhungen erlangt. Diese Politik, die zu einer beachtenswerten Verminderung der Erwerbslosen geführt hat, war mithin für Arbeitnehmer und Arbeitgeber in gleicher Weise vorteilhaft.

Das Gleichgewicht im schwedischen Kosten- und Preisgefüge wurde also wiederhergestellt einerseits durch eine Verringerung der Kosten (Abbau der Lohnsätze usw.) und andererseits durch eine Reihe von Ausweitungsmaß-

nahmen einschließlich der Arbeitsbeschaffungspolitik und der schrittweisen Anwendung billigerer Geldsätze, die bis zu einem gewissen Grade auch dazu dienten, die Herstellungskosten zu vermindern. Vergleicht man die schwedischen Erfahrungen mit denen anderer Länder, so kann man zu dem Schluß gelangen, daß es gefährlich ist, sich einseitig auf ausweitende Maßnahmen zu verlassen; weder billiges Geld noch die Erweiterung der Kaufkraft über den Staatshaushalt oder durch Lohnerhöhungen hat irgendwo zu einer anhaltenden Geschäftsbelebung geführt, solange die Wiederherstellung eines wirklichen Gleichgewichts innerhalb des Kosten- und Preisgefüges durch innere oder äußere Ursachen behindert war.

Es kann nicht genug betont werden, daß für eine allgemeine Hebung der Lebenshaltung die Schaffung der Bedingungen unerläßlich ist, welche zu einer dauerhafteren Gesundheit der Industrie führen. Alle vorhandenen Unterlagen beweisen, daß in Zeiten wachsender Erzeugung der Arbeit verhältnismäßig ein ebenso bedeutender Mehrertrag wie dem Kapital und, absolut betrachtet, sogar ein höherer Gewinn zufließt, da die Arbeit bei weitem den größeren Anteil am Volkseinkommen hat. Die Erzielung des Gleichgewichts im Kosten- und Preisgefüge ist aber nicht nur als eine zwischen Arbeit und Kapital bestehende Frage anzusehen; sie berührt auch unmittelbar die allgemeine Frage der Steigerung des Beschäftigungsgrades. Denn schließlich hängt die Unterbringung der Erwerbslosen davon ab, daß die Arbeiter aus Wirtschaftszweigen mit einer verhältnismäßigen Überproduktion (zu denen in vielen Ländern auch die Landwirtschaft gehört) hingelenkt werden zu anderen, entwicklungsfähigen Gewerben, die Güter erzeugen und Dienste leisten, nach denen eine steigende Nachfrage besteht. Ein scharfes Anziehen der Lohnkosten in diesen wachsenden Industrien muß aber die Kosten der Fertigwaren erhöhen und dadurch den Absatz beschränken; auch wird es den Gebrauch arbeitsparender Maschinen anregen und auf diesem Wege den Bedarf an Arbeitskräften weiter vermindern. So werden in diesen Industrien, welche gewöhnlich schon die höchsten Lohnsätze zahlen, weniger Arbeitskräfte Verwendung finden können, und die Bedingungen in anderen Beschäftigungszweigen werden entsprechend ungünstig beeinflusst.

Zweifellos ist die Lösung der Frage der Arbeitsverlagerung von einem Beruf in den anderen in den letzten Jahren schwieriger geworden, namentlich im Vergleich zu den Verhältnissen vor dem Weltkrieg, unter denen die führenden Industrieländer in Europa und Amerika dank einer starken natürlichen Bevölkerungszunahme und weitgehender Freiheit der Einwanderung sich rascher als gegenwärtig entwickelt haben. Wenn z. B. in den ersten zehn Jahren dieses Jahrhunderts in einer bestimmten Industrie Überfluß an Arbeitern entstand, genügte es in der Regel, für einige Jahre von der Einstellung neuer Arbeiter in dieser Industrie abzusehen und es den in das Erwerbsleben eintretenden jungen Leuten zu überlassen, sich ihre erste Beschäftigung in anderen Industrien zu suchen. Man konnte sich darauf verlassen, daß die natürliche Zunahme des Bedarfs einer wachsenden Bevölkerung das Gleichgewicht beinahe von selbst wiederherstellen würde. Nur ausnahmsweise machte die Rationalisierung so rasche Fortschritte, daß sie diesen Ablauf der Dinge

störte. Gegenwärtig liegen die Verhältnisse in vieler Hinsicht anders. Die Bedarfssteigerung wird nicht im gleichen Maße wie früher durch eine Bevölkerungszunahme herbeigeführt, sondern sie wird sich eher aus einer Hebung der Lebenshaltung ergeben. Eine wichtige Folge dieser Änderung ist, daß eine allmähliche Steigerung des Bedarfs an mehr oder weniger gleichartigen Waren nicht mehr erwartet werden kann, daß aber in der Richtung der Nachfrage beträchtliche Verschiebungen eintreten werden. Außerdem sind die technischen Veränderungen zu berücksichtigen, welche den Arbeiterbedarf in verschiedenen Industrien beeinflussen. Infolgedessen stehen die führenden Industrieländer in steigendem Maße vor den höchst schwierigen Aufgaben einer Überführung von Arbeitern, die in einem bestimmten Fach bereits Fähigkeiten erworben haben, in andere Berufe. Ein passendes Beispiel liefert der Kohlenbergbau. Von 1901 bis 1911 stieg die Zahl der Bergarbeiter in Großbritannien um 36 v. H. von 752.000 auf 1.021.000; von 1924 bis 1938 dagegen ging sie in demselben Verhältnis von 1.214.000 auf 777.000 zurück, während die Förderung nur um 15 v. H. abnahm. Nun hat allerdings dem Kohlenbedarf nicht nur die schwächer gewordene Bevölkerungszunahme, sondern auch der Wettbewerb von Öl und Elektrizität Abbruch getan; gerade aus diesem Grunde aber zeigt das Beispiel die entstandenen Schwierigkeiten so deutlich.

Die Ausdehnung in den Hochkonjunkturjahren 1927–29 war am stärksten in einer Reihe verhältnismäßig junger Industrien — Kunstseiden-, Automobilindustrie —, während zahlreiche ältere Gewerbe in den Vereinigten Staaten, England und Deutschland an dem Aufschwung überhaupt nicht teilgenommen haben; die Hochkonjunktur der Jahre 1927–29 war mit anderen Worten weit weniger allgemein als die früheren Blütezeiten. So sehen sich die verschiedenen Länder einer Reihe von Aufgaben gegenüber, die vor dem Weltkrieg nicht mit der gleichen Dringlichkeit gestellt wurden. Umso mehr bedarf es zielbewußter Bemühungen, um die vielen Reibungen, die eine kompliziertere Gesellschaftsordnung notwendig mit sich bringt, zu überwinden und den Übertritt der Arbeiter in andere als ihre ursprünglichen Berufe zu erleichtern. Die Bedeutung dieser Fragen geht weit über das eigentliche Gebiet des Arbeitsmarktes hinaus; denn Freizügigkeit der Arbeit und eine gerechte Kostenverteilung unter den verschiedenen Beschäftigungen sind die Voraussetzung für eine gesunde Entwicklung der Industrie und eine gleichmäßigere Verteilung des Einkommens auf die verschiedenen Erwerbszweige. Keine Währungspolitik vermag allein die Fehler wieder gutzumachen, die sich aus Mißverhältnissen in der Richtung oder der Bezahlung der schaffenden Kräfte eines Landes ergeben.

Gleichzeitig sei aber betont, daß die Rolle, welche das billige Geld bei der Überwindung des Niedergangs der Jahre 1930–33 gespielt hat, keineswegs verkleinert werden soll. In den zehn Jahren reger Geschäftstätigkeit nach dem Kriege wurde der durch ihn erlittene Kapitalverlust in vielen Ländern rasch wieder ersetzt, und in der ganzen Welt erhöhten sich die Kapitalanlagen bedeutend. Dadurch wurde es für die Aufrechterhaltung des wirtschaftlichen und finanziellen Gleichgewichts unerlässlich, die Zinssätze zu ermäßigen und nach ihrem verhältnismäßig hohen Nachkriegsstand in besseren Einklang mit den vor dem Weltkrieg

üblichen Sätzen zu bringen. Sie mußten sogar, wenigstens in einigen Ländern, noch unter den Vorkriegsstand gesenkt werden in Anbetracht der langsameren Zunahme der Nachkriegsbevölkerung in der westlichen Welt und des Rückgangs der Warenpreise von 1924 an (im Gegensatz zu dem Steigen der Preise um etwa 30 v. H. in den Jahren 1900 bis 1914). In England ebnete 1932 die Konversion des gewaltigen Blocks der Kriegsanleihen von 5 auf $3\frac{1}{2}$ v. H. den Weg für eine allgemeine Herabsetzung der langfristigen Zinssätze. Die Vereinigten Staaten waren vor dem Kriege ein Schuldnerland mit Zinssätzen, die weit über die in den reicheren europäischen Ländern üblichen hinausgingen. Ihre Umwandlung in ein Gläubigerland, das ebenso reichlich wie jedes andere Land mit Kapital ausgerüstet war, erforderte eine Berichtigung der Zinssätze nach unten; diese war umso schwieriger durchzuführen, als es noch kein Vorbild wirklich niedriger Zinssätze gab, wenigstens nicht außerhalb des Neuyorker kurzfristigen Marktes; außerdem litt das wichtige Gebiet des Hypothekenkredits unter einem ernstlichen Mangel an Organisation, welcher der notwendigen Berichtigung hinderlich war.

Etwas voreilig scheint jedoch in weiten Kreisen der Schluß gezogen worden zu sein, daß die Politik des billigen Geldes, die sich als nützliches Mittel zur Überwindung der Krise der Jahre 1930–33 erwiesen hatte, in Zukunft unverändert beibehalten werden sollte, um als Grundlage für einen wirtschaftlichen Aufschwung zu dienen, und daß infolgedessen die amtlichen Diskontsätze der Zentralbanken nicht erhöht werden dürften. Da die strenge Befolgung einer Politik des billigen Geldes die betreffenden Zentralbanken eines ihrer wichtigsten Mittel berauben würde, mit denen sie die Kreditverhältnisse des Landes beeinflussen können, dürfte es angebracht sein, sich die Hauptstufen der Entwicklung zu vergegenwärtigen, welche die Grundsätze für die Kreditpolitik der Zentralbanken genommen haben.

1. Unter der Herrschaft der Vorkriegs-Goldwährung wirkte sich jede bedeutendere Goldbewegung nach oder von einem Markt auf den Banksatz aus. Bewegungen kurzfristiger Gelder, wie sie jetzt als „Geldflucht“ bezeichnet werden, waren vor dem Kriege äußerst selten, und daher waren Goldbewegungen häufiger als heutzutage der Niederschlag von Veränderungen bei den laufenden Posten der Zahlungsbilanz und in der Regel auch im Rhythmus der Geschäftstätigkeit in den einzelnen Ländern. Die Folge war, daß eine Erhöhung des amtlichen Diskontsatzes gewöhnlich auch dazu dienen konnte, einer übermäßigen Ausdehnung der Geschäftstätigkeit Einhalt zu tun; auf diese Weise arbeitete der „Automatismus“ der Vorkriegs-Goldwährung vielleicht einsichtsvoller, als manche jetzt glauben.

2. Nach dem Kriege wurden Goldbewegungen, die nicht mit Veränderungen der laufenden Posten der Zahlungsbilanz zusammenhingen, eine häufige Erscheinung und eine Quelle von Schwierigkeiten für die Währungsbehörden. Es zeigte sich bald, daß diesen Goldbewegungen kein Einfluß auf die Kreditverhältnisse der Märkte gestattet werden durfte, wenn sich nicht schädliche Wirkungen auf die regelmäßigen Handelsgeschäfte einstellen sollten; der englische Macmillan-Ausschuß hat diese Fragen in seinem Bericht von 1931 behandelt und gewisse Vorschläge gemacht, die mehr in

der Theorie als in der Praxis von dem abweichen, was vor dem Kriege üblich war. Der Ausschuß wies darauf hin (auf Seite 152 seines Berichts), daß „die Kurse sich als ungünstig für uns erweisen können, entweder infolge einer inflationistischen Ausdehnung des Handels oder der Kapitalanlagen im Inland oder infolge der Bewegung der Kapitalbeträge, die sich aus der Erfüllung unserer Aufgabe als Zentrum des internationalen Geldwesens ergeben“ und fuhr fort:

„Wir empfehlen eine Erhöhung der Mittel der Bank und eine freie Verwendung dieser erhöhten Mittel in geeigneten Fällen, weil unser ausgedehntes internationales Bankgeschäft sich weitgehend als unvereinbar erweisen kann mit der vernünftigen Stabilität der inländischen Geschäftstätigkeit und Wirtschaft, wenn wir es uns nicht einmal leisten können, eine Veränderung von 10 v. H. bei unseren sofort fälligen internationalen Verbindlichkeiten zuzulassen, ohne höchst störende und manchmal für unseren Binnenhandel äußerst nachteilige Schritte zu unternehmen. Hieraus darf aber nicht geschlossen werden, daß wir ein Zögern vor der Verwendung des Banksatzes und der Kreditbeschränkung befürworten, wenn das unmittelbar zu behandelnde Problem darin besteht, die Hochkonjunkturbedingungen oder steigende Inlandspreise aufzuhalten, und nicht in erster Linie ausländische Kapitalbewegungen betrifft.“

3. Es hat sich jetzt eine starke Richtung entwickelt, welche nicht anerkennt, daß der amtliche Diskontsatz einfach deswegen erhöht werden muß, weil die laufenden Posten der Zahlungsbilanz einen Fehlbetrag aufweisen; statt dessen wird empfohlen, die Diskonterhöhung auf die Fälle zu beschränken, in denen die Geschäftstätigkeit eine übermäßige Ausdehnung erfährt, wobei besonders betont wird, daß ein Fehlbetrag in der Zahlungsbilanz auch dann auftreten kann, wenn die Binnenwirtschaft sich im ganzen in einer gedrückten Verfassung befindet. Es wird dargetan, daß ein Land, das keine Goldwährung mehr besitzt, eine Unausgeglichenheit der laufenden Posten der Zahlungsbilanz durch eine Änderung der Devisenkurse wieder gutmachen kann, anstatt kreditbeschränkende Maßnahmen zu ergreifen.

Als Beispiel werden vielfach die Verhältnisse in Großbritannien nach 1925 angeführt, und es wird behauptet, daß die Schwierigkeiten, mit denen die britische Wirtschaft damals zu kämpfen hatte, von der Überbewertung des Pfundes herrührten. Hier, so glaubt man, lag ein Fall vor, wo ein verhältnismäßig hoher Banksatz gehalten werden mußte, da der Wechselkurs die Fühlung mit der „Kaufkraft-Parität“ verloren hatte; infolgedessen mußte die britische Wirtschaft leiden. In Verbindung mit der späteren Entwicklung betrachtet, erscheinen die Wirkungen der Rückkehr zum Goldstandard und der etwas einschränkenden Kreditpolitik der folgenden Jahre nicht so unheilvoll, wie sie oft dargestellt werden. Man darf nicht vergessen, daß in den Jahren 1925-30 die Erwerbslosigkeit im Durchschnitt weit unter 1½ Millionen lag und daß die laufenden Posten der Zahlungsbilanz im großen ganzen ausgeglichen waren; daß der Welthandel einen Umfang erreichte, der rund 30 v. H. über dem Vorkriegsstand lag, was ohne feste Devisenkurse wahrscheinlich nicht möglich gewesen wäre, und daß schließlich die Krise, die 1929 einsetzte, am heftigsten in den Vereinigten Staaten auftrat, obwohl der Dollar angesichts des hohen Ausführüberschusses der Vereinigten Staaten und ihrer Leistungs-

fähigkeit auf dem Gebiet der Kreditgewährung in den zehn Jahren nach dem Kriege sicherlich nicht überbewertet war. Mag auch dies alles der Vergangenheit angehören, so spielen derartige Auffassungen doch noch immer eine Rolle, da vielfach geglaubt wird, die Heftigkeit der Krise von 1930–33 sei auf die Rückkehr zur Goldwährung in den zehn Jahren nach dem Kriege und die Beibehaltung fester Wechselkurse zurückzuführen. Kann dagegen die Erfahrung der Jahre 1925–30 eher zu Gunsten fester Devisenkurse angeführt werden, so wird der Weg frei für eine vernünftigeren Betrachtung des gesamten Problems der Währungsbeziehungen und der Kreditpolitik.

Die Aussichten auf den Erfolg von Änderungen der Devisenkurse im Verhältnis zu anderen Währungen haben ihre klar erkennbaren Grenzen. Die Abwertung, die erforderlich wäre, kann die Handelsbeziehungen zu anderen Ländern stören oder einen Bruch mit einer Kursstabilität bedeuten, die ihren Wert als Mittel zur Förderung des Handels und des allgemeinen Vertrauens (z. B. innerhalb des Sterlingblocks) bewiesen hat. Wenn in einer Lage, in der eine Änderung der Devisenkurse unerwünscht erscheint, ein Land seine Kosten und Preise für zu hoch hält (mag dadurch das Gleichgewicht der Zahlungsbilanz gestört sein oder nicht) und allgemeine Maßnahmen der Kreditbeschränkung nicht erlaubt werden, so kann dies dazu führen, daß die Wirtschaftslage dieses Landes unausgeglichen bleibt, was ohne Zweifel eines der wirksamsten Mittel zur Verewigung eines hohen Standes der Erwerbslosigkeit ist.

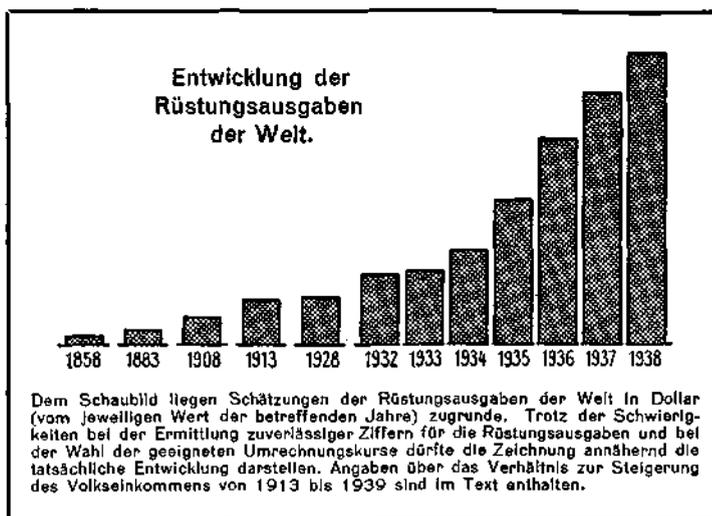
Ein Rückblick auf die Entwicklung der letzten Jahre läßt kaum einen Zweifel darüber, daß die Geschäftsleute, wenn im Spätherbst 1936 durch Erhöhung des Banksatzes ein Warnungszeichen gegeben worden wäre, zurückhaltender geworden und dadurch die übermäßigen Vorratskäufe, die Preissteigerung und die erheblichen Lohnerhöhungen vermieden worden wären. Diese Zurückhaltung hätte eine ausgeglichene Lage aufrechterhalten und einen schweren Rückgang der Industrie und der Beschäftigung vermieden.

Es ist also eine etwas gefährliche Politik, auf die Erhöhung des Banksatzes als Mittel zur Erhaltung des Gleichgewichts im Kosten- und Preisgefüge zu verzichten, zumal in vielen Fällen wenig Grund zu der Annahme besteht, daß eine Diskonterhöhung zu einer ernstlichen Beschränkung der Kreditverwendung führen werde. Die rein zahlenmäßige Wirkung einer Erhöhung des Banksatzes ist im allgemeinen von geringerer Bedeutung als der psychologische Vorgang, d. h. das von der Währungsbehörde gegebene Warnungszeichen. Eine Heraufsetzung des Banksatzes um 1 v. H. erhöht die Kosten für die Kreditbenutzer in der Regel nicht wesentlich und gewiß nicht viel für die Besitzer von Warenlagern. Der psychologische Eindruck kann dagegen sehr tief sein und in vielen Fällen genügen, um eine Neigung zu übermäßiger Ausdehnung zu beseitigen. Eine Gefahr besteht allerdings, nämlich, daß die Warnung zu sehr beachtet wird. Anscheinend haben sich die breite Öffentlichkeit, die politischen Kreise und die Geschäftswelt so an billiges Geld gewöhnt und sind von seinen günstigen Wirkungen so überzeugt, daß eine Erhöhung des Banksatzes (die nur als eine Mahnung zur Vorsicht

gedacht ist) schon als ein Zeichen dafür betrachtet wird, daß schwere Zeiten kommen werden. Unter diesen Umständen muß nachdrücklich betont werden, daß die Benutzung des Banksatzes, wenn überhaupt, nur teilweise, durch andere Einwirkungsmittel ersetzt werden kann. Andere Warnungszeichen können leicht eine „Angst“ mit höchst unerwünschten und nicht voraussehbaren Wirkungen verursachen; der Erlaß amtlicher und nichtamtlicher Verbote scheint den Nachteil zu haben, daß es schwierig sein kann, die Politik wieder umzustellen, wenn sich die Verhältnisse geändert haben, während eine Diskontermäßigung zum ersten geeigneten Zeitpunkt vorgenommen werden kann. Es ist möglich, daß sich die Geschäftsleute und andere erst nach einer Änderung des Banksatzes von der Neigung zur Überschätzung des billigen kurzfristigen Geldes freimachen und die wahre Bedeutung der Änderungen erkennen werden. Der Macmillan-Ausschuß betonte (Seite 132), daß die Zentralbanken vor kleinen und häufigen Banksatzänderungen nicht zurückschrecken sollten. „Solche kleinen und häufigen Änderungen“, fährt der Bericht fort, „würden auch den Vorteil haben, daß sie das Publikum daran gewöhnen, nicht jeder notwendigen Berichtigung übermäßige Bedeutung beizumessen.“

1938 nahm nur ein einziges europäisches Land — Belgien — Zuflucht zu einer Erhöhung des Banksatzes, als es sich einem plötzlichen Geldabfluß gegenüber sah. Im allgemeinen blieben aber die kurzfristigen Geldsätze sehr niedrig oder sinken noch immer. In London wurde der Diskontsatz für Schatzwechsel von dem Geldabfluß kaum berührt. Die langfristigen Zinssätze in London sind jedoch in den letzten vier Jahren gestiegen. Die Erhöhung im zweiten Halbjahr 1938 muß mit dem Kapitalabfluß in Zusammenhang gebracht werden, die erste erhebliche Steigerung erfolgte aber im Frühjahr 1937, als der Rüstungsplan und die nachfolgenden schweren Kreditbeanspruchungen angekündigt wurden. Es sei daran erinnert, daß in der Zeit von 1900 bis 1914 die langfristigen Zinssätze am Londoner Markt unter dem Einfluß steigender Rüstungsausgaben und vermehrter Gold-

erzeugung von etwa 2½ auf 3½ v. H. stiegen. Die für Rüstungszwecke verausgabten Beträge sind aber jetzt absolut wie relativ unvergleichlich höher als vor 1914. In den zehn Jahren von 1903 bis 1913 haben sich die Rüstungsausgaben aller Länder ungefähr verdoppelt, während sie in den zehn Jahren von 1928 bis 1938 auf nicht weniger als das Sechsfache gestiegen sind, wie nebenstehendes Schaubild zeigt.



Vergleicht man diese Ausgaben mit dem Volkseinkommen, so ergibt sich folgendes: 1913 wurde in England für Heer und Marine ein Gesamtbetrag von 77 Millionen Pfund oder etwa $3\frac{1}{2}$ v. H. des Volkseinkommens bewilligt; für 1939/40 sind die zu Rüstungszwecken dienenden Mittel mit 630 Millionen Pfund veranschlagt, was etwa 14 v. H. des Volkseinkommens oder dem vierfachen Vorkriegsanteil entspricht. Ähnliche Verhältniszahlen finden sich auch in anderen Ländern und geben einen Hinweis auf den außergewöhnlichen Umfang der gegenwärtigen Rüstungsausgaben. Zudem droht die ständige Belastung noch zu wachsen, denn ein Teil der gegenwärtigen Rüstungsaufwendungen besteht aus dem steigenden Betrag, der für Erhaltung und Ersatz erforderlich ist; das neuzeitliche Kriegsgerät — Flugzeuge, Kanonen, Schiffe — ist nicht nur sehr teuer, sondern verursacht auch hohe laufende Kosten, und ein großer Teil des Materials veraltet schnell.

Es ist natürlich unvermeidlich, daß so ungeheure Ausgaben einen Druck auf die Finanz- und Produktionskraft ausüben, die Möglichkeiten sozialer Verbesserungen beeinträchtigen und sogar die Lebenshaltung unmittelbar herabdrücken. Vom finanziellen Gesichtspunkt aus ist es die augenblickliche Aufgabe der Finanzministerien, die notwendigen Kassenmittel durch Steuern oder Anleihen auf solche Weise zu beschaffen, daß weder die Kaufkraft der Landeswährung im Innern gefährdet noch die Zahlungsbilanz gegenüber dem Ausland gestört wird. Das sicherste Verfahren ist zweifellos, die Ausgaben soweit wie möglich aus Steuern zu decken; diese Politik kann aber in einem solchen Maßstabe kaum ausschließlich angewandt werden, da sie offensichtlichen psychologischen Widerständen begegnet und in mancher Hinsicht für die Entwicklung einer Höchstproduktion technisch schädlich ist. Die Gesamtsumme der durch Anleihen gedeckten Fehlbeträge der Staatshaushalte in der Welt übersteigt heute 1 Milliarde Dollar im Monat.

Um die Last der Rüstungsfinanzierung zu beschränken, werden die Staaten natürlich bestrebt sein, zu den billigsten Bedingungen Geld aufzunehmen. Das bedeutet jedoch nicht, daß die Finanzministerien sich gegen eine Heraufsetzung des Banksatzes wenden müssen, wenn die Marktlage eine solche verlangt. Eine Erhöhung der kurzfristigen Sätze wirkt sich unter Umständen nur teilweise auf die langfristigen Märkte aus und braucht die Belastung des Staatshaushalts nicht so zu vergrößern, wie man zunächst befürchten könnte. Alle haushaltsmäßigen Erwägungen kommen jedoch an Bedeutung nicht der Hauptschwierigkeit gleich, das Gleichgewicht im Kosten- und Preisgefüge zu erhalten, um einen Rückschlag in Handel und Gewerbe zu verhindern. Die etwas höheren Kosten der schwebenden Schuld sind geringfügig im Vergleich zu den der Gemeinschaft als Ganzem (und damit auch der Staatskasse) entstehenden Kosten eines ernststen wirtschaftlichen Rückganges, wie er im Laufe des letzten Abschwungs eintrat, als die industrielle Produktion in den Vereinigten Staaten von September 1937 bis Mai 1938 um ein Drittel fiel. Die Befolgung einer beweglichen Politik würde natürlich in keiner Weise die wirksame Anwendung der modernen Technik beeinträchtigen, internationale Geldbewegungen daran zu hindern, einen übermäßigen Einfluß auf die Kreditbedingungen des betreffenden Marktes auszuüben.

Eine der Regelwidrigkeiten der gegenwärtigen Lage besteht darin, daß die reichliche Goldgewinnung an verhältnismäßig wenigen Plätzen aufgesaugt wurde und dort zu einem sehr hohen Grad von Flüssigkeit geführt hat, deren Ursache in den großen Goldreserven der Zentralbanken und den hohen Kassenreserven der Handelsbanken liegt. Soweit frühere Erfahrungen als Anhalt dienen können, mag daran erinnert werden, daß das in den neunziger Jahren des vorigen Jahrhunderts aus Transvaal kommende neugewonnene Gold als erstes Ergebnis die Schaffung eines hohen Maßes von Liquidität und sehr niedriger Zinssätze auf den kurz- und langfristigen Märkten mit sich brachte. Da aber unter dem Einfluß der umfangreichen Golderzeugung die Warenpreise zu steigen begannen — mit einem Abstand von vielleicht fünf bis zehn Jahren —, brauchten die Fabrikanten und Kaufleute mehr Betriebskapital zur Finanzierung der Lagerhaltung; gleichzeitig begannen die Gewinnsätze zu steigen und regten zur Anlage langfristigen Kapitals an und bald befestigten sich auch die Zinssätze. Wenn bei der heutigen reichlichen Goldproduktion die Warenpreise endgültig steigen, sollten auch die Zinssätze wieder anfangen, sich ebenfalls aufwärts zu bewegen. Ein künstliches Beharren bei billigem Geld würde dann mit größter Bestimmtheit das Kreditssystem störend beeinflussen und nachteilige Rückwirkungen auf das Wirtschaftsleben im allgemeinen haben.

Auf internationalem Gebiet werden die normalen Kreditbeziehungen für Handelszwecke zwischen denjenigen Ländern weitergepflegt, die freie und verhältnismäßig stabile Währungen haben; der Warenverkehr zwischen diesen Ländern macht noch immer zwei Drittel des Welthandels aus. Im Verkehr mit den Ländern mit Devisenbewirtschaftung kann der normale zwischenstaatliche Kreditmechanismus nur noch in beschränktem Umfang funktionieren, wenn auch mit Hilfe besonderer Exportkredite und des Ankaufs von Exportwechseln durch die Zentralbanken Anstrengungen gemacht werden, möglichst viel von den gewöhnlichen Kreditfazilitäten zur Verfügung zu stellen. Es kann aber nicht erwartet werden, daß Abrechnungen aus reinen Handelsgeschäften sich ziffernmäßig oder zeitlich gegenseitig vollständig ausgleichen werden; es wird immer — auf den Kassa- und noch mehr auf den Terminmärkten — Fehlbeträge oder Überschüsse geben, für deren Ausgleich durch nicht handelsmäßige Geschäfte gesorgt werden muß. Das normale Funktionieren des Kreditystems setzt einen gewissen Betrag von Finanzkrediten voraus; wenn daher versucht wird, zwischen erwünschten und unerwünschten Kreditgeschäften zu unterscheiden, um die Spekulation auszuschalten, so darf der Begriff des „Erwünschten“ nicht auf reine Handelsgeschäfte beschränkt werden, denn eine derartige Einengung würde das ordnungsgemäße Arbeiten der Märkte stören. Vor 1931 wurden Spannungsunterschiede zwischen den verschiedenen Geldmärkten rasch durch einen Zufluß oder Abfluß von Bankmitteln ausgeglichen. Wenn die Zunahme der Geldmittelbewegung von einem Markt zum anderen über die normalen Bedürfnisse jahreszeitlicher oder ähnlicher Veränderungen hinausging, so lag die Schuld nicht beim Kreditssystem, das seine Aufgabe, den Kreditdruck auszugleichen, weiter erfüllte, sondern in den jenen Bewegungen zu Grunde liegenden Störungen, welche die gesamten internationalen Kapitalbewegungen in Mitleidenschaft zogen. Die Krise, die sich 1931 entwickelte, hat nachhaltiger als selbst der Krieg von 1914–18 das System der Bankkredite von einem Markt

zum andern außer Tätigkeit gesetzt. Die Vorteile des früheren empfindlichen, in einer Welt stabiler Währungskurse arbeitenden Mechanismus werden besonders dann am besten erkannt, wenn der Versuch gemacht wird, die alten Erleichterungen wieder einzuführen.

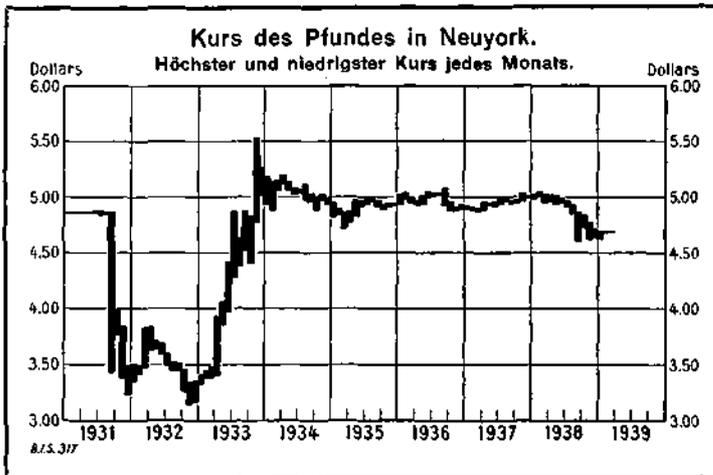
Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich verfolgt genau das Wirken der verschiedenen Kreditmaßnahmen, die zur Förderung des Außenhandels ergriffen werden, und hat auch selbst mitgeholfen, gewisse Möglichkeiten für die Finanzierung von Handelsgeschäften zu schaffen. Auf diese Weise sind einige nützliche Kredite gegeben worden, wenn auch ihr Ausmaß notgedrungen beschränkt gewesen ist. Außerdem ist eine bessere Verständigung über die Rolle erzielt worden, welche die Bankmittel bei der Wiederherstellung des Kreditsystems der Welt spielen können. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich bemüht sich, die von ihr begonnene Arbeit fortzusetzen, und freut sich, daß sie dies in enger Fühlung mit den einzelnen Zentralbanken tun kann. Denn wenn ihr tägliches Geschäft in einer Zeit starker internationaler Spannung auch in der Hauptsache aus dem Kauf und Verkauf von Devisen und Gold für Zentralbanken besteht, so muß das Bestreben der Bank doch unablässig darauf gerichtet sein, den regelmäßigen Geld-, Kredit- und Warenverkehr zwischen den Nationen der Welt nach Möglichkeit zu fördern.

II. DEISENKURSE, AUSSENHANDEL UND PREISBEWEGUNGEN.

1. DEISENKURSE.

Das Jahr 1937 hatte die Stabilität der Währungen unter dem Einfluß eines wachsenden Welthandelsvolumens in einem höheren Maße wiederhergestellt gesehen als jedes andere Jahr seit 1931. Leider trat 1938 statt einer Festigung des Gewonnenen im Gegenteil ein ausgesprochener Rückschlag ein, verursacht durch das Sinken der Rohstoffpreise, das die Zahlungsbilanz der Rohstoffländer ungünstig beeinflusste, und durch die internationale politische Lage, die eine starke Abwanderung unruhiger Gelder von London und anderen europäischen Plätzen vor allem nach Neuyork veranlaßte.

Wenn auch in gewissen Zeiten starker politischer Beunruhigung die Devisenmärkte ein ungewöhnlich bewegtes Bild boten, so darf doch das Ausmaß, in dem sich die Währungslage der Welt während des Jahres verschlechtert hat, nicht überschätzt werden. Von Anfang bis Ende des Jahres 1938 ist

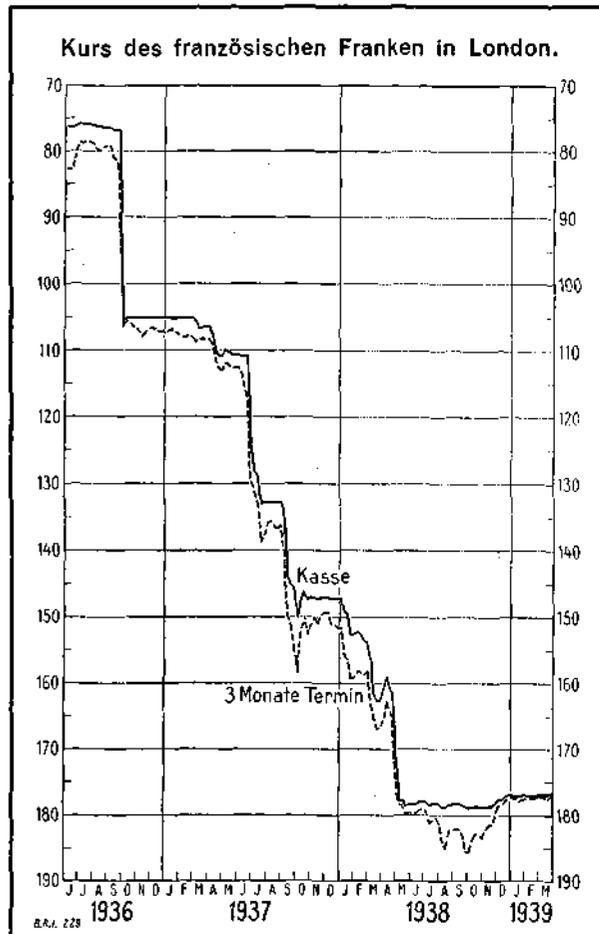


der Pfundkurs nur um insgesamt $6\frac{1}{2}$ v.H. zurückgegangen; selbst dabei hielt sich das Pfund-Dollarverhältnis im allgemeinen innerhalb eines Spielraums von nur etwa 4 v. H. der alten Parität, während im Rahmen des Sterlingblocks selbst kein einziger Abfall eintrat. Die Rohstoffländer, die unter dem Preisfall ihrer Erzeugnisse litten, hielten in

der Regel die Rückgänge ihrer Devisenkurse unter strenger Kontrolle und verloren schlimmstenfalls nur, was sie im vorhergehenden Jahr gewonnen hatten. Ferner wurde der Kurs des französischen Franken, der in den ersten vier Monaten 1938 um 18 v. H. gefallen war, seit dem Mai festgehalten, und gegen Ende des Jahres wurde das Vertrauen zum Franken bereits so stark, daß es sich in einem bedeutenden Geldrückfluß nach Frankreich ausdrückte.

Für das Schicksal des französischen Franken war seit seiner Abwertung im Herbst 1936 mehr die Entwicklung im Inland ausschlaggebend als die Lage in der Welt, denn es wurde bestimmt durch die Bewegung der Kosten und Preise in Frankreich, den Umfang der französischen Erzeugung, die Art und Weise der Deckung der Haushalts-Fehlbeträge und schließlich durch die Beurteilung des voraussichtlichen Wertes der Währung in der französischen Öffentlichkeit. Da in den letzten Jahren so gut wie keine fremden Gelder am französischen Markt vorhanden waren, hatten Geschäfte des Auslands nur wenig Einfluß auf den Wert des Franken.

Infolge des Anstiegs der französischen Kosten und Preise im zweiten Halbjahr 1936 und Anfang 1937 ging der Vorteil, der durch die Abwertung des Franken auf 105 für ein Pfund im September 1936 erzielt worden war, bald wieder verloren. Als man den Satz im Juni 1937 zur Wiederanpassung auf etwa 133 Franken senkte, trug dies wohl dazu bei, ein besseres Gleichgewicht gegenüber anderen Ländern zustandezubringen, ein wirkliches Vertrauen wurde aber noch nicht wiederhergestellt, und im zweiten Halbjahr 1937



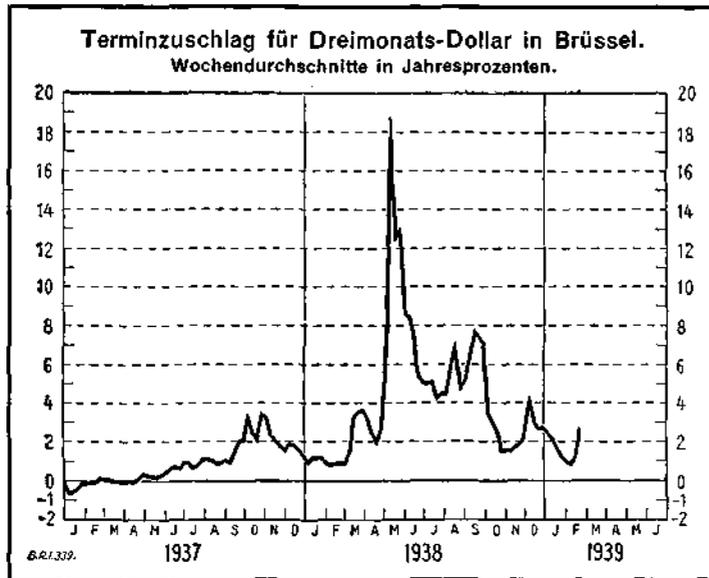
und Anfang 1938 traten in rascher Folge weitere Rückgänge ein.

Am 5. Mai 1938 wurde das Nachgeben des Franken bei 179 für ein Pfund angehalten; diesen Kurs hatte der Ministerpräsident in einer Rundfunkansprache vom vorhergehenden Tag als zukünftige untere Grenze erklärt. Da man der Auffassung war, daß dies ein Kurs sei, bei dem der Franken wirksam verteidigt werden könnte, begann man mit der Liquidierung der Terminverpflichtungen, und dies war die Hauptursache des hierauf einsetzenden raschen und beträchtlichen Kapitalzuflusses von schätzungsweise 16 bis 18 Milliarden französische Franken. Im Juli und August schlug die Marktlage jedoch wieder zu Ungunsten des Franken um; der Franken-Pfundkurs wurde zwar innerhalb der verkündeten Grenze gehalten, aber nur mit Einsatz des größten Teils der Mittel des Währungsfonds. Während der

Krise im September gewährte die Bank von Frankreich bedeutende Kredite an die Handelsbanken und andere Kreditinstitute, an Industrie- und Handelsfirmen sowie an den Staat, wobei der Notenumlauf vom 1. bis 29. September um $22\frac{1}{2}$ Milliarden französische Franken stieg. Erleichtert wurde jedoch die Anhängung des Franken an das Pfund zwischen 178 und 179 dadurch, daß auf dem Höhepunkt der Krise der Kapitalabfluß aus Frankreich ganz aufhörte. Am 5. Oktober 1938 erhielt die Regierung vom Parlament erweiterte Vollmachten, und im Laufe des folgenden Monats erließ sie eine Reihe von Verordnungen, die den Zweck hatten, das Gleichgewicht des ordentlichen Haushalts wiederherzustellen, die Anwendung der 40-Stunden-Woche beweglicher zu gestalten und die Goldbestände der Bank von Frankreich neu zu bewerten.

Ein Vorschlag, die Devisenbewirtschaftung einzuführen, wurde abgelehnt mit der Begründung, daß eine solche Maßnahme schwer durchzuführen sei, daß sie zu tiefgreifenden Änderungen in der Wirtschaftslage des Landes führen und auch die Beziehungen zu anderen Ländern (die auf währungspolitischem Gebiet durch das Dreierabkommen bestimmt sind) ändern würde, und schließlich, daß sie nur eine negative Maßnahme darstellen würde, da sie lediglich ein Versuch wäre, ein weiteres Abwandern von Kapital zu verhindern, während das eigentliche Ziel sein müßte, einen Kapitalrückstrom herbeizuführen. Unter dem Einfluß der Regierungsmaßnahmen wuchs das Vertrauen, und im Winter 1938/39 dürften nach und nach 16 bis 20 Milliarden französische Franken zurückgekehrt sein; anscheinend handelte es sich meist um Gelder von Handels- und Industrieunternehmungen, die Betriebskapital brauchten, als die Preise anzogen und die Produktion stieg. Gleichzeitig bildete sich der Dreimonats-Terminkurs des Franken in Pfund Sterling, der in den ersten Monaten 1938 mit einem Diskont notiert worden war, der einem Jahreszins von 10 v. H. und mehr entsprach, zu weit normaleren Verhältnissen, zeitweise sogar wieder auf pari zurück. Im Gegensatz zu früheren Erfahrungen, wie sie namentlich im Oktober 1936 und Mai 1938 gemacht worden waren, erwies sich die günstige Entwicklung des Franken als dauerhaft und hielt trotz der Unsicherheit der internationalen politischen Lage den ganzen Winter über an. Dank des Rückflusses im letzten Vierteljahr 1938 scheinen sich die Kapitalbewegungen des Jahres in ihrer Gesamtheit im wesentlichen auszugleichen. Auch die laufenden Posten der Zahlungsbilanz zeigten eine gewisse Besserung: die zusammengefaßte Handelsbilanz des Mutterlandes und der Kolonien war 1938 mit 15 Milliarden französische Franken passiv gegenüber 18 Milliarden im vorhergehenden Jahr. Eine Zunahme der inländischen Kohlenerzeugung von 45 Millionen Tonnen im Jahre 1937 auf 48 Millionen im Jahre 1938 gestattete, die Kohleneinfuhr zu vermindern, woran sich eine Seite des engen Zusammenhangs zwischen dem Umfang der Inlandserzeugung und dem Stande der Zahlungsbilanz erkennen läßt.

Der Rückgang im Wert des französischen Franken im Frühjahr 1938 wirkte sich auch auf die Währungen anderer Länder aus, namentlich auf den belgischen Franken. Dieser war in der ersten Hälfte des Mai einem äußerst scharfen Angriff ausgesetzt. Zunächst konnten die belgischen Handelsbanken die Devisennachfrage aus ihren eigenen flüssigen Mitteln finanzieren, aber am Montag, dem 9. Mai wurden ungeheure Kreditanforderungen an die Nationalbank gestellt, die dadurch in der Lage war, ihren Einfluß kräftig geltend zu machen. Am Dienstag, dem 10. Mai wurde der Banksatz von 2 auf 4 v. H. erhöht, und am gleichen Tage sicherte sich der Präsident des Bankenausschusses (der damals zugleich Gouverneur der Nationalbank war) in Verhandlungen mit Vertretern einer Reihe der bedeutendsten Banken deren Mitarbeit an einem Plan, der die Bewilligung neuer Kredite auf ein Mindestmaß beschränken und verhindern sollte, daß bereits gewährte Kredite für andere als die üblichen Handelszwecke verwendet würden. Ferner vergewisserte sich die Nationalbank, bevor sie einer Handelsbank Geld lieh, daß diese ihre eigenen Mittel voll in Anspruch genommen hatte und daß ihre verfügbaren belgischen Barmittel nicht für „Swap“-Geschäfte verwendet wurden. Während die National-



bank so den Kassakurs des Franken auf dem Goldausfuhrpunkt hielt, unternahm sie keine Schritte zur Stützung der Terminmarktsätze, sondern ließ diese scharf zurückgehen. Ziel dieser Politik war in erster Linie, Spekulationsverkäufe zu erschweren und zu verteuern; in der Tat entwickelten sich die Terminsätze an einzelnen Tagen bis zu einem Diskont, der zeitweise 30 v. H.

und mehr aufs Jahr betrug — wobei diese Sätze allerdings zum großen Teil nur nominell waren. Hätte die Nationalbank die Terminsätze gestützt, so hätten alle, die belgische Franken auf Termin verkaufen wollten, leichter einen Geschäftspartner gefunden. Außerdem war der Betrag, welcher der Nationalbank für Gold als Barzahlung in inländischer Währung geboten werden konnte, notwendigerweise begrenzt, während die Summe, die an einem für ausreichende Gegengeschäfte genügend weiten Terminmarkt für den Ankauf von Devisen verwendet werden konnte, sehr bedeutend gewesen wäre. Ein Eingreifen am Terminmarkt wäre mit einer unmittelbaren Kreditausweitung gleichbedeutend gewesen und den Grundsätzen einer Währungsverteidigung durch Beschränkung des inneren Kreditvolumens zuwidergelaufen.

Wenn die Nationalbank von einer Stützung des Terminmarktes absah, als der Franken unter Druck stand und ein Eingreifen die Spekulation begünstigt hätte — die berechneten Sätze wären wahrscheinlich in jedem Fall zu hoch gewesen, als daß Handelsfirmen ihre normalen Verpflichtungen hätten eingehen können —, so war diese Haltung durchaus vereinbar mit einer Politik der Stützung unter normaleren Umständen oder durch besondere Mittel. In ihrem Jahresbericht für 1938 erklärt die Belgische Nationalbank, daß sie von Zeit zu Zeit auf den Terminsatz eingewirkt habe, um einen weiten und regelmäßigen Markt zu sichern, und fügt hinzu: „Insoweit die Tätigkeit am Terminmarkt zur Deckung eines normalen Devisenbedarfs erfolgt, rechtfertigt sich ein solches Eingreifen durch die engen Beziehungen, die zwischen diesem Markt und dem kurzfristigen Geldmarkt bestehen.“

Schon in der zweiten Hälfte des Mai kam der Geldabfluß weitgehend zum Stillstand, und in der ersten Juniwoche begann ein Goldrückfluß, der mit geringen Unterbrechungen bis zum Jahresende anhielt. Vom 28. April bis zum 1. Juni 1938 betrug der Goldabfluß 4.540 Millionen belgische Franken, wovon mehr als ein Viertel mit Abziehungen ausländischer Gelder (in Form von Einlagen, „Notes“ usw.) zusammenhängen dürfte; von dem Rest entfiel etwa

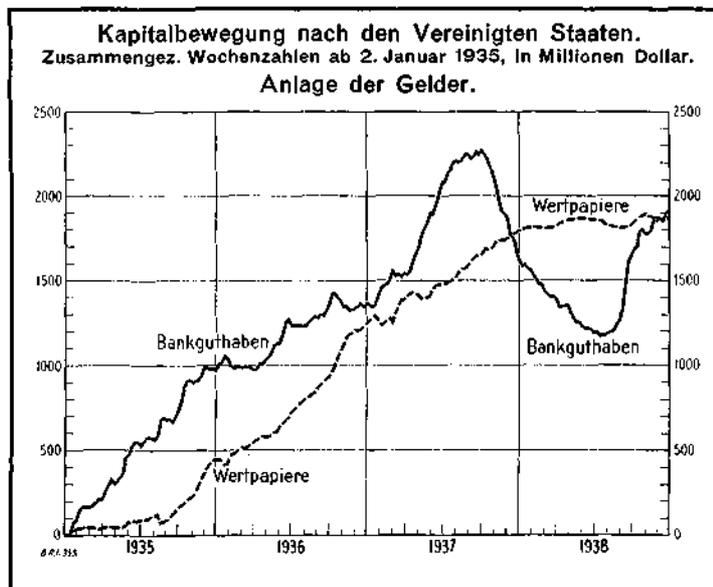
die Hälfte auf belgische Kapitalflucht, Spekulation usw. und die andere Hälfte auf die aufgeschobene Begleichung von über belgische Franken lautenden Handelschulden und die Vorausbezahlung von Schulden in ausländischen Währungen. Das Gewicht der zuletzt erwähnten Posten sei besonders hervorgehoben, da die Bedeutung einer Verschiebung der Termine und Fristen reiner Handelszahlungen im allgemeinen unterschätzt wird. Im Falle Belgiens war die Wirkung allerdings nur vorübergehend und hatte auf die Jahresziffer der Goldverluste kaum einen Einfluß. Für das ganze Jahr 1938 erreichten die Netto-Goldverluste der Nationalbank und des Schatzamtes etwa 3 Milliarden belgische Franken; sie bildeten den Gegenposten ausländischer Abziehungen und anderer Kapitalbewegungen, wie z. B. des Überschusses von Rückzahlungen von Auslandsschulden über die Aufnahme neuer Kredite im Ausland. Bei den laufenden Posten der Zahlungsbilanz scheint kein Fehlbetrag entstanden zu sein; die Ausfuhr ging stark zurück, die Einfuhr aber noch stärker, da die Rohstoffpreise fielen. Eine gewisse Berichtigung der inneren Kosten- und Preishöhe war wahrscheinlich notwendig, da Belgien, das gegen Veränderungen der Weltkonjunktur von Natur sehr empfindlich ist, durch das plötzliche Absinken der Industrieerzeugung in den Vereinigten Staaten und den jähen Rückgang der Kaufkraft der Rohstoffländer stark in Mitleidenschaft gezogen wurde. Als die Nationalbank im Mai 1938 den Angriff gegen den Franken abschlug, wandte sie die klassischen Verteidigungsgrundsätze an: unbeschränkte Abgabe von Gold gegen Kasse, aber Beschränkung der verfügbaren Kassenmittel, wodurch es für alle, die nicht über Barmittel verfügten, schwierig und kostspielig war, solche zu erhalten. Jedoch wurde darauf Bedacht genommen, die von Handels- und Industriefirmen üblicherweise benötigten Kredite nicht zu beschränken. Der Diskontsatz der Nationalbank wurde zum großen Teil aus psychologischen Gründen erhöht: es sollte kein Zweifel darüber aufkommen, daß die Währung mit größtem Nachdruck verteidigt werden würde. Da die Angriffe gegen den Franken innerhalb weniger Wochen überwunden waren, brachten die einschränkende Kreditpolitik und die hohen Sätze, die einige Wochen lang am Terminmarkt notiert wurden, nur zeitweilige Störungen mit sich, die der heimischen Wirtschaft oder dem Außenhandel des Landes keinen wirklichen Schaden zufügten.

Die Veränderungen im Wert des französischen Franken sowie die Kapitalbewegungen von und nach Paris und Brüssel wirkten sich zwar auch auf den Londoner Markt aus, einen stärkeren Einfluß auf den Pfundwert hatten aber die Beziehungen zu den Vereinigten Staaten. Die verschiedenen Abschnitte der neuesten Entwicklung treten deutlich hervor bei einer Untersuchung der Netto-Waren-, Gold- und Kapitalbewegungen nach und aus den Vereinigten Staaten.

Es läßt sich eine Wechselbeziehung feststellen zwischen den Notierungen an der Neuyorker Börse und der Richtung der das Pfund-Dollarverhältnis beeinflussenden Kapitalbewegungen. Wenn die Börse fest war, strömte Kapital nach den Vereinigten Staaten; war dagegen die Börse gedrückt, so kehrte Kapital nach Europa zurück. Überraschenderweise zeigt der Nettogesamtbetrag der Wertpapiergeschäfte eine gleichmäßige Entwicklung, während von den Veränderungen der Kapitalbewegungen nach den Vereinigten Staaten fast ausschließlich der als Bankguthaben gehaltene Betrag betroffen wird.

Vierteljährliche Ziffern	Zahlungsbilanzposten der Vereinigten Staaten von Amerika			Kurs- bewegung von 348 Indu- striewerten am Neuyorker Effektenmarkt	Pfund- Dollar- Kurs
	Warenhandel	Gold- bewegungen	Kapital- verkehr		
	in Millionen Dollar			in v. H.	Durchschnitt
1936 4. Vierteljahr	+ 67	+ 352	+ 327	+ 10	4,90
1937 1. „	- 114	+ 396	+ 323	+ 7	4,89
2. „	- 34	+ 633	+ 630	- 12	4,93
3. „	+ 98	+ 426	+ 350	- 6	4,97
4. „	+ 311	+ 131	- 502	- 25	4,98
1938 1. „	+ 321	+ 63	- 203	- 3	5,00
2. „	+ 310	+ 179	- 161	- 8	4,97
3. „	+ 231	+ 751	+ 407	+ 21	4,87
4. „	+ 273	+ 981	+ 326	+ 7	4,72

Nicht einmal in der Zeit der Börsenschwäche von August 1937 bis Juni 1938, als bedeutende Beträge kurzfristiger Guthaben abgezogen wurden, verminderten die ausländischen Geldgeber im ganzen gesehen ihren Besitz an amerikanischen Wertpapieren.



Der auffallende Zusammenhang zwischen der Entwicklung an der Neuyorker Börse und dem Kapitalstrom nach und aus den Vereinigten Staaten kann also nur mittelbarer Natur sein; anscheinend spiegelt er die Schwankungen wider, denen das Vertrauen in die Zukunft der amerikanischen Wirtschaft und des Dollarwertes unterworfen war. In Zeiten des daniederliegenden Ge-

schäfts in den Vereinigten Staaten glaubt man mehr oder weniger allgemein, daß die Behörden in Washington — trotz entgegengesetzter Erklärungen — den Dollar weiter abwerten könnten; so entsteht eine „Dollarangst“, welche die Gelder aus dem Lande treibt. Sobald die Geschäftslage wieder Zeichen einer Besserung zeigt, verschwindet diese Angst und die Befürchtungen hinsichtlich der Dauerhaftigkeit des gegenwärtigen Goldgegenwerts des Dollars sind vergessen. Das Zusammentreffen eines Geschäftsaufschwungs in den Vereinigten Staaten mit einer schweren politischen Krise in Europa schuf im zweiten Halbjahr 1938 eine Lage, die eine sprunghafte Kapitalbewegung zum Neuyorker Markt hin auslöste.

Wenn auch diese durch mancherlei Befürchtungen politischer und währungs-politischer Art verursachten Kapitalbewegungen die Devisenmärkte zu manchen Zeiten des Jahres entscheidend beherrscht haben, so dürfen doch auch andere Einflüsse keinesfalls übersehen werden.

1. Die Entwicklung der Lohnsätze im Verhältnis zu den Fertigwarenpreisen in England und den Vereinigten Staaten in den letzten beiden Jahren ist aus den Schaubildern auf Seite 10 ersichtlich. Das Wachsen der Spanne zwischen den Fertigwarenpreisen und den Lohnsätzen, das in den Vereinigten Staaten festzustellen ist, findet in England keine Parallele, ein Unterschied, der nicht nur für die inländische Wirtschaft der beiden Länder, sondern auch für ihr gegenseitiges Währungsverhältnis von Bedeutung ist. Gleichviel, welche Meßziffern zum Vergleich gewählt werden, sind von Mitte 1937 bis zum Jahresende die Warenpreise in den Vereinigten Staaten um etwa 10 v. H. mehr gefallen als in England. Diese Stärkung der Kaufkraft des Dollars gegenüber dem Pfund mußte nach der Lehre von den „Kaufkraftparitäten“ den Dollar-Kurs gegenüber dem Pfund erhöhen (was im Laufe des Jahres 1938 auch tatsächlich geschehen ist). Würde der innere Wert der beiden Währungen aber durch Vergleichen der verhältnismäßigen Kostenveränderungen (statt der Preisveränderungen) berechnet, so wäre das Ergebnis genau entgegengesetzt: der innere Wert des Pfundes wäre gestiegen, da sich die Kosten gemessen an den Stundenlohnsätzen in Amerika stärker erhöht haben als in England. Nur zu häufig wird angenommen, daß Verschiebungen im Verhältnis der Kosten oder der Preise zweier Länder auf eine entsprechende Änderung im inneren Wert ihrer Währungen hindeuten. Wenn so einschneidende Abwertungen vorgenommen werden wie die des Pfundes und anderer Währungen im Jahre 1931 und des Dollars im Jahre 1933, dann ist eine solche Schlußfolgerung in der Regel richtig, es wäre aber ein Irrtum, zu glauben, daß das gleiche für jene Änderungen begrenzten Ausmaßes gilt, die in den verschiedenen Abschnitten der Konjunkturbewegung auftreten. Die Erfahrungen zahlreicher Länder scheinen bewiesen zu haben, daß die Erzeugungskosten zu größerer Zähigkeit neigen als die Preise und daher in der langfristigen Entwicklung eine höhere Bedeutung besitzen.

2. Ein anderer Umstand, der zur Stärkung des Dollarkurses beitrug, war das Vorhandensein eines vermehrten Überschusses in der Zahlungsbilanz der Vereinigten Staaten zu einer Zeit, als die laufenden Posten der britischen Zahlungsbilanz einen erheblichen Fehlbetrag aufwiesen.

Der Passivsaldo Englands in den Jahren 1937 und 1938 wurde ausgeglichen durch einen Überschuß der Tilgungen und sonstigen Rückzahlungen gegenüber dem Betrag neuer Auslandsanleihen und hatte daher nur einen geringen unmittelbaren Einfluß auf den Pfundkurs.

3. Ein weit wichtigerer Umstand war, daß Länder des Sterlingblocks, die ihre Währungs- und anderen Bankreserven gewöhnlich in London halten, von diesen Mitteln Gebrauch gemacht haben. In der Zeit der Wirtschaftsblüte vom Herbst 1936 bis zum Sommer 1937 hatten diese Länder ungefähr 100 Millionen Pfund in Guthaben in London angesammelt, von denen ein

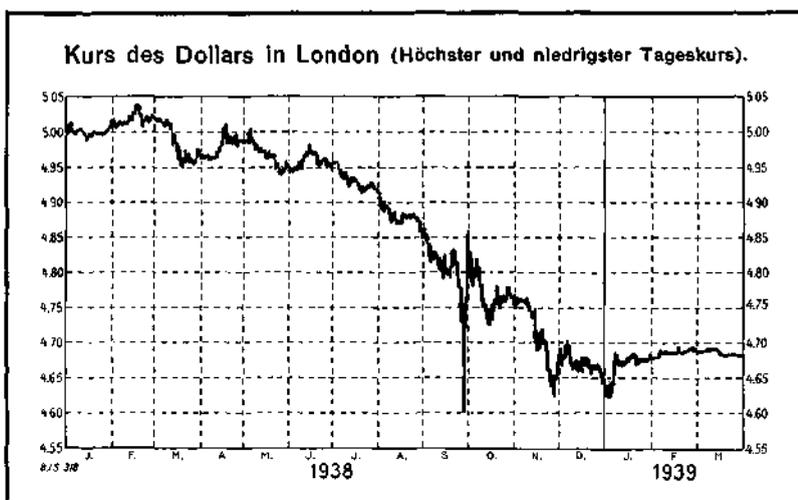
Jährliche Ziffern	Vereinigte Staaten von Amerika			Großbritannien		
	Handels- bilanz	Nettosaldo anderer laufender Posten	Gesamtsaldo der laufenden Posten	Handels- bilanz	Nettosaldo anderer laufender Posten	Gesamtsaldo der laufenden Posten
	in Millionen Dollar			in Millionen Pfund		
1936	+ 33	- 186	- 153*	- 345	+ 327	- 18
1937	+ 265	- 289	- 24*	- 442	+ 386	- 56
1938	+ 1.134	- 169	+ 965*	- 377	+ 322	- 55

* Die amerikanische Zahlungsbilanz enthält einen Posten „sonstige Geschäfte und „Residuals“, der sich in den Jahren 1936 und 1937 auf + 170 und + 676 Millionen Dollar belief. Es wird angenommen, daß zum mindesten ein Teil der hierunter vereinnahmten Beträge Einnahmen aus laufenden Posten darstellt und daß infolgedessen der Gesamtsaldo der laufenden Posten für die Vereinigten Staaten weniger ungünstig oder günstiger ist, als die Ziffern der Tabelle erkennen lassen.

wesentlicher Teil aus der Ausfuhr nach den Vereinigten Staaten herrühren muß. Nach dem heftigen Sturz der Rohstoffpreise im Herbst 1937 griffen diese Länder ihre Reserven in London an, um ihre Zahlungsbilanzen zu decken (in gewissem Ausmaß auch, um Gold und Dollarwerte zu kaufen). Die Summe, über welche sie auf diese Weise verfügten, überstieg aber den Betrag der oben erwähnten, von ihnen vorher angesammelten Gelder (s. Kapitel IV).

4. Der Geldrückfluß nach Frankreich im Mai und dann wieder im Herbst 1938 übte ebenfalls einen gewissen Druck auf das Pfund aus. Da das in früheren Jahren aus Frankreich gekommene Gold vom Währungsausgleichsfonds erworben worden war, war es nur natürlich, daß der Fonds auch das benötigte Gold zur Verfügung stellte, als der Strom seine Richtung wechselte. Der von Oktober 1938 bis Ende März 1939 nach Frankreich zurückgeflossene Betrag belief sich auf etwa 100 Millionen Pfund, wovon der Hauptteil aus London stammte. Von größerer Bedeutung war jedoch der von London nach Neuyork übertragene Betrag, der teilweise aus Geldern von Handelsfirmen bestand, die fast ebenso gut an anderen Plätzen gehalten werden konnten. Das englische Publikum scheint nur geringe Kapitalübertragungen vorgenommen zu haben, während der bei weitem größere Teil auf Geldern von ausländischen Einzelpersonen und Körperschaften entfiel, die in London, bevor sie überwiesen wurden, in Bankguthaben, Wertpapieren, einschließlich Schatzwechseln, und in Gold angelegt waren. Die Gesamteinlagen der fünf großen Londoner Depositenbanken fielen von Ende 1937 bis Ende 1938 um 75 Millionen Pfund, ein Rückgang, der mit der Abziehung ausländischer Einlagen in Zusammenhang gebracht werden muß. Der Betrag, um den sich die Einlagen anderer Londoner Banken (einschließlich der Zweigstellen ausländischer Banken) verminderten, ist nicht bekannt, war aber gewiß erheblich. Auch der Nettorückgang des Betrags der Börsenpapiere und Schatzwechsel, die für ausländische Rechnung gehalten wurden, läßt sich nicht angeben. Zeitweise stieg der Geldabfluß vorübergehend auch infolge von Spekulationsgeschäften, im März 1939 waren aber die meisten spekulativen Positionen wohl schon liquidiert.

Der Währungsausgleichsfonds, dem die Aufgabe zufiel, Schwankungen der Wechselkurse auszugleichen, scheint sich die Politik zu eigen gemacht zu haben, einer durch eine anhaltende Entwicklung der Marktlage an-



gedeuteten Bewegung der Kurse entgegenzuwirken, sie aber nicht ganz zu verhindern. Man ließ den Pfund-Dollar-Kurs ganz allmählich von 5,00–5,04 Dollar im Januar / Februar 1938 bis auf 4,65–4,70 im Dezember zurückgehen.

Da einen Hauptgrund des Kapitalabflusses nach den Vereinigten Staaten die Beunruhigung hinsichtlich der politischen Lage in Europa bildete, war die Bewegung bis zu einem gewissen Grade unaufhaltsam; gleichwohl mußte aber die Gewißheit einer entschlossenen Verteidigung des Pfundes durch die englischen Währungsbehörden wichtige Hilfe leisten bei der Bekämpfung einer übermäßigen, von mehr oder weniger unbegründeten Gerüchten aller Art begleiteten Spekulation. Zu diesem Zweck wurden in London folgende Maßnahmen ergriffen:

1. Am 20. Dezember 1938 verkündete der Schatzkanzler, daß die Lockerung der Sperre für neue Kapitalanleihen des Auslands, die im vorhergehenden Februar zugestanden worden war, wieder rückgängig gemacht werde. Da die Auslandsanleihen auf ein Mindestmaß gesunken waren, war diese Maßnahme nur von begrenzter Tragweite. Sie berührte jedoch eine mögliche Form der Kapitalflucht, nämlich die Massenkäufe von Wertpapieren im Ausland, die am Londoner Markt verkauft werden sollten.

2. Am 6. Januar 1939 verkündete der Kanzler, daß Gold im Werte von 350 Millionen Pfund von der Bank von England an den Währungsausgleichsfonds zum Tageskurs überwiesen werden sollte. Zweck dieser Maßnahme war, die Mittel des Fonds aufzufüllen, die bis zum 30. September 1938 auf 152 Millionen Pfund und danach noch weiter gesunken waren. Man nahm allgemein an, daß das Gold, über das der Fonds noch verfügte, die 100-Millionen-Grenze unterschritten habe, während die Goldbestände der Bank von England einen Marktwert von etwa 570 Millionen Pfund besaßen. Die Übertragung von Gold an den Fonds diene neben der Freigabe von Gold für die aktive Verteidigung dem nützlichen Zweck, die Aufmerksamkeit auf den bedeutenden Umfang der gemeinsamen Reserven zu lenken.

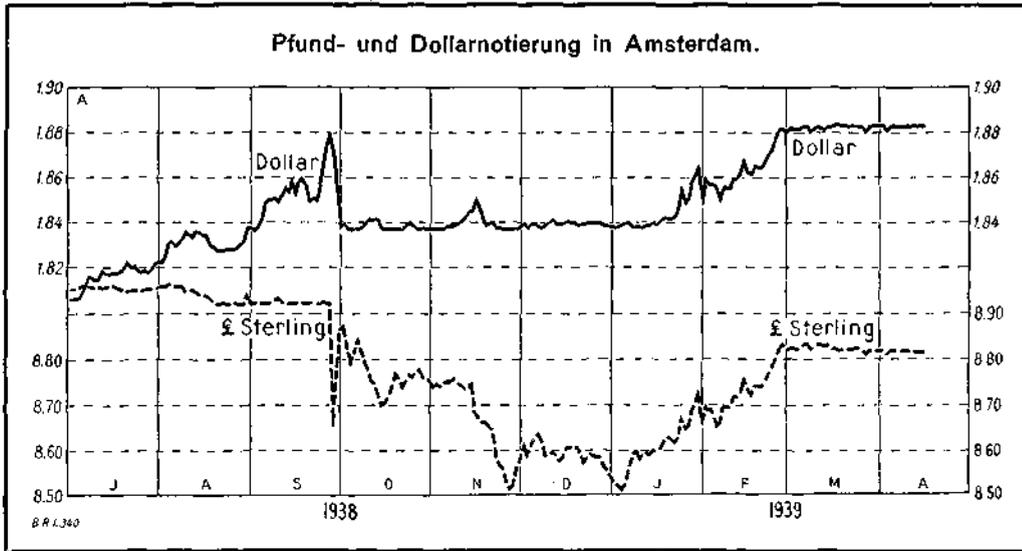
3. Anfang Januar 1939 verlangte der Kanzler in einem Schreiben an den Gouverneur der Bank von England, daß das im Frühjahr aufgehobene inoffizielle Verbot von Gold-Termingeschäften und der Bevorschussung privater

Goldbestände wieder in vollem Umfang angewendet werden sollte. Er fügte hinzu, daß mehr Grund denn je dafür vorhanden sei, daß der Markt weiterhin alle Devisengeschäfte auf das genaueste prüfen müsse, um unerwünschte Geschäfte auszuschalten. Die Banken und der Goldmarkt erklärten sich bereit, den Wünschen des Kanzlers zu entsprechen, und der Londoner Devisenausschuß erließ ein Rundschreiben als Richtschnur für den Markt bei der Anwendung des Verbots der Spekulation gegen Pfund Sterling. Da das Verbot den Zweck hatte, „die Spekulation in Gold und Währungen zu beschneiden, den normalen Handelsbedarf aber in keiner Weise zu beschränken“, wurden die Anweisungen so beweglich gehalten, daß sie Raum für Grenzfälle ließen. Denn die Banken können im allgemeinen auf Grund ihrer früheren Erfahrungen beurteilen, ob ein bestimmtes Geschäft in den Rahmen des gewöhnlichen Handelsbetriebs eines Kunden fällt oder nicht, während es schwer wäre, diesen Rahmen durch Vorschriften bis ins einzelne festzulegen.

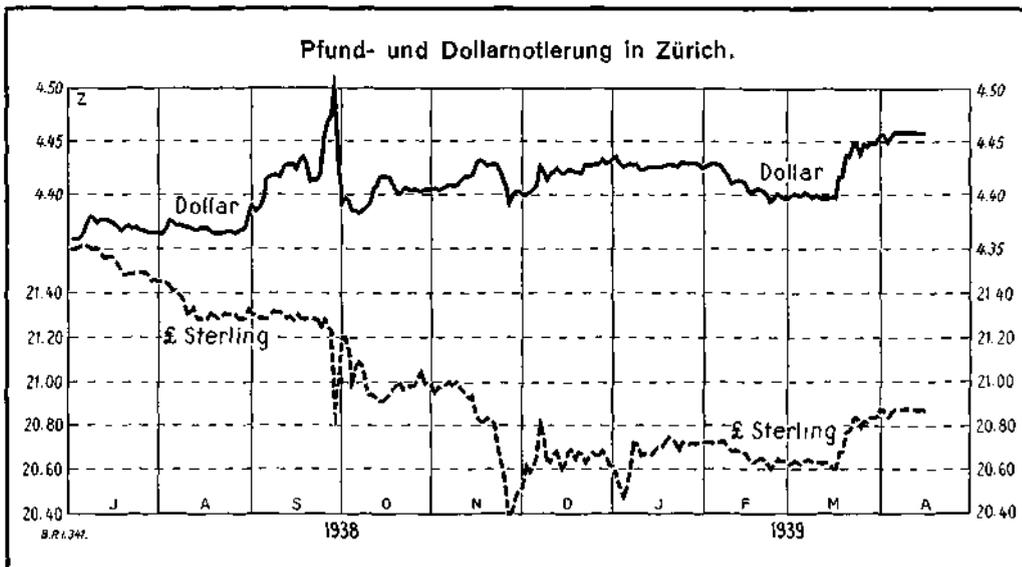
Hinsichtlich der Devisengeschäfte legte das Rundschreiben fest, daß eine Prüfung von Kassegeschäften nicht notwendig sei, daß aber bei Termingeschäften „der Bankier die Gewißheit haben muß, daß sein Kunde einen normalen Handelsbedarf deckt“, mit der weiteren Klausel, daß Termingeschäfte, die lediglich der Sicherung des eigenen Kapitals dienen sollen, nicht zulässig seien.

Die Londoner Maßnahmen gegen die Spekulation richteten sich gegen eine ungesunde Zunahme der Devisengeschäfte, die Aufbauscheidung von Gerüchten und die Begünstigung eines Zustandes der Nervosität, der für die Fortführung des ordentlichen Geschäftslebens schädlich war. Mit Bezug auf den Terminmarkt ist zu erwähnen, daß im Jahre 1938 recht erhebliche Bewegungen von Bankmitteln stattgefunden haben, welche durch das wechselnde Verhältnis zwischen den Terminalsätzen und den für Auslandsgelder in London erzielbaren Zinssätzen verursacht wurden (Näheres hierüber in dem Kapitel über die Kapitalbewegungen). Es ist eine zwangsläufige Folge der Stellung der Vereinigten Staaten und Englands im Welthandel sowie der Rolle von Pfund und Dollar als Schlüsselwährungen, daß selbst eine mäßige Änderung des Pfund-Dollarkurses geeignet ist, lebhaftes Besorgnis hervorzurufen. Daß der Rückgang des Pfundkurses im zweiten Halbjahr 1938 im Vergleich zu den großen Veränderungen in den Jahren 1931 bis 1934 gering war, tat nichts zur Sache; solange überhaupt eine rückläufige Bewegung anhielt, warf sie Währungsfragen von erheblicher Wichtigkeit in verschiedenen Ländern der Welt auf.

Diese Fragen spitzten sich zu, als das Pfund Ende September heftig fiel; interessante Bewegungen zeigten damals namentlich der holländische Gulden und der Schweizer Franken, zwei Währungen, die teilweise an das Gold (d. h. an den Dollar) und teilweise an das Pfund gebunden sind. Die Wichtigkeit der Goldbindung beruht weitgehend auf dem bedeutenden Umfang des Handels mit Deutschland, der in beiden Fällen dem amtlichen Verrechnungsverkehr unterliegt. Die folgenden Schaubilder zeigen die täglichen Pfund- und Dollar-notierungen in Amsterdam und Zürich (um 11 Uhr):



Der holländische Gulden folgte in der zweiten Augushälfte und fast den ganzen September hindurch in dichtem Abstand den Bewegungen des Pfundes, und erst am 28. September, als das Pfund heftig fiel, löste sich der Gulden und steuerte an diesem und dem folgenden Tag einen mittleren Kurs zwischen Pfund und Dollar. Am Freitag, dem 30. September wurde der Dollarkurs von 1,84 erreicht, der bis etwa Ende Januar 1939 praktisch unverändert gehalten wurde. Dann gab der Gulden unter dem Druck eines Geldabflusses vom holländischen Markt wieder etwas nach und erreichte eine Wertminderung von etwas über 22 v. H. des alten Goldwertes, d. h. dieselbe Abwertung wie bis zum 27. September 1938, als der Gulden dem Pfund folgte. Im März und April 1939 blieb der Gulden wiederum gegenüber dem Dollar unverändert bei etwa 1,88.



Der Schweizer Franken behauptete während des größten Teils der Monate August und September 1938 einen nahezu festen Kurs von 21,30 zum Pfund; vom 23. September ab folgte er aber einem mittleren Kurs zwischen Pfund und Dollar, allerdings mit Neigung zu einer etwas engeren Bindung an den Dollar. Entsprechend einer vom Bundesrat an die Schweizerische Nationalbank ergangenen Weisung vom 27. September 1936 muß diese den Wert des Schweizer Franken auf einem Stande halten, der einer Abwertung von etwa 30 v. H. des alten Goldwertes entspricht. Sofort nach der Abwertung setzte die Nationalbank einen Goldpreis von 4.869,80 Franken für das Kilogramm fein fest, was eine Abwertung von etwa 29¼ v. H. bedeutete. Im Herbst 1938, als der Schweizer Franken bis zu einem gewissen Punkt dem Pfund folgte, stieg der aus dem jeweiligen Londoner Goldpreis und dem Stande des Franken-Pfund-Kurses sich ergebende theoretische Goldpreis der Nationalbank auf 4.973,15, was eine Höchstabwertung von 30¾ v. H. bedeutete.

Erwähnt sei noch, daß in Frankreich im Herbst 1938 ebenfalls die Frage entstand, ob der Franken der Abwärtsbewegung des Pfundes folgen solle. Die Behörden wandten eine etwas bewegliche Politik an: sie ließen die Schwankungen des Pfund-Frankenurses innerhalb enger Grenzen bestehen, berücksichtigten dabei aber noch immer das Verhältnis des Franken zum Dollar; diese Politik wurde durch den Markt sozusagen genehmigt, da die Kapitalrückflüsse anhielten.

Einige wichtige Entscheidungen waren zu treffen, als das Währungsverhältnis zwischen der Reichsmark und den Währungen in Österreich, dem Sudetenland, in Böhmen und Mähren sowie im Memelgebiet bestimmt wurde.

Umrechnungskurs	Alte Parität (1929)	Letzte Notierung	Festgesetzter Umrechnungskurs	
			Währungseinheit je Reichsmark	
				Reichsmark je Währungseinheit
Österreich Sch.	1,693	2,04	1,50	0,67
Sudetenland K	8,04	11,63	8,33	0,12
Böhmen und Mähren . . . K	8,04	11,63	10,00	0,10
Memelgebiet Litas	2,382	2,382	2,50	0,40

Bei der Festsetzung der Kurse wurden in jedem einzelnen Fall die betreffenden Preisverhältnisse berücksichtigt. Wenn für die Krone im März 1939 ein anderer Kurs gewählt wurde als im Oktober 1938, so dürfte der Grund hierfür gewesen sein, daß in der Zwischenzeit die Warenpreise in der Tschechoslowakei entsprechend gestiegen waren. Abgesehen vom Memelgebiet gaben die festgesetzten Umrechnungskurse den alten Währungen einen Wert, der höher war als der unmittelbar vor dem Wechsel in der Stellung der einzelnen Gebiete am Markt notierte Kurs.

Deutschlands Verrechnungsabkommen mit den verschiedenen Ländern des Donauraums und des Balkans beruhen hinsichtlich der Währungsabmachungen im allgemeinen auf den alten Paritäten oder auf Kursen, die ihnen nahekommen, wenn auch die freien Währungen in diesen Ländern zu Kursen

notiert werden, die ein großes Maß von de facto-Abwertung in sich schließen. Andererseits werden die Verrechnungs- und Zahlungsabkommen Deutschlands mit Ländern, in denen die Abwertung der Landeswährung voll anerkannt ist (wie z. B. England, Italien, Frankreich, Holland, Schweiz, Schweden), stets auf Grundlage der Goldparität der Reichsmark durchgeführt. Während des Jahres 1938 wurde die Verwendungsmöglichkeit von „Aski“-Guthaben für Geschäfte, die sich aus der sogenannten zusätzlichen Ausfuhr ergeben, enger umgrenzt; Aski-Zahlungen sind aber im Verkehr mit einigen süd-amerikanischen Ländern zulässig, mit denen keine Zahlungs- oder Verrechnungsabkommen bestehen; die Kurse dieser Guthaben wechseln von Zeit zu Zeit entsprechend dem Charakter des Handels mit den einzelnen in Betracht kommenden Ländern. Der Wert der Registerguthaben wies stärkere Schwankungen auf als in früheren Jahren; Ende 1938 wurde er zu 27 Reichsmark für das Pfund notiert bei einem amtlichen Kurs von etwa 11,70 Reichsmark. Der von den Währungsbehörden streng überwachte Devisenkurs der italienischen Lira war das ganze Jahr über fest an den Dollarkurs angeschlossen.

In Bulgarien, Ungarn, Rumänien und Jugoslawien machte sich weiter eine Tendenz zum Ausbau der sogenannten Kompensationsgeschäfte bemerkbar, durch welche die Ausfuhr und Einfuhr bestimmter Waren und auch bestimmter Firmen gekoppelt werden. Es sei erwähnt, daß die amtlichen Kurse auf verschiedene Weise auf einen Stand gebracht worden sind, der mit dem Verhältnis zwischen Währungs-Angebot und -Nachfrage am Markt besser in Einklang steht. Die Länder in Südosteuropa wenden nicht nur Devisenbestimmungen an, sondern arbeiten in ihren verschiedenen Verrechnungsabkommen häufig auch mit Kursen, die einen verschiedenen Grad von Abwertung gegenüber verschiedenen Ländern bedeuten (die Kursfrage ist in der Regel ein wichtiger Verhandlungsgegenstand). Darüber hinaus wechseln in der Regel auch die Prozentsätze, die einerseits für die Pflichtablieferung von Devisen — zum amtlichen Kurs — und andererseits für Überweisungen nach den mehr oder weniger freien Märkten — zu den verschiedenen Verrechnungskursen — festgesetzt werden, je nach Bestimmung und Art der ausgeführten Waren. Die Bemessung dieser Prozentsätze ist ein besonderer Teil der Währungspolitik dieser Länder. Infolgedessen kann von ihnen nicht behauptet werden, daß sie zu einer bestimmten Währungsgruppe gehören.

Innerhalb des Sterlingblocks ist während des Jahres keine Währung abgefallen, die skandinavischen Währungen und die von Portugal, Ägypten, Indien usw. haben ihr festes Währungsverhältnis zum Pfund unverändert aufrechterhalten.

Der japanische Yen ist ebenfalls das ganze Jahr hindurch gegenüber dem Pfund bei 14 Pence gehalten worden. 1937 waren rund 400 Millionen Yen dem Gewinn aus der Neubewertung des Goldbestandes zur Errichtung eines besonderen Währungsfonds entnommen worden; im August 1938 wurde ein weiterer Betrag von 300 Millionen Yen aus dem Goldbestand der Bank von Japan freigegeben, um bei dieser Bank einen Devisenfonds zu bilden; das Gold wurde nach und nach in ausländische Währungen umgewandelt, und

der Fonds arbeitete, immer erneut eingesetzt, für die Einfuhr der für die Herstellung von Ausfuhrwaren gebrauchten Rohstoffe. Beträge, die den besonders bezeichneten Devisenbanken vorgestreckt wurden, waren innerhalb von vier Monaten in ausländischen Währungen zurückzuzahlen, und die Banken mußten einen Teil ihrer Exportwechsel für diesen Zweck „earmarken“. Gleichzeitig wurden die im vorhergehenden Jahr eingeführten Devisenbestimmungen verschärft; die Devisenbanken müssen alle zehn Tage ihre Devisenkäufe und -verkäufe bei der Bank von Japan melden, die, falls die Käufe die Verkäufe übersteigen, einen bestimmten Teil des Überschusses erwirbt. 1938 wurden weitere Schritte zur Flüssigmachung der in japanischem Besitz befindlichen Mittel und Wertpapiere in ausländischer Währung unternommen; der Staat hat bedeutende Mengen derartiger Wertpapiere von Versicherungsgesellschaften und ähnlichen Besitzern erworben.

Als 1937 die Feindseligkeiten zwischen Japan und China begannen, wurden im Fernen Osten vier Währungen neben dem japanischen Yen und zur Parität mit ihm gehalten: der Yen der Bank von Formosa, der Yen der Bank von Korea, der Yuan der Zentralbank von Mandschukuo und der Yuan der Zentralbank der Inneren Mongolei. Im März 1938 kam zu dieser Gruppe noch eine fünfte Währung hinzu: der chinesische Yuan, der von der neu gegründeten Federal Reserve Bank von Peiping ausgegeben wurde. Diese neue Währungseinheit soll ebenfalls zur Parität mit dem japanischen Yen gehalten werden, es hat sich aber zeitweise als schwierig erwiesen, zu verhindern, daß abgewertete Kurse für sie notiert wurden. Es sind Vorschriften erlassen worden, um eine Konzentrierung der Ausfuhrwechsel aus den nördlichen Gebieten bei der Tientsiner Zweigstelle der neuen Federal Reserve Bank sicherzustellen.

Auch der Hongkong-Dollar ist auf seinem vollen Wechselkurs im Verhältnis zum Pfund gehalten worden, Schwierigkeiten haben sich aber bei dem chinesischen Dollar ergeben, der Ende 1935 eingeführt wurde, als China die Silberwährung aufgab und Maßnahmen zur Stützung seiner Währung traf, indem es sich bereit erklärte, chinesische Dollars gegen Pfunde zu etwa $14\frac{1}{2}$ Pence zu kaufen. Im Februar 1938 begann der chinesische Dollar zu sinken; Anfang August wurde er nur mit $7\frac{7}{8}$ Pence notiert, stieg jedoch später auf etwa $8\frac{1}{2}$ Pence. Seit dem Herbst hat sich dieser Kurs ziemlich unverändert gehalten, und gegen Ende des Jahres hatte die Flucht aus der Währung aufgehört, ja es waren sogar Anzeichen eines gewissen Geldrückflusses vorhanden. Im Dezember 1938 wurden einer chinesischen Handelsgesellschaft in Neuyork von der U. S. Export-Importbank Kredite bis zu 25 Millionen Dollar zugesagt, deren Erlös für die Finanzierung der Ausfuhr amerikanischer landwirtschaftlicher und gewerblicher Erzeugnisse nach China sowie für die Einfuhr von Holzöl aus China bestimmt ist; für die Kredite, die mit einer Laufzeit von fünf Jahren gegeben werden, hat die Bank von China die Bürgschaft übernommen. Ferner gab der amerikanische Schatzsekretär am 20. Dezember 1938 bekannt, daß die am 8. Juli 1938 veröffentlichte Vereinbarung, auf Grund deren die Zentralbank von China unter Bedingungen, welche die Interessen beider Länder wahren, Dollar für Stabilisierungszwecke erhalten

konnte, über den 31. Dezember 1938 hinaus verlängert worden sei. Im März 1939 wurde für China ein Währungsfonds in Höhe von 10 Millionen Pfund geschaffen; die eine Hälfte dieses Betrages brachten die beiden chinesischen Staatsbanken auf (Bank von China und Verkehrsbank), die andere Hälfte die Hongkong and Shanghai Banking Corporation und die Chartered Bank of India, Australia and China. Der Beitrag der britischen Banken zu dem Fonds und die an sie zu zahlenden Zinsen von $2\frac{3}{4}$ v. H. jährlich wurden von der britischen Regierung garantiert. Die Verwaltung des Fonds wird einem Fünferausschuß übertragen werden, von dem die chinesischen Banken gemeinsam zwei Mitglieder und die Hongkong Bank sowie die Chartered Bank je ein Mitglied ernennen, während das fünfte ein britischer Sachverständiger sein wird, den die chinesische Regierung im Einvernehmen mit dem britischen Schatzamt und mit Zustimmung der britischen Banken bestellt. Der Ausschuß hat die Aufgabe, einerseits die tägliche Politik zu bestimmen, die am besten geeignet ist, das gesteckte Ziel einer Verhinderung übermäßiger Schwankungen des Wertes des chinesischen Dollars zu erreichen, und andererseits den beteiligten Banken Weisungen für die Geschäfte des Fonds zu geben.

Die neuseeländische Regierung hob durch Erlaß vom 5. Dezember 1938 die Verpflichtung der Reserve Bank auf, neuseeländisches Geld gegen Pfunde zu den notierten Kursen umzuwechseln; gleichzeitig führte sie ein Überwachungssystem für den Außenhandel und die von den Handelsbanken im Ausland gehaltenen Mittel ein. Diese Maßnahmen wurden in Zusammenhang gebracht mit dem Rückgang des Ausfuhrüberschusses und der raschen Abnahme der Auslandsguthaben, wie sie die folgende Übersicht zeigt:

Außenhandel und Auslandsguthaben Neuseelands.

Jahr	Außenhandel			Reinbetrag der von den Banken am Jahresende im Ausland gehaltenen Aktiva		
	Ausfuhr	Einfuhr	Überschuß	Reserve-Bank	Handels-banken	Zusammen
in Millionen neuseeländische Pfund						
1934	47,3	31,3	+ 16,0	22,1	18,4	40,5
1935	46,5	36,3	+ 10,2	21,4	14,7	36,1
1936	56,8	44,3	+ 12,5	16,5	11,5	28,1
1937	66,7	56,2	+ 10,5	17,0	6,7	23,7
1938	58,4	55,4	+ 3,0	4,7	2,1	6,8

Die Ausfuhr ging im Jahre 1938 zurück, allerdings nur im Vergleich zu dem außergewöhnlich günstigen Jahr 1937, sonst war sie höher als in jedem früheren Jahr. Die Einfuhr war dagegen im Jahre 1938 fast ebenso hoch wie 1937, mit dem Ergebnis, daß der Ausfuhrüberschuß von $10\frac{1}{2}$ Millionen neuseeländische Pfund auf 3 Millionen zurückging (während 10 bis 12 Millionen neuseeländische Pfund für den Dienst der Auslandsschuld gebraucht wurden). Wie üblich lag ein Zeitabstand von einem halben bis zu einem ganzen Jahr zwischen der vorangehenden Zunahme der Ausfuhr und der Steigerung der Einfuhr. Die Kaufkraft der Bevölkerung wurde in Neuseeland aber auch durch

die Arbeitsbeschaffungspolitik der Regierung und andere Ausweitungsmaßnahmen aufgebläht, die zweifellos in der Richtung einer Erhöhung des Fehlbetrags bei den laufenden Posten der Zahlungsbilanz wirkten. Hierzu kam noch bis zur Einführung der Devisenbewirtschaftung im Dezember 1938 eine gewisse Kapitalflucht. Es läßt sich noch nicht angeben, ob die Regierung die Einkommenshöhe im Innern den Erfordernissen der Zahlungsbilanz entsprechend herabsetzen oder lediglich versuchen wird, das Gleichgewicht im Wege einer Drosselung der Einfuhr durch Verbote und strenge Anwendung der Außenhandelskontrolle wiederherzustellen.

Die meisten Rohstoffländer mußten die gemeinsame Erfahrung machen, daß infolge niedrigerer Preise und eines geringeren Bedarfs der Wert ihrer Ausfuhr im Jahre 1938 rasch gefallen ist, während der Wert ihrer Einfuhr dazu neigte, verhältnismäßig hoch zu bleiben. Die folgende Tabelle zeigt einige typische Beispiele:

Außenhandel einiger wichtiger Gebiete in den Jahren 1937 und 1938.

In Millionen Dollar	Einfuhr			Ausfuhr		
	1937	1938	Veränderung in v. H.	1937	1938	Veränderung in v. H.
Europa *	15.037	13.480	— 10	11.484	10.335	— 10
Ver. St. v. Amerika	3.084	1.960	— 36	3.349	3.094	— 8
Argentinien	482	443	— 8	758	438	— 42
Chile	88	103	+ 17	192	139	— 28
Indien	614	550	— 10	740	593	— 20
Niederländ. Indien .	276	267	— 3	527	383	— 27
Britisch-Malaya . .	398	319	— 20	521	332	— 36
Australien	502	516	+ 3	589	518	— 12

* Ohne UdSSR und Spanien.

Während die Vereinigten Staaten trotz der Schrumpfung ihrer Einfuhr die Ausfuhr fast auf dem Stande des Jahres 1937 halten konnten, gingen in Europa im ganzen gesehen Ausfuhr und Einfuhr etwa im gleichen Ausmaß zurück. Alle anderen in der Tabelle enthaltenen Gebiete weisen einen starken Rückgang der Ausfuhr auf, der in scharfem Gegensatz zu der besser gehaltenen Einfuhr steht, die in einigen Fällen praktisch ebenso hoch war wie 1937; das Ergebnis war eine Belastung der Zahlungsbilanz, die ihrerseits dazu führte, daß die angesammelten Währungsreserven angegriffen werden mußten. In Australien wurde die Lage teilweise durch den Eingang von 5 Millionen Pfund als Erlös einer Anleihe am Londoner Markt erleichtert, wenn auch die Londoner Mittel im Jahresergebnis abnahmen; Argentinien nahm eine langfristige Anleihe in Neuyork auf und brachte einige Zweijahreswechsel auf europäischen Plätzen unter, sonst wurde aber die Hilfe ausländischer Geld- und Kapitalmärkte nicht in bedeutendem Umfang in Anspruch genommen.

In Argentinien folgten auf die wirtschaftlich sehr glückliche Zeit des Jahres 1936 und des ersten Halbjahres 1937 etwas schwierigere Verhältnisse,

als die Preise absanken und die Ernten knapp ausfielen. Die Entwicklung in diesem Lande ist besonders dadurch bemerkenswert, daß in der Zeit der hohen Ausfuhr und der günstigen Zahlungsbilanz der Geldzufluß durch Rückzahlung von über 400 Millionen Peso Auslandsschulden aus inländischen Anleihen sowie durch die einengende Politik der Zentralbank ausgeglichen wurde. Um den Geldüberfluß am inländischen Markt zu vermindern, verkaufte der Banco Central den Banken Zertifikate und Schatzwechsel, die besonders für diesen Zweck ausgegeben wurden, und sog auch auf andere Weise Kassenmittel der Banken auf. Hierdurch wurde die Kreditausweitung auf Beträge beschränkt, die mäßig waren im Verhältnis zu den Devisenbeträgen, die den Banken zugegangen waren. Man muß sich aber über die Grenzen klar sein, die den Maßnahmen des Banco Central gezogen waren. Ausfuhrfirmen, die ihre Exportwechsel an die Banken verkauften, behielten natürlich die Verfügung über die Beträge, die sie erhielten, ohne durch die Offenmarkt-Geschäfte der Zentralbank beeinträchtigt zu werden. Die Kaufkraft der Bevölkerung wurde außerdem durch erhöhte Ausgaben vieler örtlicher Behörden, namentlich der Stadt Buenos Aires, für Verbesserungen und andere Zwecke gehalten; diese Arbeiten wurden teilweise durch Bankkredite finanziert. Der Banco Central berichtet, daß ab Mitte 1937 die Bankkredite ständig zunahmen und daß diese Zunahme nicht einer gestiegenen Nachfrage nach normalem Kredit auf Grund der Wirtschaftstätigkeit des Landes entsprach, sondern sich eher aus der Anwendung des Agrarkreditgesetzes und aus der Finanzierung von Ankäufen durch den Getreidewirtschaftsrat ergab. „Mit Rücksicht auf diesen Umstand“, fährt der Bericht fort, „war der konjunkturbedingte Rückgang des Zahlungsmittelumschlages (im Jahre 1938) geringer, als den Devisenausgängen entsprochen hätte. Dies trug zweifellos mit dazu bei, die Wirtschaftstätigkeit im Innern auf einem Stande zu halten, der verhältnismäßig hoch war im Vergleich zu der beträchtlichen Schrumpfung der Ausfuhr. Natürlich wirkte es auch dahin, das Einfuhrvolumen auf einem hohen Stand zu halten, und zwar in solchem Grade, daß die hohe Einfuhr eine der Hauptursachen der nicht ausgeglichenen Zahlungsbilanz geworden ist.“ In Anbetracht der Entwicklung, die die Einfuhr genommen hat, schrieb die Landesregierung die vorherige Einholung einer Devisengenehmigung auch für die Einfuhr derjenigen Waren vor, deren Bezahlung über den freien Markt erfolgt, eine Einfuhrquote, die sich im Jahre 1938 auf 335 Millionen Peso belaufen hat. Ferner wurde im November 1938 der amtliche Verkaufskurs des Pfundes von 16 auf 17 Peso erhöht, während der Kurs des Pfundes am freien Markte, der zu Beginn des Jahres auf 17,00 Peso stand, einmal bis auf 20,75 stieg und nur durch das Eingreifen der Zentralbank am weiteren Steigen gehindert wurde.

Die Devisenlage Uruguays wurde sowohl durch die Entwicklung in Argentinien wie durch die Schwierigkeiten der Zahlungsbilanz beeinflusst. Um die Einfuhr zu drosseln, wurde der amtliche Verkaufskurs für Handelszahlungen Anfang 1939 von 8,58 auf 9,50 Peso für das Pfund Sterling erhöht. In Chile blieb dagegen der amtliche Kurs für Exportdevisen unverändert bei 25 Peso für den Dollar, der freie Kurs ging allerdings einmal auf 32,50 Peso herunter. Die chilenische Ausfuhr zeigte Neigung zum Fallen, und im September 1938 erschien zum erstenmal seit 1932 in einem Monat ein Einfuhrüberschuß. Auch eine gewisse

Kapitalflucht scheint im Zusammenhang mit der Präsidentenwahl im Oktober 1938 stattgefunden zu haben.

Der brasilianische Milreis blieb weiter an den Dollar angehängt, und wenn auch keine Entwertung eintrat, so kam es doch zu einer Verschärfung der Devisenbewirtschaftung durch die Bank von Brasilien. Die Kaffee- und Baumwollverladungen stiegen 1938 um 47 und 10 v. H. gegenüber dem Vorjahr. Die vermehrten Kaffeeverladungen waren das Ergebnis der im November 1937 angekündigten neuen Politik, derzufolge die Ausfuhrabgabe auf Kaffee von 45 auf 12 Milreis je Sack ermäßigt wurde, um die verlorenen Märkte wiederzugewinnen; gleichzeitig wurde der Ausfuhrpreis für Kaffee um 25 v. H. gesenkt. Dank des erhöhten Absatzes betrug die brasilianische Ausfuhr im Jahre 1938 etwas über 60 v. H. des Welthandels in Kaffee, nachdem sie in den vorhergehenden Jahren auf etwa 50 v. H. gesunken war. Die brasilianische Gesamteinfuhr blieb praktisch so hoch wie im Jahre 1937; hierbei verdient besondere Beachtung die hohe Einfuhr von Maschinen, in der sich die von der Regierung eingeleitete Politik der größeren industriellen Selbstversorgung widerspiegelt. Im November 1937 wurden alle Tilgungs- und Zinszahlungen für die äußere Schuld (die nach den Abmachungen vom Jahre 1934 etwa 8,7 Millionen Pfund im Jahr betragen würden) eingestellt. Bei Verhandlungen mit der Regierung der Vereinigten Staaten in den ersten Monaten 1939 wurde die Frage einer Wiederaufnahme der Auslandsschuldenzahlungen im Zusammenhang mit dem Abschluß einer Anleihe erörtert. Im April 1939 erfolgte eine wichtige Neuordnung, die das Devisenmonopol der Bank von Brasilien aufhob. Die Ausfuhrfirmen brauchen nur noch 30 v. H. ihres Devisenanfalls an die Bank abzuliefern (zu einem Kurs, der Ende April 77,24 Milreis für das Pfund entsprach), während sie die restlichen 70 v. H. am freien Markt verkaufen dürfen, wo der Kurs auf etwa 88 Milreis gestiegen ist (ebenfalls für Ende April); der Durchschnittskurs errechnet sich auf 83½ Milreis gegenüber einem amtlichen Ankaufskurs von etwa 81 Milreis vor der Neuregelung. Die Einfuhrfirmen dagegen müssen die Devisen jetzt am freien Markt erwerben (d. h. also zu etwa 88 Milreis für das Pfund) und außerdem eine Steuer von 5 v. H. zahlen, während vorher der Kurs etwa 83 Milreis und die Steuer 3 v. H. betrug. Für den Reiseverkehr, Dividendenüberweisungen usw. gelten besondere Kurse.

Die beiden nordwestlichen Nachbarstaaten Brasiliens — Kolumbien und Venezuela — haben ihre Währungslage im Jahre 1938 unverändert aufrechterhalten können; hierbei kam beiden insbesondere die Olausfuhr zu Hilfe. In Venezuela hält sich der Goldwert der Währung innerhalb von 4 v. H. der Parität des Jahres 1929, und Kolumbien konnte dem Devisenmarkt wieder eine gewisse Bewegungsfreiheit geben, da seine Währung Neigung zum Steigen zeigte. In Peru blieb der Devisenmarkt frei von Beschränkungen; dagegen fiel der Kurs der Währung unter dem Einfluß eines verminderten Handelsüberschusses im Laufe des Jahres um etwa 17 v. H.

Eine Währungsentwertung um 40 v. H. trat in Bolivien im Laufe der ersten fünf Monate des Jahres 1938 ein, während seit Juni der Kurs auf 140 Bolivianos für das Pfund Sterling gehalten wurde, ein Kurs, bei dem die Währung bloß 5,3 v. H. ihres Wertes vom Jahre 1929 behielt. Der mexikanische

Peso fiel im ersten Halbjahr 1938 um 28 v. H., wird aber seit Juli 1938 bei etwa 20 Dollarcenten gehalten.

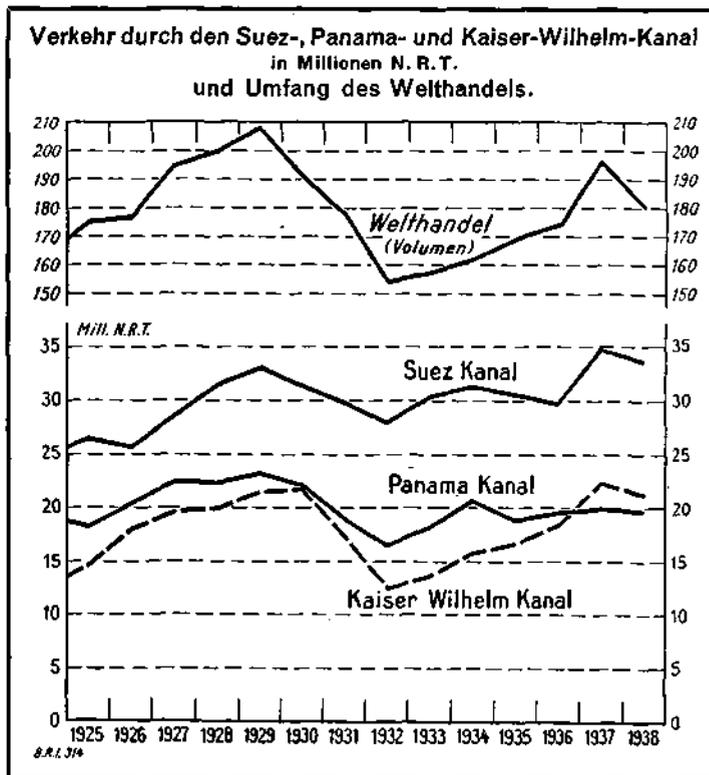
Die einzigen anderen Währungen, die während des Jahres 1938 einen Wertverlust in gleichem Ausmaß erlitten haben, sind die spanische Peseta und der chinesische (Shanghai-) Dollar, die beide durch die Feindseligkeiten innerhalb der Grenzen ihrer Länder in Mitleidenschaft gezogen wurden. Die nationale Regierung in Spanien führte eine strenge Devisenbewirtschaftung durch; bei ihrem Verrechnungsverkehr mit England kam ein Wechselkurs von 42,45 Pesetas für das Pfund zur Anwendung. Wie in diesem Kapitel bereits erwähnt, wurde im März 1938 in China ein Währungsfonds errichtet, so daß auch in den beiden Ländern, wo wirkliche Kriegshandlungen unternommen wurden, Maßnahmen ergriffen wurden, um übermäßige Wechselkursbewegungen zu verhindern. Trotz Ängstlichkeit und anderen Schwierigkeiten, mit denen die Devisenmärkte im Jahre 1938 zu kämpfen hatten, ist in der zweiten Hälfte des Jahres eine Zunahme des Welthandelsumfanges eingetreten.

2. AUSSENHANDEL.

Der Umfang des Welthandels hatte sich seit dem 1932 erreichten Krisentief fünf Jahre hindurch schrittweise erholt und im Jahre 1937 wieder dem Stande von 1929 genähert. Diese günstige Entwicklung schlug aber 1938 um, als in der ersten Jahreshälfte der Welthandel eine den üblichen jahreszeitlichen Rückgang um 10 v. H. übersteigende Senkung erfuhr. Diese entsprach, ungefähr auch in ihrem Ausmaß, der im Herbst 1937 einsetzenden Schrumpfung der industriellen Weltproduktion. Im Gegensatz zu der Entwicklung im Jahre 1930, dem ersten vollen Jahr des letzten Niedergangs, trat jedoch schon im zweiten Halbjahr 1938 eine kräftige Erholung sowohl in der industriellen Erzeugung wie auch im Welthandel ein. Dies kann als Zeichen dafür gelten, daß die Widerstandsfähigkeit gegenüber den Kräften der Depression gegenwärtig größer ist als in den schwierigen Jahren, die dem Zusammenbruch der Hochkonjunktur im Herbst 1929 folgten.

Die im zweiten Halbjahr 1938 eingetretene Besserung dürfte in den ersten Monaten 1939 knapp angehalten haben. Die Einfuhrziffern einer Reihe von Ländern weisen 1939 gegenüber den entsprechenden Monaten des Vorjahres einen Rückgang auf, aber der Unterschied erklärt sich teilweise aus den niedrigeren Preisen, und die allgemeine Tendenz scheint die zu sein, vorübergehend auf der Stelle zu treten.

Die Meßziffer des Welthandelsumfanges wird berechnet, indem die aus den Handelsausweisen der verschiedenen Länder gewonnenen Wertziffern von den Schwankungen der Warenpreise bereinigt werden; das Ergebnis ist dabei notwendigerweise in einem gewissen Grade Fehlern unterworfen. Deshalb ist es beachtenswert, daß die Haupttendenzen, die in den Handelsziffern zum Ausdruck kommen, auch bei den Schwankungen des Warenverkehrs durch den Suez-, Panama- und Kaiser-Wilhelm-Kanal festzustellen sind, eine Übereinstimmung, die dazu beiträgt, die wesentliche Richtigkeit der Berechnungen des Welthandelsumfanges zu bestätigen.

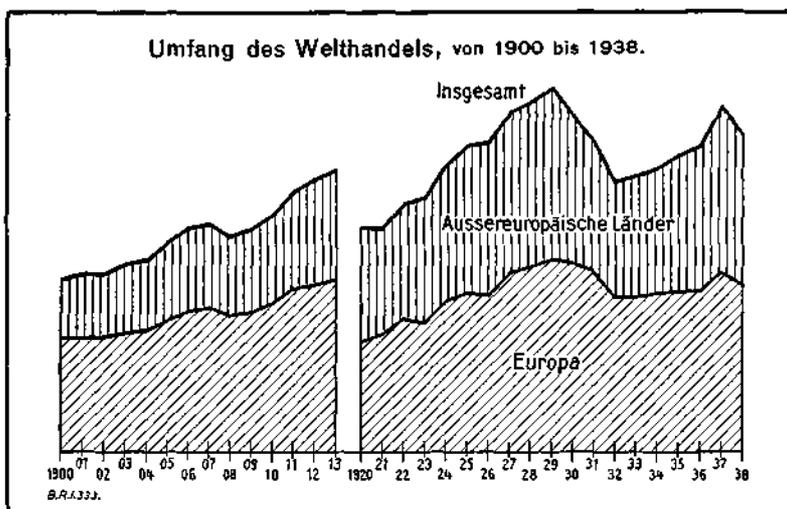


Die Zeichnung veranschaulicht deutlich die verschiedenen Abschnitte der vorherrschenden Wirtschaftsentwicklung seit 1925: die Besserung bis 1929, den heftigen Rückschlag bis 1932 und die allmähliche Erholung in den folgenden Jahren bis zum neuen Höchstpunkt im Jahre 1937, dem 1938 wieder ein gewisser Rückschlag folgte. Während 1937 der Verkehr sowohl im Suez- wie im Kaiser-Wilhelm-Kanal die Ziffern von 1929 überstieg, traf für den Panama-Kanal das Gegenteil zu. Das Schaubild dürfte also

die Tatsache widerspiegeln, daß es der industriellen Produktion in den Vereinigten Staaten noch nicht gelungen ist, den Stand des Jahres 1929 wieder zu erreichen.

Verschiedene Waren gehen durch die drei Kanäle, verschiedene Gebiete der Welt werden von ihnen bedient; und doch kommt in dem Steigen oder Fallen des Verkehrs, das die Statistik dieser Kanäle verzeichnet, in auffälliger Weise ein gemeinsamer Weltkonjunkturverlauf zum Ausdruck. Der Schiffsverkehr, der 1938 durch den Suez-Kanal ging, lag 5,7 v. H. unter dem Spitzenjahr 1937, war aber noch um 70 v. H. größer als in dem besten Vorkriegsjahr 1912. Der Welthandel lag 1938 trotz des Rückgangs gegenüber dem Vorjahr im ganzen genommen mengenmäßig volle 15 v. H. über der Vorkriegshöhe: die Steigerung ergab sich jedoch aus der Zunahme des Handels der außereuropäischen Länder, denn der Außenhandel der europäischen Länder war 1938 knapp so groß wie 1913.

Europas Anteil am Welthandel ist von 66 v. H. im Jahre 1900 auf 61 v. H. im Jahre 1913 gesunken; 1938 betrug er etwa 52 v. H. Dieses Absinken muß in der Hauptsache als eine unvermeidliche Folge der strukturellen Entwicklung — Zunahme der Bevölkerung und der Produktion in den überseeischen Ländern — angesehen werden. Je mehr Industrien in verhältnismäßig unentwickelten Gebieten aufgebaut werden, um so weniger Bedürfnis wird für den Austausch bestimmter Warengattungen mit den alten europäischen Industrieländern vorhanden sein. Dieses wachsende Übergewicht der heimi-



schen Erzeugung drückt sich aus in dem Rückgang des prozentualen Verhältnisses zwischen dem Welthandel und der industriellen Weltproduktion.

Technische Fortschritte, wie z. B. die Vervollkommnung der selbsttätigen Maschinen, die fast überall verwendet

werden können, haben den Aufbau von Industrien in neuen Ländern ermöglicht, die jetzt in der Lage sind, in vielen Geschäftszweigen mit nur geringen Mehrkosten im Vergleich zu den alten Ländern zu arbeiten. Außerdem zeigen die jungen Länder ein starkes Streben nach größerer Mannigfaltigkeit ihres Wirtschaftslebens, ein Wunsch, der noch verstärkt wird durch die geringen Gewinne aus landwirtschaftlicher und sonstiger Rohstoffherzeugung, solange die Rohstoffpreise niedrig bleiben. Hinzu kommt noch, daß aus vielerlei Gründen die Erholung nach 1932 zuerst in der Binnenwirtschaft einer Reihe von Ländern eintrat und daß sich infolgedessen der Binnenhandel verhältnismäßig stärker entwickelte als der Außenhandel. Das Welthandelsvolumen ist aber trotzdem erheblich über die Ziffer des Jahres 1913 gestiegen.

1913 = 100	Industrielle Weltproduktion	Welthandelsvolumen	Verhältnis des Welthandels zur Weltproduktion in v. H.
1913	100	100	100
1929	139	130	94
1937	152	123	81
1938	144	113	78

Natürlich sind die ganze Zeit über bedeutende strukturelle Veränderungen im Gange,⁸ aber diese führen nicht alle zu einer Beschränkung des Welthandels. Die steigende Produktion in den alten Industrieländern wird eine erhöhte Rohstoffeinfuhr notwendig machen, und die Hebung des Lebensstandards pflegt in alten wie in jungen Ländern die Nachfrage nach vielen im Ausland hergestellten Waren zu steigern, da zum Beispiel der Wunsch nach Abwechslung mehr hervortritt. Die Möglichkeit einer echten Ausdehnung des Welthandels ist ferner gegeben, wenn die gewaltigen Volksmengen von Ländern mit niedriger Lebenshaltung in die Lage kommen, billige Verbrauchsgüter zu kaufen, die ihnen früher unbekannt waren (Uhren, Fahrräder usw.). Auf diese

Weise hat ein Teil der japanischen Ausfuhr nicht den Handel anderer Länder „gestohlen“, sondern die Gesamtsumme des Welthandels vergrößert.

Technischer Fortschritt bedeutet im allgemeinen einen vermehrten Bedarf an stark spezialisierten Waren (Maschinen, Werkzeuge, Instrumente usw.), und diese werden in der Regel von einer ziemlich begrenzten Anzahl von Ländern erzeugt. So wird ein weites Gebiet für den Auslandsabsatz selbst beim Rückgang des Außenhandels in den gewöhnlicheren Waren (Textilwaren, Schuhe, Möbel usw.) noch offen bleiben. Die Entwicklung der überseeischen Länder bietet Gelegenheit für die Ausfuhr von Kapitalgütern, und diese Ausfuhr könnte noch eine weitere Steigerung erfahren, wenn der Auslandskredit sich wieder beleben sollte. Soweit Auslandsanlagen auch in den letzten Jahren weiter vorgenommen wurden, haben sie weitgehend die Form unmittelbarer Anlagen in Handels- und Industrieunternehmen angenommen und in bedeutendem Maße zur Ausfuhr von Maschinen und anderen Erzeugnissen durch das Stammhaus geführt.

Diese Tendenzen gehen aus den Handelsausweisen der meisten Länder hervor. Die Vereinigten Staaten konnten in der wirtschaftlichen Blütezeit des ersten Halbjahrs 1937 zwar den Boden nicht zurückgewinnen, den sie bei der Ausfuhr von Verbrauchsgütern, wie Textilwaren, Leder und Gummiwaren, verloren hatten, noch nie aber hat ihre Ausfuhr in so großem Maße aus Industrieerzeugnissen, Halb- und Fertigwaren bestanden. Diese Industrieausfuhr machte mit 1.093 Millionen Dollar in den ersten sechs Monaten 1937 (gegenüber 766 Millionen Dollar in der entsprechenden Zeit des Vorjahres) 73 v. H. der gesamten Ausfuhr aus, während von 1926 bis 1930 der Hundertsatz bei etwa 60 und von 1910 bis 1914 bei etwa 46 lag. In Deutschland stieg nach den Ermittlungen des Instituts für Konjunkturforschung der Anteil der Kapitalinvestitionsgüter an der Gesamtausfuhr zwischen 1929 und 1937 von 32½ auf 42½ v. H., während der Anteil der gewöhnlichen Fertigwaren in der gleichen Zeit von 32½ auf 22½ v. H. abfiel. Die britische Gesamtausfuhr verringerte sich von 521 Millionen Pfund im Jahre 1937 auf 471 Millionen Pfund im Jahre 1938, in der gleichen Zeit stieg aber die Ausfuhr elektrischer Artikel und Apparate sowie von Maschinen von 62 auf 71 Millionen Pfund, nachdem sie schon in den vorhergehenden Jahren eine stete Zunahme zu verzeichnen hatte. Natürlich läßt sich eine entsprechende Verlagerung auch in der Zusammensetzung der Einfuhr anderer Länder feststellen; besonders fällt hierbei die Erhöhung der Einfuhr von Maschinen z. B. nach Argentinien, Neuseeland, Finnland, Polen, Rumänien und der UdSSR auf.

Der Rückschlag in der Produktion und die Abnahme des Welthandels im zweiten Halbjahr 1937 trugen dazu bei, den Wettbewerb auf den ausländischen Märkten zu verschärfen. Die überseeischen Länder verfügten über eine geringere Kaufkraft; die Devisen- und Einfuhrbeschränkungen wurden verschärft; und da die hoch industrialisierten Länder ihre Produktionsfähigkeit weniger ausnutzen konnten, traten sie in schärferen Wettbewerb um den Absatz auf ausländischen Märkten. Die Regierungen schenkten dem Außenhandelsbedürfnis mehr Aufmerksamkeit; in dieser Hinsicht hat ein grundlegender Wandel stattgefunden gegenüber den Jahren 1931–33, in denen mit Hilfe öffent-

licher Arbeiten, Schutzmaßnahmen usw. vor allem die Gesundung der Binnenwirtschaft gefördert wurde. Die Einsicht beginnt sich durchzusetzen, daß die Förderung der Produktion eines Landes für den inländischen Bedarf bei geringer Rücksicht auf die Ausfuhr geeignet ist, die Fähigkeit zur Bezahlung der notwendigen Einfuhr zu mindern, den Anteil des Landes an der Weltwirtschaft zu schmälern und in manchen Fällen auch die Lösung der Erwerbslosenfrage zu erschweren. Im Endergebnis ist man sich darüber klar, daß eine Hebung des Lebensstandards die Erweiterung des Außenhandels zur Voraussetzung hat, wie dies auch in den letzten hundert Jahren der Fall war; der Kern der Frage ist vor allem der, die geeigneten Formen für die gewünschte Förderung des Güterausstauschs zu finden.

In zahlreichen Ländern bemühte man sich um eine weitergehende Hilfe für die Ausfuhr durch Gewährung von Krediten mit staatlicher Garantie (z. B. in England, der Schweiz und den Vereinigten Staaten). Außerdem haben einige Zentralbanken, wie z. B. die Reichsbank, Maßnahmen zum Ankauf von Exportwechseln zu günstigen Diskontsätzen getroffen. In Ländern, in denen Devisenterminmärkte fehlten oder nur für bestimmte Währungen bestanden, haben die Zentralbanken vielfach Regelungen getroffen, auf Grund deren sich die Ausfuhrfirmen gegen gewisse Kursrisiken decken konnten. Von diesen verschiedenen Maßnahmen kann im großen ganzen behauptet werden, daß sie die Wiederherstellung eines Teils der Möglichkeiten zur Kredit- und Devisenbeschaffung anstreben, die bis zur Währungskrise des Jahres 1931 herkömmlicherweise von den Banken geboten wurden.

Andere Exportförderungsmaßnahmen wurden in Gestalt von Handelsabkommen zwischen bestimmten Regierungen getroffen. Die Rohstoffländer waren 1938 mehr als sonst darauf bedacht, zu verkaufen, da ihre Lieferungen an einige von dem Rückschlag betroffene bedeutende Industrieländer stark zurückgingen. Jene Länder fanden wie bisher in Deutschland — dessen Rohstoffbedarf zum Steigen neigte — einen Kunden, an den sie verkaufen und von dem sie insoweit Zahlung erhalten konnten, als sie deutsche Waren im Austausch entgegenzunehmen bereit waren. Bei den zweiseitigen Abkommen, die abgeschlossen wurden, ergaben sich häufig Schwierigkeiten bei den Verhandlungen über die Devisenkurse und die Regelung der ausstehenden Salden, doch nahmen dank dieser Abkommen die Bezüge Deutschlands von den andern Vertragspartnern zu. Infolgedessen verlagerte sich der deutsche Außenhandel mehr und mehr von den Hauptindustriestaaten zu gewissen Gruppen von Rohstoffländern. Doch sollte das Ausmaß der Verlagerung nicht überschätzt werden. Der Anteil Südosteuropas an der deutschen Einfuhr hat sich von 1929 bis 1938 mehr als verdoppelt; im Jahre 1938 betrug er aber nur 10 v. H. Der Anteil Lateinamerikas stieg von 11½ v. H. im Jahre 1929 auf 15 v. H. im Jahre 1938. Auf der anderen Seite lieferten die kontinentalen Industrieländer in Mittel-, Süd- und Westeuropa, Großbritannien, die Länder des britischen Weltreichs und die Vereinigten Staaten zusammen immer noch etwa 40 v. H. der deutschen Einfuhr des Jahres 1938.

Die zweiseitige Handelspolitik ist in der Regel mit dem Bestehen einer Devisenbewirtschaftung in den beteiligten Ländern verbunden, es gibt aber

auch Beispiele von rein zweiseitigen Abkommen zwischen Ländern mit freien Devisenmärkten, wie die Kohlenabkommen zwischen England und einzelnen baltischen und skandinavischen Ländern. Derartige Abkommen, die sich nur auf bestimmte Waren beziehen, sind gewöhnlich in einer solchen Form gehalten, daß sie mit den regelmäßigen Handelsgewohnheiten so wenig wie möglich in Widerspruch geraten. Die Gefahr, gegen die man sich schützen muß, ist natürlich die, daß Versuche, den Handel zwischen zwei Ländern auszugleichen, dazu führen können, daß zwar ein höheres Maß von Ausgleich, aber auf einer niedrigeren Ebene erzielt wird.

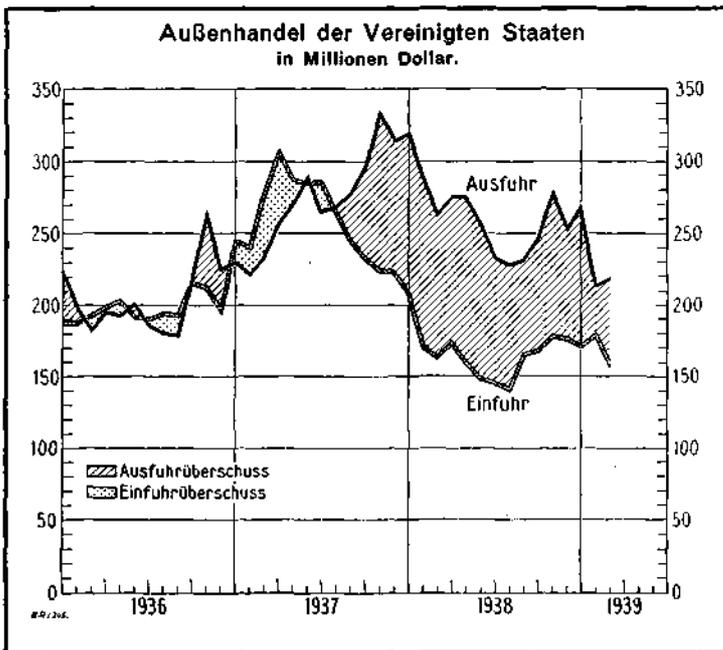
Die von den Vereinigten Staaten in den letzten Jahren verfolgte Vertragspolitik bedient sich ebenfalls der Form zweiseitiger Abkommen, ihr Ziel aber ist, Zollsenkungen herbeizuführen und die Vergünstigungen durch Anwendung der Meistbegünstigungsklausel auch auf andere Länder auszudehnen. Praktisch verweigern die Vereinigten Staaten die Zugeständnisse allerdings dritten Ländern, von denen angenommen wird, daß sie den amerikanischen Handel diskriminieren; da indessen die Abkommen keine diesbezügliche Bestimmung enthalten, sind die anderen Parteien nicht verpflichtet, eine gleichartige Politik anzuwenden. Die Abkommen berücksichtigen bestehende Einfuhr- und Devisenbeschränkungen, und es wird der Grundsatz aufgestellt, daß bei der Handhabung derartiger Beschränkungen jede das Abkommen unterzeichnende Regierung gewährleisten soll, daß den Staatsangehörigen und dem Handel des anderen Landes ein angemessener und billiger Anteil an der Zuteilung von Devisen- und Einfuhrgenehmigungen gewährt wird. Es ist auch Vorsorge getroffen für die Wiederaufnahme von Verhandlungen noch während der Geltungsdauer des Abkommens für den Fall einer nennenswerten Änderung im Wert der Währungen der vertragschließenden Parteien oder von Änderungen in den Bedingungen, unter denen der beiderseitige Handel abgewickelt wird. Zu Beginn des Jahres 1939 hatten die Vereinigten Staaten mit 20 Ländern Handelsabkommen abgeschlossen, von denen das im November 1938 unterzeichnete englisch-amerikanische Abkommen besondere Aufmerksamkeit auf sich gelenkt hat.

Die zahlenmäßigen Ergebnisse der von den Vereinigten Staaten abgeschlossenen Handelsabkommen sind nicht leicht zu ermitteln, da eine Reihe von Umständen zu berücksichtigen sind, u. a. die allgemeine Zunahme des Welthandels seit der Krise, die Schwankungen der Ernteerträge usw. Die Forschungsabteilung des Völkerbundes hat jedoch berechnet, daß der Anteil der wichtigsten Rohstoffländer, die mit den Vereinigten Staaten Handelsabkommen haben, an der Einfuhr der Vereinigten Staaten von 28 v. H. im Jahre 1929 auf durchschnittlich über 32 v. H. in den Jahren 1936/37 und auf 35½ v. H. in den ersten neun Monaten 1938 gestiegen ist. Andere Vergleiche scheinen weniger schlüssig zu sein; es sei aber erwähnt, daß die Ausfuhr der Vereinigten Staaten nach der „Industrie-Abkommen-Gruppe“ von 11½ v. H. im Jahre 1929 auf 12½ v. H. im Jahre 1937 und auf 13½ v. H. in den ersten zehn Monaten 1938 angewachsen ist (England ist noch nicht zu dieser Gruppe gerechnet, da das Handelsabkommen erst am 1. Januar 1939 in Kraft getreten ist).

Die Vereinigten Staaten haben in den letzten Jahren ein typisches Beispiel für den Zusammenhang zwischen der Geschäftsentwicklung im Innern und dem Außenhandel geliefert. Während des Aufschwungs im ersten Halbjahr 1937 hatten sie einen Einfuhrüberschuß; im Herbst desselben Jahres, als mit der weichenden Konjunktur der Bedarf an industriellen Rohstoffen (und infolge des reichlichen Ernteausfalls auch der Bedarf an ausländischen Nahrungsmitteln) nachließ, entstand ein Ausfuhrüberschuß, der bis Ende 1938 mit nahezu 100 Millionen Dollar im Monat bestehen blieb. Seit 1921 hatten die Vereinigten Staaten einen Ausfuhrüberschuß in dieser Höhe nicht gehabt. Es unterliegt kaum einem Zweifel, daß im Jahre 1938 das Anhalten der ausländischen Nachfrage nach

amerikanischen Waren ein befestigender Umstand in der Wirtschaftslage der Vereinigten Staaten war.

Die Zunahme des Ausfuhrüberschusses der Vereinigten Staaten und der Rückgang der Einfuhrüberschüsse zweier anderer Gläubigerländer — Frankreich und Schweiz — um über 40 v. H., in Gold gerechnet, haben den Netto-Einfuhrüberschuß der acht Hauptgläubigerländer der Welt von 1937 bis 1938 beträchtlich vermindert.



Handelsbilanz der Hauptgläubigerländer.

In Millionen Dollar	1936	1937	1938
Belgien	— 60	— 77	— 41
England	— 1.720	— 2.136	— 1.897
Frankreich	— 594	— 744	— 450
Irland	— 86	— 104	— 83
Niederlande	— 175	— 221	— 207
Schweden	— 30	— 31	— 58
Schweiz	— 108	— 119	— 63
Vereinigte Staaten	+ 33	+ 265	+ 1.134
	— 2.740	— 3.167	— 1.665

In der Landeswährung betrug der Einfuhrüberschuß Frankreichs im Jahre 1938 15,4 Milliarden französische Franken gegenüber 18,45 Milliarden französische

Franken im Jahre 1937; in dem Rückgang des Passivsaldos kommt eine erhöhte Wettbewerbsfähigkeit der französischen Industrie zum Ausdruck, die nicht bloß das Ergebnis der Währungsabwertung ist, sondern in Zusammenhang gebracht werden muß mit der Festigkeit des Franken vom Mai ab, die eine Rückkehr von Betriebskapital wie auch eine erhöhte Stabilität der Produktionskosten und eine größere Bewegungsfreiheit bei der Verwendung von Arbeitskräften gegen Ende des Jahres begünstigt hat. Besonders bemerkenswert ist eine Zunahme um 22 v. H. in der Fertigwarenausfuhr von Anfang 1938 bis Anfang 1939.

In der Schweiz war die Ausfuhr 1938 etwas höher als 1937, dagegen ging die Einfuhr zurück, namentlich aus den Ländern, mit denen Verrechnungsabkommen abgeschlossen sind. Die Schweizerische Nationalbank erwähnt in ihrem Jahresbericht, daß infolge der verminderten Einfuhr aus Deutschland die Aufrechterhaltung der bisherigen Zahlungen an die verschiedenen Gruppen schweizerischer Gläubiger erschwert gewesen sei. Wenn die Schweiz auch eine freie Währung hat, so geht die Bedeutung des Verrechnungsverkehrs für ihren Außenhandel doch aus der Tatsache hervor, daß nahezu 40 v. H. der schweizerischen Einfuhr und etwa 60 v. H. der Ausfuhr mit Ländern abgewickelt werden, die mit der Schweiz durch Verrechnungs- und Kompensationsabkommen verbunden sind.

Die von 1937 bis 1938 eingetretene Besserung der ungünstigen Handelsbilanz Englands belief sich auf $43\frac{1}{2}$ Millionen Pfund (ohne Berücksichtigung der Silberkäufe und -verkäufe); sie war in erster Linie auf unterschiedliche Preisänderungen zurückzuführen: die Durchschnittswerte der Einfuhr fielen nämlich um 6 v. H., während diejenigen der Ausfuhr um 2 v. H. stiegen. Mengenmäßig war die Einfuhr um $4\frac{1}{2}$ v. H. und die Ausfuhr um 11 v. H. kleiner als 1937. Die Verringerung des Einfuhrüberschusses Irlands hängt vor allem zusammen mit dem im April 1938 erfolgten Abschluß eines Abkommens mit England, das den Finanz- und Wirtschaftsstreit beendigte, der 1932 begonnen hatte.

Der Rückgang des Nettosaldos der acht Gläubigerländer von 3.167 Millionen Dollar im Jahre 1937 auf 1.665 Millionen Dollar im Jahre 1938 übte natürlich einen starken Druck auf die Schuldnerländer aus. Aber diese Länder hielten durch Inanspruchnahme ihrer im Ausland angesammelten Guthaben im Jahre 1938 ihre Einfuhr auf einem hohen Stande. Es läßt sich noch nicht sagen, ob die Gesundung in den Industrieländern stark genug sein wird, um deren Rohstoffeinfuhr wesentlich zu steigern und bis zu einem gewissen Grade die Kaufkraft der Rohstoffländer wiederherzustellen.

Die von 1937 bis 1938 eingetretene Änderung im Wertverhältnis der Rohstoffe und Nahrungsmittel auf der einen und der Fertigwaren auf der anderen Seite hat auch Deutschlands Außenhandel stark betroffen, denn 80 v. H. der deutschen Ausfuhr, aber nur 7 v. H. seiner Einfuhr bestehen aus anderen Fertigwaren als Nahrungsmitteln. Die deutsche Fertigwarenausfuhr fiel von 1937 bis 1938 wertmäßig um 9,2 v. H., die Ausfuhrpreise aber stiegen um 2,2 v. H., was einen mengenmäßigen Rückgang um 11,1 v. H. bedeutet. Der Einfuhrwert lag 1,4 v. H. höher, dagegen fielen die Preise um 8,4 v. H.,

mithin war die Einfuhrmenge um 10,6 v. H. größer. Diese Zahlen beziehen sich auf das Altreich; das Reinergebnis des Jahres war ein Einfuhrüberschuß von 192 Millionen Reichsmark gegenüber einem Ausfuhrüberschuß von 413 Millionen Reichsmark im Jahre 1937 (ausschließlich des gesamten Handels mit Österreich für die beiden Jahre). Die Gesamtveränderung der Handelsbilanz machte demnach 605 Millionen Reichsmark aus. Der Staatssekretär beim Beauftragten für den Vierjahresplan erklärte Anfang 1939, daß man beschlossen habe, auf die verfügbaren Devisenreserven zurückzugreifen, wobei die Überlegung entscheidend gewesen sei, daß der Ausbau der neuen Roh- und Werkstoffherzeugung im Vierjahresplan neue Versorgungsquellen erschließen würde, die eines Tages Devisenreserven ersetzen oder sogar zur Bildung neuer beitragen könnten. Außerdem wurde die Entscheidung durch die Erkenntnis gefördert, daß nur der Einsatz von Devisenreserven es ermöglichen würde, Maßnahmen zur Verstärkung der Landesverteidigung schnell durchzuführen. Die Maßnahmen zur Erfassung der Devisenbestände, die sich insbesondere auf Exportaußenstände, ausländische Kapitalansprüche, in deutschem Besitz befindliche ausländische Wertpapiere und die noch in deutschem Privatbesitz befindlichen Vorräte an gemünztem und ungemünztem Gold richteten, ergaben über 1 Milliarde Reichsmark, eine Summe, die ungefähr 20 v. H. der gesamten deutschen Einfuhr für 1937 entspricht. Der Sonderanfall von Devisen aus diesen Beständen wurde in erster Linie dazu verwendet, die Ernährungsgrundlage durch zusätzliche Einfuhr von Getreide und Margarinerohstoffen zu verbreitern sowie nach Möglichkeit die Lücken in der Rohstoffversorgung derjenigen Wirtschaftszweige auszufüllen, die hauptsächlich für die Herstellung von Kriegsmaterial und auf Grund des Vierjahresplans arbeiten; auch die für Ausfuhrzwecke erforderliche Rohstoffbeschaffung konnte gesichert werden.

Die italienische Ausfuhr hielt sich 1938 auf der gleichen Höhe wie im vorhergehenden Jahr, während die Einfuhr um nicht weniger als 20 v. H. zurückging, wodurch der Einfuhrüberschuß von 5,7 auf 2,9 Milliarden Lire abnahm. Diese Besserung hat es ermöglicht, den Nettofehlbetrag auf den Verrechnungskonten mit anderen Ländern von 330 Millionen Lire Ende 1937 auf 260 Millionen Lire Ende 1938 zu vermindern, und wie auf Seite 95 gezeigt wird, verschwand der Fehlbetrag auf den Verrechnungskonten Ende März 1939 ganz. Der verminderte Einfuhrüberschuß war zum Teil eine Folge außergewöhnlich guter Ernten in den Jahren 1937 und 1938, und im übrigen hauptsächlich auf die strenge Einfuhrüberwachung zurückzuführen. Daß die italienische Ausfuhr in einem Jahr des schrumpfenden Welthandels voll gehalten wurde, beweist, welche Anstrengungen gemacht worden sind, um die Güte der ausgeführten Waren zu verbessern und die Exportorganisation des Landes allgemein wirksamer zu gestalten. Wenn auch die Umwandlung der wirtschaftlichen Struktur des Landes auf eine höhere nationale Produktion hinzielt, besteht ein Teil der amtlichen Politik doch in der Förderung des Außenhandels.

Die Entwicklung des Ausfuhrhandels der südosteuropäischen Länder zeigt sehr verschiedenartige Tendenzen. Die Ausfuhr Rumäniens fiel von

1937 bis 1938 um etwa 32 v. H. und die Jugoslawiens um 19 v. H., während die Ausfuhr Griechenlands um 6 v. H. und die Bulgariens um 11 v. H. stieg. Die polnische Ausfuhr blieb praktisch auf derselben Höhe wie 1937, die Einfuhr nahm aber um 3,7 v. H. zu, hauptsächlich infolge größerer Käufe von Maschinen und anderen Industriegeräten sowie von Automobilen. Polens Handel mit außereuropäischen Ländern erlitt zum ersten Mal seit vielen Jahren eine empfindliche Einbuße. Sein Warenverkehr mit Deutschland dagegen nahm zu; seit dem Anschluß Österreichs hat Deutschland nicht nur an der Einfuhr, sondern auch an der Ausfuhr Polens den größten Anteil.

Bei den nordeuropäischen Ländern ist die Ausfuhr Dänemarks weniger stark gefallen als die Ausfuhr Norwegens, Schwedens oder Finnlands. Dies ist bemerkenswert, wenn man bedenkt, daß die dänische Ausfuhr bis zu etwa 70 v. H. aus landwirtschaftlichen Erzeugnissen besteht; die Erklärung lautet, daß die Preise von Eiern, Butter und Fleisch — den Haupterzeugnissen der dänischen Landwirte — sich gut behauptet haben im Gegensatz zu dem Preis für Getreide, das Dänemark teilweise einführen muß. In Finnland ist die Ausfuhr stärker gesunken als die Einfuhr, so daß es die erste passive Handelsbilanz seit acht Jahren gehabt hat; die Zahlungsbilanz ist aber noch immer aktiv. Schweden hatte einen erhöhten Einfuhrüberschuß, aber auch hier war die Zahlungsbilanz aktiv. In Norwegen dagegen verringerte sich der Einfuhrüberschuß, auf der anderen Seite wurden weniger Einnahmen aus der Schifffahrt erzielt.

Japans Einfuhr wurde durch strenge Überwachung des Außenhandels um nahezu 30 v. H. gedrosselt, während seine Ausfuhr um nur 14,7 v. H. abnahm. Mandschukuo dagegen steigerte sowohl die Ausfuhr wie die Einfuhr um 43,9 bzw. 14,7 v. H. Die Deutung der chinesischen Handelsziffern ist etwas schwierig wegen der Feindseligkeiten und der Veränderungen der Währungswerte, aber die bekannte Widerstandsfähigkeit Chinas gegen Notstände aller Art scheint sich auch darin zu beweisen, daß ein höheres effektives Handelsvolumen gehalten wird, als man erwarten konnte; der gemeldete Rückgang des Außenhandels beträgt in chinesischen Dollars etwa 9 v. H.

Die Tabelle auf der folgenden Seite zeigt, daß die größten Einfuhrrückgänge von allen Ländern die Vereinigten Staaten (36,4 v. H.) und Japan (29,2 v. H.) aufzuweisen hatten; der Handel der Vereinigten Staaten wurde in Mitleidschaft gezogen durch den Geschäftsrückgang im Innern, der im zweiten Halbjahr 1937 einsetzte, und der Handel Japans durch die im Zusammenhang mit den Feindseligkeiten in China gebotenen Einschränkungen. Die größten Ausfuhrrückgänge dagegen finden sich in Argentinien (39,4 v. H.) und in Britisch Malaya (36,5 v. H.), d. h. in zwei Rohstoffländern. Die daraus zu ziehende Schlußfolgerung ist klar: Der Stand der Geschäftstätigkeit in den Industrieländern wirkt sich unmittelbar auf das Los der Rohstoffherzeuger aus; Sondermaßnahmen zur Förderung der Ausfuhr haben zweifellos eine gewisse Berechtigung, ein gleichmäßiger internationaler Warenstrom setzt aber eine gleichmäßige Entwicklung der Wirtschaftslage in den verschiedenen Ländern voraus. Das neuerwachte Interesse an der Ausfuhr, das im letzten Jahr eine so auffallende Erscheinung war, sollte zum Anlaß dienen für eine Prüfung der

allgemeinen Bedingungen, die für einen gesunden Ausgleich zwischen der inneren und äußeren Wirtschaftstätigkeit der einzelnen Länder günstig sind. Die pessimistische Ansicht, daß das Streben nach Selbstversorgung das Tätigkeitsfeld und die Bedeutung des Außenhandels ernstlich beeinträchtigen würde, hat sich im großen ganzen als irrig erwiesen: der Welthandel hat selbst zu einer Zeit verschärfter politischer Unruhe eine bemerkenswerte Elastizität gezeigt.

Veränderungen im Außenhandel verschiedener Länder von 1937 bis 1938.*

Einfuhr				Ausfuhr			
in Millionen der Landeswährung							
Land	1937	1938	Veränderungen in v. H.	Land	1937	1938	Veränderungen in v. H.
Mandschukuo	648	1.220	+ 43,9	Marokko	1.144	1.502	+ 31,3
Syrien	5.360	7.081	+ 32,1	Algerien	4.334	5.650	+ 30,4
Türkei	114	150	+ 31,6	Frankreich	23.939	30.586	+ 27,8
Indochina	1.662	1.917	+ 22,7	Tunis	1.141	1.353	+ 18,6
Philippinen	216	262	+ 21,3	Mandschukuo	532	610	+ 14,7
Marokko	1.766	2.127	+ 20,4	Syrien	2.571	2.928	+ 13,9
Iran	1.259	1.509	+ 19,9	Litauen	208	233	+ 12,0
Tunis	1.324	1.560	+ 17,8	Bulgarien	5.019	5.578 ⁽¹⁾	+ 11,1
Chile	429	502	+ 17,0	Indochina	2.894	2.847	+ 9,8
Algerien	4.083	4.667	+ 14,3	Irland	22	24	+ 7,4
Peru	235	260	+ 10,6	Griechenland	9.555	10.149	+ 6,2
Frankreich	42.391	45.981	+ 8,5	Türkei	138	145	+ 5,1
Australien	126	133	+ 5,6	Schweiz	1.286	1.317	+ 2,4
Litauen	212	223	+ 5,2	Siam	168	170	+ 1,2
Polen-Danzig	1.254	1.300	+ 3,7	Brasilien	5.052	5.099	+ 0,1
U d S S R	1.341	1.397	+ 3,4	Italien	10.434	10.379	- 0,5
Siam	110	113	+ 2,7	Polen-Danzig	1.195	1.185	- 0,9
Deutschland	5.455	5.443 ⁽¹⁾	- 0,2	Estland	106	104	- 1,9
Bulgarien	4.966	4.934 ⁽²⁾	- 1,0	Dänemark	1.569	1.527	- 2,7
Neuseeland	56	55	- 1,5	Norwegen	811	774	- 4,6
Lettland	231	227	- 1,7	Iran	2.562	2.460	- 4,7
Brasilien	5.315	5.177	- 2,6	Portugal	1.202	1.141	- 5,1
Schweden	2.123	2.068	- 2,6	Mexiko	892	838	- 6,1
Niederl.-Indien	499	486	- 2,6	Uruguay	99	93	- 6,1
Griechenland	15.204	14.761	- 2,9	Peru	365	341	- 6,6
Portugal	2.353	2.284	- 2,9	Ver. Staat. v. Amerika	3.349	3.094	- 7,6
Ägypten	37	36	- 3,0	Schweden	2.000	1.839	- 8,0
Dänemark	1.674	1.624	- 3,0	China	838	763	- 8,9
Ceylon	221	214	- 3,2	Niederlande	1.148	1.039	- 9,5
Estland	111	107	- 3,6	Großbritannien	521	471	- 9,6
Jugoslawien	5.148	4.949	- 3,9	Australien	148	133	- 10,1
Uruguay	80	76	- 5,0	Finnland	9.379	8.431	- 10,1
Irland	43	41	- 5,6	Kolumbien	184	168	- 10,3
Argentinien	1.558	1.461	- 6,2	Deutschland	5.901	5.249 ⁽¹⁾	- 11,0
China	953	896	- 7,0	Ungarn	588	522	- 11,2
Kolumbien	170	158	- 7,1	Philippinen	331	291	- 12,1
Finnland	9.151	8.482	- 7,3	Neuseeland	67	58	- 12,5
Südafrikan. Union	101	93	- 7,9	Lettland	261	227	- 13,0
Norwegen	1.280	1.176	- 8,1	Palästina	6	5	- 13,5
Indien	1.644	1.501	- 8,7	Tschecho-Slowakei	11.954	10.240	- 14,3
Niederlande	1.550	1.415	- 8,7	Japan	3.125	2.667	- 14,7
Rumänien	20.285	18.520	- 8,7	Belgien	25.206	21.493	- 14,7
Großbritannien	953	859	- 9,9	Ceylon	310	264	- 14,8
Palästina	15	14	- 10,6	Kanada	1.004	846	- 15,7
Schweiz	1.807	1.607	- 11,1	Indien	1.983	1.623	- 18,2
Ungarn	484	418	- 13,6	Jugoslawien	6.272	5.047	- 19,6
Kanada	809	677	- 16,3	Südafrikan. Union	123	98	- 20,3
Belgien	27.487	22.694	- 17,4	Haiti	42	33	- 21,4
Mexiko	614	493	- 19,7	U d S S R	1.729	1.329	- 23,1
Britisch-Malaya	686	551	- 19,7	Ägypten	39	29	- 26,1
Italien	13.942	11.124	- 20,2	Chile	933	674	- 27,8
Haiti	47	36	- 23,4	Niederl.-Indien	988	694	- 29,8
Tschecho-Slowakei	10.980	8.388	- 23,6	Rumänien	31.568	21.529	- 31,8
Japan	3.732	2.641	- 29,2	Britisch-Malaya	899	571	- 36,5
Ver. Staat. v. Amerika	3.084	1.960	- 36,4	Argentinien	2.311	1.400	- 39,4

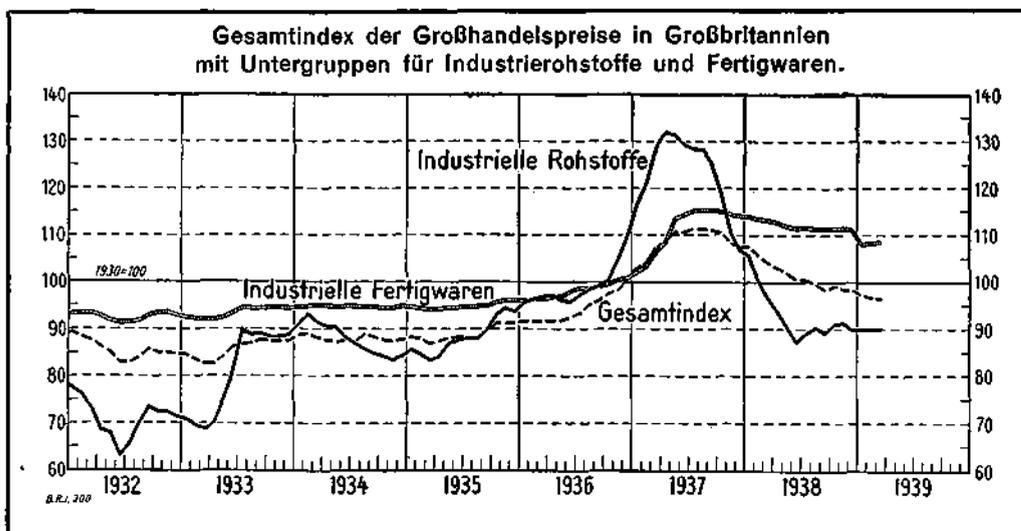
* Teilweise vorläufige Ziffern.

⁽¹⁾ Ohne den Handel zwischen Deutschland und Österreich.

⁽²⁾ Einschließlich Ausfuhrprämien.

3. PREISBEWEGUNGEN.

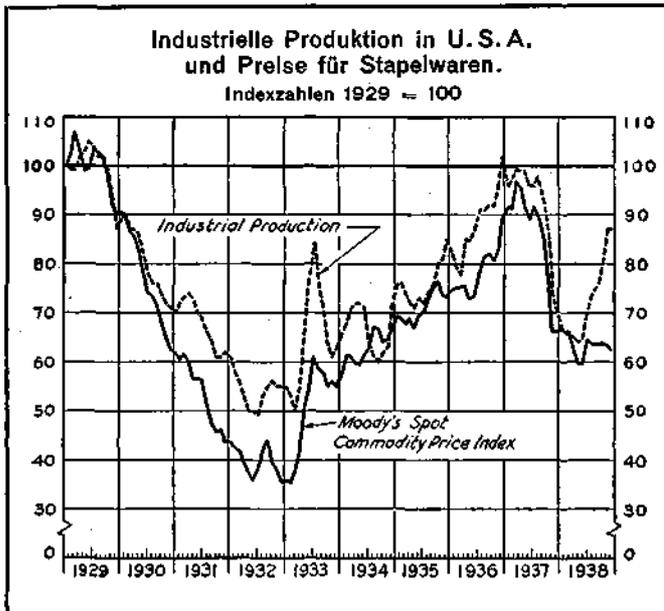
Die Hauptmerkmale der Warenmärkte im letzten Jahr lassen sich wie folgt zusammenfassen: das rasche Fallen der Preise für industrielle Rohstoffe, das 1937 begonnen hatte, kam Mitte 1938 zum Stillstand, und es setzte eine gewisse Erholung ein, wenn auch nur in engen Grenzen; die Getreidepreise dagegen gingen infolge reicher Ernten weiter zurück. Niedrigere Nahrungsmittelpreise wirkten dahin, die Lebenshaltungskosten etwas zu verringern, dagegen dürften die Preise der industriellen Fertigwaren, obwohl auch sie etwas zurückgingen, 1938 noch ein wenig höher gewesen sein als im Durchschnitt des vorhergehenden Jahres. Die durchschnittlichen Ein- und Ausführpreise Deutschlands und Englands zeigen genau dieselben Bewegungen: von 1937 bis 1938 fielen die durchschnittlichen Einfuhrpreise (für beide Länder überwiegend Rohstoffe und Nahrungsmittel) um rund 7 v. H., während die Ausführpreise (überwiegend Fertigwaren) um etwa 2 v. H. anzogen. Von besonderem Interesse sind die in den letzten beiden Jahren in dem Verhältnis zwischen den Fertigwaren- und Grundstoffpreisen eingetretenen Änderungen, wie sie das folgende Schaubild an Hand der Meßziffern der britischen Großhandelspreise zeigt:



Von Mitte 1933 bis zum Herbst 1936 zeigten die Preise der Fertigwaren und industriellen Rohstoffe einen hohen Grad von Beständigkeit und wichen nicht mehr als 10 v. H. voneinander ab. Ende 1936 und Anfang 1937 zogen die Rohstoffpreise durchgängig zu scharf an unter dem Einfluß eines beschleunigten Aufstiegs der Industrie im Verein mit einer allgemeinen Auffüllung der Fabriklager und einer heftigen Marktspekulation, die teilweise mit übertriebenen Einschätzungen des Rüstungsbedarfs zusammenhing. Abgesehen davon, daß der Preisanstieg angesichts der Vorräte, die auf den verschiedenen Märkten verfügbar wurden, unverhältnismäßig stark war, führte er zu einer ernstlichen Spannung im Kosten- und Preisgefüge. Anfang 1937 trat auch bei den Fertigwarenpreisen eine Steigerung ein, wenn auch nicht im gleichen Maße, doch

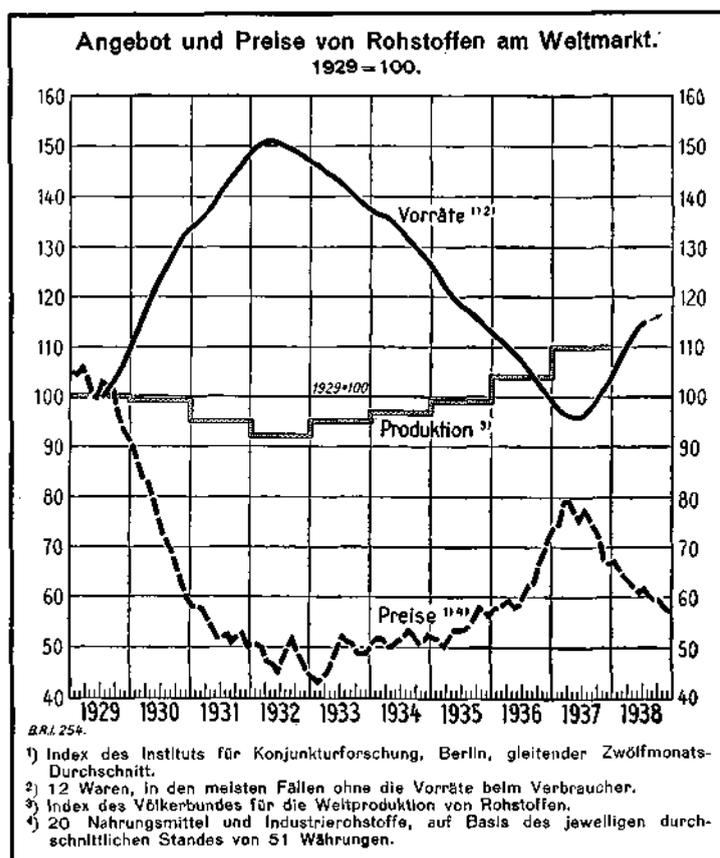
die berechneten höheren Preise erschwerten es, den Absatz an die letzten Verbraucher im bisherigen Umfange aufrechtzuerhalten. So sammelten sich Vorräte an, und als dann die Reaktion kam, war sie besonders heftig, denn sie wurde beeinflusst durch den raschen Rückgang der industriellen Erzeugung in den Vereinigten Staaten und anderen Ländern sowie durch die infolge des vorherigen Preisanstiegs angeschwollenen Rohstoffvorräte. Während der vierzehn Monate von April 1937 bis Juni 1938 fiel die Meßziffer der Preise für industrielle Rohstoffe in England von 132 auf 87; seitdem hat sie sich trotz der raschen Zunahme der Industrietätigkeit im letzten Halbjahr 1938 nur wenig

erholt. Das nebenstehende Schaubild aus dem Monatsbericht des amerikanischen Handelsamtes stellt die Industrieerzeugung nach dem Federal Reserve Index und die Preise von 15 Rohstoffen nach Moodys Index (für industrielle Rohstoffe und Nahrungsmittel) gegenüber. Dieser Index, der empfindlicher ist als die umfassenderen Indizes für Rohstoffe und Halbfabrikate, hat sich gewöhnlich in ziemlicher Übereinstimmung mit der Industrietätigkeit entwickelt; diese Beziehung wurde aber in der zweiten Hälfte des



Jahres 1938 unterbrochen. Denn wenn auch die Preise für Gummi, Nicht-Eisenmetalle, Schrottstahl, Häute und Seide seit Ende Juni anzogen, so blieb doch ein anhaltender und allgemeiner Preisaufschwung bei den Rohstoffen aus. Die Hauptgründe für dieses Nicht-Schritthalten der Preise mit der industriellen Entwicklung sind die großen Vorräte, die zur Verfügung standen, um den gesteigerten Bedarf zu befriedigen, die Getreide-Rekordernten und ganz allgemein der drückende Einfluß der politischen Unsicherheit.

Die Rohstoffpreise sind auf den Stand von Anfang des Jahres 1934 gesunken und bleiben noch nahezu 40 v. H. hinter den Ziffern von 1929 zurück. Tatsächlich setzte keine wirkliche Abwehrbewegung gegen den überstürzten Rückgang im zweiten Halbjahr 1937 ein; aus diesem Grunde würde eine gewisse Erhöhung der gegenwärtig gedrückten Rohstoffpreise allgemein begrüßt werden. Wichtig ist aber, daß diese Erhöhung nicht zu rasch vor sich geht. Es kann kein Zweifel darüber bestehen, daß die starke Aufwärtsbewegung der Rohstoffpreise von Mitte 1936 bis zum Frühjahr 1937 eine der Ursachen des späteren Geschäftsrückgangs war. Die Rohstoffbestände erreichten Ende 1936 ihren niedrigsten Stand seit vielen Jahren, und dieser geringe Umfang der Vorräte machte den scharfen Preisanstieg möglich. Neuere Untersuchungen scheinen



zu beweisen, daß im allgemeinen gerade vor dem oberen Scheitelpunkt der Konjunkturwelle, d. h. unmittelbar vor dem Abstieg, die Reservevorräte aufgezehrt werden und die Preise rasch steigen. Wenn auf der anderen Seite die Rohstoffvorräte reichlicher sind, wirken sie als Bremse für eine Preissteigerung und bieten auf diese Weise eine Stütze für eine dauerhaftere Gesundung. Ein allmähliches Steigen der Rohstoffpreise ist sicherlich mit einer anhaltenden Gesundung vereinbar, die Erfahrung der Jahre 1936/37 beweist aber, daß ein zu rascher

Preisanstieg bereits den Keim zu seiner Umkehr in sich trägt. Dies alles scheint darauf hinzudeuten, daß nicht die Erzeugung von Rohstoffen den Konjunkturzyklus bestimmt, sondern ihr Verbrauch in den Industrien, die Kapital- und Verbrauchsgüter herstellen. Da aber die Anfertigung von Verbrauchsgütern während des ganzen Konjunkturablaufs eine verhältnismäßig große Beständigkeit zeigt, muß die Hauptursache der Veränderungen der Rohstoffaufnahme in den Schwankungen der Kapitalgütererzeugung liegen. Die für diese Schwankungen wiederum im allgemeinen maßgebenden Verschiebungen im Kosten- und Preisgefüge werden nun ihrerseits durch den Stand der Rohstoffvorräte insofern beeinflußt, als die Vorratsschwankungen zu einem Fallen oder Steigen der Kosten führen. Diese Wirkung zu reichlicher oder zu knapper Vorräte über die Kosten auf die Gütererzeugung ist anscheinend ausschlaggebend und stärker als ihr unmittelbar abschreckender oder anregender Einfluß auf die Produktion. Die Rolle der sichtbaren Rohstoffvorräte ist etwa die eines Ausgleichsbeckens, das die überschüssige Ausbeute aufnimmt oder gegebenenfalls auch die laufende Versorgung ergänzt. Eine Regelung der Rohstofferzeugung selbst durch sogenannte Restriktionspläne kann wohl die Fortsetzung einer nicht lohnenden Produktion zu verhindern suchen, ein anregendes Element enthalten solche Pläne aber nicht. Sie müssen daher so gehandhabt werden, daß sie die normale Funktion der sichtbaren Vorräte nicht beeinträchtigen, die darin besteht, zu Beginn des Aufstiegs als

Bremse für zu rasche Steigerungen der Kosten der gewerblichen Wirtschaft zu dienen.

Als sich im Herbst 1938 der Rohstoffbedarf verstärkte, bestand eine gewisse Neigung zur Erhöhung der Produktions- und Ausfuhrkontingente international kontrollierter Waren; im folgenden Winter trat aber eine Gegenwirkung ein und die Beschränkungen wurden wieder verschärft, als die Preise alle Anzeichen trugen, daß sie auf ihrem verhältnismäßig niedrigen Stand bleiben würden.

Die sichtbaren Rohstoffbestände haben im allgemeinen während des Jahres 1938 etwas zugenommen, sind aber in den meisten Fällen nicht höher als Ende 1935, als eine allgemeine Erholung im Gange war. Die staatlichen Vorräte für Nottfälle werden zwar nicht veröffentlicht, sind aber bekanntermaßen höher denn je zuvor; dagegen ist die Lagerhaltung der Fabrikanten (im Gegensatz zu den sichtbaren Beständen) wahrscheinlich verhältnismäßig niedrig, da anscheinend allgemein das Bestreben vorhanden war, hauptsächlich für den mehr unmittelbaren Bedarf einzukaufen.

Sichtbare Warenvorräte.

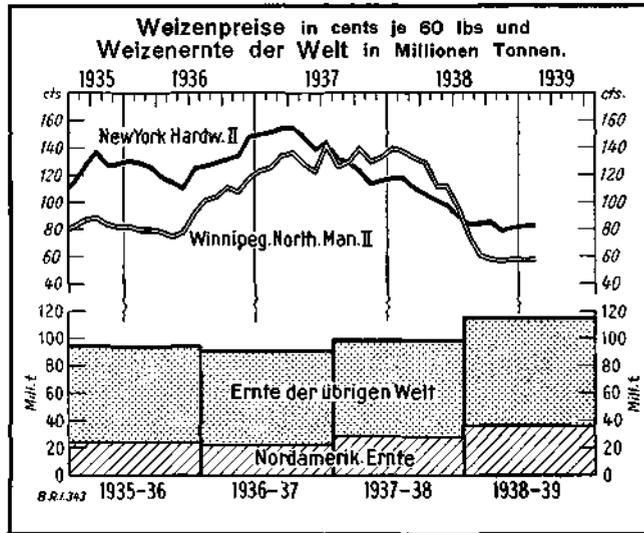
Ende des Jahres	Weizen	Zucker	Tee	Kaffee	Kupfer	Blei
	Millionen Bushels	Tausend Tonnen	Millionen Lbs.	Millionen Säcke	Tausend Tonnen	
1935	484	6.102	265	7,8	294	287
1936	312	5.351	236	7,8	190	227
1937	333	6.097	217	7,0	264	193
1938	484	6.064	243	7,8	288	190

Ende des Jahres	Zink	Zinn	Baumwolle	Wolle	Erdöl	Gummi
	Tausend Tonnen		Tausend Ballen	Millionen Lbs.	Millionen Barrels	Tausend Tonnen
1935	83	19,3	7.768	457	460	595
1936	57	29,9	8.002	481	441	434
1937	78	35,8	9.066	567	483	502
1938	138	37,2	9.652	559*	471	441

* Ende November.

Unter den landwirtschaftlichen Erzeugnissen waren die Weizen- und Baumwollbestände Ende 1938 höher als am Ende des vorhergehenden Jahres; 1938 war der Ertrag der Weltweizenernte der höchste überhaupt bekannte: die europäische Erzeugung übertraf den bisherigen Gipfel von 1933 um 5 v. H., und in den Vereinigten Staaten war der Ertrag um 11 v. H. höher als die bisher höchste Ernte des Jahres 1928.

Die Preise für Kanadaweizen fielen an den freien Weltmärkten während des Jahres 1938, das für Getreide im allgemeinen ein schlechtes Jahr war, um über 50 v. H. Die tierischen Erzeugnisse (Butter, Fleisch, Eier usw.) hielten sich bedeutend besser im Preise; hier betrug der durchschnittliche



Nettorückgang während des Jahres nicht einmal 5 v. H. Die Weizenausfuhrländer haben den durch den Preissturz verursachten Stoß natürlich heftig gespürt, im allgemeinen ist der Einnahmeanteil der Landwirte aus der Weizenerzeugung aber nicht bedeutend. Die Weizenernte der Vereinigten Staaten betrug im Jahre 1938 ungefähr 1 Milliarde Bushels, und wenn der auf der Farm gezahlte Preis mit etwa 50 Cents angenommen wird, so stellt sich die gesamte

Bareinnahme aus der Ernte auf 500 Millionen Dollar, was kein sehr ansehnlicher Bestandteil — nämlich weniger als 7 v. H. — der gesamten auf rund 7,5 Milliarden Dollar geschätzten Bareinnahmen der Landwirtschaft ist. Immerhin bildet der Weizen die wichtige, leicht verkäufliche Erntefrucht mehrerer großer Gebiete sowohl in den Vereinigten Staaten wie anderswo, und seine politische Bedeutung ist im allgemeinen erheblich.

Einer der Gründe, weswegen die Preise der tierischen Erzeugnisse sich besser

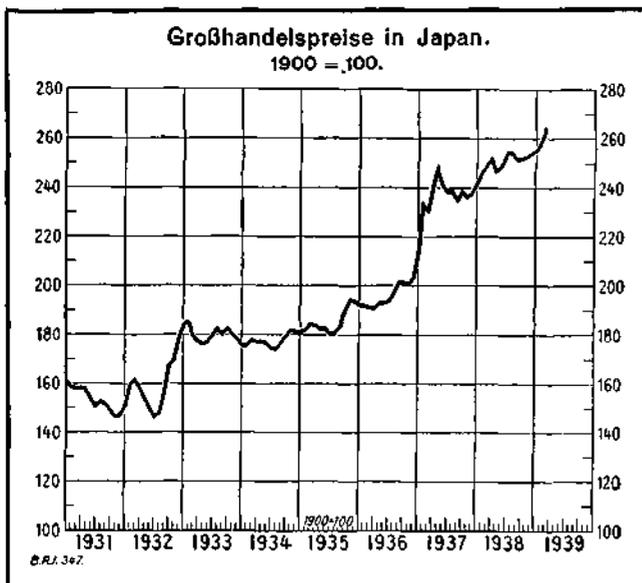
hielten als die Getreidepreise, ist der erhöhte Verbrauch teurerer Lebensmittel (wie Fleisch und Eier) und der Rückgang des Brotverbrauchs bei den Bevölkerungsschichten mit höherer Lebenshaltung. In den Vereinigten Staaten ist der Gesamtwert des Jahresertrags der Geflügelwirtschaft (Eier, Hühner usw.) höher als der Wert der jährlichen Weizenerzeugung. Die größere Widerstandsfähigkeit der Preise der tierischen Erzeugnisse ist nicht erst eine neuere Erscheinung

Meßziffern der Großhandelspreise.

1929 = 100	1937		1938		1939			Veränderung von Dez. 1937 bis Dez. 1938 in v. H.
	Dez.	Juni	Dez.	Jan.	Febr.	März		
Kanada	87	84	77	77	77	.	- 11,3	
Großbritannien . .	94	88	86	85	85	85	- 8,6	
Dänemark	111	103	102	102	102	101	- 8,3	
Belgien	77	74	71	71	71	71	- 7,9	
Niederlande	76	72	71	70	70	70	- 6,6	
Schweden	97	93	91	91	91	91	- 6,6	
Albanien	67	62	63	63	62	.	- 6,0	
Portugal	103	98	97	.	.	.	- 6,0	
Ver. Staat. v. Amer.	86	82	81	81	81	.	- 5,7	
Norwegen	107	103	101	99	99	99	- 5,6	
Polen	60	59	57	57	57	57	- 5,3	
Griechenland	126	123	120	120	120	.	- 4,9	
Finnland	104	99	100	100	100	.	- 3,9	
Schweiz	78	76	75	75	75	75	- 3,2	
Jugoslawien	79	79	77	77	76	76	- 3,0	
Ungarn	88	88	85	85	85	86	- 2,9	
Lettland	96	94	93	95	96	.	- 2,6	
Danzig	102	98	100	.	.	.	- 2,0	
Estland	86	86	86	87	87	.	- 0,9	
Italien	101	101	101	102	102	102	0	
Deutschland	77	77	78	78	78	78	+ 0,8	
Rumänien	79	80	81	83	.	.	+ 2,3	
Bulgarien	65	63	67	67	66	.	+ 3,2	
Tschecho-Slowakei	80	80	85	86	.	.	+ 5,4	
Japan	110	116	116	118	120	121	+ 5,8	
Frankreich	101	105	109	110	109	109	+ 8,4	

— sie ist vielmehr eine Eigentümlichkeit der Preisbewegungen seit der Mitte des neunzehnten Jahrhunderts und zeigte sich besonders deutlich in der schweren landwirtschaftlichen Krise von 1896, als der Weizenpreis heftig sank. Wandlungen in der Nachfrage der Verbraucher müssen natürlich zu Veränderungen in der Produktion führen, die notwendigen Anpassungen können aber manchmal schwer durchzuführen sein. Die dänischen Landwirte sind bekannt dafür, daß sie sich den jeweiligen Veränderungen auf den Hauptausfuhrmärkten mit großer Beschleunigung anpaßten; sie haben sich auf diese Weise einen Vorteil gegenüber ihren Wettbewerbern verschafft. Als von 1870 an die europäische Getreideerzeugung den starken Wettbewerb überseeischer Länder zu spüren bekam, beschloß Dänemark, den Bauern keinen Zollschutz zu gewähren, sondern seine Landwirtschaft derart umzustellen, daß sie den wachsenden Bedarf an Butter, Speck, Eiern usw. befriedigen konnte; diese Politik ist ziemlich beharrlich bis in die Gegenwart befolgt worden.

Die verschiedenen Einflüsse, denen die allgemeine Preishöhe seit Mitte 1938 unterworfen war — die Erholung bei einem Teil der industriellen Rohstoffe und das andauernde Fallen der Getreidepreise —, haben in den meisten Ländern zu einer bemerkenswerten Stabilität des allgemeinen Großhandelspreisstandes geführt.



In Japan setzten jedoch die Preise 1938 nach einem steilen Anstieg im vorhergehenden Jahr ihre Aufwärtsbewegung fort, und die durch die Abwertung des Yen um etwa 70 v. H. erzielte Preisspanne scheint vollständig verschwunden zu sein.

In Italien ist der allgemeine Großhandelspreisstand seit der Zeit der Liraabwertung im Herbst 1936 bis Ende 1937 um rund 25 v. H. gestiegen, seitdem aber unverändert ungefähr auf dem gleichen Stande wie 1929 geblieben.

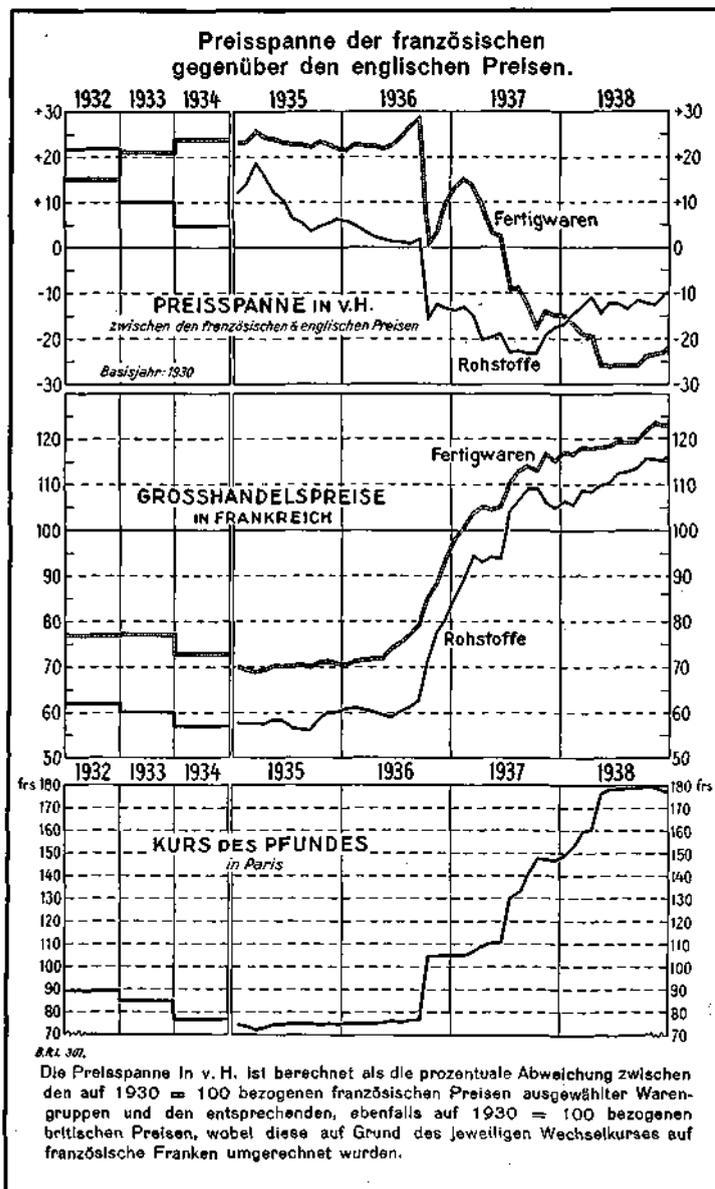
In den Preisbewegungen verschiedener Warengruppen sind jedoch Abweichungen zu verzeichnen; während die Fertigwaren, insbesondere Nahrungsmittel und Textilwaren, teurer geworden sind, blieben die Halbfabrikate unverändert, und die Rohstoffpreise gingen zurück.

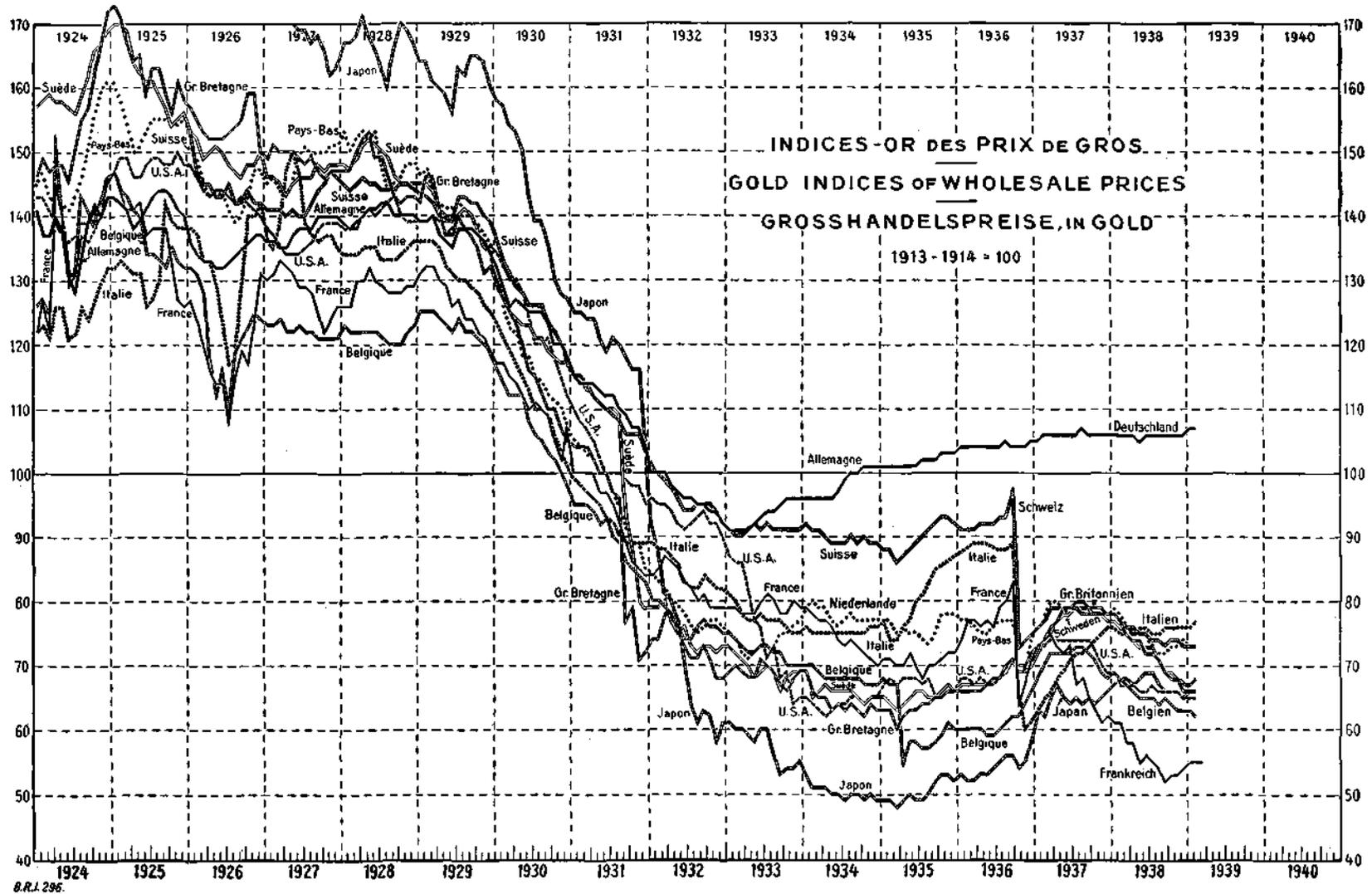
In Frankreich gingen die Preise 1938 wieder aufwärts, aber nicht so steil wie in den vorhergehenden 18 Monaten. Die französischen Preisbewegungen in den letzten Jahren liefern ein fesselndes Beispiel für den Zusammenhang

zwischen dem inneren und äußeren Gleichgewicht im Preisgefüge eines Landes. Einige der Haupttendenzen mögen durch einen Vergleich zwischen den unterschiedlichen Preisbewegungen der Rohstoffe und Fertigwaren in Frankreich und England von 1932 bis 1938 veranschaulicht werden.

1935, als der Kurs von etwa 75 Franken für das Pfund noch in Geltung war, blieben die französischen Preise trotz des Rückgangs, der in den beiden vorhergehenden Jahren eingetreten war, über den britischen Preisen — bei den Fertigwaren betrug der Unterschied gegenüber 1930 sogar 23 v. H. —, ein Beweis für die damalige Überbewertung der französischen Währung. Im folgenden Jahr erweiterte sich die Spanne bei den Fertigwaren, da die Produktionskosten durch die im Sommer 1936 eingeführten sozialpolitischen und sonstigen

Veränderungen erhöht worden waren; gleichzeitig trat, wie das Schaubild zeigt, ein wachsender Unterschied zwischen den Preisbewegungen der Fertigwaren und Rohstoffe ein. Mit der Abwertung im September 1936, die einen Pfundkurs von etwa 105 Franken ergab, verringerte sich der Unterschied zwischen den französischen und den britischen Preisen plötzlich, aber sowohl die äußere wie die innere Spanne erschienen am Ende des Jahres in gewissem Ausmaß von neuem und Anfang 1937 erweiterten sie sich beträchtlich. Anfang 1937 war es auch, als die 40-Stunden-Woche eingeführt und bedeutende Lohnerhöhungen vorgenommen wurden. Im Verlaufe des Jahres 1937 fiel der Franken stufenweise von 105 auf 112 und im Sommer





B.R.I. 296.

auf 135, während er am Ende des Jahres auf 150 zum Pfund stand. Die französische Preissteigerung begann sich jedoch zu verlangsamen, und bald entstand eine bedeutende Spanne zugunsten der französischen Preise, die durch das Sinken des Franken auf über 150 für das Pfund Anfang 1938 und die folgende de-facto-Stabilisierung zum Kurs von etwa 178 weiter vergrößert wurde. Die Spanne wurde für die Fertigwaren sogar noch größer als für die Rohstoffe, so daß die Lage, die im Sommer 1936 bestanden hatte, vollständig in ihr Gegenteil verkehrt wurde.

Die heftigen Bewegungen der Währungswerte, Preise und Kosten in den letzten zehn Jahren haben gezeigt, wie wichtig es ist, den Störungen nachzugehen, die im inneren Kosten- und Preisgefüge und im Verhältnis verschiedener Gruppen von Inlands- und Auslandspreisen entstehen. Auf diese Weise gewinnt man einen besseren Einblick in die Rolle, welche die einzelnen wirkenden Kräfte nicht nur für das Äußere, sondern auch für das innere Gleichgewicht im Aufbau verschiedener Volkswirtschaften spielen, sowie in die Bedeutung dieses zweifachen Gleichgewichts.

In einer Zeit fallender Preise müssen sich die Großhandelspreise in Ländern, die eine feste Währung haben und verhältnismäßig frei von einschränkenden Bestimmungen sind, bis zu einem gewissen Grade den allgemeinen Bewegungen anpassen; da aber die Kosten weniger anpassungsfähig sind, kann in der inneren Produktion eine Störung des Gleichgewichts entstehen. Der Preissturz, der im zweiten Halbjahr 1937 eintrat und sich 1938 fortsetzte, hat vielen Ländern erhebliche Anpassungsschwierigkeiten verursacht, und die Erfahrung hat gezeigt, daß die Fertigwarenpreise nur wenig an der Abwärtsbewegung teilgenommen haben. Preise, die entweder durch Inner- oder zwischenstaatliche Regelungen kontrolliert werden, geraten gewöhnlich zuletzt in Bewegung. Aber auch sie sind dem Druck unterworfen: als Beispiel sei die im Dezember 1938 beschlossene Herabsetzung der britischen Stahlpreise um 5 bis 8 v. H. erwähnt.

Für die Verbraucher und Erzeuger sind natürlich in erster Linie die Preise in ihrer Landeswährung von Bedeutung; um aber den Grad der Übereinstimmung zwischen der Preishöhe in verschiedenen Ländern zu zeigen, ist ein gemeinsamer Nenner erforderlich, der zweckmäßig im Gold gefunden werden kann. Mit Hilfe einer Umrechnung der verschiedenen Preismaßziffern auf Goldbasis läßt sich auch angeben, in welchem Ausmaß die Goldpreise seit 1929 gesenkt worden sind. Das Schaubild auf der vorhergehenden Seite zeigt die Großhandelspreise in einer Reihe von Ländern auf Goldbasis im Vergleich zu den Vorkriegsverhältnissen (1913/14 = 100).

Mit Ausnahme von Deutschland, wo die Preisbewegungen (in Gold zum amtlichen Kurs der Reichsmark gerechnet) sich seit 1933 von der Entwicklung außerhalb Deutschlands gelöst haben, und von Frankreich, wo infolge der letzten Abwertungen die Preise in Gold ausgedrückt noch immer niedriger sind als anderswo, ist eine gewisse Übereinstimmung der Goldpreise bei einem Stand zwischen 65 und 75 v. H. der Vorkriegshöhe wahrnehmbar. Wie

aus der Zeichnung ersichtlich ist, näherten sich die Preismeßziffern der verschiedenen Länder einander auch 1929, damals aber bei einem Stande, der 40 v. H. über der Vorkriegshöhe lag. In Gold gerechnet, sind die Großhandelspreise der Welt gegenwärtig nur halb so hoch wie vor zehn Jahren, und sie halten sich jetzt schon fünf Jahre lang trotz der bedeutenden Steigerung der laufenden Goldgewinnung und der Rüstungsausgaben mehr oder weniger auf dieser Höhe.

III. GOLDGEWINNUNG UND GOLDBEWEGUNGEN.

Die Goldproduktion ist 1938 sowohl absolut wie relativ stärker gestiegen als im Jahre 1937. Die Zunahme gegenüber dem vorhergehenden Jahr betrug 5,6 v. H., die erzeugte Menge belief sich auf annähernd 37 Millionen Unzen im Werte von 1.290 Millionen Dollar. Hauptgoldempfänger waren wieder die Vereinigten Staaten; die Zunahme ihrer Bestände betrug 1.750 Millionen Dollar und überstieg die gesamte gleichzeitige Golderzeugung um mehr als 35 v. H. Im Herbst 1938, als die Hauptmasse dieses Goldes nach Neuyork verschifft wurde, diente es als Träger gewaltiger Bankmittelbewegungen, neben deren eindringlichem Schauspiel das tieferliegende Wirken von Änderungen der Waren- und Kapitalströme leicht unbeachtet bleiben könnte. Tatsächlich kann mehr als die Hälfte der Golderwerbungen der Vereinigten Staaten im Jahre 1938 mit dem hohen Ausfuhrüberschuß des Landes in Zusammenhang gebracht werden und noch nicht die Hälfte mit einem Nettokapitalzufluß. Die Kapitalbewegungen — besonders die Übertragung unruhig gewordener Gelder — gewannen allerdings in den ersten vier Monaten 1939 an Bedeutung; sie wurden in steigendem Maße veranlaßt durch die Kriegsfurcht, welche Institute und Privatpersonen gleicherweise bestimmte, ihre Liquidität, insbesondere in Dollar, zu erhöhen. Die vermehrten Auslands-Goldbestände der Zentralbanken sind eine weitere Äußerung der gleichen Besorgnis; das Earmark-Gold bei den Bundes-Reserve-Banken hat 1938 um 333 Millionen Dollar zugenommen.

Einen Nettogoldverlust hat der britische Währungsausgleichsfonds erlitten, der 1938 wahrscheinlich etwa 200 Millionen Pfund in der Hauptsache für die Ausfuhr nach den Vereinigten Staaten abgegeben hat; ein Teil ist aber auch, namentlich in den letzten Monaten des Jahres, nach Frankreich zurückgekehrt. Der auf den Londoner Markt ausgeübte Druck brachte den Goldpreis am 26. November 1938 auf die Höhenrekordziffer von 150 Shilling und den Jahresumsatz bei den täglichen amtlichen Preisfestsetzungen auf 208 Millionen Pfund, gegenüber 123 Millionen Pfund im vorhergehenden Jahr. Die Goldhortung ließ während der verschiedenen Abschnitte des Jahres 1938 entgegengesetzte Tendenzen erkennen, das Endergebnis scheint aber eine Zunahme des gesamten gehorteten Goldes um 100 bis 200 Millionen Dollar gewesen zu sein. In den ersten Monaten 1939 verließen jedoch bedeutende Beträge die Horte und nahmen ihren Weg hauptsächlich in den Dollar.

Die Höherbewertung der Goldbestände bei den Zentralbanken zu Sätzen, die mit dem laufenden Goldpreis besser in Einklang stehen, nahm ihren Fortgang, wobei die Neubewertung der Bestände der Bank von England besonders bemerkenswert war. Ende März 1939 waren etwa 90 v. H. des Währungsgoldvorrats der Welt neu bewertet.

1. DIE GOLDVERSORGUNG.

Die fortgesetzte Zunahme der jährlichen Golderzeugung ist aus der nachfolgenden Aufstellung ersichtlich.

Die Golderzeugung der UdSSR wird für 1938 auf die gleiche Ziffer von 5 Millionen Unzen (175 Millionen Dollar) wie im Jahre 1937 geschätzt, da über

Jahr	Südafrika	UdSSR (¹)	Vereinigte Staaten (²)	Kanada	Sonstige Erzeu- gungs- länder	Weiterzeugung (³)	
	in Tausend Unzen fein						in Millionen Dollar (⁴)
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	6.326	25.526	893
1934	10.480	3.858	2.916	2.972	6.950	27.176	951
1935	10.774	4.500	3.619	3.285	7.376	29.554	1.034
1936	11.336	5.280	4.296	3.748	8.338	32.998	1.155
1937	11.735	5.000	4.753	4.096	9.304	34.888	1.221
1938	12.161	5.000	5.008	4.716	9.969	36.854	1.290

- (¹) Für die UdSSR stehen keine amtlichen Zahlen zur Verfügung, aber die Veränderungen in v. H. werden in unregelmäßiger Folge angegeben. Die vorstehenden Ziffern sind Schätzungen.
(²) Einschließlich Philippinen. (³) Teilweise berichtigte Zahlen.
(⁴) Die Beträge sind in Dollar zum gegenwärtigen Wert von 35 Dollar für eine Unze Feingold angegeben.

die tatsächlich gewonnene Menge keine Angaben vorhanden sind. Die bekannt gewordene Goldausfuhr aus der UdSSR belief sich im Jahre 1938 auf 115,5 Millionen Dollar, gegenüber 200 Millionen Dollar im vorhergehenden Jahr; das Gold wurde über London verkauft. Eine im Herbst 1938 erlassene Verordnung der Sowjetregierung bestimmte, daß in Zukunft Genehmigungen zur Ausfuhr von inländischem Gold nach andern Ländern als Frankreich, Großbritannien und den Vereinigten Staaten nicht erteilt würden; ausdrücklich verboten wurde jede Goldausfuhr nach Ländern mit Devisenbewirtschaftung. Von Zeit zu Zeit wurden in den Vereinigten Staaten für sowjetrussische Rechnung neuzeitliche Maschinen für den Goldbergbau gekauft, was als ein Zeichen der dauernden Entwicklung der Golderzeugung des Landes angesehen werden kann.

Grubenkammer von Transvaal. — Verhältnisse bei den großen Grubengesellschaften in den Jahren 1932 und 1938.

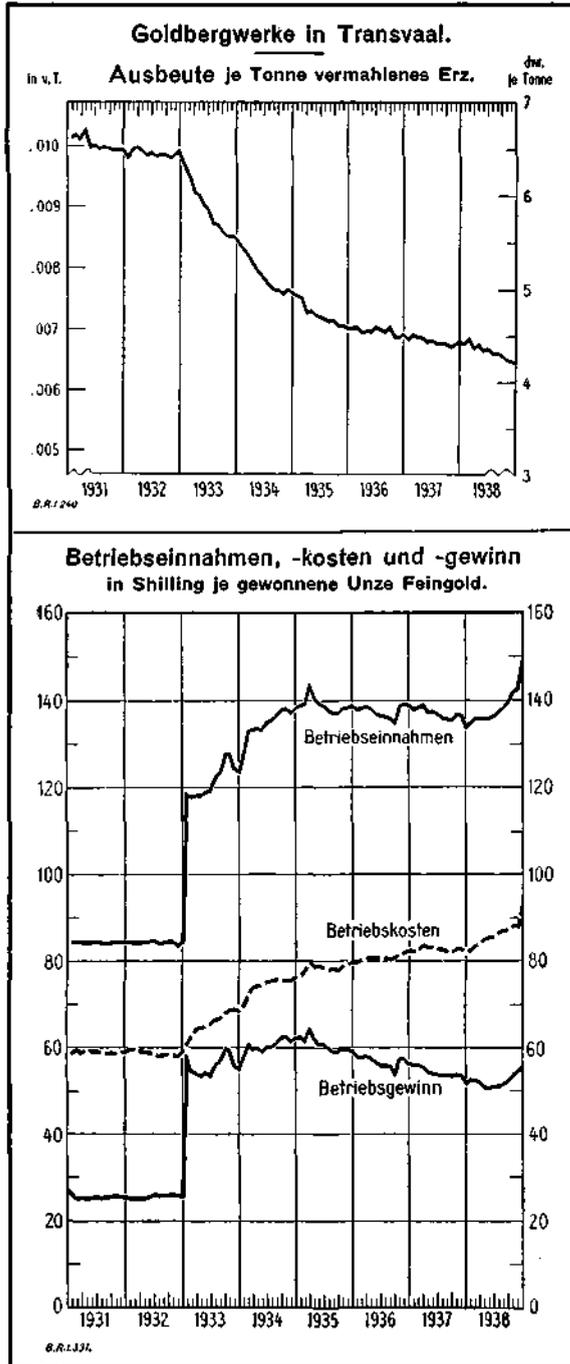
	1932	1938	Veränderung in v. H.
Goldpreis (Jahresdurchschnitt)	85 s 0d	141 s 9d	+ 66,8
Gehalt des vermahlenden Erzes: Ausbeute je Tonne (in dwts.*)	6,48	4,35	— 32,9
Menge des vermahlenden Erzes (in Millionen Tonnen) . . .	35,210	54,275	+ 54,1
Roheinnahmen je vermahlene Tonne	27 s 7d	31 s 1d	+ 12,4
Betriebskosten je vermahlene Tonne	19 s 2d	19 s 3d	+ 0,4
Betriebsgewinn je vermahlene Tonne	8 s 5d	11 s 10d	+ 40,6
Gesamtbetriebsgewinn	14,7 Millionen £	31,9 Millionen £	+ 117,6
Gesamtgoldausbeute: in Pfund zum jeweiligen Wert in Tausend Unzen	49,1 Millionen £ 11.554	83,6 Millionen £ 12.157	+ 70,3 + 5,2

*) 1 dwt = 1.5552 g.

Die Goldgewinnung in Südafrika stieg 1938 um 3,6 v. H., d. h. im gleichen Ausmaß wie im vorhergehenden Jahr trotz des weiteren Rückgangs im Durchschnittsgehalt des vermahlenden Erzes. Die Tabelle auf Seite 61 und die Schaubilder zeigen einige der wichtigsten Änderungen in den Verhältnissen der südafrikanischen Golderzeugung für die Jahre 1932 und 1938.

Das Steigen des Goldpreises bei gleichbleibenden Kosten je vermahlene

Tonne ließ es lohnend erscheinen, geringerwertige Erze zu verarbeiten, so daß, wenn auch eine größere Menge Erz jährlich vermahlen wurde, doch das Leben der Gruben verlängert wurde. Die Grubengesellschaften haben weniger den größtmöglichen augenblicklichen Gewinn angestrebt (den sie erzielt hätten, wenn weiter höherwertige Erze vermahlen worden wären) als die Erhaltung eines verhältnismäßig hohen Gewinns in der Zukunft. Die Vermahlung einer größeren Erzmenge setzt indessen eine ausreichende Versorgung mit Arbeitskräften voraus (daher führte die eingeschlagene Politik eine Zunahme der Beschäftigung in der Union herbei). Tatsächlich war der notwendige Bedarf an Arbeitskräften außerordentlich hoch. Die durchschnittliche Zahl der beschäftigten Europäer am Witwatersrand stieg von 23.051 im Jahre 1932 auf 39.408 im Jahre 1938, die der eingeborenen Arbeiter in der gleichen Zeit von 214.781 auf 309.286. In den letzten Jahren wurden mehr Arbeitskräfte aus dem tropischen Afrika angeworben, wenn ihre Gesamtzahl bisher auch nur etwa 10.000 beträgt. Es wird berichtet, daß dank der verbesserten ärztlichen und sonstigen Leistungen geeignete Arbeits- und Lebensbedingungen geschaffen worden sind, was beispielsweise in dem Rückgang der Krankheits- und



Sterblichkeitsziffer zum Ausdruck kommt. Die Versorgung mit Arbeitern — europäischen und eingeborenen — wird natürlich durch die anderweitigen Beschäftigungsaussichten beeinflußt; in dieser Hinsicht war die Krise von 1929, welche die Beschäftigungsmöglichkeiten in anderen Berufen verringerte, für die Grubengesellschaften günstig. Bemerkenswerterweise hat sogar der kurze wirtschaftliche Aufschwung im Jahre 1936/37 mit der gesteigerten Nachfrage nach Diamanten, landwirtschaftlichen Erzeugnissen und Rohstoffen die Versorgung der Goldminen mit eingeborenen Arbeitern etwas beeinträchtigt, während der erneute Preissturz im Jahre 1937 es ermöglichte, wieder mehr Eingeborene aus der Union anzustellen. 1938 verlangte die Gewerkschaft der europäischen Arbeiter gewisse Verbesserungen ihrer Lage; als Ergebnis der Verhandlungen wurde ein Sparfonds errichtet, zu dem die Industrie jährlich etwa 500.000 Pfund beisteuert.

Für die großen, der Grubenkammer von Transvaal angeschlossenen Gesellschaften am Witwatersrand — auf die praktisch die gesamte Goldförderung entfällt — kann die Verteilung der aus Goldverkäufen erzielten Erlöse ungefähr angegeben werden.

Verteilung der aus Goldverkäufen erzielten Erlöse	Millionen Pfund	Hundertsatz
An die Gemeinschaft: Betriebskosten	51,7	61,8
An die Regierung: Steuern und Gewinnanteil	13,4	16,1
An die Aktionäre: Dividenden	17,2	20,6
Sonstiges (einschließlich Ausgaben für Neuanlagen aus den laufenden Einnahmen)	1,3	1,5
Zusammen . . .	83,6	100,0

Von 1932 bis 1938 hat die Zahl der Angestellten und Arbeiter um nahezu 50 v. H. zugenommen; die Goldausbeute stieg aber nur um 5,2 v. H.. 1932 waren 32 produzierende Goldbergwerke in Betrieb, 1937 dagegen waren es 37 (von denen sechs seit 1932 in Betrieb genommen waren) und dazu 22 neue Gruben, die zwar noch nicht ergiebig waren, von denen aber viele die Aussicht auf eine bedeutende Ausbeute in den kommenden Jahren eröffnen. Es ist deshalb mit einem weiteren und beschleunigten Ansteigen der südafrikanischen Erzeugung zu rechnen.

Während die südafrikanische Goldförderung von 1932 bis 1938 nur um 5,2 v. H. gestiegen ist, hat sich die Gewinnung in der übrigen Welt nahezu verdoppelt. Die starke Vermehrung der Goldvorräte der Welt im Laufe der letzten Jahre ist also fast ganz auf die Mehrerzeugung außerhalb Südafrikas zurückzuführen; diese Entwicklung kann aber in Zukunft umschlagen, teils infolge höherer Erträge der südafrikanischen Bergwerke und teils weil die stärkere Ausbeutung in anderen Ländern zu einer verhältnismäßig raschen Erschöpfung ihrer Goldlager führen kann.

Im Augenblick ist jedoch die Tendenz in den Ländern außer Südafrika noch immer die einer anhaltenden Steigerung. In den Vereinigten Staaten ist die Erzeugung um 3 v. H., auf den Philippinen aber um 25 v. H. gestiegen

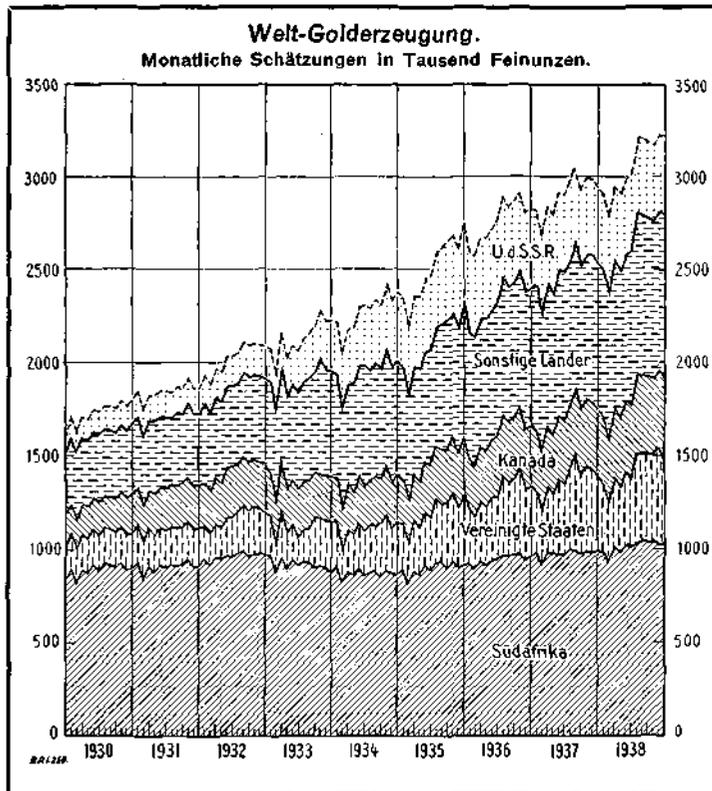
Die Golderzeugung in den Hauptländern	1932	1938	Prozentuale Veränderung von	
	in Tausend Unzen fein		1932 bis 1938	1937 bis 1938
Südafrika	11.559	12.161	+ 5,2	+ 3,6
Übrige Welt:	12.695	24.693	+ 94,5	+ 6,7
UdSSR ⁽¹⁾	1.938	5.000	+ 158,0	—
Ver. St. v. Amerika ⁽²⁾	2.449	5.008	+ 104,5	+ 5,4
Kanada	3.044	4.716	+ 54,9	+ 15,1
Australien	714	1.570	+ 119,9	+ 13,7
Mexiko	584	916	+ 56,8	+ 8,3
Rhodesia	581	816	+ 40,4	+ 1,0
Japan ⁽¹⁾	402	755	+ 87,8	+ 4,4
Sonstige Länder	2.983	5.912	+ 98,2	+ 6,6
Gesamte Golderzeugung	24.254	36.854	+ 52,0	+ 5,6

⁽¹⁾ Geschätzte Zahlen.

⁽²⁾ Einschließlich Philippinen.

(von 692.000 Unzen im Jahre 1937 auf 862.000 Unzen im Jahre 1938). In der ersten Hälfte des Jahres wurden auf diesen Inseln sechs neue Bergwerke in Betrieb genommen und die Eröffnung weiterer vorbereitet.

In Kanada ging die Erzeugung ebenfalls mit Riesenschritten vorwärts; sie ist von 1937 bis 1938 um 15 v. H. gestiegen. Die bereits bestehenden Gruben erhöhten ihre Förderung und neue wurden in Bearbeitung genommen. Die Tätigkeit scheint sich jedoch mehr auf die Verbesserung bestehender Anlagen als auf die Suche nach neuen Fundstätten erstreckt zu haben. Von der



„Canadian National Railway Co.“ wurde eine neue 100 Meilen lange Eisenbahnstrecke für die Erschließung neuer Goldgrubengebiete eröffnet. Im allgemeinen verwendet man weiter das Flugzeug als nützliches Verkehrsmittel für weitabgelegene Gebiete. Die Bedeutung der Golderzeugung läßt sich daran ermessen, daß auf sie volle 50 v. H. des Gesamtwertes der Metallgewinnung des Landes entfallen.

Außer den vier Hauptproduktionsländern — Südafrika, Vereinigte Staaten, Rußland und

Kanada — ist Australien von besonderer Bedeutung, dessen Golderzeugung von 1932 bis 1938 um 120 v. H. und im letzten Jahr um beinahe 14 v. H. zugenommen hat. Im allgemeinen haben die Regierungen weitere Schritte zur Anregung der Goldgewinnung unternommen: In Japan wurde der an die Erzeuger gezahlte Preis wieder erhöht; Rumänien hat für die den verschiedenen Gruppen von Erzeugern inländischen Goldes gewährten Prämien feste Sätze eingeführt — die Gesamtausbeute des Jahres 1938 betrug 175.000 Unzen —; in Frankreich wurden dem Kolonialministerium 100 Millionen französische Franken zur Förderung der Erzeugung in Guyana, Guinea und Madagaskar bewilligt. In Jugoslawien haben 1938 bei einer Gesamtgewinnung von rund 78.000 Unzen die Staatsgruben 17.500 Unzen geliefert. Überall werden neuzeitliche Methoden für den Abbau und die Erforschung von Goldvorkommen angewandt; es bleibt abzuwarten, inwieweit sie zu einer verhältnismäßig raschen Erschöpfung der vorhandenen Lager beitragen werden, besonders da nur wenige Länder dem Beispiel der vorsichtigeren Politik der südafrikanischen Gesellschaften folgen. Auch abgesehen von der staatlichen Unterstützung ist die Anziehungskraft des Goldbergbaus gegenwärtig sehr stark. Der Goldpreis liegt bei 148 Shilling für die Unze fein um 74 v. H. über demjenigen von 1929, während die Preise anderer Waren in Pfund Sterling, beispielsweise am Großhandelsindex gemessen, noch unter dem Stande von 1929 liegen und die Produktionskosten bei der Goldgewinnung im allgemeinen nicht stärker als in anderen Produktionszweigen gestiegen sind.

Die aus den asiatischen Ländern kommenden Goldmengen, die eine Reihe von Jahren von erheblicher Bedeutung waren und 1932 die Höchstziffer von 378 Millionen Dollar erreichten, sanken 1937 auf 68 Millionen Dollar und 1938 auf 57 Millionen Dollar.

Gold aus Asien	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	109	12	10	131
1937	50	17	1	68
1938	43	0**	14	57
Zusammen . .	1.302	142	130	1.574

* Nur Privatbesitz. ** China hatte einen Netto-Import von 4 Millionen Dollar aufzuweisen.

Die für künstlerische und gewerbliche Zwecke gebrauchten Goldmengen sind schwieriger denn je zu schätzen. Im Jahre 1937 war mit dem wachsenden Wohlstand eine steigende Tendenz zum Erwerb von Gold für Schmuckgegenstände wahrnehmbar, das Gold floß aber — in Form von Abfall, Münzen usw. — weiter in unverminderten Mengen zurück, so daß der gewerbliche Reinverbrauch nicht hoch war und für die Welt im ganzen

gesehen wahrscheinlich geringer als der aus den asiatischen Horten stammende Goldbetrag.

So kann der 1938 für Währungszwecke zur Verfügung gestellte Goldbetrag auf 1,3 Milliarden Dollar geschätzt werden, d. h. auf etwas mehr als die Jahreserzeugung von 1,29 Milliarden Dollar.

2. GOLDBEWEGUNGEN BEI WAHRUNGSBEHÖRDEN UND PRIVATEN HORTEN.

Der Verbleib des für Währungszwecke zur Verfügung gestellten Goldes im Werte von 1,3 Milliarden Dollar ist nicht schwer zu erklären, da ja die ausgewiesenen Goldbestände der Notenbanken im Jahre 1938 um 1,75 Milliarden Dollar angewachsen sind. Diese Zahl enthält die Goldbestände, die als solche in den Ausweisen der Zentralbanken angegeben sind, und so gut wie das gesamte Gold des amerikanischen Währungsausgleichsfonds, schließt aber allgemein das unter anderen Posten gehaltene Gold aus und berücksichtigt auch nicht die UdSSR und Spanien, für welche ausreichende Angaben nicht zur Verfügung stehen. Nicht ausgewiesene Bestände sind insbesondere die des englischen Währungsausgleichsfonds (dessen Goldbesitz in den Jahren 1937 und 1938 nur in sechsmonatigen Abständen bekanntgegeben wurde) sowie die Bestände der französischen, holländischen und schweizerischen Ausgleichsfonds, deren Höhe nicht veröffentlicht worden ist. Der Unterschied von 450 Millionen Dollar zwischen der erzeugten Goldmenge und der Zunahme der ausgewiesenen Bestände bedeutet einen Rückgang des nicht ausgewiesenen Goldes, d. h. der Summe der von den Währungsfonds oder von privaten Horten in der westlichen Welt aufgenommenen Beträge.

Die über den englischen Währungsausgleichsfonds veröffentlichten Angaben werden in der folgenden Aufstellung zusammengefaßt. Da der Goldpreis

Englischer Währungsausgleichsfonds	In Millionen Unzen fein	In Millionen Pfund bei 140 Shilling je Unze fein
1937, 31. März	26,7	186,7
30. September	39,9	279,0
1938, 31. März	42,5	297,8
30. September	21,7	151,8
Abnahme vom 31. März 1938 bis 30. September 1938 . .	20,9	146,0

zwischen März und September 1938 gestiegen ist, hat der Ausgleichsfonds in diesen sechs Monaten rund 150 Millionen Pfund eingebüßt. Weitere Verluste traten im letzten Vierteljahr ein (sie führten Anfang 1939 zu einer Goldüberweisung von der Bank von England an den Fonds), und nach privaten Schätzungen wird der Gesamtrückgang der englischen Goldvorräte während des Jahres 1938 auf etwa 200 Millionen Pfund zum jetzigen Gold-

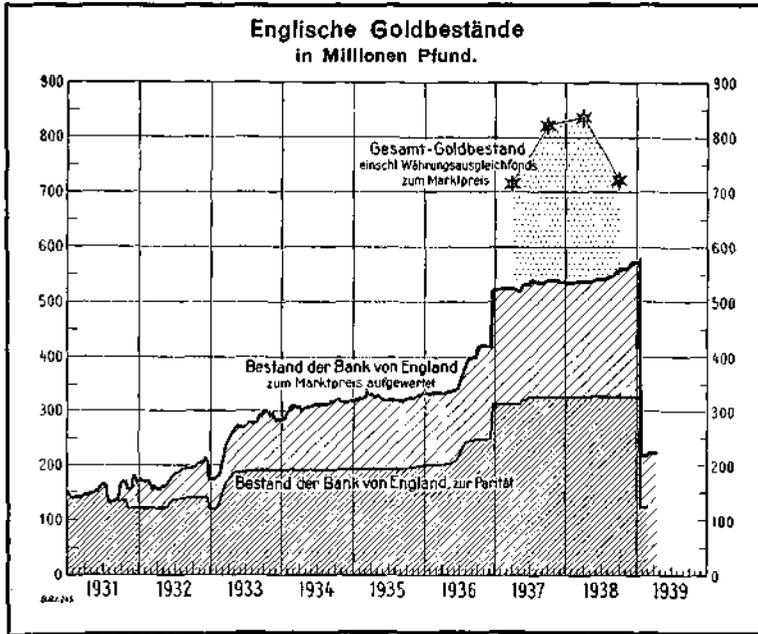
preis oder rund 900 Millionen Dollar angesetzt. Die englischen Verluste haben also ungefähr das Doppelte der 450 Millionen Dollar betragen, die von nicht ausgewiesenen auf ausgewiesene Bestände übertragen wurden; es bleibt daher noch der Verbleib weiterer 450 Millionen Dollar aufzuklären, die ihren Weg nicht zu den ausgewiesenen Beständen genommen haben.

Es besteht Grund zu der Annahme, daß der französische, holländische und schweizerische Währungsausgleichsfonds das Jahr mit einem vermehrten Goldbesitz abgeschlossen haben. Der Rückfluß von Geldern nach Frankreich in den letzten beiden Monaten 1938 hat den Goldbesitz des französischen Ausgleichsfonds auf einen gegenüber Ende 1937 erhöhten Betrag anwachsen lassen. Der schweizerische Fonds, dessen Nennwert unverändert bei 538,6 Millionen Schweizer Franken geblieben ist, dürfte Ende 1938 mehr in Gold und weniger in Guthaben angelegt gehabt haben als ein Jahr zuvor. Der holländische Fonds soll seinen Goldbesitz zu gewissen Zeiten des Jahres durch Vorschüsse der Niederländischen Bank vermehrt haben, während er Verkäufe von Gold in der Hauptsache erst seit Ende Februar 1939 vorgenommen hat; für das Jahr 1938 allein ist kaum zu bezweifeln, daß es mit einem gestiegenen Gesamtgoldbesitz endete. Somit kann von dem größeren Teil der 450 Millionen Dollar angenommen werden, daß er von den nicht ausgewiesenen Beständen verschiedener Währungsausgleichsfonds aufgenommen worden ist. Auch wenn Abgänge von anderen, nicht bekanntgegebenen Goldbeständen von Währungsbehörden in Rechnung gestellt werden, kann der Betrag, um den sich die privaten Horte während des Jahres erhöht haben, kaum mehr als ein- oder zweihundert Millionen Dollar ausmachen.

Was es einigermaßen schwierig macht, das Endergebnis der Hortung und Enthortung während des Jahres 1938 abzuschätzen, ist der Umstand, daß zu verschiedenen Zeiten des Jahres entgegengesetzte Tendenzen wirksam waren. In den ersten Monaten, als der wirtschaftliche Niedergang in den Vereinigten Staaten an Heftigkeit noch zunahm, entstanden Befürchtungen wegen der Aufrechterhaltung des Goldwertes des Dollars; am Devisenmarkt machten sich erhebliche Geldabziehungen von Neuyork bemerkbar, und am Londoner Goldmarkt setzte eine erneute Nachfrage nach Gold für Hortungszwecke ein.

Ende Februar 1938 erklärte dann Präsident Roosevelt, daß von einer Dollarabwertung keine Rede sein könne, und trug so zunächst dazu bei, die Flucht vom amerikanischen Markt und auch die Hortung einzudämmen. Bald danach gab die politische Lage in Europa zu Besorgnissen und dadurch zu einem Wiederaufleben der Hortung Anlaß. Das Aufgeld auf Goldmünzen stieg im Juli 1938 an einigen Tagen bis auf 9 v. H., ein Zeichen für die weitverbreitete Nachfrage nach Gold; wahrscheinlich hat der gehortete Betrag Mitte 1938 eine noch zu keiner Zeit verzeichnete Höchstziffer erreicht.

Eine neue Änderung der Entwicklungsrichtung stand aber bereits bevor. Anfang August gewann die Auffassung an Boden, daß das Pfund im Verhältnis zum Dollar überbewertet sei; außerdem lag der französische Franken erneut unter Druck und der Währungsfonds in Paris verlor erhebliche Goldbeträge. Zudem trat immer stärker die Möglichkeit politischer Verwicklungen in Europa in das Blickfeld. Besitzer von Pfunden auf dem Kontinent begannen in den Dollar überzugehen, ängstlich bemüht, eine Währung zu erhalten, die weniger leicht durch einen europäischen Konflikt in Mitleidenschaft gezogen werden könnte. Besitzer von Gold wurden ebenfalls unruhig, da sie befürchteten, daß in einem Ernstfall ihre Bestände durch Ausfuhrverbote oder in sonstiger Weise gesperrt



werden könnten; auch sie begannen daher, über ihr Gold zu verfügen und Dollarwerte zu erwerben. So ergab sich eine Bewegung aus den Goldhorten (und dem Pfund) heraus, die mit kleineren Unterbrechungen den ganzen Herbst und Winter über angehalten zu haben und im März 1939 besonders lebhaft geworden zu sein scheint. Es wurden nicht nur Dollarbeträge, sondern

auch andere Währungen, besonders französische Franken gekauft, da nach den Reynaudschen Reformen im Spätherbst Gelder nach Frankreich zurückgebracht worden waren.

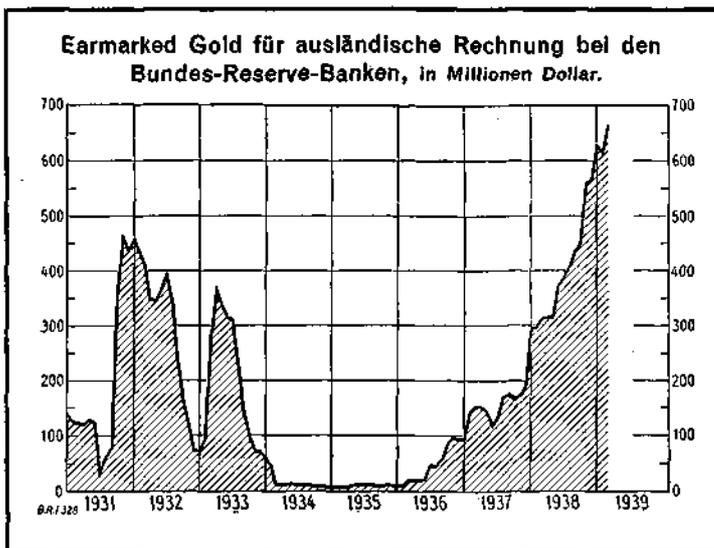
Einige Anhaltspunkte für die letzten Veränderungen der Goldhorte kann man aus den Bewegungen der Goldbestände Englands außerhalb der Bank von England und des Währungsausgleichsfonds entnehmen. In der folgenden Übersicht werden die Zahlen in Pfund Sterling auf der Grundlage von 140 Shilling für die Unze fein angegeben (um Schwankungen im Goldpreis auszuschalten):

In Millionen Pfund Sterling bei 140 Shilling je Unze fein	1937		1938	
	31. März	30. Sept.	31. März	30. Sept.
Währungsausgleichsfonds	187	279	298	152
Bank von England	517	538	538	538
Gesamtbestand . .	704	817	836	690
Abzüglich des Goldbestandes der Bank von England am 1. Januar 1932	200	200	200	200
Zunahme der Bestände seit 1. Januar 1932	504	617	636	490
Reineinfuhr von Gold nach Groß- britannien seit 1. Januar 1932 . .	744	786	825	811
Zunahme der Goldbestände außer- halb der Bank und des Fonds seit 1. Januar 1932	240	169	189	321

Das „Board of Trade Journal“ sagt in seiner Besprechung der Zahlungsbilanz für 1938, daß der erhebliche Überschuß der Goldeinfuhr in den letzten Jahren über die Spelung des Währungsausgleichsfonds und die Vermehrung der Bestände der Bank von England hinaus seine Erklärung darin finde, daß Gold nach London in Verwahrung gegeben oder am Londoner Markt gekauft und für Rechnung von ausländischen Banken und Privatpersonen niedergelegt wurde.

Eine weitere Verwicklung ergibt sich daraus, daß die britischen Währungsbehörden ihrerseits einen Teil ihrer eigenen Bestände in Earmark-Depots bei ausländischen Zentralbanken unterhalten können. Trotzdem ist die Zunahme des Goldes außerhalb der Bestände der Bank und des Fonds um mehr als 130 Millionen Pfund von März bis September 1938 bedeutungsvoll, denn sie läßt den Schluß zu, daß in diesen Monaten und besonders im September ausländische Banken und Privatpersonen — in erheblichem Umfang Zentralbanken — Pfundguthaben in Gold umgewandelt haben, und daß auch Gold nach London in Verwahrung gegeben wurde. Die Währungsbehörden halten vielfach Gold an ausländischen Plätzen, um es für die Begleichung von Auslandszahlungen zur Verfügung zu haben; im Kriegsfall kann es sich herausstellen, daß Goldverschiffungen nicht nur gewagt, sondern auch äußerst schwierig mit einiger Schnelligkeit durchzuführen sind. In diesem Zusammenhang ist das Anwachsen der bei den amerikanischen Bundes-Reserve-Banken unterhaltenen Gold-Earmarkdepots aufschlußreich, deren Beträge monatlich veröffentlicht werden.

In einigen Fällen sind auch besondere Angaben über das von den einzelnen Zentralbanken im Ausland gehaltene Gold verfügbar. Bis Ende November 1938 gab der Ausweis der Niederländischen Bank den Betrag des im Ausland gehaltenen Goldes getrennt an; damals stellte er sich auf 24 v. H. ihres gesamten Goldbestandes. In ähnlicher Weise zeigte der Ausweis der Schweizerischen Nationalbank, daß Mitte 1938 ein Drittel ihres Goldvorrats im Ausland lag. Die Schwedische Reichsbank unterhielt Ende 1938 fast



30 v. H. ihres Goldbestandes im Ausland; und es ist auch bekannt, daß ein großer Teil des Goldbestandes der Belgischen Nationalbank nach ausländischen Plätzen verschifft worden ist. Die britischen Währungsbehörden mögen ebenfalls Gold im Ausland, u. a. in Kanada und Südafrika, besitzen. Im Herbst 1938, als die Kosten der Versicherung gegen Kriegsge-

fahr hoch waren, ging die Reservebank von Südafrika dazu über, Gold für Rechnung ausländischer Eigentümer in Earmark-Depots zu halten, anstatt das Gold nach Europa oder anderen Plätzen zu verschiffen; im November wurde diese Praxis durch eine Ankündigung auch auf Privatpersonen ausgedehnt. Infolgedessen hörten die Goldausfuhren aus Südafrika ab September 1938 fast auf, sie setzten aber im Frühjahr 1939 wieder ein, als dieses Earmark-Gold (Ende März) einen Betrag von 40 Millionen Pfund erreicht hatte.

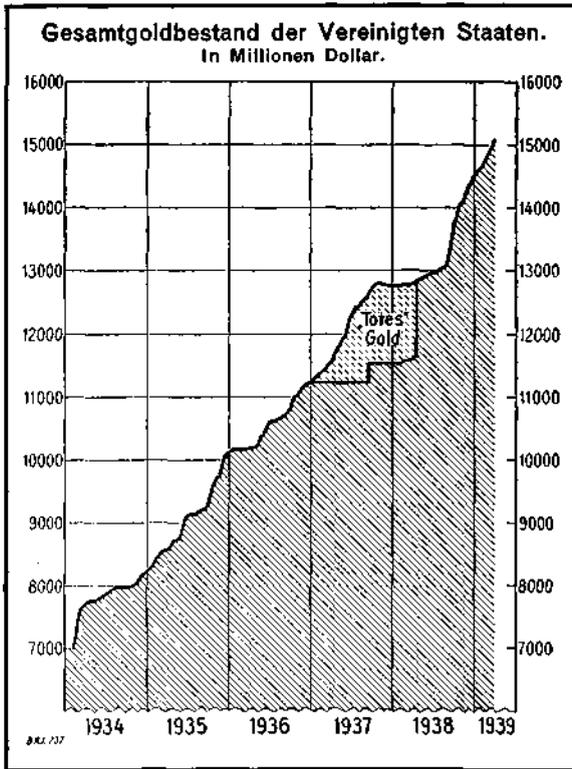
In England hörte die Ansammlung von Gold, die seit 1932 ununterbrochen vor sich gegangen war, im Sommer 1938 auf. Der Einfuhrüberschuß an Gold in Barren und Münzen belief sich in den ersten sieben Monaten des Jahres auf 85 Millionen Pfund; in den übrigen fünf Monaten folgte ein Ausfuhrüberschuß von 147½ Millionen Pfund; für das ganze Jahr betrug der Ausfuhrüberschuß 62½ Millionen Pfund. Die Richtungsänderung des Goldstroms war in erster Linie das Ergebnis von Bewegungen, welche ausländische Besitzer von Pfunden und Gold in London veranlaßt hatten. Der Fehlbetrag bei den laufenden Posten der Zahlungsbilanz, der für 1938 auf 55 Millionen Pfund geschätzt wird (d. h. etwa auf den gleichen Betrag wie im vorhergehenden Jahr), hätte an sich nicht zu einer nennenswerten Goldausfuhr geführt, denn er wurde wahrscheinlich wie in früheren Jahren reichlich gedeckt durch den Überschuß der eingehenden Tilgungs- und Zinszahlungen für Auslandsanleihen über neuerteilte Anleihen, die sich 1938 nur auf 28 Millionen Pfund beliefen. In den ersten Monaten 1939 hatte England weiter einen Ausfuhrüberschuß an Gold; er belief sich auf 95 Millionen Pfund, von denen 56 Millionen Pfund auf den Monat März entfallen. Es sind Anhaltspunkte für zunehmende Verkäufe von gehortetem Gold am Londoner Markt vorhanden, deren Erlös hauptsächlich in Dollarguthaben umgewandelt wird.

Die Goldbewegungen, von welchen die Vereinigten Staaten in den verschiedenen Abschnitten des Jahres betroffen wurden, nahmen im allgemeinen den umgekehrten Verlauf wie in England. In den ersten sieben Monaten 1938 betrug der Goldeinfuhrüberschuß nur 44 Millionen Dollar monatlich, während er für den Rest des Jahres auf 335 Millionen Dollar im Monatsdurchschnitt stieg. Die gesamte Mehreinfuhr belief sich auf 1.974 Millionen Dollar — die höchste Jahressumme, die jemals erreicht worden ist. Im Verein mit dem aus der inländischen Erzeugung stammenden Gold wirkte sie sich auf den Goldbesitz der Vereinigten Staaten in folgender Weise aus:

Einfuhrüberschuß	1.974	Zunahme der Währungsgoldbestände	1.752
Inländische Erzeugung	148	Reinzunahme des Earmark-Goldes für ausländische Rechnung . .	333
Zusammen	2.122	Zusammen	2.085

Die Gründe für den hohen Betrag des Earmark-Goldes wurden bereits oben angegeben. Mit den 1.752 Millionen Dollar, die 1938 zu den amerikanischen Goldbeständen hinzugekommen sind, und weiteren Golderwerbungen in den

ersten vier Monaten des Jahres 1939 besitzen die Vereinigten Staaten mehr als 15 Milliarden Dollar oder etwa 55 v. H. des Währungsgoldes der Welt. Der nachweisbare Grund für die Rekordgoldeinfuhr im Jahre 1938, die sich noch dazu auf wenige Monate zusammendrängte, waren von außen kommende Geldbewegungen (besonders die Kapitalausfuhr aus Europa), aber auch andere Einflüsse, namentlich der hohe amerikanische Warenausfuhrüberschuß von monatlich etwa 100 Millionen Dollar, der im letzten Halbjahr 1937 in Erscheinung trat und das ganze Jahr 1938 hindurch bestehen blieb, sind als wichtige



Ursachen der Golderwerbungen im Jahre 1938 zu berücksichtigen. Vorläufige Schätzungen der Zahlungsbilanz der Vereinigten Staaten ergeben bei den laufenden Posten einen Aktivsaldo von 965 Millionen Dollar. Demnach diente weit mehr als die Hälfte des Betrags, um den die amerikanischen Goldbestände während des Jahres angewachsen sind, zur Bezahlung des Ausfuhrüberschusses. In den einzelnen Abschnitten des Jahres war jedoch der Zusammenhang zwischen den Goldbewegungen und der Begleichung von Handelszahlungen weitgehend verdeckt, und zwar in der Weise, daß der Übertragung von Fluchtgeldern scheinbar eine größere Bedeutung zukam, als sie tatsächlich besaß: in der ersten Hälfte des Jahres zogen nämlich aus-

ländische Besitzer von Bankmitteln in Neuyork — vielfach in der Befürchtung einer Dollarabwertung — etwa 400 Millionen Dollar zurück und machten dadurch Dollarmittel verfügbar, die dazu dienten, den Bedarf von Handeltreibenden, die Zahlungen in den Vereinigten Staaten zu leisten hatten, auszugleichen. In der zweiten Jahreshälfte wurde dagegen Gold im Werte von 1.730 Millionen Dollar nach den Vereinigten Staaten verschifft, und zwar nicht nur zur Deckung der Geldbewegungen, sondern außerdem auch für laufende Handelszahlungen (tatsächlich sogar für mehr als die Nettohandelsbilanz, da die amerikanischen Handelskredite beschnitten wurden). Das für Zentralbanken gehaltene Earmark-Gold nahm um 240 Millionen Dollar und die ausländischen Bankmittel um 665 Millionen Dollar zu; der als Bankmittel gehaltene Betrag kann mit „heißem Geld“ in Zusammenhang gebracht werden, und es ist interessant, daß über die Hälfte des Betrages, um den diese Gelder in der zweiten Hälfte des Jahres angewachsen sind, lediglich die Abziehungen des ersten Halbjahres wieder wettgemacht hat, und daß für das ganze Jahr die Nettoerhöhung

der amerikanischen Bank-Verpflichtungen gegenüber dem Ausland nur etwa 265 Millionen Dollar betragen hat. Es ist mehr der flüchtige Charakter des „heißen Geldes“, als seine absoluten Beträge, welcher es zu einem so auffallenden Faktor der Devisenmärkte stempelt und seine wahre Bedeutung im Vergleich zu den wesentlicheren Einwirkungen der Handelsbilanzen und Handelskredite leicht überschätzen läßt.

Anfang 1939 begannen die Kapitalbewegungen jedoch eine größere Rolle zu spielen. Vom 1. Januar bis 18. April 1939 überstieg die Goldeinfuhr in die Vereinigten Staaten 1 Milliarde Dollar, wovon vielleicht ein Viertel für Warenkäufe gebraucht worden sein mag, während der Rest hauptsächlich private kurzfristige Guthaben darstellt, die noch immer auf den Neuyorker Markt übertragen wurden. Die Goldverschlfungen waren vielfach auf Geschäfte von Währungsbehörden zurückzuführen, die das Gold versandten, um in der Lage zu sein, die Dollarnachfrage an den Devisenmärkten zu befriedigen. Anscheinend ist in London die Goldenthortung etwas beschleunigt fortgesetzt worden; der Verminderung der Goldhorte in England dürften aber dadurch Grenzen gezogen sein, daß in den Vereinigten Staaten Gold für Rechnung von Privatpersonen oder Firmen nicht gehalten werden darf.

Der Gesamtbetrag, um den sich die Goldbestände der Vereinigten Staaten im Jahre 1938 erhöht haben — 1,75 Milliarden Dollar — stimmt zufällig überein mit der Zunahme der ausgewiesenen Bestände von Notenbanken und Regierungen in der ganzen Welt. In der Aufstellung auf der folgenden Seite werden die ausgewiesenen Bestände am Ende der Jahre 1936, 1937 und 1938 für die einzelnen Länder getrennt aufgeführt, die in drei Gruppen eingeteilt sind: Länder, in denen die ausgewiesenen Bestände im Jahre 1938 zunahmen (Gruppe 1); solche, in denen so gut wie keine Änderung im Goldbestand eintrat (Gruppe 2), und Länder, in denen der Goldbestand zurückging (Gruppe 3).

Abgesehen von den Vereinigten Staaten sind Schweden, die Niederlande, die Schweiz und Südafrika die Länder, deren Goldbestände 1938 am stärksten angestiegen sind, aber die Zunahme in diesen vier Ländern zusammen genommen betrug nur 13 v. H. des Goldzuwachses der Vereinigten Staaten. Der Goldbestand der Schwedischen Reichsbank stieg um 77 Millionen Dollar oder 317 Millionen schwedische Kronen (zum Goldpreis am Jahresende). Gleichzeitig gingen die Nettodevisenbestände der Riksbank um 226 Millionen schwedische Kronen zurück (zum jeweiligen Devisenkurs), so daß also bei weitem der größere Teil des Goldes durch Umwandlung von Devisen erworben wurde. Die laufenden Posten der schwedischen Zahlungsbilanz wiesen 1938 einen Überschuß von etwa 40 Millionen schwedische Kronen auf gegenüber 180 Millionen schwedische Kronen im vorhergehenden Jahr. Es ist schwierig, die Kapitalbewegungen genau zu schätzen, da bekanntermaßen bedeutende Geschäfte verschiedenster Art, die zum Teil in den vorliegenden Statistiken nicht verzeichnet sind, zum Zweck der Kurssicherung von Handelsforderungen zwischen Schweden und dem Ausland stattgefunden haben.

Die 115 Millionen Gulden betragende Zunahme des Goldbestandes der Niederländischen Bank fällt in das erste Vierteljahr 1938, während von

Ausgewiesene Goldbestände von Notenbanken und Regierungen	Ende 1936	Ende 1937	Zunahme (+) oder Abnahme (-) 1937	Ende 1938 ⁽¹⁾	Zunahme (+) oder Abnahme (-) 1938
	in Millionen Dollar (eine Unze Feingold = 35 Dollar)				
Gruppe 1: Vereinigte Staaten von Amerika	11.258	12.760	+ 1.502	14.512	+ 1.752
Schweden	240	244	+ 4	321	+ 77
Niederländer	490	930	+ 440	995	+ 65
Schweiz	655	648	- 7	699	+ 51
Südafrika	203	189	- 14	220	+ 31
Rumänien	114	120	+ 6	133	+ 13
Ungarn	25	25	0	37	+ 12
Norwegen	98	82	- 16	94	+ 12
Kanada	188	184	- 4	192	+ 8
Kolumbien	19	16	- 3	24	+ 8
Jugoslawien	48	51	+ 3	57	+ 6
Mexiko	46	24	- 22	29	+ 5
Griechenland	26	24	- 2	27	+ 3
China	8	16	+ 8	18	+ 2
Latvien	15	15	0	17	+ 2
Polen	75	83	+ 8	85	+ 2
Java	60	79	+ 19	80	+ 1
Marokko	8	5	- 3	6	+ 1
Großbritannien und Irland	2.584	2.689 ⁽²⁾	+ 105	2.690 ⁽¹⁾	+ 1
Zusammen	16.160	18.184	+ 2.024	20.236	+ 2.052
Gruppe 2:					
Algerien	14	14	0	14	0
Britisch-Indien	275	274	- 1	274	0
Brasilien	25	32	+ 7	32	0
Bulgarien	20	24	+ 4	24	0
Chile	29	30	+ 1	30	0
Danzig	6	5	- 1	5	0
Dänemark	54	53	- 1	53	0
Ägypten	55	55	0	55	0
Estonien	15	15	0	15	0
Neuseeland	23	23	0	23	0
Portugal	68	69	+ 1	69	0
Türkei	26	29	+ 3	29	0
Zusammen	610	623	+ 13	623	0
Gruppe 3:					
Peru	20	20	0	19	- 1
Litauen	12	13	+ 1	11	- 2
Finnland	35	27	- 8	25	- 2
Deutschland	46	46	0	45	- 1
Uruguay	77	74	- 3	69	- 8
Tschecho-Slowakei	91	92	+ 1	83	- 8
Belgien	632	597	- 35	581	- 16
Italien	208	210	+ 2	193	- 17
Argentinien	501	469	- 32	431	- 38
Japan	463	261	- 202	164	- 307
Frankreich	2.995	2.564	- 431	2.435	- 560
Zusammen	5.080	4.375	- 705	4.056	- 319
Gesamtsumme⁽³⁾	21.900	23.250	+ 1.350	25.000	+ 1.750

⁽¹⁾ Zum Teil geschätzt.

⁽²⁾ Zum Teil geschätzt, einschließlich der sonstigen Länder (jedoch ohne UdSSR und Spanien).

⁽³⁾ Außerdem: Bestände des Währungsausgleichsfonds: 30. September 1937 = 1395 Millionen Dollar.
30. September 1938 = 759 Millionen Dollar.

April bis November der Bestand unverändert geblieben ist; im Dezember nahm er dann — der erste Rückgang seit dem Herbst 1936 — um 20 Millionen ab. Außerdem scheint der Währungsfonds bis Mitte April 1938 Gold erworben und in den letzten Monaten des Jahres eine gewisse Menge Gold verloren zu haben. Bei der Schweizerischen Nationalbank wurde die Erhöhung des Goldbestandes um 210 Millionen Schweizer Franken durch eine entsprechende Abnahme der Devisenbestände der Bank praktisch völlig ausgeglichen. Am schweizerischen Markt haben zu verschiedenen Zeiten des Jahres Geldzu- und -abflüsse stattgefunden, die Bewegungen haben sich aber in ziemlich engen Grenzen gehalten; außerdem scheint die laufende Zahlungsbilanz der Schweiz

im Gleichgewicht gewesen zu sein. In dem Anwachsen des Goldbestandes der Reservebank von Südafrika kommt die ununterbrochene wirtschaftliche Blüte des Landes zum Ausdruck, dem der höhere Preis, zu dem seine Goldproduktion verkauft wurde, zugute kam.

Die Zugänge zu den Goldbeständen anderer Länder beruhen in einigen Fällen auf dem Ankauf des im Inland erzeugten Goldes, wie in Rumänien, in anderen wiederum sind sie der deutliche Niederschlag eines Zahlungsbilanzüberschusses, wie in Norwegen, im Falle von Ungarn dagegen ist die Zunahme zum großen Teil darauf zurückzuführen, daß Gold von den sonstigen Aktiven auf die ausgewiesenen Goldbestände umgebucht wurde.

Bei den Ländern, die im Endergebnis des Jahres 1938 Gold verloren haben, ist der Reinrückgang des Goldbestandes der Belgischen Nationalbank um 646 Millionen belgische Franken im Zusammenhang mit einer Nettoübertragung von Gold im Werte von 2.480 Millionen belgische Franken aus dem Besitz des belgischen Finanzministeriums an die Nationalbank zu betrachten. Außerdem haben sich die Devisenbestände der Nationalbank um 176 Millionen belgische Franken vermindert. Da die laufende Zahlungsbilanz ausgeglichen gewesen sein dürfte, erscheinen die Rückgänge der Gold- und Devisenbestände als Ergebnis verschiedenartiger Kapitalbewegungen (Geldabziehungen des Auslandes, Abwanderung von belgischen Franken, Rückzahlungen von Auslandskrediten, Kreditgeschäfte belgischer Firmen an ausländischen Märkten usw.). In dem Gold- und Devisenverlust Argentiniens kommt sein hoher Einfuhrüberschuß zum Ausdruck; der tatsächliche Verlust ist sogar noch bedeutender, als die Ausweise des Banco Central erkennen lassen (126 Millionen argentinische Peso), da auch der Währungsfonds im Laufe des Jahres Gold abgegeben hat. — Der Goldbestand der Bank von Japan, der sich Anfang 1938 auf 801 Millionen Yen belief, verminderte sich im Juli um 300 Millionen Yen, als ein laufender Fonds errichtet wurde, um die für die Aufrechterhaltung der Ausfuhr erforderliche Rohstoffeinfuhr zu erleichtern. Die japanische Goldausfuhr nach den Vereinigten Staaten, die sich 1938 auf 169 Millionen Dollar stellte, umfaßt neu gewonnenes Gold, dessen jährliche Erzeugung in Japan und Korea auf etwa 50 Millionen Dollar geschätzt wird, sowie Gold, das bei der japanischen Bevölkerung gesammelt wurde.

Die Schwächung des Goldbestandes der Bank von Frankreich ist auf eine von ihr am 3. Februar 1938 vorgenommene Überweisung von etwa 4 Milliarden französische Franken (zum damaligen Marktpreis) zur Auffüllung der Mittel des Ausgleichsfonds zurückzuführen. Als im November dann der Goldbestand der Bank von Frankreich neu bewertet wurde, erfolgte keine entsprechende Überweisung, sondern der Aufwertungsgewinn wurde zur Verminderung der Staatsschuld bei der Bank verwendet. Vergleicht man die Goldbestände der Bank und des Ausgleichsfonds zusammen für Anfang und Ende des Jahres, so scheint sich ein Reinzuwachs von Gold ergeben zu haben. Tatsächlich dürften sowohl die laufenden wie die Kapitalposten der französischen Zahlungsbilanz im Jahre 1938 im wesentlichen ausgeglichen gewesen sein.

3. NEUBEWERTUNG VON GOLDBESTÄNDEN UND ENTWICKLUNG DES NOTENUMLAUFS.

Ist die erste Frage hinsichtlich der Neubewertung der Goldbestände eines Landes, ob sie überhaupt vorgenommen werden soll, einmal bejaht, so muß entschieden werden, zu welchem Satz die Neubewertung durchgeführt und welchen Zwecken der sogenannte Aufwertungsgewinn zugeführt werden soll.

Als die Vereinigten Staaten ihren Währungsgoldschatz im Januar 1934 zu dem neuen Satz von 35 Dollar für die Unze fein aufwerteten, wichen sie von einer hergebrachten Übung ab. Früher hatte man Neubewertungen erst vorgenommen, wenn der inländische Goldpreis bei einer gesetzlichen Stabilisierung der Währung endgültig festgesetzt worden war, während die amerikanische Gold Reserve Act noch Änderungen im Goldwert des Dollars innerhalb bestimmter Grenzen vorsah. Der Aufwertungsgewinn betrug 2.812 Millionen Dollar, von denen 2 Milliarden Dollar einem Währungsausgleichsfonds überwiesen wurden; die übrigen 812 Millionen Dollar wurden im Ausweis des Schatzamtes als besonderer Posten geführt. Hiervon dienten in späteren Jahren 642 Millionen Dollar dazu, Schuldverschreibungen zurückzuziehen, welche als Notendeckung für die Nationalbanken zugelassen waren; von dem Restbetrag erscheinen noch 142 Millionen Dollar bei dem „General Fund“ des Schatzamts. Im Gegensatz zu Amerika nahm Belgien in den Jahren 1935/36 in Verbindung mit der Wiederherstellung der Goldwährung eine Neubewertung zu einem festen Satz für den Belga vor. Eine wachsende Zahl von Ländern befolgte jedoch das amerikanische Beispiel.

Im Herbst 1936, als der Goldblock zu bestehen aufhörte, schritten sowohl Italien, das den Wert seiner Währung im Verhältnis zum amerikanischen Dollar festsetzte, als auch Frankreich und die Schweiz, welche sich die Möglichkeit offen ließen, den Wert ihrer Währungen in Gold innerhalb bestimmter Grenzen zu ändern, zu einer Neubewertung ihrer Goldbestände. Der Buchgewinn aus der Umwertung des Goldbesitzes der Banca d'Italia wurde in Höhe von etwa 1.380 Millionen Lire dem Konto des Finanzministeriums gutgeschrieben. In der Schweiz wurde der Aufwertungsbuchgewinn von 538,6 Millionen Schweizer Franken einem Währungsausgleichsfonds überwiesen, dessen Mittel in Gold, Devisen oder Schweizer-Franken-Guthaben bestehen. Von Zeit zu Zeit sind Vorschläge zur „Nutzbarmachung“ des im Besitz des Währungsfonds befindlichen Aufwertungsgewinns gemacht worden; die Schweizerische Nationalbank hat aber betont, daß die Verausgabung dieses Gewinns durch zentrale oder örtliche Behörden unerwünschte Wirkungen auf die Währung zeitigen würde. 1938 erklärte die Bank jedoch, daß sie bereit sei, dem Bund und den Kantonen gewisse Rediskontmöglichkeiten zu günstigen Bedingungen zu gewähren. Bei den anschließenden Beratungen wurde in Aussicht genommen, daß die Bank zwei Kredite gewährt, und zwar an den Bund und an die Kantone in Höhe von je 75 Millionen Schweizer Franken zu einem unter dem amtlichen Diskont liegenden Satz; die geliehenen Summen sollten später mit Beträgen verrechnet werden, welche dem Bund und den Kantonen aus dem Aufwertungsgewinn zustehen.

In Frankreich sah das Währungsgesetz vom 1. Oktober 1936 die Neubewertung des Goldbestandes der Bank von Frankreich zu einem Preis vor, welcher der oberen der beiden damals für den Wert des Franken festgesetzten Grenzen entsprach. Von dem Buchgewinn wurden 10 Milliarden französische Franken in Gold einem Währungsausgleichsfonds überwiesen und etwa 7 Milliarden französische Franken dazu verwendet, den Spielraum für die Vorschüsse der Bank an den Staat zu vergrößern. Außerdem wurde verfügt, daß bei Auflösung des Währungsfonds alle sich dann aus einer Stabilisierung des Franken ergebenden Gewinne zur Tilgung der öffentlichen Schuld (nicht notwendigerweise der von der Bank von Frankreich gewährten Vorschüsse) verwendet werden sollten. Eine zweite Neubewertung fand 1937 statt; der Buchgewinn von annähernd 7 Milliarden französische Franken wurde einem Fonds zur Stützung der Staatsrenten überwiesen. Gleichzeitig erhielt die Bank von Frankreich die Zusicherung, daß ein Betrag von derselben Höhe „mit Vorzugsrechten für die Bank“ aus den bei dem Währungs- und dem Rentenfonds frei werdenden Geldern zur Rückzahlung der Vorschüsse der Bank an den Staat bestimmt würde. Diese Bürgschaft wurde im April 1938 durch ein Gesetz ergänzt, welches vorsah, daß die gesamten Mittel des Währungs- und des Rentenfonds „bevorzugt“ zur Rückzahlung der Vorschüsse der Bank dienen sollten.

In Verbindung mit dem Reynaudschen Reformplan erfolgte im November 1938 eine dritte Neubewertung, die einen Buchgewinn von etwa 31½ Milliarden französische Franken abwarf. Damals hatten die „vorübergehenden“ Vorschüsse der Bank von Frankreich an den Staat einen Betrag von etwa 52 Milliarden französische Franken erreicht; ihre Abwicklung war voll gedeckt teils durch die sofortige Absetzung von etwa 31½ Milliarden französische Franken vom Aufwertungsgewinn und teils durch die Garantie, daß die Mittel des Währungs- und des Rentenfonds, wenn diese aufgelöst würden, endgültig zur Rückzahlung des Restbetrags verwendet werden sollten; die in Frage kommenden Beträge belaufen sich auf etwa 21 Milliarden französische Franken. Gleichzeitig wurden die von der Bank dem Staat gewährten „ständigen“ Vorschüsse von 3,2 Milliarden französische Franken (dem 1928 festgesetzten Betrag) auf 10 Milliarden französische Franken erhöht, damit sie in besserem Verhältnis zu dem neuen Frankenwert und dem erweiterten Staatshaushalt stünden.

Der Goldpreis von 27,5 Milligramm neun Zehntel fein, welcher der dritten Neubewertung zu Grunde lag, entspricht einem Kurs des amerikanischen Dollars von 35,8 französische Franken; bei einem Kursverhältnis zwischen Pfund und Dollar von 4,68 Dollar für ein Pfund würde der Kurs des Franken zum Pfund 167,5 französische Franken betragen. Dieser Kurs kann in gewissem Sinne als die obere Grenze des Frankenwertes angesehen werden, während die von der Regierung im Mai 1938 verkündete untere Grenze 179 für ein Pfund beträgt.

Der dem französischen Währungsfonds im Oktober 1936 ursprünglich überwiesene Betrag belief sich auf 10 Milliarden französische Franken in Gold zu dem damaligen Neubewertungssatz. Durch die Änderungen des Frankenwertes sind die Mittel des Fonds auf etwa 14 Milliarden jetzige Franken

gestiegen. Als im Mai 1938 durch die Golderwerbungen des Fonds seine verfügbaren Frankenmittel beinahe erschöpft waren, wurde bekanntgegeben, daß das Finanzministerium und der Rentenfonds dem Fonds von Zeit zu Zeit Vorschüsse geben können. Solche Vorschüsse wurden zuerst im Mai 1938 und später vom November 1938 an erteilt. Ferner übertrug im April 1939 der Finanzminister Gold im Werte von 5 Milliarden französische Franken aus dem Fonds an die Bank von Frankreich; der Gegenposten dieses Goldes erhöhte die für weitere Golderwerbungen verfügbaren Frankenmittel des Fonds.

Auf Grund einer im Sommer 1938 vorgenommenen Änderung der Satzungen der Ungarischen Nationalbank muß der Gold- und Devisenbestand der Bank vierteljährlich zu den Durchschnittssätzen der Budapester Börse in den letzten vierzehn Tagen des abgelaufenen Vierteljahrs bewertet werden. Dies ist das erste Beispiel für den Fall, daß der Bewertung von Goldbeständen zu einem veränderlichen Satz Notierungen am inländischen Markt zugrunde gelegt werden. (Kanada hatte 1934 die Bewertung zum jeweiligen Goldpreis in Neuyork, d. h. an einem ausländischen Markt, vorgeschrieben.) Der erste nach den neuen Bestimmungen angefertigte Ausweis wurde für den 15. Januar 1939 veröffentlicht; das Gold war zu 5.700 Pengö für das Kilogramm fein eingesetzt gegenüber dem früheren Preis von 3.800 Pengö (abzüglich einer Prägegebühr von 6 Pengö). Die aus der Neubewertung sich ergebende Erhöhung des Buchwertes der Aktiva kam jedoch nicht in dem als „Metallschatz“ ausgewiesenen Betrag zum Ausdruck, sondern führte zu einer Erhöhung der Gold- und Devisenbestände bei den „Anderen Aktiven“, die um 69 Millionen Pengö gestiegen sind. Einen Aufwertungsgewinn wies die Bilanz der Bank nicht aus, da der höhere Buchwert des Gold- und Devisenbestandes durch eine Neubewertung gewisser auf Gold lautender Auslandsverbindlichkeiten ausgeglichen wurde.

Bei einer im Dezember 1938 in Finnland vorgenommenen Neubewertung wurde der übliche Grundsatz der Anwendung eines festen Satzes befolgt. Auf Grund einer Satzungsänderung mußte der Goldvorrat der Bank von Finnland zu einem Höchstpreis von 50.000 Finmark für das Kilogramm Feingold neu bewertet werden, d. h. zu einem Höchstsatz, der etwa 8 v. H. unter dem damaligen Marktpreis lag. In der abgeänderten Bilanz der Bank nahm der Goldschatz um 508 Millionen Finmark zu, während der ebenfalls aufgewertete Devisenbestand um etwa 180 Millionen Finmark stieg. Diese Erhöhungen wurden aber teilweise wettgemacht durch einen Rückgang der „Sonstigen Aktiva“ um etwa 250 Millionen Finmark, da unter diesem Posten die Unterschiedsbeträge zwischen dem Tagespreis und dem gesetzlichen Kaufpreis der nach der Abwertung im Jahre 1931 erworbenen Gold- und Devisenbeträge verbucht worden waren. Der tatsächlich erzielte Buchgewinn wurde zur Erhöhung des Kapitals der Bank von 1 Milliarde auf 1,25 Milliarden Finmark verwendet und der Rest auf ein in dem Passivposten „Sonstige Konten“ enthaltenes „Wertberichtigungskonto“ übertragen. Der Hauptzweck der in Finnland vorgenommenen Neubewertung war, das Notenausgaberecht der Bank zu erweitern. In den letzten Jahren war die „Notenreserve“ der Bank von Finnland — d. h. der nicht in Anspruch genommene Teil des Notenausgaberechts — unter 500 Millionen Finmark gesunken. Durch die Neubewertung des Goldbestandes und infolge einer Erhöhung

des nicht durch Gold zu deckenden Notenkontingents von 1,2 auf 1,8 Milliarden Finmark (im Wege einer Satzungsänderung), erweiterte sich die Notenreserve auf über 1,5 Milliarden Finmark.

Bei der Eesti Pank wurde eine Neubewertung des Goldbestandes im März 1939 auf der Grundlage des Londoner Goldpreises vom 28. Juni 1933 — dem Tag der Abwertung der estnischen Krone — vorgenommen. Der Unterschied zwischen dem damaligen Goldpreis (122 sh. 4 d. für die Unze fein) und dem Tagespreis bildet noch eine Reserve, die bei einer zukünftigen Stabilisierung verfügbar würde. Der Buchgewinn aus der Neubewertung belief sich auf 6,6 Millionen estnische Kronen, von denen 2,5 Millionen dem Finanzministerium und die verbleibenden 4,1 Millionen estnische Kronen einer Sonderrücklage überwiesen wurden, die zur Stärkung der allgemeinen Stellung der Eesti Pank gebildet worden war.

Der Anfang 1939 gefaßte Beschluß, das Gold der Emissionsabteilung der Bank von England aufzuwerten, ist in Verbindung mit der Übertragung von 350 Millionen Pfund in Gold (zum Tagespreis von etwa 148½ Shilling für die Unze fein) von der Bank an den Währungsausgleichsfonds zu betrachten. Von 1932 bis 1938 hat die Bank aus den Beständen des Fonds zum alten Goldpreis von 85 Shilling für die Unze fein für rund 200 Millionen Pfund Gold erworben, das zum gegenwärtigen Preis etwa 350 Millionen Pfund kosten würde. Als Ende 1938 der Goldbestand des Fonds erheblich abgenommen hatte, wurde das „neue Gold“, das die Bank erworben hatte, an den Fonds zurückübertragen, um für seinen Hauptzweck der Stützung des Pfundkurses verfügbar zu sein. Da das Gold in der Emissionsabteilung der Bank weiter zu 85 Shilling für die Unze bewertet worden war, verminderte sich der Goldbestand der Bank um etwa 200 Millionen Pfund, und dieser Betrag wurde in der Emissionsabteilung durch einen ungefähr gleichen Betrag in Wertpapieren aus dem Bestande des Fonds ersetzt. Diese Maßnahme wirkte aber zwangsläufig auf die fiduziäre Notenausgabe, d. h. den nicht durch Gold gedeckten Teil der Notenausgabe der Emissionsabteilung.

Nach der "Currency and Bank Notes Act" vom Jahre 1934 sollte sich der normale Betrag der fiduziären Notenausgabe auf 260 Millionen Pfund belaufen, er war aber nachträglich durch eine Verfügung des Schatzamtes auf 200 Millionen Pfund herabgesetzt worden. Zunächst auf dem gleichen Wege wurde das fiduziäre Notenkontingent Anfang 1939 im Zusammenhang mit der erwähnten Goldübertragung auf 400 Millionen Pfund erweitert; man glaubte jedoch, daß eine so wichtige Änderung dem Parlament unterbreitet werden müßte. Der angenommene Gesetzentwurf sah dann eine Neubewertung der Aktiva der Emissionsabteilung der Bank vor. Das bei ihr verbliebene Gold wurde infolgedessen von 126 Millionen Pfund (zum alten Goldpreis) auf 221 Millionen Pfund (zu 148 sh. 5 d.) aufgewertet; außerdem wurden 5 Millionen Pfund vom Fonds zurückgekauft, wodurch sich der Gesamtbetrag auf 226 Millionen Pfund erhöhte. Dieser Zuwachs von 100 Millionen Pfund machte es möglich, den Betrag der fiduziären Notenausgabe auf 300 Millionen Pfund zu begrenzen, wobei die Befugnis des Schatzamtes, vorübergehende Änderungen zu genehmigen, bestehen geblieben ist. Nach der neuen Vor-

schrift sind nun das Gold und die anderen Aktiva der Emissionsabteilung wöchentlich zum jeweiligen, von der Bank von England bestätigten Preis neu zu bewerten. Die folgende Aufstellung veranschaulicht die vorgenommenen Veränderungen:

Bank von England — Emissionsabteilung.

In Millionen Pfund Sterling	Gold in der Emissions- abteilung 1	Fiduziäres Noten- kontingent 2	Von der Emissions- abteilung ausgege- bene Noten 3 (1+2)	Noten- bestand der Bankabteilung 4	Tatsäch- licher Noten- umlauf 5 (3-4)
1939, 4. Januar . . .	326	230*	556	68	488
11. Januar . . .	126	400	526	51	475
1. März . . .	226	300	526	48	478

* Das fiduziäre Notenkongingent wurde über die Weihnachtszeit zeitweilig von 200 auf 230 Millionen Pfund erhöht; es hätte am 11. Januar 1939 200 Millionen Pfund betragen, wenn die Goldübertragung und die Erhöhung des fiduziären Notenausgaberechts auf 400 Millionen Pfund nicht erfolgt wären.

Bei jeder wöchentlichen Neubewertung des Goldes und der anderen Aktiva der Emissionsabteilung zu den jeweiligen Preisen kann zwischen dieser Abteilung und dem Fonds eine Berichtigung vorgenommen werden, um jede Abweichung, welche den Betrag der Notenausgabe berührt, auszugleichen. Der Schatzkanzler hat im Unterhaus betont, daß die wöchentliche Neubewertung nur eine Änderung im Verfahren darstelle und keinerlei Bedeutung für die endgültige Stabilisierung des Goldes oder für irgendeine andere Frage der hohen Politik habe.

Durch die Neubewertung wurden für 95 Millionen Pfund Wertpapiere von der Emissionsabteilung der Bank von England freigegeben und (mit einigen unbedeutenden Abzügen) an den Währungsausgleichsfonds zur Bildung einer Kapitalrücklage überwiesen. Durch die im Januar 1939 vorgenommene Goldübertragung und die eben erwähnte weitere Wertpapierübertragung vermehrte der Fonds sowohl seinen Goldbesitz wie seine Pfundanlagen, wodurch seine Fähigkeit, Zu- und Abflüsse von Geldern unwirksam zu machen, noch vergrößert wurde. Im Zusammenhang mit der Neubewertung des Goldes ergab sich keine grundsätzliche Frage bezüglich einer Teilung des Gewinns, denn das Schatzamt erhält schon — auf Grund der „Currency and Bank Notes Act“ von 1928 — alle von der Emissionsabteilung der Bank von England erzielten Gewinne und ist natürlich der Eigentümer der Aktiva des Währungsausgleichsfonds. Die aus der Neubewertung erzielten 95 Millionen Pfund konnte der Schatzkanzler jedoch nicht als Gewinn im gewöhnlichen Sinne ansehen. Sie lägen eher, sagte er, in der Linie einer unverwirklichten Kapitalerhöhung, die im Gegensatz zu Einkünften nicht zur Verwendung geeignet sei.

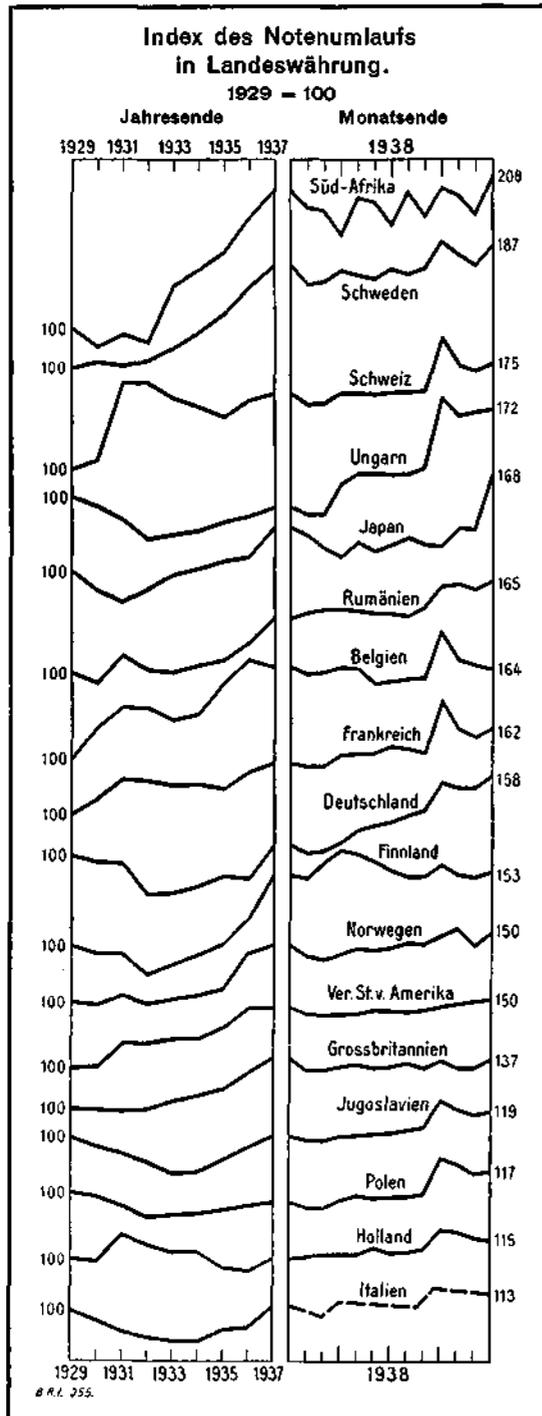
Außer den bisher erwähnten Ländern (Vereinigte Staaten, Belgien, Italien, Schweiz, Frankreich, Finnland, Estland, Ungarn und Großbritannien) haben eine ganze Reihe anderer Länder (z. B. Kanada, Argentinien, Rumänien, Japan und Lettland) ihre Goldbestände in den letzten Jahren neu bewertet.

Im März 1939 waren auf diese Weise etwa 90 v. H. der Währungsgoldbestände der Welt neu bewertet (abgesehen von den Beständen der UdSSR, für die keine neueren Angaben über Menge oder Bewertungsart zur Verfügung stehen). Von den Ländern, welche die Goldbestände nicht neu bewertet haben,

besitzt Holland die größten. Die drei skandinavischen Länder — Dänemark, Norwegen und Schweden — und mehrere Länder des britischen Weltreichs — Südafrika, Indien und andere — gehören auch zu dieser Gruppe. Die meisten dieser noch verbleibenden Länder besitzen, selbst zum alten Goldpreis gerechnet, reichliche Währungsreserven und haben daher keinen unmittelbaren Grund zur Neubewertung. Eine bemerkenswerte Entwicklung in den letzten Monaten bedeutete das Vorgehen der finnischen und britischen Behörden insofern, als sie ihre Bestände neu bewertet haben, um dem Notenumlauf im Innern eine vermehrte Deckung zum gegenwärtigen Wert zu verschaffen.

Das nebenstehende Schaubild zeigt für eine Reihe von Ländern die jährlichen Veränderungen des Notenumlaufs von 1929 bis 1937 sowie die monatliche Entwicklung im Jahre 1938, berechnet als Meßziffer auf der Grundlage des Jahres 1929.

Im Jahre 1938 erfuhr die Notenausgabe der meisten Länder eine zeitweilige Ausdehnung im Herbst, als die Zunahme im Betrag der umlaufenden Noten, die üblicherweise am Ende des dritten Quartals eintritt, verstärkt wurde durch höhere Kassenbedürfnisse öffentlicher Verwaltungen und einen ausgedehnten Banknotenbedarf von Instituten und Privatpersonen, die bestrebt waren, ihren Kassenbestand im Hinblick auf etwaige Moratorien oder sonstige Behinderungen des gewöhnlichen



Zahlungsverkehr zu erhöhen. In den folgenden Monaten fand in den meisten Ländern ein Rückfluß der im September ausgegebenen Notenmenge statt, aber die Anschwellung bildete sich im allgemeinen nicht vollständig zurück.

Das auf längere Zeit verteilte Anwachsen des Notenumlaufs in den letzten Jahren steht in einigen Fällen in deutlichem Zusammenhang mit einem Steigen des Volkseinkommens, doch der Umstand, daß die Warenpreise im allgemeinen auf einem niedrigeren Stande verharrten als 1929, läßt die Zunahme des Notenumlaufs in einigen Fällen überraschend hoch erscheinen. Untersuchungen der mit dem Umfang der Notenausgabe zusammenhängenden Fragen sind von vielen Zentralbanken angestellt worden; in der Regel hat es sich als alles andere denn leicht erwiesen, die Gründe für die Veränderungen im Umfange des Notenumlaufs festzustellen oder die Verteilung der Noten auf die verschiedenen Gruppen von Besitzern zu verfolgen.

Ein Aufsatz im Federal Reserve Bulletin vom Dezember 1938 schrieb das anhaltende Steigen des Notenumlaufs in den Vereinigten Staaten hauptsächlich der vermehrten Ansammlung persönlicher Ersparnisse in Form von Papiergeld sowie einer Verschiebung des täglichen Zahlungsverkehr von den Bankkonten auf die Banknoten zu. Die zuerst erwähnte Erscheinung spiegelt sich wider in einer Vermehrung der großen Abschnitte (von 50 Dollar und darüber) und läßt sich weitgehend als Nachwirkung der Bankschwierigkeiten im Anfang der dreißiger Jahre und als eine natürliche Rückwirkung der Herabsetzung der für Sparguthaben und andere Zeiteinlagen vergüteten Zinssätze erklären. Die stärkere Verwendung von Bargeld für tägliche Zahlungen war zuerst ebenfalls auf Bankschwierigkeiten und namentlich auch auf das Fehlen von Bankeinrichtungen in einigen Gemeinwesen zurückzuführen; gefördert wurde sie durch die Erhöhung der Verwaltungsgebühren auf Scheckkonten. Unterstützungszahlungen an eine große Anzahl von Leuten ohne Bankkonto mögen den Bedarf an Banknoten ebenfalls gesteigert haben. Schließlich ist zu erwähnen, daß die Handelsbanken ihre Kassenbestände seit 1933 um etwa 300 Millionen Dollar vermehrt haben; wenn die Banken hohe Überschußreserven besitzen, stehen sie nicht mehr unter dem gleichen Druck, im Überfluß vorhandenes Geld umzusetzen.

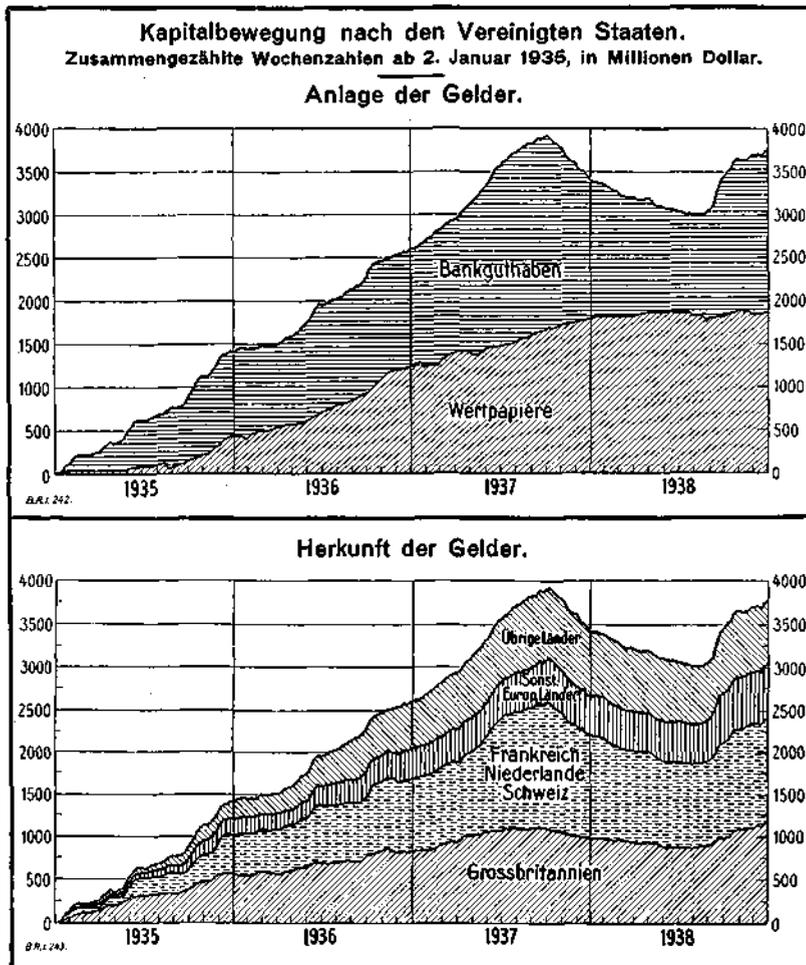
Manche Umstände, die für das Anwachsen des Notenumlaufs in den Vereinigten Staaten verantwortlich sind, waren zweifellos überall wirksam, aber in verschiedenen Ländern sind auch eine Reihe besonderer Einflüsse festzustellen.

In Deutschland belief sich die Zunahme des Notenumlaufs 1938 auf 2,7 Milliarden Reichsmark, von denen sich 1.125 Millionen Reichsmark aus der Eingliederung Österreichs und des Sudetenlandes erklären. Im Falle der Schweiz und einiger anderer Länder muß der Umfang der im Besitz von Ausländern befindlichen Noten, der schwer zu schätzen ist, berücksichtigt werden. In Rumänien hing die Zunahme im Jahre 1938 eng mit der Ausdehnung der von der Nationalbank gewährten Industrie- und sonstigen Vorschüsse zusammen, und in Japan fanden die Rückwirkungen der anhaltenden Feindseligkeiten in China ihren Ausdruck in vermehrten Kassenbedürfnissen des Staates und der Bevölkerung infolge des Steigens der Warenpreise. In Italien ist dagegen der Betrag der ausgegebenen Noten mit äußerster Strenge niedrig gehalten worden.

Die Aufgabe der Goldwährung bedeutete nicht das Abgehen vom Gold als Mittel zur Begleichung von Forderungen zwischen verschiedenen Ländern oder als übliche Deckung des Notenumlaufs im Innern entsprechend den Deckungsvorschriften der Zentralbanken. Ohne Zweifel wird der auf der Londoner Konferenz im Jahre 1933 gefaßten EntschlieÙung doch größere Aufmerksamkeit geschenkt, in der es heißt: „Unter den heutigen Verhältnissen wird Gold als Zahlungsmittel für den Umlauf im Innern nicht benötigt, wohl aber als Deckung der Verbindlichkeiten der Zentralbanken und in erster Linie, um außerordentliche Zahlungsansprüche zu befriedigen, die sich aus einer gewissen Unausgeglichenheit der Zahlungsbilanz ergeben.“ Während einerseits der Rekordumfang der internationalen Goldbewegungen zeigt, in welchem Ausmaß Gold für den internationalen Zahlungsausgleich verwendet wird, liefern die neuesten Verordnungen aufschlußreiche Beispiele für den noch immer bestehenden Zusammenhang zwischen dem Goldbestand und der Höhe des Notenumlaufs.

IV. KAPITALBEWEGUNGEN UND INTERNATIONALE VERSCHULDUNG.

Das Jahr 1938 war ein Jahr jäh wechselnder Kapitalbewegungen zwischen den Hauptgläubigerländern. Der Geldabfluß aus den Vereinigten Staaten, der im Herbst 1937 begonnen hatte, setzte sich im ersten Halbjahr 1938 fort und belief sich in den zehn Monaten bis Juli auf nahezu 1 Milliarde Dollar. Diese Bewegung, im wesentlichen von „heißem Geld“, war in der Hauptsache verursacht durch Befürchtungen von Währungsschwierigkeiten in den Vereinigten Staaten angesichts der Heftigkeit des wirtschaftlichen Rückschlags. Der Sommer 1938 brachte dann die Erholung an der Neuyorker Börse, wachsende Besorgnisse wegen des Pfundkurses und etwas später die Verschärfung der politischen Spannung in Europa. Mit der Zuspitzung der Krise im September setzte eine heftige Kapitalbewegung aus Europa ein, die innerhalb von zwei Monaten 600 Millionen Dollar nach den Vereinigten Staaten brachte. Ein so plötzlicher Umschwung ist sonst noch niemals eingetreten. Im November und Dezember floß der Kapitalstrom verlangsamt weiter, um dann Anfang 1939 erneut an Stärke zuzunehmen. Über diese gewaltigen Geldbe-



wegungen von Land zu Land hinaus trieb das Gespenst des Krieges sogar innerhalb einiger Länder zu einer gewissen Kapitalflucht, indem die Anlagetätigkeit in denjenigen Grenz- und anderen Gebieten abnahm, von denen befürchtet wird, daß sie die Stätte künftiger Schlachtfelder sein können.

Man darf sich nun aber durch die deutlich sichtbaren Übertragungen von beunruhigtem Geld von einem Markt zum anderen nicht den

Kapitalbewegungen nach den Vereinigten Staaten.

in Millionen Dollar	Zusammen	Bankguthaben			Maklerguthaben	Wertpapiere		
		Ins-gesamt	Aus-ländische	In-ländische		Ins-gesamt	In-ländische	Aus-ländische
1935, Jan.-März	259	212	(1) 58	(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	158	3
April-Juni	631	546	491	55	14	70	6	76
Juli-Sept.	350	183	131	52	14	154	56	98
Okt.-Dez.	-502	-644	-575	69	16	127	37	90
1938, Jan.-März	-203	-234	-219	15	7	24	12	35
April-Juni	-161	-195	-164	31	4	30	5	25
Juli-Sept.	407	449	375	74	6	48	30	18
Okt.-Dez.	326	272	272	1	17	71	86	15
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
1938, Jan.-Dez.	369	293	264	29	0	76	49	27
Gesamtsummen 1935 bis 1938	3.779	1.911	1.433	478	48	1.821	1.211	610

Einblick in das ununterbrochen unter der Oberfläche weitergehende Wirken der wirtschaftlichen Kräfte versperren lassen. Veränderungen in den Handelsströmungen, dem Preisgefälle, den Auslandsanlagen und in der Verteilung des neugewonnenen Goldes behalten ihren Einfluß auf die Geldübertragungen und ergänzen das Bild durch wichtige Züge, die sich aus den wechselnden Währungs- und Wirtschaftsbedingungen in den Ländern der Welt ergeben.

in Millionen Dollar	Herkunftsländer							
	England	Frankreich	Niederlande	Schweiz	Übriges Europa	Kanada	Latinoamerika	Ferner Osten
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	29	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	9	37	28	41	9	136	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
1938, Jan.-März	-56	-15	-52	-63	-1	28	10	37
April-Juni	-49	-29	6	60	16	11	12	47
Juli-Sept.	94	71	32	20	112	1	31	27
Okt.-Dez.	203	31	26	50	53	32	-53	10
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
1938, Jan.-Dez.	192	58	13	54	179	51	21	68
Gesamtsummen 1935 bis 1938	1.186	340	325	554	638	157	390	157

(1) Zunahme ausländischer Verbindlichkeiten amerikanischer Banken.

(2) Abnahme ausländischer Guthaben amerikanischer Banken.

Um ein abgerundetes Bild von dem wahren Wesen der Kapitalbewegung nach den Vereinigten Staaten zu erhalten, muß man einen umfassenden Rückblick auf die letzten Jahre tun. Während der Jahre 1935 und 1936 verlief die ausgewiesene Netto-Kapitalbewegung nach den Vereinigten Staaten, von gelegentlichen Verstärkungen abgesehen, ziemlich gleichmäßig und betrug etwas über 100 Millionen Dollar im Monat; in den ersten neun Monaten 1937 erfuhr der Kapitalzufluß eine

Beschleunigung und der monatliche Durchschnitt stieg auf nahezu 150 Millionen Dollar. Dann erhielt der einseitige Kapitalstrom zum ersten Mal seit über drei Jahren einen wirklichen Stoß und schlug infolge der Geldrückwanderung, die in den zehn Monaten bis Juli 1938 stattfand, in einen Kapitalabfluß um, der sich jedoch von 170 Millionen Dollar monatlich im letzten Vierteljahr 1937 auf monatlich 60 Millionen Dollar in den ersten sieben Monaten des Jahres 1938 abschwächte.

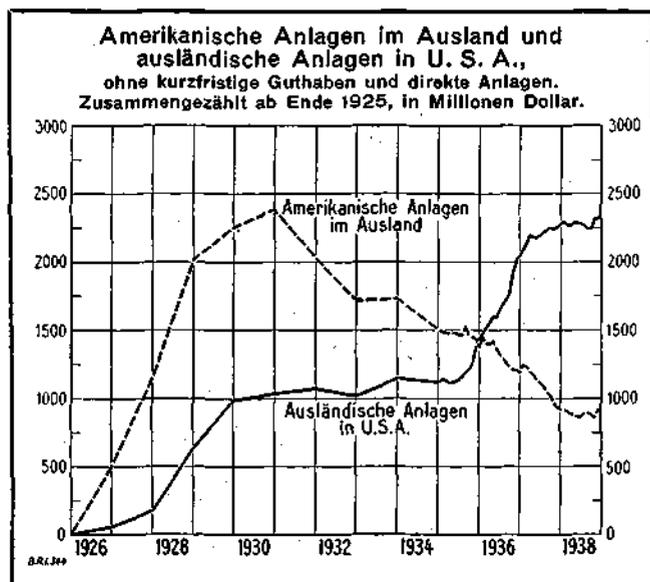
Dann kam wieder eine plötzliche Wende in der Entwicklung: der Rückfluß nach den Vereinigten Staaten schwoll von 70 Millionen Dollar im August 1938 jäh auf 390 Millionen Dollar im September an, ebte zunächst langsam auf 220 Millionen Dollar im Oktober ab und sank dann rasch auf insgesamt 110 Millionen Dollar in den beiden Monaten November und Dezember zusammen. Die Bewegungen im September und Oktober 1938 betrafen überwiegend Bankgelder und hatten einen offensichtlichen Zusammenhang mit den politischen Verhältnissen in Europa. In diesen beiden Monaten erreichten die Goldbewegungen nach den Vereinigten Staaten mit der beispiellosen Höhe von über 500 Millionen Dollar im Monat den doppelten Umfang wie in der schlimmsten Phase der Gold-„Angst“ im Frühjahr 1937. Die wesentlichen Teile der seit Anfang 1935 vom amerikanischen Schatzamt zusammengestellten und veröffentlichten ausführlichen Statistik über Kapitalbewegungen sind in der Aufstellung enthalten und durch die Schaubilder auf Seite 83 dargestellt.

Von Anfang 1934, als der neue Dollarwert festgesetzt wurde, bis Ende 1938 belief sich der Kapitalstrom nach den Vereinigten Staaten im ganzen auf 4,2 Milliarden Dollar und umfaßte drei Hauptgruppen von Geldern:

1. Über ein Drittel, d. h. rund 1,5 Milliarden Dollar stellen aus dem Ausland zurückgeführte amerikanische Gelder dar; davon waren nahezu 900 Millionen Dollar langfristig und erklären sich aus Schuldentilgungen, Rückzahlungen und Rückkäufen des Auslandes; über 600 Millionen Dollar waren kurzfristiger Art, u. a. Guthaben, die in England im Jahre 1933

angesammelt wurden, als der Wert des Dollars sank, und Beträge, die aus der Auflösung von Konten in Deutschland stammen.

2. Weniger als ein Drittel, nahezu 1,2 Milliarden Dollar, ist auf Auslandskäufe amerikanischer Wertpapiere zurückzuführen. Die ausländischen Erwerbungen amerikanischer Wertpapiere erfolgten in den letzten zehn Jahren in zwei

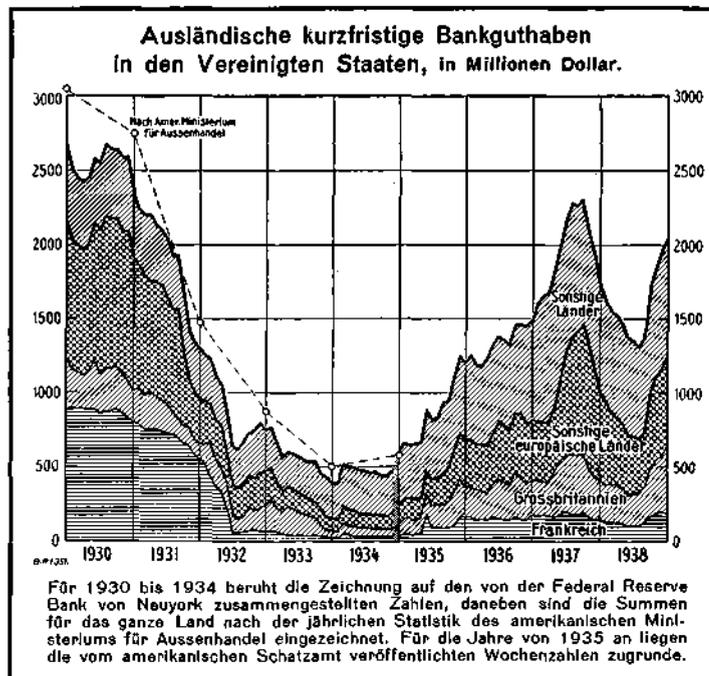


großen Wellen, nämlich nahezu 1 Milliarde Dollar in den beiden Jahren 1928/29 und über 1 Milliarde von Mitte 1935 bis Anfang 1937. Die Erfahrung nach den Rückgängen am Aktienmarkt vom September 1929 und März 1937 zeigt, daß die Gesamtheit der ausländischen Kapitalisten amerikanische Wertpapiere während der Hausse kaufte, während der folgenden Kursrückgänge aber nicht verkaufte. Andererseits erreichte die amerikanische Anlagetätigkeit im Ausland ihren höchsten Punkt im Jahre 1930; seitdem ist sie ständig zurückgegangen.

Die ausländischen Anlagen in amerikanischen Wertpapieren und die Liquidierung amerikanischer Anlagen im Ausland sind demnach zwei verhältnismäßig beständige Elemente — auf beide zusammen entfallen 2,7 Milliarden Dollar, nahezu zwei Drittel des gesamten Kapitalzuflusses nach den Vereinigten Staaten seit 1934.

3. Das letzte Glied der Kapitalbewegung seit 1934 war die Ansammlung ausländischer Guthaben in den Vereinigten Staaten, auf die 1,5 Milliarden Dollar, etwas mehr als ein Drittel, entfallen. Die meisten dieser

Guthaben sind Sichteinlagen bei amerikanischen Banken, die Ende 1938 Auslandseinlagen im Betrage von 2 Milliarden Dollar besaßen. Die gesamten ausländischen Einlagen, die Ende 1929 3 Milliarden Dollar ausmachten, sanken in den folgenden Jahren (weitgehend als Ausdruck des Abgehens von der Goldkernwährung) rasch



auf die sehr niedrige Ziffer von 500 Millionen Dollar in den Jahren 1933/34. Mit der Dollarabwertung schmolzen die ausländischen Guthaben auf das Mindestmaß zusammen, das mit den laufenden Geschäftsbedürfnissen im tiefsten Punkt der Krise noch gerade vereinbar war.

Wieviel von den 1,5 Milliarden Dollar ausländische Guthaben, die von Januar 1934 bis Ende 1938 angesammelt wurden, als „schwimmendes“ Geld anzusehen ist, läßt sich nicht genau bestimmen. Eine gewisse Ansammlung war sicherlich für die gewöhnlichen Geschäftsbedürfnisse notwendig, besonders nach der tatsächlichen Stabilisierung des Dollars. Diese Geschäftsguthaben

können nicht unter ein gewisses Mindestmaß verringert werden; es besteht aber wohl kaum ein Zweifel darüber, daß die große Masse der kurzfristigen Auslandsgelder, die in bestimmten besonders gespannten Zeiten, wie z. B. im September und Oktober 1938, eingingen, nicht für Geschäftszwecke gebraucht wurde und daher ein unbeständiges Element auf dem Devisenmarkt bildet.

Das „Federal Reserve Bulletin“ für Februar 1939, dem die wesentlichen Teile dieser Abschnitte entnommen sind, meint, eine Untersuchung der Kapitalbewegung als solcher deute darauf hin, daß man, obwohl diese Bewegung in erheblichem Maße durch die verworrenen Verhältnisse im Ausland verursacht worden sei, gegenwärtig doch nur einen begrenzten Betrag als unruhiges ausländisches Geld ansehen müsse, das bereit sei, das Land zu verlassen, sobald die Lage im Ausland wieder beständiger wird. Wenn diese Schlußfolgerung auch angesichts des starken Geldzustroms in den ersten vier Monaten 1939 etwas berichtigt werden muß, so dient sie doch als Mahnung, die mengenmäßige Bedeutung des „heißen Geldes“ im Vergleich zu der Bewegung anderer Gelder nicht zu überschätzen.

Eine Form der Kapitalflucht, deren Umfang zugenommen hat, ist der Erwerb amerikanischer Banknoten in Europa. Die Bedeutung dieses Vorgangs läßt sich aus der folgenden Aufstellung ersehen:

Verschiffungen amerikanischen Papiergeldes nach und von Europa	Nettoverschiffungen nach Europa	Nettoeingänge aus Europa
	in Millionen Dollar	
1935	—	9,3
1936	8,6	—
1937	—	26,1
1938 Januar-August	—	26,0
1938 September-Dezember	24,7	—
1939 Januar-März	30,8	—

Die Einfuhr amerikanischer Banknoten nach Europa hörte mit der Abwertung der Währungen des Goldblocks so gut wie ganz auf, und im Jahre 1937 und in den ersten acht Monaten 1938 wurden über 50 Millionen Dollar in Europa enthortet und nach den Vereinigten Staaten zurückgesandt. Im September und Oktober 1938 erreichte jedoch die europäische Nachfrage nach Dollarnoten ungewöhnlich hohe Ausmaße, und es mußten erhebliche Mengen aus den Vereinigten Staaten eingeführt werden. Diese Bewegung setzte sich in den ersten Monaten des Jahres 1939 fort, in denen sich schätzungsweise Dollarnoten im Gesamtbetrage von rund 500 Millionen Dollar im Ausland befanden.

Die Kapitalausfuhr nach den Vereinigten Staaten infolge der Währungsunsicherheit in den europäischen Ländern war von besonderer Bedeutung Anfang 1935 vor der Abwertung des belgischen Franken und später bis zur Abwertung der Währungen des Goldblocks im September 1936. Seitdem fand eine mehr oder weniger ununterbrochene Kapitalrückkehr nach der Schweiz

und Holland statt. Der 1937 besonders mächtige Strom ließ jedoch im ersten Halbjahr 1938 immer mehr nach und versiegte im letzten Halbjahr vollständig. Das Aufhören des Nettozuflusses nach diesen Ländern seit Mitte 1938 ist teilweise auf einen Gegenstrom von Käufen ausländischer Wertpapiere zurückzuführen, für welche die zahlreichen Einführungen an der Amsterdamer und Züricher Effektenbörse einen erhöhten Anreiz bildeten. Anfang 1939 fand ein Kapitalabfluß statt, der in engem Zusammenhang mit den internationalen politischen Entwicklungen stand. Weder Holland noch die Schweiz wurden wesentlich berührt durch die während des Jahres vorgenommene Kapitalrückführung nach Frankreich, die für Belgien im Mai 1938 von erheblicher Bedeutung war.

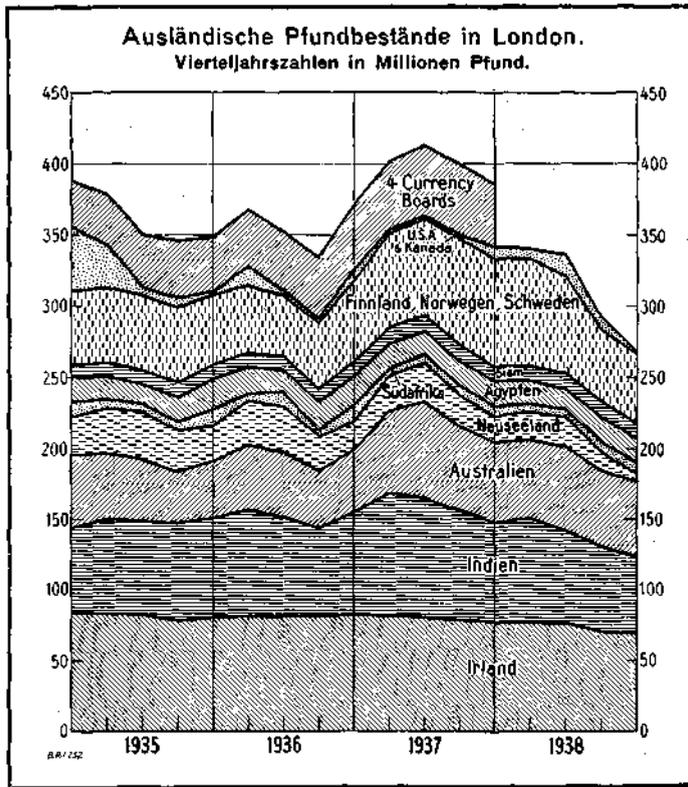
Frankreich hat im Winter 1938/39 zum ersten Mal seit mehreren Jahren eine anhaltende Heimkehr von früher ausgeführtem inländischem Kapital erlebt. Die Erholung nach dem September 1936 und im Oktober 1937 war in beiden Fällen von kurzer Dauer gewesen und hatte sich schließlich in ihr Gegenteil verwandelt. Seit jedoch Anfang Mai 1938 der Franken auf 179 für das Pfund gesenkt wurde, ist das Vertrauen in die Stabilität der Währung zurückgekehrt und ein Kapitalzufluß eingetreten, der gewöhnlich auf etwa 16–18 Milliarden französische Franken geschätzt wird. Der überwiegende Teil dieses Kapitals ging allerdings in den Sommermonaten wieder verloren, aber im September, im Höhepunkt der internationalen Krise, wurden französische Gelder nicht ausgeführt, und von Oktober ab, namentlich aber nach der Einführung der finanziellen und sonstigen Reformen Anfang November, bewegte sich eine neue Flut französischen Kapitals nach Frankreich, die während des Winters 1938–39 schätzungsweise 16–20 Milliarden französische Franken betrug.

Der Hauptteil des im Mai und seit dem Herbst 1938 zurückgekehrten französischen Kapitals kam aus England und umfaßte sowohl gehortetes Gold und gehortete Noten wie Guthaben bei englischen Banken und über Pfund lautende Wertpapiere. London war neben den üblichen und nicht unbedeutenden handelskreditmäßigen Ausgleichungen, die vorgenommen werden, wenn eine Währung eine längere Zeit fällt, in der Tat drei verschiedenen Geldabflüssen ausgesetzt. Erstens fand der soeben erwähnte Abfluß nach Frankreich statt. Zweitens war London die bedeutendste Quelle der Gelder, die nach den Vereinigten Staaten ausgeführt wurden (nahezu 200 Millionen Dollar allein im September und Oktober 1938), wenn auch in diesem Zusammenhang niemals die Funktion Londons als Durchgangskanal für Auslandsgeld vergessen werden darf. Der dritte Kapitalabfluß — der bedeutender war, als gewöhnlich angenommen wird — entstand dadurch, daß die Gelder, die früher von den Ländern des Sterlingblocks in London angesammelt worden waren, teilweise zur Deckung von Fehlbeträgen ihrer Zahlungsbilanzen in Anspruch genommen wurden. Bis Mitte 1937 wurde das Pfund durch die aktiven Zahlungsbilanzen der Länder des Sterlingblocks gestützt, die ihre Reserven weitgehend in Form von Guthaben und anderen kurzfristigen Anlagen in London ansammelten. Als Mittelpunkt für die Reserven dieser Gebiete, die zum großen Teil Rohstoffe erzeugen, muß London aber darauf vorbereitet sein, daß die in guten Jahren gebildeten Pfundreserven in Anspruch genommen

werden, wenn die Rohstoffpreise fallen und die Zahlungsbilanzen der Erzeugerländer passiv werden.

Der Sterlingblock ist als Handelsraum natürlich keine neue Erscheinung, wenn auch sein Vorhandensein als Währungsblock zur Zeit der Goldwährung durch die allgemeine, auf Gold beruhende Stabilität verschleiert wurde. Aber ein Druck auf das Pfund, der dem gegenwärtigen ähnlich ist, dessen Bedeutung jedoch selten voll gewürdigt wird, bestand schon seit dem Ausbruch der landwirtschaftlichen Krise im Jahre 1928. Es ist allgemein bekannt, daß die Währungen der landwirtschaftlichen Länder schon vor dem Pfundsturz im Jahre 1931 angegriffen waren, und daß z. B. das australische und das neuseeländische Pfund bereits vor Ende 1929 abgewertet wurden. Man vergegenwärtigt sich aber selten, daß diese und andere Länder zur Verteidigung ihrer Währungen weitgehend Pfunde verkauften. In den letzten neun Monaten des Jahres 1929 gingen die australischen Gelder in London um über 30 Millionen Pfund zurück, die indischen amtlichen Pfundbestände fielen von Ende 1929 bis 1931 um 40 Millionen Pfund; Neuseelands Pfundmittel, die vorher vielleicht 10 Millionen Pfund oder mehr betragen hatten, wurden fast ganz abgezogen; der Pfundbesitz der Ägyptischen Nationalbank ging von 30 Millionen Pfund im Jahre 1929 auf 15 Millionen Pfund im Jahre 1931 hinunter. Außerdem wurden diesen Ländern durch neue Anleihen am Londoner Geld- und Kapitalmarkt beträchtliche zusätzliche Pfundmittel zur Verfügung gestellt, und wenn diese Anleihen auch durch regelmäßige Tilgungen und andere Rückzahlungen auf ausländische Anleihen zum Teil ausgeglichen wurden, so trat mit ihnen zu dem sichtbaren Rückgang der Pfundguthaben doch ein wesentlicher Vorgang hinzu, der den Druck auf den Pfundkurs verstärkte. Die Wirkungen dieses Druckes wurden bis zu einem gewissen Grade aufgehoben, solange die Vereinigten Staaten uneingeschränkt Geld ins Ausland liehen, — die amerikanischen Auslandsanleihen wurden aber 1931 gänzlich eingestellt.

Die Neubildung der Guthaben des Sterlingblocks begann im Herbst 1931, und bis zum Frühjahr 1934 hatten diese Pfundreserven um mehr als 200 Millionen Pfund zugenommen — ungefähr je 50 Millionen Pfund für Australien und Indien, je 20 Millionen Pfund für Neuseeland und Südafrika usw. Die Vereinigten Staaten liquidieren jetzt ihre Auslandsanlagen. Einige Länder des Sterlingblocks, die früher Goldreserven besessen hatten, auf die sie zurückgreifen konnten, wie z. B. Australien und Neuseeland, haben so gut wie vollständig darüber verfügt und sind jetzt ganz auf ihre Pfundguthaben als internationale Reserven angewiesen. Von Mitte 1937 bis Ende 1938 fielen die Netto-Pfundmittel der im nachfolgenden Schaubild aufgeführten Länder des Sterlingblocks um rund 100 Millionen Pfund — Indien verlor über 30 Millionen Pfund, Neuseeland 20 Millionen Pfund und die irischen Banken 10 Millionen Pfund; die australischen Guthaben in London sanken wahrscheinlich um 15 Millionen Pfund, während die Bankmittel der skandinavischen Länder um einen Betrag zurückgingen, der auf 20–25 Millionen Pfund veranschlagt werden kann. Wenn man noch andere Länder berücksichtigt, die in dem Schaubild nicht enthalten sind, wie Portugal, Argentinien, Japan usw., so ist gewiß, daß diese Abzüge in den betrachteten achtzehn Monaten volle 120 Millionen Pfund betragen haben.



Im Gegensatz zu den Jahren 1928/29 spielten neue Anleihen an Länder des Sterlingblocks nur eine Nebenrolle; soweit solche Anleihen gegeben wurden, fanden sie im allgemeinen in regelmäßigen Tilgungs- und anderen Rückzahlungen einen Ausgleich.

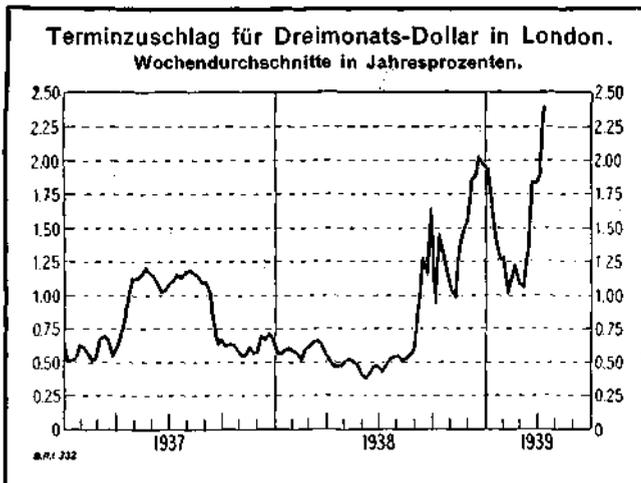
Die Hauptursache des Rückgangs der erwähnten Pfundreserven war die Verschlechterung der Zahlungsbilanzen der Länder des Sterlingblocks gegenüber anderen Ländern als Großbritannien. Es sollte jedoch nicht vergessen werden, daß sich für den britischen

Markt ein gewisser Ersatzgewinn daraus ergab, daß der Sturz der Warenpreise, der die Schwierigkeiten der Rohstoffländer verursacht hatte, die britische Lebensmittel- und Rohstoffeinfuhr verbilligte — dem Handelsamt zufolge war der durchschnittliche Wert der britischen Einfuhr 1938 um 6 v. H. niedriger als im Jahre 1937.

Bis zu einem gewissen Grade war der Rückgang der Pfundbestände auch auf die Umwandlung der Reserven in Dollar und Gold zurückzuführen; z. B. wurde der Goldbestand der Schwedischen Reichsbank im Jahre 1938 um etwa 15 Millionen Pfund vermehrt, die irische Währungskommission kaufte 2 Millionen Pfund und 3 Millionen Pfund die Bank von Norwegen. Sofern diese Länder einen Überschuß in ihrer Zahlungsbilanz haben, ist es natürlich, daß sie einen Teil der laufenden Goldproduktion erwerben, aber die Zusammendrängung der Käufe in Zeiten, in denen der Goldmarkt angespannt und der Goldpreis ungewöhnlich hoch war, kann als schlagender Beweis für die Bevorzugung des Goldes in Zeiten starker Beunruhigung angesehen werden.

Die Kapitalbewegungen können bei ihrem tatsächlichen Auftreten auf den Devisenmärkten durch „Swappeschäfte“, deren verhältnismäßige Bedeutung häufig schwer abzuschätzen ist, beeinflußt sein. Das obenstehende Schaubild zeigt den Überschuß der Pfundguthaben über die Pfundverbindlichkeiten kanadischer und amerikanischer Banken. Für die kanadischen Banken ist dies ein ziemlich kleiner und verhältnismäßig beständiger Posten, der sich daraus ergibt, daß die kanadischen Banken Zweigstellen in Ländern haben, die an das Pfund angeschlossen sind und deren Einlagenüberschuß in London verwendet wird.

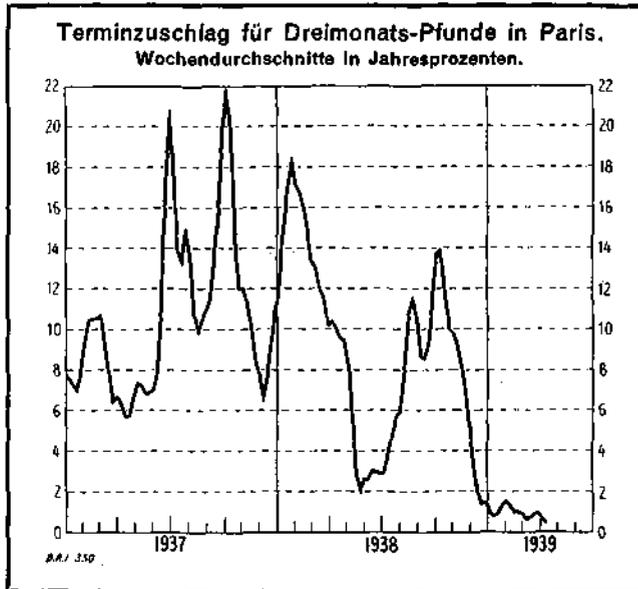
Der Überschuß der Pfundanlagen amerikanischer Banken über die Verbindlichkeiten oder umgekehrt entsteht dagegen im wesentlichen aus Swapgeschäften. Wenn keine erhebliche Änderung in den Londoner und Neuyorker Marktsätzen eintritt, neigen diese Guthaben dazu, sich nach den Änderungen des Termin-Dollar-Pfundkurses zu richten. Als Ende 1934 der Termindollar einen Abschlag zeigte, war der Betrag des amerikanischen Swappgeldes in London sehr beträchtlich. Der Überschuß der Pfundanlagen amerikanischer Banken über die Pfundverpflichtungen (auf Zeit gedeckt) betrug etwa 40 Millionen Pfund. Anfang 1935 verschwand dieses Swappgeld aus London und Mitte 1937 hatten die amerikanischen Banken sogar einen Überschuß an Pfundverbindlichkeiten von etwa 10 Millionen Pfund. Mitte 1938 führte der Rückgang des Terminzuschlags für den Dollar in London auf unter $\frac{1}{2}$ v. H. zu einer ziemlich bedeutenden Bewegung von amerikanischem Swappgeld nach London. Im Juni, Juli und August 1938 übertrafen die Pfundanlagen amerikanischer Banken deren Pfundverbindlichkeiten um rund 10 Millionen Pfund, während ihre Nettoabschlüsse für Termin-Pfundverkäufe auf über 15 Millionen Pfund stiegen. Bei einigen englischen Banken, die für gewisse Beträge ausländischer Einlagen



1 bis $1\frac{1}{4}$ v. H. boten, betrug bei Berücksichtigung des Verlustes am Terminkurs von $\frac{3}{8}$ bis $\frac{1}{2}$ v. H. der Reinertrag etwa $\frac{3}{4}$ v. H., d. h. weit mehr, als für Dreimonatsanlagen in Neuyork erzielt werden konnte. Mit dem plötzlichen Steigen des Aufgeldes für den Termindollar im September 1938 wurden derartige Geschäfte unvorteilhaft und das Swappgeld wurde beim Eintritt der Fälligkeiten zurückgezogen; am Jahres-

ende hatten die amerikanischen Banken einen Überschuß an Pfundverbindlichkeiten von 8 Millionen Pfund.

Zeitweise hatte anderes Swappgeld in London größere Bedeutung als das amerikanische. Das Aufgeld auf Pfunde in Paris wies in den letzten Jahren starke Veränderungen auf, in denen mehr die wechselnde Beurteilung der Zukunft des französischen Frankens zum Ausdruck kam als die unterschiedliche Höhe der Zinssätze. Im Mai 1938, als man den Kassekurs des Frankens bis auf 179 sinken ließ, ging Hand in Hand mit dem Rückgang des Aufgeldes für Terminpfunde in Paris eine Abnahme französischen Swappgeldes in London. Im Juli und August wurde jedoch der Terminfranken schwächer und französisches Swappgeld kehrte nach London zurück; Mitte August wurden diese Geschäfte amtlicherseits eingedämmt, und da die französischen Banken keinen Bedarf an Terminfranken hatten, erhöhte sich der Abschlag genügend, um für große Firmen mit flüssigen Mitteln einen Anreiz zu bieten. Zu gewissen



Zeiten des Jahres belief sich das französische Swappgeld in London auf 30 Millionen Pfund oder mehr. Belgisches Swappgeld war in London zeitweise ebenfalls bedeutend, und Änderungen der Brüsseler Marktsätze, besonders des Satzes für tägliches Geld, stehen in starker Abhängigkeit von dem Diskont für Terminbelga und dem Betrag, der in London für Bankmittel erzielt werden kann.

Swappgeschäfte, die auf die Entwicklung der Zins-

unterschiede hin getätigt werden, können im allgemeinen als ein stabilisierender Faktor der Devisenmärkte angesehen werden, aber im Jahre 1938 hatten die Bewegungen des ausländischen Swappgeldes in London zum großen Teil die Wirkung, daß der Druck auf das Pfund vom Sommer auf den Herbst verschoben wurde, d. h. auf die Zeit, als der Druck aus anderen Gründen am stärksten war. Vom September bis zum Jahresende schwankte der Terminabschlag für Dreimonats-Pfunde gegenüber dem Dollar zwischen 1 und 2 v. H. jährlich, d. h. er war ausreichend, um für englische Bankmittel einen Anreiz zu bieten, auch als die Neuyorker Marktsätze auf Null gesunken waren.

Es ist schon erwähnt worden, wie sehr die Geschäftsguthaben in Neuyork 1933 abnahmen, als der Dollar abgewertet wurde, und wie sie seitdem wieder aufgebaut wurden. Eine etwas ähnliche Übertragung von Handlungsguthaben fand 1938 von London aus statt. Bis zu einem gewissen Grade erfolgt diese Übertragung durch Handelskanäle, d. h. der aus der britischen Ausfuhr stammende Erlös in fremder Währung wird im Ausland belassen, während die Einfuhr gesteigert und in bar oder im voraus bezahlt wird. In anderen Ländern, für die es möglich war, Berechnungen anzustellen, hat sich gezeigt, daß dieser kommerzielle Faktor von höherer Bedeutung ist, als gewöhnlich angenommen wird: er entsprach ungefähr der Hälfte des Gegenwertes der Außenhandelsumsätze eines Monats. Dieses Verhältnis würde für England einen Betrag von etwa 50 Millionen Pfund ergeben. Diese Ziffer mag etwas hoch gegriffen erscheinen, aber es ist auch die zunehmende Bedeutung internationaler Körperschaften mit großen flüssigen Mitteln zu berücksichtigen, die von einem Markt zum anderen verschoben werden können.

Außerdem wird ein großer Teil des Welthandels, auch soweit England nicht als Partner beteiligt ist, in Pfund Sterling abgewickelt. Sinkt das Pfund für längere Zeit, so sind die Ausfuhrfirmen in anderen Ländern natürlich nicht geneigt, Rechnungen in Pfund Sterling auszustellen, und es sind Beweise da-

für vorhanden, daß in diesen Ländern, und sogar in Ländern des Sterlingblocks selbst, Außenhandelsabschlüsse weniger oft als üblich über Pfund Sterling und mehr über die eigene Währung der Ausfuhrfirma gelautet haben. Diese Tatsache besitzt eine größere Bedeutung, als es zunächst den Anschein hat, denn sobald die Änderung in der Fakturierung vorgenommen wird, werden die zur Erfüllung fällig werdender Handelsverpflichtungen angesammelten Pfundguthaben frei und können ausgeführt werden — oder sie werden, falls sie in Anspruch genommen werden, nicht wieder aufgebaut, wie es sonst der Fall wäre. Manchmal haben sich ausländische Ausfuhrfirmen auch einer anderen Technik bedient, indem sie wie gewöhnlich einen Kredit in Pfund Sterling gaben, aber sofortige Bankvorschüsse in Pfund Sterling erhielten, deren Erlös in Dollar oder Gold umgewandelt wurde, während der Vorschuß später aus der Zahlung der Einfuhrfirma abgedeckt wurde.

Alles in allem muß die Verminderung der Rücklagen des Sterlingblocks und der Geschäftsguthaben in London, wenn man die Zeit von Mitte 1937 bis Ende 1938 betrachtet, auf das Pfund einen nachhaltigen Druck ausgeübt haben, wenn auch zeitweise die Geldübertragungen von und nach Neuyork und Paris die Devisenmärkte beherrschten.

Vor einem Jahr konnte man sagen, daß Umfang und Bedingungen der Handelsfinanzierung innerhalb des Sterling- und Dollarblocks zu normalen Verhältnissen zurückgekehrt seien. Der Rückgang im Wert des Welthandels hat natürlich auch eine Verminderung des zu seiner Finanzierung notwendigen Betrages mit sich gebracht. Außerdem wurden die Laufzeiten der Kredite kürzer, so daß der Gesamtumfang der ausstehenden Handelskredite stärker abgenommen hat als der Handel selbst. Die amerikanischen Ausfuhrfirmen haben für Europa die üblichen Ziele verkürzt und bestanden in vielen Fällen auf Barzahlung, was die Wirkung des Ausfuhrüberschusses der Vereinigten Staaten noch verstärkt hat.

Die Verkürzung der Fristen für internationale Handelskredite erhielt ferner eine besondere Betonung durch die Störungen, welche die längere Abschwächung des Pfundkurses verursacht hatte; einige Auswirkungen dieser Abschwächung sind in den vorhergehenden Absätzen erwähnt worden. Unter diesen Umständen hat die Funktion des Goldes als Schutz gegen Kursverluste eine größere Bedeutung erlangt; Goldkäufe wurden als eine Art „Versicherung“ gegen die Wertminderung der Währung, auf welche die Verträge lauteten, angesehen. In diesem Zusammenhang ist bemerkenswert, daß deutschen Aus- und Einfuhrfirmen, die bereits die Genehmigung erhalten hatten, Devisenguthaben im eigenen Namen zu unterhalten, auch der Erwerb und der Besitz von Gold gestattet wurde, dessen Bewegungen zeitweise ihren Niederschlag in der deutschen Handelsstatistik finden. Ferner wurden die Bedingungen, zu denen die Reichsbank Exportwechsel ankauft, die nicht über die Währung des Zahlungslandes lauten, (womit sie selbst das Währungsrisiko übernimmt), für die Ausfuhrfirmen vorteilhafter gestaltet, indem im März 1939 beschlossen wurde, bei Wechseln, die nicht über die Währung des Zahlungslandes lauten, die Sätze des Landes anzuwenden, in dessen Währung die Wechsel ausgestellt sind.

Exportgeschäfte bringen in der Regel ein größeres Risiko mit sich als inländische Geschäfte. In den letzten Jahren sind die üblichen Kreditrisiken stark erhöht worden durch die Gefahren der Währungsunbeständigkeit und die Gefahr, daß die Ausfuhrerlöse durch die Anwendung von Verrechnungsabkommen oder Devisenbeschränkungen in dem Einfuhrlande auf unbestimmte Zeit festgehalten werden.

Die Abneigung der Ausfuhrfirmen, in bestimmten Richtungen und Währungen Kredite zu gewähren, hat dazu geführt, daß die private Kreditversicherung, ein seit langem bestehendes Gewerbe, durch wirksameren Einsatz staatlicher Unterstützung in Gestalt einer Versicherung gegen das Kredit- und Währungsrisiko oder in Form unmittelbarer Kreditgewährung seitens einer amtlichen Stelle ergänzt wurde. Manche Kredite werden dabei nicht unmittelbar dem ausländischen Einführer, sondern der Regierung des Einfuhrlandes gewährt. In den meisten Fällen hatte sich dieses staatliche Eingreifen in den ersten Nachkriegsjahren bei der Entwicklung des Handels mit Rußland als notwendig erwiesen — in den letzten Jahren, besonders seit 1931, hat sich aber das Tätigkeitsfeld für staatliche Garantien mit der Zerrüttung der Währungsverhältnisse in der ganzen Welt bedeutend erweitert.

In England ist die Exportkredit-Garantie-Abteilung des Handelsamtes aus kleinen Anfängen emporgewachsen und zu einem wichtigen Teil der Einrichtungen zur Finanzierung der britischen Ausfuhr geworden. Der Höchstbetrag der jeweiligen Verbindlichkeiten, welche diese Abteilung übernehmen darf, wurde im Jahre 1937 von 25 auf 50 Millionen Pfund und im Jahre 1938 weiter auf 75 Millionen Pfund heraufgesetzt. Die Hauptaufgabe der Abteilung besteht in der Sicherung der Ausfuhrerlöse gegen Kredit-, Währungs- und sonstige Verluste — Mittel zur Finanzierung solcher Geschäfte stellt sie gewöhnlich nicht zur Verfügung. Doch hat die Abteilung im Jahre 1936 dabei mitgewirkt, mit ihrer Garantie versehene russische Notes im Betrage von 10 Millionen Pfund am Markte unterzubringen, und im Jahre 1938 hat sie türkische Wechsel, ebenfalls in Höhe von 10 Millionen Pfund, garantiert.

Ein bemerkenswertes Beispiel für die veränderten Methoden der Außenhandelsfinanzierung liefert das Abkommen mit der Türkei. Dieses sah die öffentliche Begebung von $5\frac{1}{2}\%$ türkischen Wechseln bis zum Betrage von 10 Millionen Pfund vor, die von der Abteilung garantiert sind und die britische Ausfuhr von Maschinen und anderen Fertigwaren nach der Türkei decken sollen. Damit verbunden war ein Plan für den Absatz türkischer Naturschätze auf dem Weltmarkt, wobei der Erlös dazu verwendet werden sollte, den Dienst der Kredite zu versehen. Außerdem leistete die britische Regierung die Garantie für eine Anleihe von 6 Millionen Pfund zur Deckung türkischer Käufe von Kriegsmaterial in England. Das bereits bestehende Verrechnungsabkommen wurde ebenfalls geändert, um die künftige Ansammlung von Rückständen zu beschränken.

Auch in Deutschland ist das System der Exportkreditversicherung in den letzten Jahren bedeutend ausgebaut worden, im allgemeinen jedoch von Privatgesellschaften, die sich beim Reich rückversichern können, wenn auch in der Vergangenheit unmittelbare Reichsbürgschaften gegeben worden sind,

z. B. zur Deckung des gesamten deutschen Ausfuhrgeschäfts mit Rußland, und Anfang 1939 das Reich einen Handelskredit von 150 Millionen Reichsmark zur Deckung der türkischen Einfuhr aus Deutschland gewährte. Das deutsche Export-Kreditgarantiesystem bildet einen Teil der allgemeinen Maßnahmen zur Unterstützung der Ausfuhr, der u. a. die Beratung und Unterrichtung der Ausführer hinsichtlich der Abfassung von Verträgen, der Devisenbestimmungen der ausländischen Gesetze usw. umfaßt.

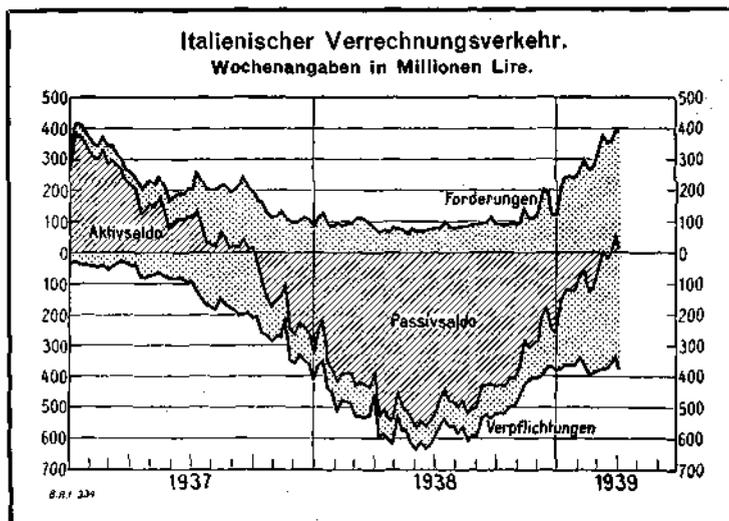
Im September 1938 wurde aus Washington ein Plan für eine Exportkreditversicherung angekündigt, welcher die Deckung des Risikos bis zu 80 v. H. vorsieht. Die amerikanische Export-Import-Bank hat sich seit einigen Jahren auf die unmittelbare Finanzierung solcher Exportgeschäfte spezialisiert, für welche Kredite aus privater Quelle nicht leicht zu erhalten wären, besonders für Lieferungen von amerikanischem rollendem Eisenbahnmaterial und schweren Maschinen nach südamerikanischen Ländern. In den letzten Monaten hat diese Bank zur Finanzierung amerikanischer Exporte nach China und der Baumwollausfuhr nach Polen Kredite in Höhe von 25 und 6 Millionen Dollar abgeschlossen. Hinsichtlich Polens ergab sich das Geschäft aus der Notwendigkeit, mehr als drei Monate Ziel zu gewähren, wofür private Kredite nicht gefunden werden konnten.

Einrichtungen für eine amtliche Versicherung oder Rückversicherung des mit Exportkrediten verbundenen Risikos bestehen jetzt in verschiedenen Entwicklungsstadien in einer großen Anzahl von Ländern. Die Notwendigkeit, erhöhte Beträge bei solchen Stellen zu versichern, ergibt sich aus der Schwierigkeit, ja Unmöglichkeit, die politischen und sonstigen Gefahren nach den Grundsätzen des Versicherungsgewerbes statistisch einzuschätzen.

Es ist äußerst schwierig, genaue Angaben über die Entwicklung der verschiedenen Verrechnungskonten während des Jahres zu erhalten. In vielen Ländern werden keine Angaben über diese Konten bekanntgegeben, oder wenn sie veröffentlicht werden, sind sie in einer Reihe von Währungen ausgedrückt, auf die verschiedene Devisenkurse Anwendung finden können, was

die Untersuchung erschwert und Schlußfolgerungen unsicher macht. Für Italien werden indessen alle Umsätze auf den Verrechnungskonten in Lire veröffentlicht, so daß man ein gutes Bild von der allgemeinen Entwicklung gewinnen kann.

Die Entwicklung der italienischen Handelsbilanz, die in den letzten Monaten des



Jahres 1938 durch eine Einfuhrdrosselung ausgeglichen wurde, findet ihren Niederschlag auf den Verrechnungskonten; bei ihnen fand im letzten Halbjahr 1938 ein rascher Rückgang der Rohverschuldung statt, dem Anfang 1939 eine Zunahme der Verrechnungsguthaben folgte, so daß der Mitte 1938 noch beträchtliche Debetsaldo im März 1939 verschwunden war.

Auf dem Gebiet neuer kurzfristiger Kredite ohne unmittelbaren Zusammenhang mit dem Außenhandel, blieb die Tätigkeit weiter beengt. Im April 1938 schloß die argentinische Regierung in Holland und in der Schweiz zweijährige Kredite von $12\frac{1}{2}$ Millionen Gulden bzw. 40 Millionen Schweizer Franken zu $3\frac{1}{2}$ v. H. ab. Im Juni nahm auch die belgische Regierung in Holland und in der Schweiz kurzfristige Kredite auf, und zwar im Betrage von 35 Millionen Gulden und 25 Millionen Schweizer Franken. Die französische Regierung bezog im Juli in Amsterdam einen fünfzehnmonatigen Kredit von 75 Millionen Gulden. Ende November 1938 wurden französische Eisenbahnwechsel im Betrage von 150 Millionen Gulden fällig und in Gold zurückgezahlt, gleichzeitig nahm aber die französische Regierung weitere 100 Millionen Gulden gegen fünfzehnmonatige $2\frac{3}{4}$ % Schatzwechsel auf.

Alte kurzfristige Kredite aus der Zeit vor 1931 werden im allgemeinen weiter langsam zurückgezogen. Das Jahr 1938 brachte die Auflösung der Gesellschaft, die zur Verwaltung und Abwicklung des Hauptteils der Auslandsanlagen der Oesterreichischen Credit-Anstalt gebildet worden war. Es wurden Kapitalrückzahlungen in bar vorgenommen, die sich auf insgesamt 76 v. H. der Schuldverschreibungen der Gesellschaft belaufen, während einige noch verbleibende feste Anlagen auf eine schweizerische Gesellschaft übertragen wurden, die sie möglichenfalls realisieren soll.

Wie in den letzten Jahren war auch im Jahre 1938 der Betrag neuer langfristiger Auslandsanleihen kaum nennenswert und wurde an den wichtigsten Gläubigermärkten von den Rückzahlungen und Repatriierungen alter Anleihen seitens der Schuldner übertroffen.

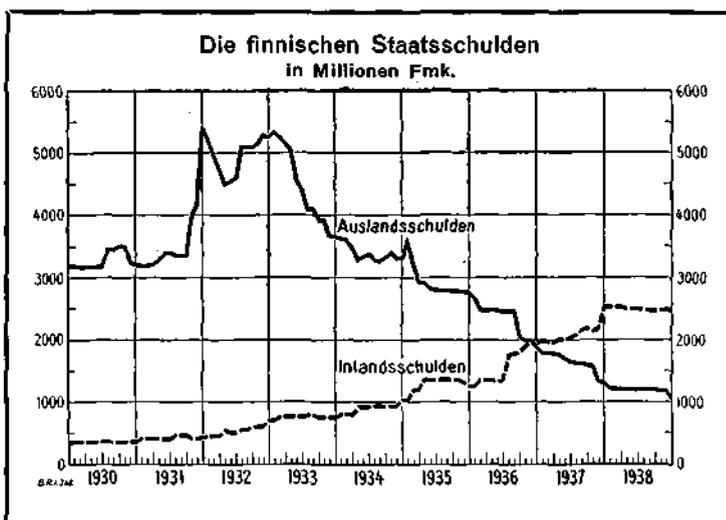
Am Londoner Markt überragten die Anleihen an die Länder des britischen Weltreichs mit einem Betrage von 24 Millionen Pfund, — der sich von dem der letzten Jahre nicht erheblich unterscheidet, — bei weitem die Anleihen an andere Länder, die nur $4\frac{1}{2}$ Millionen Pfund ausmachten. Die im Februar 1938 vorgenommene Lockerung des Verbots für Auslandsanleihen wurde im Dezember wieder rückgängig gemacht. Bei den Industrianleihen an die Länder des britischen Weltreichs scheinen wie in früheren Jahren die Ausgaben und Börseneinführungen der Papiere der südafrikanischen Goldbergwerke die bedeutendsten gewesen zu sein. Unter den Regierungsanleihen gehörte die im Mai von der Regierung des australischen Bundes aufgenommene $3\frac{3}{4}$ % Anleihe von 7 Millionen Pfund, die in vierzehn bis achtzehn Jahren rückzahlbar ist, zu den wichtigsten. Eine im Dezember 1938 begebene australische Konversionsanleihe von $2\frac{1}{2}$ Millionen Pfund war insofern bemerkenswert, als zum erstenmal der Zinssatz von 4 v. H. höher war als bei der fälligwerdenden Anleihe, die mit $3\frac{1}{2}$ % zu verzinsen war. Sie ist die erste 4 % australische Pfundanleihe seit Juli 1933. Die allgemeine Erhöhung der langfristigen Zinssätze am Londoner Markt kommt an ihr zum Ausdruck.

Die neuen langfristigen Auslandsanleihen in den Vereinigten Staaten hielten sich mit 36 Millionen Dollar ungefähr auf der gleichen Höhe wie im Durchschnitt der letzten fünf Jahre. Am bemerkenswertesten war die $4\frac{1}{2}\%$ Anleihe von 25 Millionen Dollar an die argentinische Regierung mit zehnjähriger Laufzeit, die im November 1938 zu einem Kurs von $95\frac{1}{2}$ begeben wurde. Obwohl sie technisch zur Aufnahme neuen Kapitals diente (und damit seit 1930 die erste neue Anleihe an eine ausländische Regierung außer Kanada bildete) muß diese Anleihe eigentlich als eine Fortsetzung des Konversionsplanes der letzten Jahre angesehen werden. Auf Grund dieses Programms wurden außer den Tilgungszahlungen von 35 Millionen Dollar Schuldverschreibungen im Betrage von 115 Millionen Dollar zurückgezogen. Ebenfalls im November begab die kanadische Regierung 40 Millionen Dollar 3% Refundierungs-Schuldverschreibungen mit 30jähriger Laufzeit zum Kurs von $97\frac{1}{4}$.

Im Dezember 1938 wurde eine in 30 Jahren rückzahlbare 4% Anleihe der französischen Regierung in Höhe von 175 Millionen Gulden über eine Gruppe holländischer und schweizerischer Banken ausgegeben. Der Erlös diente zur Konversion oder Rückzahlung fast der gesamten Auslandsschuld der Eisenbahnen, die Anleihen in Dollar, Gulden und Schweizer Franken umfaßte.

Während die neuen langfristigen Anleihen für ausländische Rechnung sich auf derselben niedrigen Ebene bewegten wie in den letzten Jahren, haben die Repatriierungen und Rückzahlungen seitens der Schuldnerländer ihren Fortgang genommen. In den letzten fünf Jahren wurden in den Vereinigten Staaten rund 800 Millionen Dollar für den Ankauf ausländischer Wertpapiere zum Zwecke der Rückbringung oder Tilgung aufgewandt, in erheblichem Maße von Ländern wie Argentinien, Belgien und Finnland, die in den zwanziger Jahren bedeutende Anleihen zu hohen Zinssätzen aufgenommen hatten.

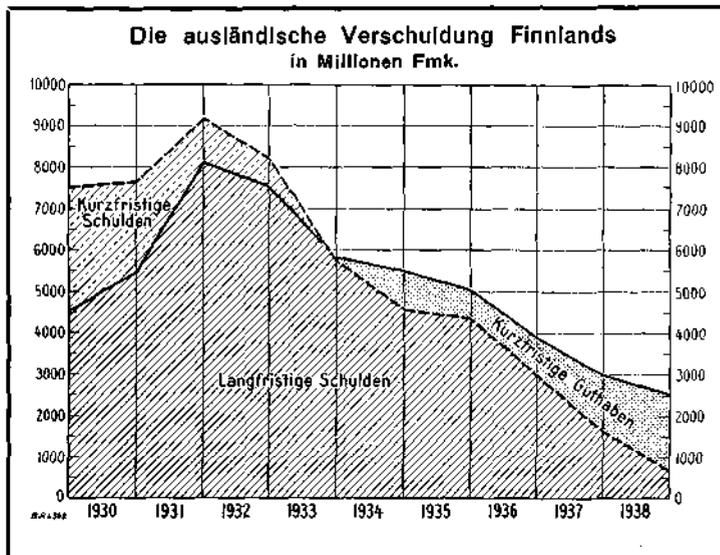
Besonders bemerkenswert ist die Entwicklung in Finnland. Seine Überschüsse bei den laufenden Posten der Zahlungsbilanz, die sich in den letzten acht bis neun Jahren auf jährlich etwa 1 Milliarde Finmark stellten,



sind hauptsächlich zur Rückzahlung von Auslandsschulden verwendet worden, die bis zu einem gewissen Grade durch innere Anleihen ersetzt wurden. Diese Entwicklung veranschaulichen die beigegebenen Zeichnungen, deren erste die innere und äußere Staatsschuld zeigt. Die Auslandsschuld erhöhte sich durch

die Abwertung der Finmark in den Jahren 1931 und 1932; von 1933 ab verminderte sie sich aber ununterbrochen, erstens durch die Dollarabwertung und dann durch die Begebung innerer Anleihen zur Rückzahlung ausländischer, namentlich über Dollar lautender Schuldverschreibungen. Die gesamte innere und äußere Staatsverschuldung ist im Endergebnis seit 1929 unverändert bei 3,5 Milliarden Finmark geblieben, dabei ist die ausländische Verschuldung aber von 90 v. H. der Gesamtsumme im Jahre 1929 auf gegenwärtig 30 v. H. zurückgegangen.

Die zweite Zeichnung zeigt die gesamte lang- und kurzfristige Auslandschuld Finnlands, die öffentliche sowohl wie die private, jedoch ohne die



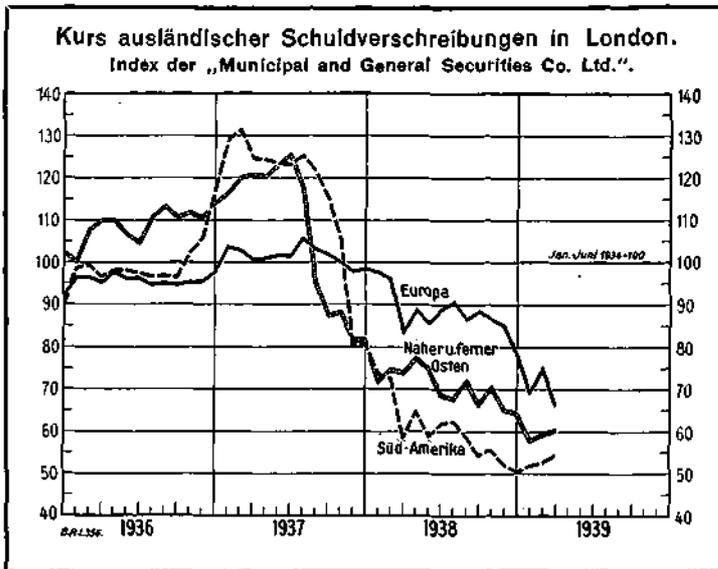
Dollar-Nahrungsmittel-Anleihe von 1923 (die sogenannte Kriegsschuld) im Gegenwert von 400 Millionen Finmark. Die Gesamtschuld, die sich 1929 auf 7,5 Milliarden Finmark belief, stieg mit der Abwertung der Währung Ende 1931 auf mehr als 9 Milliarden Finmark. Von 1933 an ist der Überschuß der kurzfristigen Anlagen von der ausstehenden langfristigen Schuld abge-

setzt worden, um die Netto-Auslandsschuld zu erhalten. Diese war Ende 1938 auf weniger als 0,7 Milliarden Finmark herabgedrückt und machte damit noch nicht ein Zehntel der vor zehn Jahren bestehenden Gesamtschuld aus. Durch den Goldbestand der Bank von Finnland im Werte von 1,1 Milliarde Finmark war sie in Wahrheit mehr als gedeckt. Infolgedessen ist der Überschuß der an das Ausland zu zahlenden Zinsen, ursprünglich der weitaus größte Sollposten der Zahlungsbilanz, seit 1932 um zwei Drittel, nämlich von 583 auf 195 Millionen Finmark jährlich zurückgegangen und nimmt jetzt die zweite Stelle nach den Ausgaben für Auslandsreisen ein.

Die rasche Rückzahlung der finnischen Auslandsschulden ist um so bemerkenswerter, als die Zusammensetzung des finnischen Außenhandels sich mit der stärkeren Industrialisierung des Landes geändert hat. Die Einfuhr von Produktionsgütern, die vor dem Kriege nur 15 v. H. der Gesamteinfuhr betragen hatte, ist in den zwanziger Jahren auf 24 v. H. und für die Gegenwart auf 30 v. H. gestiegen. Die für Zellstoff, Papier und Nutzholz seit einer Reihe von Jahren erzielten günstigen Preise tragen zur Erklärung der ausländischen Aktivsaldo Finnlands bei. Der Rückgang dieser Preise seit 1937 hat die Lage jedoch etwas geändert. Im April 1939 legte die finnische Regierung eine 2½ %

Anleihe mit dreijähriger Laufzeit für Rüstungszwecke auf, von welcher 20 Millionen schwedische Kronen am schwedischen Markt begeben wurden.

Während finnische Schuldverschreibungen eine lohnende Anlage für den ausländischen Besitzer von Schuldverschreibungen waren, gilt dies in den letzten beiden Jahren für viele andere ausstehende Auslandsanleihen in keiner Weise. Das Schaubild zeigt die drei wichtigsten Bestandteile des von der „Municipal and General Securities Company“ berechneten Index, der auf den Durchschnittskursen von mehr als hundert ausländischen Schuld-



verschreibungen im ersten Halbjahr 1934 beruht. Diese Schuldverschreibungen haben einen Nennwert von 600 Millionen Pfund, d. h. einem Fünftel des Pfundwertes aller an der Londoner Börse notierten ausländischen Schuldverschreibungen. Der vollständige Index (den das Schaubild nicht zeigt) ist vom Frühjahr 1937 bis in die ersten Monate 1939 um 50 v. H. gefallen.

An dem Rückgang waren alle Gruppen beteiligt; die europäischen Schuldverschreibungen fielen von über 100 auf unter 70, die des Nahen und Fernen Ostens von 120 auf 60 und die süd- (und mittel-) amerikanischen Schuldverschreibungen von 130 auf etwas über 50. Die Kriegsfurcht in Europa, der tatsächliche Krieg im Fernen Osten und der Zusammenbruch der Rohstoffpreise hatten den Haupteinfluß während der letzten beiden Jahre.

Im März 1938 wurden die österreichischen Schuldverschreibungen dem in Deutschland bestehenden Transfermoratorium unterworfen, aber der allgemeine heftige Kursrückgang der ausländischen Schuldverschreibungen während des Jahres ist anscheinend mehr auf die Furcht vor der Zukunft als auf eine gegenwärtige schlechtere Bedienung von Anleihen während des Jahres zurückzuführen. Süd- (und mittel-) amerikanische Anleihen z. B. fielen 1938 fortgesetzt im Kurse, obwohl die wenigen tatsächlich eingetretenen Veränderungen, wie die Verbesserungen im Anleihendienst Chiles und Perus, eigentlich vorteilhaft für den Gläubiger sind.

In Europa bot die bulgarische Regierung eine Erhöhung des für laufende Zinsscheine gezahlten Betrags an. Die ungarische Regierung ergänzte Anfang 1939 die Regelung hinsichtlich der ausländischen Schuldverschreibungen von 1937 dahin, daß ein Drittel der Ausländern zustehenden Dividenden übertragen werden darf. Die Bedienung der jugoslawischen Auslandsanleihen wurde ebenfalls

verbessert und weitere Fortschritte bei dem Dienst polnischer Schuldverschreibungen erzielt, der zu einem ermäßigten Zinssatz durchgeführt wird, wobei im allgemeinen eine Herabsetzung von 7 auf $4\frac{1}{2}$ v. H. vorgenommen wurde. Griechenland hingegen führt zwar den ausländischen Schuldendienst in beschränktem Maße durch, hat aber kein die Gläubiger befriedigendes Angebot gemacht.

Im Nahen Osten wurden für einzelne türkische Auslandsanleihen weitere Transfererleichterungen gewährt, dagegen gingen im Fernen Osten die japanischen Auslandsschuldverschreibungen weiter zurück, wenn auch kein Zahlungsverzug eingetreten ist, und die Schuldverschreibungen Chinas wurden von den Schwierigkeiten in Mitleidenschaft gezogen, denen die chinesische Regierung bei der Erhebung der Staatseinkünfte in den besetzten Teilen des Landes begegnet.

In einem Jahr, in dem der Markt der Auslandsanleihen außergewöhnlichen Erschütterungen ausgesetzt war, dürfen die Bemühungen mehrerer Schuldnerländer, ihre notleidenden Anleihen nach Kräften besser zu bedienen, nicht unerwähnt bleiben. Der Zustand politischer Unruhe und die sich daraus ergebenden niedrigen Kurse ausländischer Wertpapiere — selbst in Fällen, wo der volle Dienst aufrechterhalten wurde —, sind indessen einer Belebung der Ausgabe von Auslandsanleihen auf den Gläubigermärkten nicht günstig, soweit es sich nicht um Emissionen innerhalb bestimmter Gebiete handelt, wie z. B. die Anleihen für das britische Weltreich in England. Was darüber hinaus an Betätigung auf dem Gebiet neuer Auslandsanlagen übrig bleibt, ist hauptsächlich die Anlagetätigkeit großer internationaler Unternehmungen im Wege unmittelbarer oder „Unternehmer“-Anlagen. Und selbst diese Geschäfte sind vielfach durch Schwierigkeiten der Gewinnübertragung behindert, außer wenn die Anlage selbst, wie z. B. beim Ausbau von Ölquellen, das Material für die Übertragung liefert.

V. DIE ENTWICKLUNG DER ZINSSÄTZE.

Außergewöhnliche Flüssigkeit sowohl der Institute wie der Privatpersonen ist die Losung, und die kurzfristigen Zinssätze verharren im allgemeinen auf einem außerordentlich niedrigen Stande oder sind noch im Sinken begriffen. In den Vereinigten Staaten ist ein negativer Zinssatz aufgetreten. Die Zinserhöhungen in Belgien im Frühjahr 1938 und in Neuseeland im Spätjahr sind auf Umstände zurückzuführen, die für diese Länder eigentümlich sind. Während die langfristigen Sätze in den Vereinigten Staaten und anderen Ländern weiter zurückgegangen sind, wobei namentlich der französische Markt eine starke Abwärtsneigung zeigte, sind die langfristigen Sätze in England seit vier Jahren ständig gestiegen, von etwa $2\frac{3}{4}$ v. H. im Jahre 1935 auf gegenwärtig über $3\frac{1}{2}$ v. H., und der Abstand zwischen den kurz- und langfristigen Sätzen hat sich erweitert. Mit einer oder zwei Ausnahmen haben die internationalen Geldbewegungen wenig Einfluß auf die Zinssätze gehabt. Der Geschäftsrückgang und die politischen Störungen, die den Zufluß von Privatkapital zu neuen Unternehmungen hemmen, haben weiter dazu beigetragen, die Sätze herunterzudrücken. Die Kapitalmärkte werden immer mehr von staatlichen Anleihen für Rüstungszwecke beherrscht.

Obwohl die tatsächlichen Veränderungen der Zinssätze während des Jahres gering waren, haben sich doch viele hochinteressante Entwicklungen abgespielt und Tendenzen von tiefgehender Bedeutung für das Kreditgefüge der verschiedenen Länder aufgedeckt.

1. ZENTRALBANKKREDIT UND KURZFRISTIGE ZINSSÄTZE.

Ebenso wie 1937 die Belebung der Geschäftstätigkeit zur Hochkonjunkturlage nicht in Banksatzänderungen zum Ausdruck kam, haben auch 1938 die internationalen politischen Krisen die Zinssätze noch immer auf einem sehr niedrigen Stand gelassen. Die Übersicht auf der folgenden Seite zeigt die amtlichen Diskontsätze der europäischen Zentralbanken Ende 1938 und Ende März 1939 im Vergleich zu früheren Jahren.

Neunzehn von den fünfundzwanzig Zentralbanken ließen ihre Diskontsätze das Jahr über unverändert, während fünf Banken ihre Sätze ermäßigt haben und auf der andern Seite nur eine Erhöhung vorgekommen ist. Angegeben ist in jedem Fall der Satz, der als der bezeichnendste für die betreffende Zentralbank gilt. Einige Banken, wie z. B. die Bank von England, geben nur einen Satz bekannt, während die meisten anderen mehrere veröffentlichen, bis zu neun in Lettland, wo es besondere Sätze gibt für Kredite an Banken in der Stadt und auf dem Lande, für Privatpersonen, für Firmen, gegen Exportwechsel usw.

Von den fünf Diskontsätzen, die während des Jahres gesenkt wurden, verdient derjenige der Bank von Frankreich besondere Beachtung, weil er die namentlich seit November letzten Jahres verbesserte Stellung des Landes nach außen widerspiegelt. Im September 1938, als die Rediskontierungen bei der Bank plötzlich zunahmen, wurde der amtliche Diskontsatz von $2\frac{1}{2}$ auf

Diskontsätze europäischer Zentralbanken	niedrigster Satz 1925-1929	Ende 1936	Ende 1937	Ende 1938	Änderung im Jahre 1938	Ende März 1939 ^(d)
1. Sätze, die 1938 gesenkt wurden						
Frankreich	3 ½	2	3	2 ½	— ½	2
Norwegen	4 ½	4	4	3 ½ (a)	— ½	—
Rumänien	6	4 ½	4 ½	3 ½	— 1	—
Spanien	5	5	5	4	— 1	—
Litauen	7	5 ½	5 ½	5	— ½	—
2. Sätze, die 1938 unverändert blieben						
Schweiz	3 ½	1 ½	1 ½	1 ½	—	—
England	4	2	2	2	—	—
Niederlande	3 ½	2	2	2	—	—
Schweden	3 ½	2 ½ (a)	2 ½ (a)	2 ½ (a)	—	—
Tschecho-Slowakei	5	3	3 (a)	3 (a)	—	—
Danzig	5 ½	5	4 (a)	4 (a)	—	—
Dänemark	5	4	4	4 (a)	—	3 ½ (a)
Finnland	6	4	4	4	—	—
Deutschland	6	4	4	4	—	—
Ungarn	6	4	4	4	—	—
Portugal	8	4 ½	4 (a)	4 (a)	—	—
Estland	7 ½	4 ½ (b)	4 ½ (b)	4 ½ (b)	—	—
Italien	5 ½	4 ½	4 ½	4 ½	—	—
Polen	8	5	4 ½	4 ½	—	—
Lettland	6	5 (c)	5 (c)	5 (c)	—	—
Jugoslawien	5 ½	5	5	5	—	—
Albanien	9	7	6	6	—	—
Bulgarien	9	6	6	6	—	—
Griechenland	7 ½	7	6	6	—	—
3. Sätze, die 1938 erhöht wurden						
Belgien	4	2	2	2 ½	+ ½	—

(a) ½ v. H. niedriger für Rediskontierungen von Banken.
 (b) ½ v. H. niedriger für Bankakzepte.

(c) ½ v. H. höher für Privatfirmen.
 (d) Soweit seit Ende 1938 geändert.

3 v. H. erhöht, dagegen im November wieder auf 2 ½ v. H. und im Januar 1939 um ein weiteres ½ v. H. auf 2 v. H. gesenkt, d. h. auf den niedrigsten Satz, den die Bank von Frankreich in der Vergangenheit jemals notierte. Die geschmeidige Verwendung des Banksatzes in Frankreich in der letzten Zeit steht in bemerkenswertem Gegensatz zu der starrerem Politik früherer Jahre, aber auch zu den jetzigen Verhältnissen in einigen anderen Ländern. Die Besserung der Kreditbedingungen in Frankreich seit November letzten Jahres zeigt sich auch in dem Anwachsen der Einlagen bei den Kreditbanken und dem Nachgeben der Marktsätze; der Diskontsatz für gewöhnliche Schatzwechsel mit einer Laufzeit von 75 bis 105 Tagen betrug vom 12. Dezember 1938 an 1 ½ v. H. gegenüber 3 v. H. im September. Am 24. April 1939 wurde dieser Satz auf 1 ¾ v. H. erhöht.

Die Herabsetzung des Banksatzes in Rumänien von 4 ½ auf 3 ½ v. H. erfolgte Anfang Mai 1938 im Rahmen eines Planes, der im ganzen Lande niedrigere Zinssätze anstrebt, und muß im Lichte der neuen Vorschriften für das Bankgewerbe und der Verordnung vom 4. Mai 1938 über die Herabsetzung des gesetzlichen Höchstzinssatzes von 5 auf 4 v. H. über dem Banksatz, d. h. von 9 ½ auf 7 ½ v. H. gesehen werden.

Der in der Tabelle für die Bank von Spanien angegebene Satz für Ende 1938 war der in Burgos notierte, wo der Diskont im November 1938 auf 4 v. H. gesenkt wurde, d. h. auf den niedrigsten Satz, der jemals von der Bank festgesetzt worden ist.

In Norwegen erfolgte die Verbilligung von 4 auf $3\frac{1}{2}$ v. H. schon im Januar 1938, und etwas über ein Jahr später (Februar 1939) wurde eine gleiche Ermäßigung in Dänemark vorgenommen. In beiden Herabsetzungen drückt sich die Aktivität der laufenden Posten der Zahlungsbilanz und der allgemein günstige Verlauf der Kapitalbewegungen aus. Die norwegischen Banken gewannen weiter an Liquidität: eine der beiden Privatbanken, die 1932 von der Norges Bank gestützt werden mußten, konnte auf jede weitere Unterstützung verzichten, und die andere Bank wird voraussichtlich bald diesem Beispiel folgen. In Dänemark wurden leichtere Geldverhältnisse schon im Herbst 1937 vorausgesehen, als die Nationalbank ihre Politik des Verkaufs von Wertpapieren, die ein Merkmal der Jahre 1935/36 gewesen war, milderte. 1938 erhöhte die Nationalbank ihren Wertpapierbesitz weiter und setzte am 1. November den Zinssatz für Sichteinlagen von $\frac{1}{2}$ auf $\frac{1}{4}$ v. H. herab.

Höher war dagegen als einziger amtlicher Diskontsatz in Europa derjenige der Belgischen Nationalbank, die im Mai 1938 ihre Währung gegen den heftigen Geldabfluß aus dem Lande nach der plötzlichen Entwertung des französischen Franken auf 179 für das Pfund energisch verteidigen mußte. Die ergriffenen Maßnahmen umfaßten die Verdoppelung des Banksatzes von 2 auf 4 v. H. und die Mitwirkung der großen Kreditbanken des Landes bei der Ausführung eines Programms, das jede nicht durch die Bedürfnisse des Handels gerechtfertigte Kreditausweitung verhindern sollte, da die Geschäftstätigkeit zurückging und die Preise fielen. Diese Vorschriften lassen sich wie folgt umreißen:

a) Die Banken sollten keine neuen Kredite gewähren, die nicht durch ganz ordnungsmäßige Industrie- oder Handelsgeschäfte gerechtfertigt sind. Kreditanträge von Personen, die keine geschäftlichen Verpflichtungen haben, sollten im allgemeinen abgelehnt werden.

b) Die Banken durften ihren Kunden bereits zugesagte Rembours-, Betriebs- und Diskontkredite nur in Anspruch nehmen lassen

— im Rahmen der durchschnittlichen Verwendung solcher Kredite während des Ende April 1938 ablaufenden Jahres und

— bei Nachweis des kommerziellen Charakters des Kreditbedarfs.

Kreditpapiere, die diesen Voraussetzungen nicht entsprachen, sollten nicht zur Diskontierung bei der Nationalbank zugelassen werden.

c) Die Banken sollten es vermeiden, daß bei der Kreditgewährung eine Bank an die Stelle der anderen tritt.

d) Die Banken sollten von ausländischen Kunden auf belgische Firmen gezogene oder von ausländischen Banken an belgische Banken begebene Wechsel nur mit Genehmigung der Nationalbank zum Diskont hereinnehmen.

e) Die Banken sollten Einlagen und andere Guthaben ihrer Kunden nicht vor Fälligkeit zurückzahlen.

Die angewandten Verteidigungsmaßnahmen laufen also auf die Befolgung von zwei wesentlichen Grundsätzen hinaus:

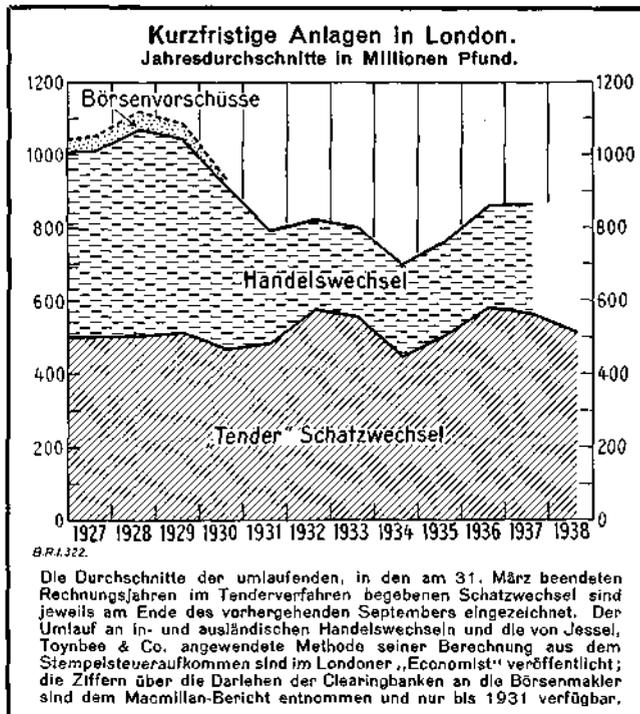
1. Gold gegen Barzahlung (in Landeswährung) unbeschränkt abzugeben, aber

2. das Bargeld zu verknapfen, d. h. seine Beschaffung zu erschweren und zu verteuern. Dies bedingt eine Erhöhung des Banksatzes und eine einschränkende Kreditpolitik — oder zum mindesten einen starken Widerstand gegen eine durch Spekulation herbeigeführte Kreditausweitung.

Bereits wenige Tage nach Ergreifung dieser Maßnahmen hörten die Angriffe gegen die Währung auf, nach zehn Tagen wurden die Kreditregelungen gelockert, und zwanzig Tage nach der ursprünglichen Erhöhung wurde der Banksatz von 4 auf 3 v. H. gesenkt, so daß jede den gewöhnlichen Geschäften etwa entstandene leichte Unzuträglichkeit nur vorübergehender Art gewesen sein konnte. Eine weitere Ermäßigung des Banksatzes wurde durch die Rückwirkungen der internationalen politischen Ereignisse im Sommer und Herbst hinausgeschoben; im Oktober 1938 erfolgte dann aber eine Senkung auf 2½ v. H. Am 17. April 1939 wurde der Diskont jedoch erneut auf 4 v. H. heraufgesetzt.

Die Verfassung des Londoner Geldmarktes blieb durch den großen Geldabfluß und den Geschäftsrückgang praktisch unberührt. Diese Einflüsse glichen sich nämlich z. T. gegenseitig aus, da die fallenden Preise und die Räumung der Lager Mittel für andere Verwendung freimachten und gleichzeitig die Kapitalflucht hauptsächlich kurzfristig angelegtes Geld betraf. Bei der Verhinderung von Störungen am Geldmarkt leistete wertvolle Hilfe natürlich der bekannte Mechanismus des Währungsausgleichsfonds, der mit einem Mindestmaß von Reibung die von den Banken gebrauchten Barbeträge wieder bereitstellte. Die Ausgleichsgeschafte des Fonds erklären, warum bei den

kurzfristigen Geldsatzen verhältnismäßig geringe Änderungen eintraten, aber der Grund, weshalb sie in London (wie auch an einigen anderen Plätzen) so beharrlich niedrig blieben, liegt in dem Ueberfluß an flüssigen Mitteln zu einer Zeit, als das Geldbedurfnis der Wirtschaft im allgemeinen gering war. Der Banksatz steht seit nahezu sieben Jahren auf 2 v. H., während der Diskont für Schatzwechsel nur für kurze Zeitspannen von ½ v. H. abgewichen ist — und selbst auf dieser „Höhe“ ist der Satz nur durch die Zusammenarbeit am Markt gehalten worden.



Am Londoner Geldmarkt sind die Möglichkeiten für kurzfristige Anlagen in den letzten zehn Jahren bedeutend geringer geworden. Allerdings können Bankmittel zur Finanzierung von Goldbewegungen und bei Swappgeschäften verwendet werden, das eigentliche Material für kurzfristige Anlagen besteht aber aus Wechseln, die teils zur Finanzierung des in- und ausländischen Handels und teils zur Deckung des Staatsbedarfs dienen. Den Rückgang im Umfang dieses Materials veranschaulicht die vorstehende Zeichnung.

Der Umfang der „Tender“-Schatzwechsel, der eine ungefähre Vorstellung von den für nicht amtliche Geldgeber verfügbaren Wechseln gibt, bewegte sich in den letzten zehn Jahren um 500 Millionen Pfund, obwohl zur Finanzierung des Goldbesitzes des Währungsausgleichsfonds Wechsel an den Markt gebracht wurden. Demnach hat der Betrag der umlaufenden, für die Bedürfnisse des Schatzamtes begebenen Wechsel abgenommen, und zwar ist dieser Rückgang auf die umsichtige Politik zurückzuführen, die darauf gerichtet ist, die schwebende Schuld innerhalb bestimmter Grenzen zu halten. Von Zeit zu Zeit wurden Konsolidierungsanleihen begeben, und auch der Erlös langfristiger Staatsanleihen für andere Zwecke bewirkte zuerst eine Verringerung der schwebenden Schuld (die nachher in dem Maße wieder zunahm, wie das Geld ausgegeben wurde). Die übliche Vermehrung der Tenderwechsel über den Herbst und Winter (infolge der jahreszeitlichen Bewegung des Haushalts-Fehlbetrages) fand 1938/39 nicht statt, vielmehr trat ein scharfer Rückgang von 585 Millionen Pfund im Juni 1938 auf 350 Millionen Pfund im März 1939 ein, womit der niedrigste Punkt seit dem Kriege erreicht wurde. Diese Schrumpfung war in erster Linie auf die Begebung einer langfristigen Staatsanleihe von 80 Millionen Pfund im Juni 1938 zurückzuführen und dann auf den starken Abfluß von Gold, dessen Besitz vorher durch Schatzwechsel finanziert worden war.

Der Rückgang des Handelswechselumlaufs hängt in erster Linie mit einer auf weite Sicht berechneten Änderung der Finanzierungsmethoden zusammen; unmittelbare Kredite sind vielfach an die Stelle von Wechseln getreten, während sich Handels- und Industriefirmen in weit stärkerem Maße als früher selbst finanzieren. Vor 1914 erreichte der Umlauf an Handelswechseln ungefähr das Doppelte der heutigen Ziffer, von der, nebenbei bemerkt, rund 40 Millionen Pfund auf unter den Stillhalteabkommen eingefrorene Wechsel entfallen. Kurzfristiges Börsengeld bildete in den zwanziger Jahren nur einen sehr unbedeutenden Teil der Aktiva der Verrechnungsbanken, und gegenwärtig ist der ausstehende Gesamtbetrag zweifellos noch weit geringer als vor zehn Jahren. Der Gesamtbetrag der Kreditfazilitäten, die der Börse und direkt von den Banken an Privatpersonen zur Finanzierung von Wertpapierbesitz bewilligt sind, ist nicht bekannt, muß aber natürlich viel höher sein als die Darlehen der Clearingbanken an Börsenmakler und -händler.

Der Verknappung des Materials für kurzfristige Anlagen steht ein wachsender Bedarf gegenüber. Die Gesamteinlagen der ersten zehn Verrechnungsbanken, die außer den 10 v. H. Kassenmitteln im allgemeinen rund 20 v. H. kurzfristige Aktiva halten, sind von 1.843 Millionen Pfund im Dezember 1928 auf 2.172 Millionen Pfund im Dezember 1938 gestiegen. Würde das theoretische Deckungsverhältnis von 20 v. H. streng angewandt, so müßte für

diese Einlagen jetzt eine Wechseldeckung von rund 430 Millionen Pfund unmittelbar oder mittelbar (durch Darlehen an den Diskontmarkt) gehalten werden. Es ist angeregt worden, das Funktionieren des Banksystems und des Geldmarkts dadurch zu erleichtern, daß mehr Schatzwechsel ausgegeben werden. Aber eine hohe schwebende Staatsschuld ist besonders in Zeiten politischer Spannung so gefährlich, daß die Ratsamkeit ihrer fiskalisch unnötigen Erhöhung zu dem genannten Zweck bezweifelt werden muß. Der Umlauf von Kommunalwechseln, der über das wünschenswerte Maß hinaus anzuwachsen drohte, mußte bereits beschränkt werden. In einer Zeit, in der es sich als notwendig herausgestellt hat, viele der herkömmlichen Gepflogenheiten sogar der Zentralbank zu ändern, um mit der Wirklichkeit Schritt zu halten, wäre es natürlich, daß die Verrechnungsbanken die Deckungsverhältnisse, mit denen sie zu arbeiten gewohnt sind, mit dem Grad von Anpassungsfähigkeit und Biagsamkeit anwendeten, der notwendig ist, um das glatte Arbeiten des Banksystems unter modernen Verhältnissen zu gewährleisten.

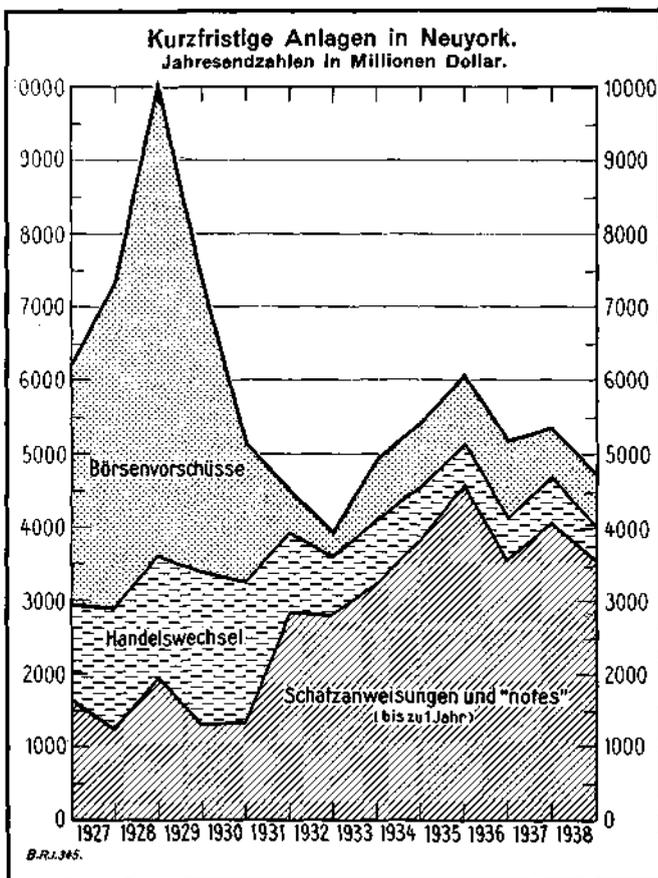
Am Diskontmarkt selbst ist der Wechselvorrat ergänzt worden durch „shorts“, d. h. Schuldverschreibungen, die innerhalb von wenigen Jahren fällig werden. Diese Methode ist nicht neu — sie war sogar schon vor 1914 gebräuchlich —, hat aber in den letzten Jahren an Verbreitung sehr zugenommen. Daß dies gewisse Gefahren in sich birgt, hat das Beispiel vom September 1938 gezeigt, als das „Außenseitergeld“ knapp war und selbst die Schuldverschreibungen an der Börse stark fielen. Unter den gegenwärtigen Umständen ist das Verschwinden kleinerer Firmen vom Markt eine unvermeidliche Entwicklung gewesen. Daß die größeren Gesellschaften selbst unter den ungünstigen Bedingungen der letzten Jahre eine befriedigende Erwerbskraft behaupten konnten, zeigen ihre veröffentlichten Bilanzen.

Wie schon 1937 überwand der Markt auch 1938 das Juni-Monatsende, ohne gezwungen zu sein, bei der Bank von England Geld aufzunehmen; Ende Dezember wurde aber, namentlich aus technischen Gründen (der letzte Tag des Jahres fiel auf einen Sonnabend), die Bank in erheblichem Maß in Anspruch genommen. Diese Kreditaufnahme bei der Bank von England, die in normalen Zeiten, als die Spanne zwischen dem Marktsatz und dem Banksatz ungefähr $\frac{1}{2}$ v. H. betrug, stets eine Art „Strafe“ war, ist besonders drückend, wenn die Spanne sogar $1\frac{1}{2}$ v. H. ausmacht. In diesem Zusammenhang ist zu erwähnen, daß im letzten Jahr eine neue Art von Offenermarkt-Geschäften angewandt wurde, ungefähr entsprechend dem in Neuyork üblichen Verfahren, wo die Federal Reserve Bank für den Ankauf von Bankakzepten einen Satz notiert, der unter dem Rediskontsatz und in der Nähe des Marktsatzes liegt. In England wurde ein solcher Satz nicht öffentlich notiert, sondern nur zu gewissen Zeiten (besonders im Mai 1938) von dem Händler der Bank von England angewandt, der bekannt gab, daß er Wechsel zu einem in der Nähe des Marktsatzes liegenden Satz kaufen würde. Der Hauptunterschied zwischen diesem Verfahren, den Markt mit Geld zu versorgen, und dem üblichen amtlichen Wechselankauf liegt darin, daß die Initiative für die einzelnen Abschlüsse von der Zentralbank auf die Marktfirma, welche die Mittel braucht, übergeht.

Der Neuyorker Geldmarkt bietet 1938 ein Bild beispielloser Flüssigkeit, die auf eine rasche Ansammlung von Geldern im Verein mit einer Verringerung normaler Abflußmöglichkeiten zurückzuführen ist. Die Überschußreserven aller Mitgliedsbanken des Federal-Reserve-Systems wurden durch die im April 1938 vorgenommene Herabsetzung der Pflichtreserven um 760 Millionen Dollar vermehrt. Zweitens ging Hand in Hand mit dem anhaltenden Rückgang der Geschäftstätigkeit in der ersten Hälfte des Jahres, den fallenden Preisen und der Auflösung von Lagerbeständen ein Abbau der Handelskredite der Banken, der bis August dauerte. Die Wirkung des kräftigen Wirtschaftsaufschwungs im zweiten Halbjahr und der jahreszeitlichen Erntefinanzierungsbewegungen wurde fast gänzlich aufgehoben durch die fortgesetzte Rückzahlung alter Kredite, welche die frühere Erfahrung bestätigte, daß die Wirtschaft nach einem Rückschlag gewöhnlich im Besitz ausreichender Mittel ist, um die ersten Stufen des Aufstiegs selbst zu finanzieren. Drittens vermehrte die Einfuhr von Gold im Werte von nahezu 2 Milliarden Dollar sowohl die Einlagen wie die Reserven der Mitgliedsbanken, mit Ausnahme von 500 Millionen Dollar, welche zu dem nicht gebrauchten „freien“ Gold des Schatzamtes hinzukamen.

Gleichzeitig mit dieser bedeutenden Zunahme des Geldvorrats ergab sich eine erhebliche Abnahme der Wertpapiere für kurzfristige Anlagezwecke. Wie auf jedem Geldmarkt ist das Material für solche Anlagen auf drei Gruppen beschränkt:

kurzfristige Wertpapiere, die vom Staat oder anderen öffentlichen Körperschaften begeben werden, Wechsel zur Finanzierung des Binnen- und Außenhandels und kurzfristige Börsenvorschüsse. Die Börsengelder umfaßten Ende der zwanziger Jahre den größten Teil des Neuyorker Geldmarktes, sind aber auf rund ein Zehntel ihres früheren Betrages gesunken, der damals in der Tat weit größer war, als es wünschenswert erschien. Bankakzepte und andere „commercial papers“ (in nebenstehender Zeichnung als „Handelswechsel“ zusammengefaßt), die zwar 1937 während der wirtschaftlichen Blüte eine leichte Zunahme erfahren haben, beaufen sich gegenwärtig auf rund ein Viertel



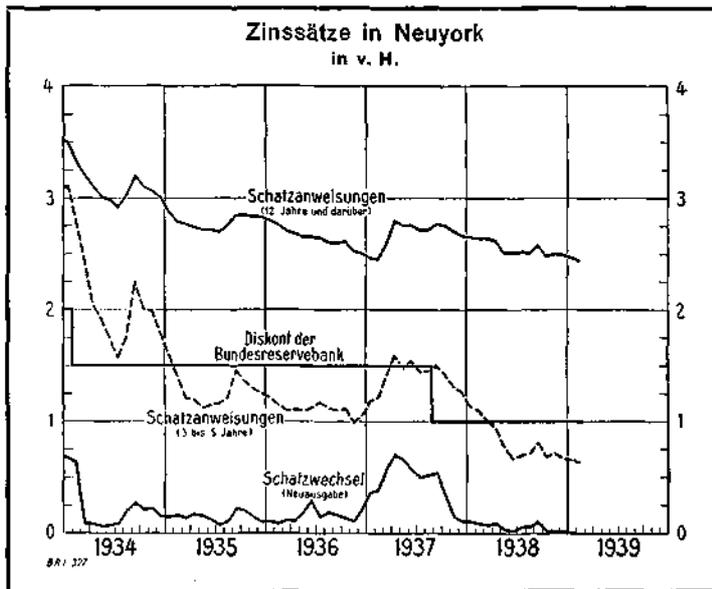
ihres Betrags vor zehn Jahren. Und wie auf anderen Plätzen scheint der Wechsel in den Methoden der Handelsfinanzierung, insbesondere die Ersetzung des Wechsels durch direkte Kredite, eine Entwicklung auf lange Sicht zu Ungunsten des genannten Kreditpapiers zu verraten.

So kam es dazu, daß sich der Neuyorker Geldmarkt, wie übrigens die Geldmärkte in der ganzen Welt, mehr und mehr auf die kurz- (und mittel-)fristigen Staatspapiere stützte.

Wenn dieses Schaubild auch nach den gleichen Grundsätzen wie das für London angelegt ist, so ist doch ein Vergleich nur mit Vorbehalten möglich. Die Ziffern für kurzfristiges Börsengeld sind für Neuyork vollständig, für London dagegen nicht, während die Einbeziehung amerikanischer Schatzscheine mit einer Laufzeit von einem Jahr oder weniger (außer den Dreimonats-Schatzwechseln) in der Zeichnung für England kein Gegenstück findet. Wie am Londoner Markt „shorts“ gehalten wurden, so in Neuyork Schatzscheine mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr. (Der Gesamtbetrag der umlaufenden Schatzscheine belief sich Ende 1938 auf 8,5 Milliarden Dollar, einschließlich derjenigen mit einer Laufzeit von einem Jahr und weniger.)

Der Rückgang im Umlauf der kurzfristigen Staatspapiere (Treasury notes und bills) im Jahre 1938 ist teilweise auf ihre anhaltende Umwandlung in längere Fälligkeiten und teilweise auf Rückzahlungen aus entsterilisiertem Gold zurückzuführen, wobei das zuletzt erwähnte Geschäft die doppelte Wirkung hat, die Kassenmittel der Mitgliedsbanken zu erhöhen und die Anlagemöglichkeit zu verringern. Das Ergebnis dieser Einflüsse war ein weiterer scharfer Rückgang der an sich schon ungewöhnlich niedrigen Zinssätze und eine weitere Anhäufung ungenützter Guthaben.

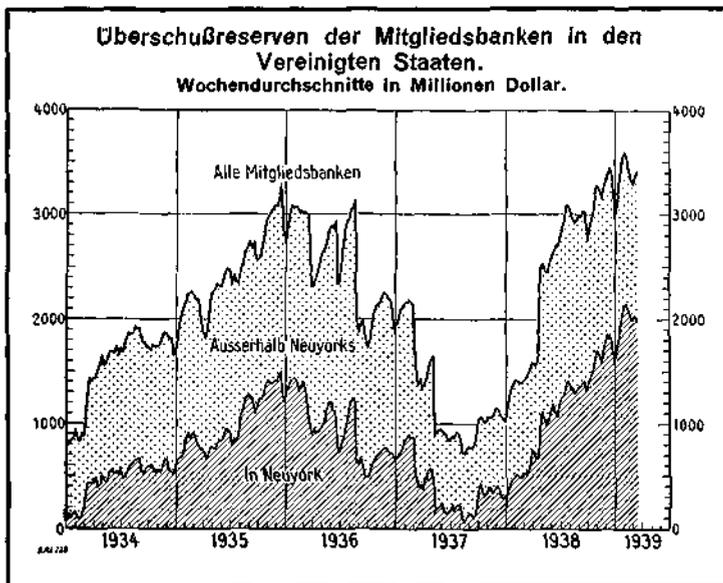
Der Rückgang der Zinssätze, besonders für ganz kurzfristige Anlagen, hat angehalten, bis kurz vor Ende Dezember die Rendite der Schatzwechsel vollständig verschwand und die außergewöhnliche Erscheinung eines negativen



negativen Zinssatzes nicht allein für bereits auf dem Markt befindliche Wechsel auftrat, sondern sogar für Neuausgaben; mit andern Worten, das Schatzamt hatte nicht nur für seine Kreditaufnahme keine Zinsen zu zahlen, sondern es erhielt sogar ein Aufgeld auf die Anleihe. Der negative Zinssatz für Schatzwechsel war außer auf das „window-dressing“ der Banken haupt-

sächlich auf die Nachfrage nach kurzfristigen steuerfreien Wertpapieren zur Herabsetzung der Steuerverpflichtungen an den Terminen für staatliche Steuern zurückzuführen. Außerdem wurden die Marktnotierungen für „Treasury Notes“ durch den Wert mutmaßlicher „Rechte“ entstellt, die mit dem Besitz fälliger „Notes“ bei der Zeichnung neuer Staatspapiere verknüpft sein sollten. So stiegen einzelne „Notes“ um 1 oder 2 v. H. über den Preis, der einer renditenlosen Basis entsprochen hätte. Dieses Aufgeld von 1 oder 2 v. H. wurde als der Wert des „Rechts“ auf eine hundertprozentige Zuteilung der Schuldverschreibungen oder „Notes“ angesehen, die bei Fälligkeit als Ersatz angeboten würden.

Die ungenutzten Kassenmittel der Mitgliedsbanken, die durch ihre Überschußreserven verkörpert werden, stiegen im April 1939 auf die Rekordziffer von über 4 Milliarden Dollar, und einzelne Neuyorker Banken wiesen zeitweise Kassenreserven aus, die 50 v. H. und mehr der Einlagen ausmachten. Bei den



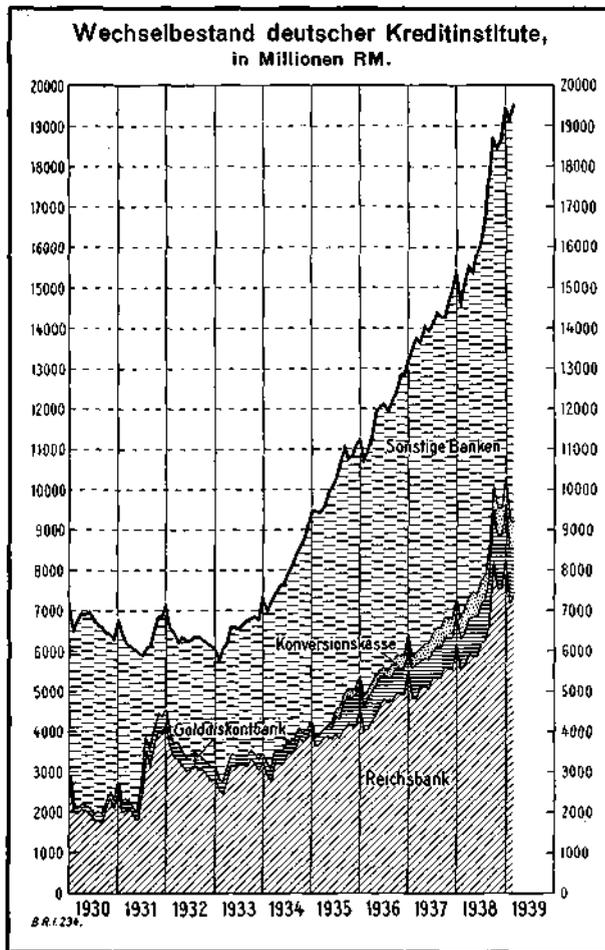
schrumpfenden Geldbedürfnissen der Wirtschaft und der Verknappung kurzfristiger Staatspapiere war Geld unverwendbar und mußte weitgehend ungenutzt bleiben. Sogar das Federal Reserve-System hatte im Dezember 1938 Schwierigkeiten, fällige Schatzwechsel zu ersetzen. Im Jahre 1938, als die industrielle Produktion drei Viertel, die Großhandelspreise vier Fünftel der Ziffern

von 1929 betragen, waren die Gesamteinlagen der Mitgliedsbanken ein wenig und die Bargeldmenge bedeutend höher als vor zehn Jahren; beides zeigt an, daß sich die Umlaufgeschwindigkeit des Bar- und Buchgeldes erheblich vermindert hat, und daß eine Verschiebung im Verhältnis ihrer Bedeutung als Barzahlungsmittel eingetreten ist.

In Italien ist der Gesamtbetrag der Kredite, die von gewöhnlichen, kurzfristige Spargelder verwaltenden Banken erteilt waren, von 29,8 Milliarden Lire im Juni 1937 auf 32,3 Milliarden Lire am 30. Juni 1938 um 8½ v. H. gestiegen. Werden aber die von gewissen Sonderinstituten wie Hypotheken- und Landwirtschaftsbanken gewährten Kredite hinzugerechnet, so betrug die Gesamtsumme im Juni 1938 nahezu 43 Milliarden Lire. Eine Untersuchung der in den letzten Jahren erfolgten Kreditausweitung ergibt, daß sie in der Hauptsache der Erfüllung des Selbstversorgungsplans und der jahreszeitlichen

Finanzierung der Weizenernte gedient hat: von dem im Juni 1938 ausstehenden Gesamtbetrag von 43 Milliarden Lire hatten der Landgewinnungsplan, das Baugewerbe und die öffentliche Arbeitsbeschaffung etwa 8,7 Milliarden Lire in Anspruch genommen, während der Landwirtschaft 6,5 Milliarden Lire zugeführt worden waren. Von August 1936 bis Juni 1938 war die Kreditgewährung der kurzfristige Ersparnisse annehmenden Banken um 5,2 Milliarden oder nahezu 20 v. H. gestiegen.

In Deutschland hatte der vom Präsidenten der Reichsbank im März 1938 angekündigte neue Weg zur Finanzierung der staatlichen Ausgaben den Zweck, die Ausdehnung des Zentralbankkredits zu beschränken und die staatlichen Bedürfnisse aus den laufenden Reichseinnahmen sowie den durch Begebung von Reichsanleihen herangezogenen Ersparnissen zu decken. Eine gewisse Elastizität erhielt dieses System durch die begrenzte Ausgabe von unverzinslichen, nach sechs Monaten



lichen, nach sechs Monaten fälligen Lieferungsschatzanweisungen, mit denen Lieferungen teilweise bezahlt werden konnten, die aber nicht diskontierbar waren wie die alten „Sonderwechsel“, welche nach dem März 1938 nicht mehr ausgestellt wurden. Die nach sechsmonatiger Laufzeit (spätestens im September 1938) fällig werdenden Sonderwechsel gelangten durch die Banken an die Reichsbank zurück, die es übernommen hatte, die noch nicht bezahlten Sonderwechsel abzuwickeln und in den nächsten Jahren durch langfristige Anleihen abzulösen. Zum Teil fand eine Refinanzierung der Sonderwechsel in der Form statt, daß sie durch „Blockwechsel“ ersetzt wurden; der Betrag der in dieser Weise behandelten Wechsel ist jedoch nicht veröffentlicht worden. Inzwischen wurden die neuen Lieferungsschatzanweisungen von April

1938 an im Betrage von etwa 500 Millionen Reichsmark monatlich ausgegeben, so daß Ende Oktober nach den ersten sechs Monaten etwa 3 Milliarden Reichsmark in Umlauf waren, von denen die monatlich berichtenden Banken, wie ihre Ausweise zeigen, etwa 2 Milliarden Reichsmark übernommen hatten.

Für die Banken hat die Abkehr von den rediskontierbaren Sonderwechseln und ihr Ersatz durch nicht rediskontierbare Lieferungsschatzanweisungen natürlich Liquiditätsfragen aufgeworfen.

Einige Bilanzposten der Berliner Großbanken.

In Millionen Reichsmark Ende	Aktiva			Passiva	
	Wechsel und Schecks	Schatzwechsel und unverzinsliche Schatzanweisungen	Wertpapiere und Konsortialbeteiligungen	Schuldner	Gläubiger und Spareinlagen
1935	1.589	613	881	3.438	6.159
1936	2.069	442	996	3.132	6.342
1937	2.620	407	998	3.012	6.781
1938	2.243	1.229	1.151	3.223	7.627

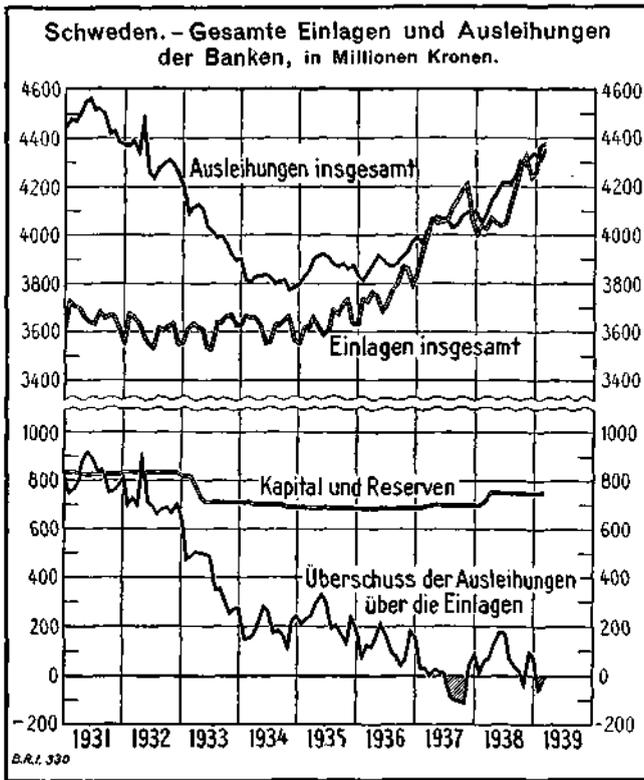
Die Aufstellung zeigt neben dem Wertpapierzuwachs eine Zunahme der Schatzwechsel und -anweisungen, die bedeutender ist als der Rückgang der sonstigen „Wechsel und Schecks“. Dieser Posten enthält auch den Bestand der von der Golddiskontbank ausgestellten rediskontierbaren Solawechsel (Dreimonatspapiere, die begeben werden, um flüssige Mittel des Marktes abzuschöpfen und damit Wechsel aus dem Bestand der Reichsbank zu übernehmen). Der Betrag der umlaufenden Solawechsel gab früher einen guten Anhalt für die verhältnismäßige Flüssigkeit des Geldmarktes, im letzten Halbjahr 1938 waren Solawechsel aber als eine leicht verwertbare Bankanlage gesucht, und eine vermehrte Ausgabe lief parallel mit einer aus anderen Gründen verringerten Flüssigkeit der Banken. Die Wirtschaftskredite der Banken hatten zum erstenmal seit einigen Jahren eine Zunahme zu verzeichnen, die, obwohl verhältnismäßig gering, doch als Hinweis auf eine Richtungsänderung bedeutsam war. Wenn auch Firmen, die öffentliche Aufträge ausführen, angemessene flüssige Mittel besitzen, so haben doch andere Firmen in der letzten Zeit einen Rückgang ihrer Liquidität zu verzeichnen gehabt und wenden sich zur Beschaffung von Betriebskapital an die Banken. Andere Gründe für den Kreditbedarf liegen in dem Besitzwechsel von Privatunternehmungen bei der Arisierung jüdischer Firmen.

Auf Grund eines im März 1939 verkündeten „Neuen Finanzplans“ werden nach April 1939 keine Lieferungsschatzanweisungen mehr ausgegeben, sondern vom 2. Mai 1939 ab werden gewisse Zahlungen teils in bar und teils in Steuergutscheinen geleistet. Dies gilt in erster Linie für Zahlungen an Unternehmer, die für das Reich, die Länder, Gemeinden und Gemeindeverbände, die Reichsbahn, die Reichsautobahnen und die Reichspost arbeiten; der Finanzminister kann Erweiterungen dieses Kreises vornehmen. 60 v. H. sind in Geld und 40 v. H. zu gleichen Teilen in zwei Gruppen von Steuergutscheinen zu zahlen. Diese sind insofern beschränkt gesetzliches Zahlungsmittel, als sie von den Empfängern an Unterlieferanten oder Lieferanten bis zu 40 v. H. des Rechnungsbetrages in Zahlung gegeben werden können. Die Gutscheine der Gruppe I

können sechs Monate nach der Ausgabe bei Steuerzahlungen zum Nennwert verwendet werden. Die Scheine können als Anlagepapier aber auch länger als sechs Monate gehalten werden; in diesem Falle verschaffen sie gewisse Vorteile hinsichtlich zukünftiger Steuerzahlungen. Die Steuergutscheine der Gruppe II können erst drei Jahre nach der Ausgabe, und zwar zum Kurse von 112 v. H., bei Steuerzahlungen verwendet werden, in der Zwischenzeit können sie aber bei Banken (einschließlich der Reichsbank) als Sicherheit für Darlehen benutzt werden. Da die durch die Steuergutscheine gebotenen Finanzierungsmöglichkeiten dem Reich allein zur Verfügung stehen sollen, müssen die Länder, die Gemeinden und die andern oben erwähnten öffentlichen Körperschaften die Steuergutscheine, die sie in Zahlung geben, vom Reich für bares Geld kaufen. Gleichzeitig wurde erklärt, daß langfristige Reichsanleihen in Zukunft nur noch in Ausnahmefällen begeben würden, um die Mittel des Kapitalmarktes mehr der Finanzierung der Privatwirtschaft zu überlassen.

Die Geldmärkte der Schweiz, Hollands und Schwedens waren weiter ungewöhnlich flüssig, gelegentliche auswärtige Bewegungen blieben dank der außerordentlich hohen Kassenbestände der Banken praktisch ohne Wirkung auf die Geldsätze. Der Banksatz der Schweiz, seit November 1936 unverändert $1\frac{1}{2}$ v. H., ist noch immer der niedrigste in Europa. Der Diskontsatz des Marktes liegt unverändert bei 1 v. H., und der Züricher Satz für tägliches Geld, der 1937 und 1938 1 v. H. betrug, ist im Januar 1939 auf $\frac{1}{2}$ v. H. gesunken. Die Sichtkonten bei der Nationalbank, in denen die Lage des Geldmarktes zum Ausdruck kommt, sind Anfang 1938 auf über 2 Milliarden Schweizer Franken gestiegen — das ist das Zwanzigfache ihres Durchschnittsbetrages in den normaleren Jahren vor 1930. Ebenso hat sich in Holland, wo der Banksatz seit Dezember 1936 unverändert auf 2 v. H. geblieben ist, der Diskontsatz des Marktes, abgesehen von einem einmaligen Schwanken im September, das ganze Jahr 1938 hindurch auf $\frac{1}{8}$ v. H. gehalten. Der Satz für Einmonats-Börsengeld gegen Wertpapiere betrug $\frac{1}{2}$ v. H. gegenüber einem Durchschnitt von $\frac{3}{4}$ v. H. im Jahre 1937 und fast 2 v. H. im Jahre 1936. Die Kassenguthaben bei der Niederländischen Bank blieben sehr hoch, und es gab sogar im September 1938 nur wenige, welche Rediskontierungen vornahmen. Im März und April 1939 zogen die Sätze unter dem Einfluß der internationalen politischen Lage etwas an.

In Schweden, wo es praktisch keinen Geldmarkt außerhalb der Banken gibt, wird die Lage am besten durch die eigenen Ziffern der Banken veranschaulicht. Vor 1932 überstieg der Gesamtbetrag der von den Handelsbanken gewährten Kredite die Einlagen um einen Betrag, der ungefähr ihrem Kapital zuzüglich der Reserven entsprach, wie das nachstehende Kurvenbild zeigt. In den folgenden Jahren ging der Ausleihungsüberschuß rasch zurück, und 1937 erschien zum ersten Mal in der schwedischen Bankgeschichte ein Einlagenüberschuß. Den Gegenposten dieser hohen Einlagen bildeten die außerordentlich reichlichen Kassenguthaben der Banken bei der Reichsbank. 1938 änderten sich die Verhältnisse nicht wesentlich, wenn auch die Banken weiterhin eine gewisse Verwendung für Leihgeld namentlich gegen Hypotheken fanden.



In anderen Ländern Europas hat sich gegenüber früheren Jahren im allgemeinen wenig geändert — höchstens daß sich die Tendenz zur Geldflüssigkeit noch verstärkt hat. Dies gilt sowohl von Ländern, deren Markt durch Devisenbestimmungen gegen äußere Einwirkungen geschützt ist, wie auch für Länder mit freier Währung.

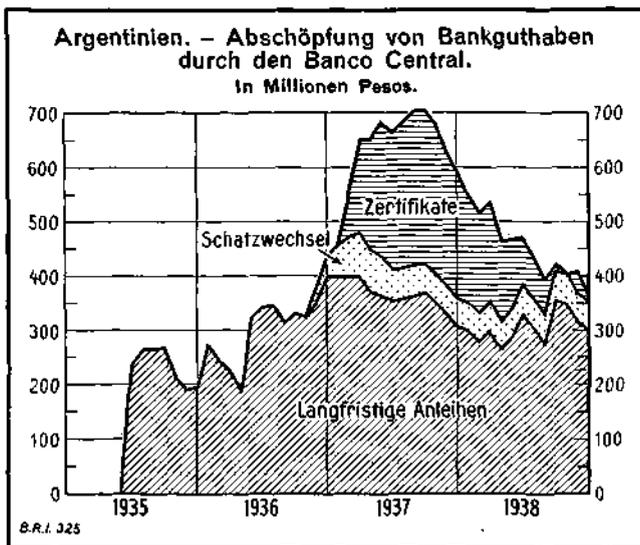
Die Türkische Zentralbank senkte am 1. Juli 1938 ihren Diskontsatz, der seit März 1933 dauernd $5\frac{1}{2}$ v. H. betragen hatte, auf 4 v. H.

Die Bank von Japan ließ zwar den amtlichen Diskontsatz unverändert, ermäßigte aber einige der Zinssätze für Darlehen gegen

Hinterlegung gewisser Schuldverschreibungen privater Körperschaften und führte ein Verfahren ein, wonach gegen Verpfändung solcher Papiere für bestimmte Wechsel im voraus eine Rediskontzusage gegeben wird. Auch ergriff sie noch andere Maßnahmen, um die Erweiterung des Kapitalmarktes zu erleichtern.

In den vorwiegend landwirtschaftlichen überseeischen Ländern, wie Australien, Neuseeland, Argentinien und Indien, hat der Sturz der Exportpreise

und der sich daraus ergebende Passivsaldo der laufenden internationalen Zahlungen natürlich zu einer gewissen Versteifung des Geldmarktes geführt. Die Flüssigkeit des argentinischen Marktes, die durch die stark aktive Zahlungsbilanz für 1936/37 erhöht worden war, wurde vom Banco Central in der Hand gehalten mittels seiner Politik, die überschüssigen Bankmittel abzuschöpfen. 1938 führte die umgekehrte Bewegung zu einem Rück-



gang der auf den Markt gebrachten Wertpapiere, wie das Schaubild auf Seite 113 unten erkennen läßt. In Australien und Indien äußerte sich die Änderung der Lage in einem leichten Druck auf die Kassenbestände der Handelsbanken und einer Neigung der inländischen Kredite der Zentralbank zum Steigen — jedoch ohne daß eine Erhöhung des Banksatzes nötig war.

Die Änderung der Lage in Neuseeland nahm heftigere Formen an. Während einiger Jahre hatte die Regierung eine Kreditausweitungspolitik verfolgt, deren letzte Folgen durch die zeitweilig herrschenden günstigen Verhältnisse verschleiert wurden. Die Ausfuhrpreise stiegen von 1934 bis Ende 1937 ununterbrochen, im ganzen um rund 50 v. H., und 1933 war eine sehr reichliche Reserve von Pfundguthaben aufgebaut worden. Das Maß der Ausweitung läßt sich an dem Betrag der von der Reservebank dem Staat teilweise im Zusammenhang mit einer Absatzplanung gewährten Vorschüsse ermesen, die Ende 1935 gleich Null waren, 1936 und 1937 7 Millionen neuseeländische Pfund betragen und dann bis Ende 1938 auf 16 — bis März 1939 auf 20 — Millionen neuseeländische Pfund anstiegen. Gleichzeitig erhöhte sich das Verhältnis der Ausleihungen der Handelsbanken zu ihren Einlagen im Dezember 1937 von den üblichen 70 v. H. auf $82\frac{1}{2}$ v. H. und im Dezember 1938 auf $92\frac{1}{2}$ v. H. Die Ausfuhr sank mit den fallenden Preisen von Ende 1937 ab, während die Einfuhr so gut wie unverändert blieb; dadurch schrumpfte der Warenausfuhrüberschuß auf einen Betrag zusammen, der nicht mehr ausreichte, um die unsichtbaren Posten auszugleichen, und dies verminderte zusammen mit einer gewissen Kapitalausfuhr den Pfundbesitz der Reservebank von über 18 Millionen neuseeländische Pfund im Juni auf nur noch $4\frac{1}{2}$ Millionen im Dezember 1938. Unter diesen Umständen waren einschneidende Maßnahmen notwendig, wenn der Devisenkurs gehalten und eine weitere Inflation vermieden werden sollte. Neben der Einführung von Devisenbestimmungen erhöhte die Reserve Bank ihren Diskontsatz im November von 2 auf 4 v. H. Die Handelsbanken haben jedoch keine Kredite bei der Zentralbank aufgenommen und besaßen ausreichende Pfundbeträge, um von Zeit zu Zeit jeden beliebigen Betrag in inländischer Währung, den sie brauchten, zu erhalten. Sie müssen Mindestkassenguthaben von 7 v. H. bei der Reservebank unterhalten; diese hat das Recht, eine Erhöhung des Hundertsatzes zu verlangen. Das Problem ist aber nicht, die Kreditaufnahmen von Privatpersonen oder Banken zu beschränken, sondern eine Verminderung der unmittelbaren Geldaufnahmen des Staates herbeizuführen.

Die in den letzten Jahren vorgenommenen Erhöhungen der amtlichen Diskontsätze bilden Ausnahmen, und billiges Geld bleibt die allgemeine Regel auf den verschiedenen Märkten. Mit einigen Ausnahmen läßt sich dieselbe Tendenz bei den langfristigen Zinssätzen feststellen, trotz des wachsenden Bedarfs der Regierungen zur Finanzierung steigender Rüstungen und anderer außergewöhnlicher Ausgaben. Dadurch, daß die Handelsbanken in einer Reihe von Ländern große Beträge an Staatsschuldverschreibungen besitzen und auch dazu neigen, ihre Ausleihungen gegen Hypotheken zu erhöhen, ist eine engere Verbindung zwischen den Geld- und Kapitalmärkten im Entstehen begriffen.

2. KAPITALMÄRKTE UND LANGFRISTIGE ZINSSÄTZE.

Nirgends haben die staatlichen Anleihen und Ausgaben größere Maße angenommen als in den Vereinigten Staaten, deren Haushalt seit 1930 einen erheblichen laufenden Fehlbetrag aufweist. Die Erweiterung des Ausgabenprogramms im Jahre 1938 nach einer Abschwächung in den Jahren 1936/37 erhellt aus der Entwicklung der Haushalts-Rechnung und der Kassenlage des Schatzamtes.

Bundshaushalt und Kassenlage des Schatzamtes in den Vereinigten Staaten 1936–1939.

Vierteljährliche Beträge in Millionen Dollar	Haushaltsrechnung			Andere Konten (Netto)	Gesamt-betrag des Kassenbedarfs des Schatzamtes (+)	Art der Finanzierung	
	Ein-nahmen	Aus-gaben	Fehl-betrag			Verände-rung der öffentlich angebotenen unmittelbaren Schuld, Zunahme (+)	Verände-rung des Saldos des Allgemeinen Fonds Zunahme (-)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1936							
Drittes Vierteljahr	1.136	1.907	- 771	- 256	-1.027	+ 533	+ 494
Viertes „	1.022	1.956	- 934	- 15	- 949	+ 667	+ 282
1937							
Erstes Vierteljahr	1.570	1.987	- 417	+ 112	- 305	+ 225	+ 80
Zweites „	1.565	2.592	-1.027	+ 742	- 285	+ 1.013	- 728
Drittes „	1.651	1.912	- 261	+ 424	(+ 163)*	+ 143	- 306
Viertes „	1.526	1.778	- 252	+ 225	- 27	+ 140	- 113
1938							
Erstes Vierteljahr	1.643	1.796	- 153	+ 307	(+ 154)*	+ 14	- 168
Zweites „	1.422	2.140	- 718	+ 363	- 355	- 569	+ 924
Drittes „	1.509	2.196	- 687	+ 420	- 287	+ 1.030	- 763
Viertes „	1.418	2.308	- 890	+ 161	- 729	+ 834	- 105
1939							
Erstes Vierteljahr	1.463	2.225	- 762	+ 816	(+ 54)*	+ 252	- 306

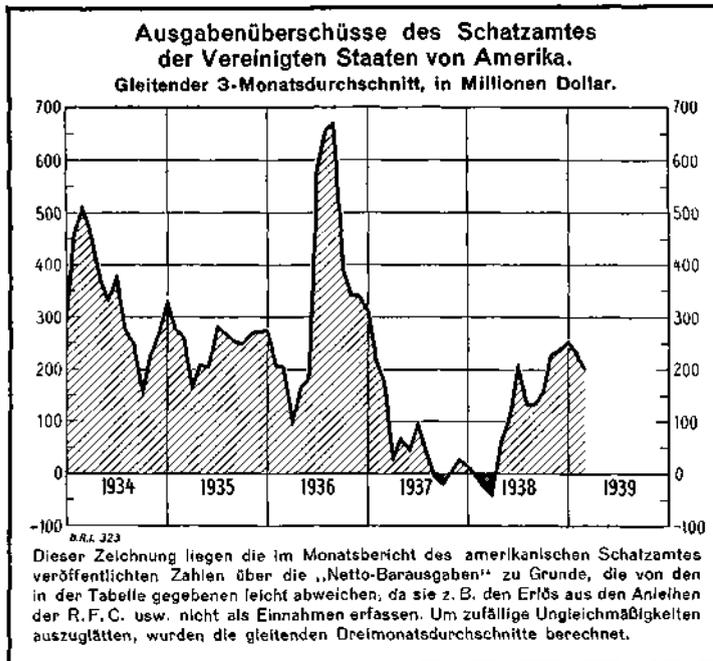
* Ueberschuß der Kasseneinnahmen.

Die Spalten 1 bis 3 geben die veröffentlichten Haushaltsziffern wieder, wobei die dritte Spalte die rechnungsmäßigen Fehlbeträge enthält. Spalte 4 zeigt die Nettobewegungen der verschiedenen außerplanmäßigen Konten, welche die Kassenlage des Schatzamtes beeinflussen. Diese Spalte spiegelt insbesondere die Einziehung von Schuldverschreibungen des „Veterans' Bonus“ im Jahre 1936 wider; von 1937 an gewinnen die Geschäfte des Treuhandfonds des Schatzamtes namentlich infolge der Durchführung des Sozialversicherungsprogramms erhebliche Bedeutung; die ebenfalls inbegriffenen revolvierenden Mittel einzelner staatlicher Stellen haben seit 1938 an Umfang zugenommen, im dritten Vierteljahr z. B. gingen 200 Millionen Dollar für Rechnung der „Reconstruction Finance Corporation“ ein; sie waren der Erlös aus neuen am Markt begebenen Anleihen. Im ersten Vierteljahr 1939 wurden 480 Mil-

lionen Dollar auf das Kassenkonto des Schatzamtes aus Anleihen für die R. F. C., die „U. S. Housing Authority“ und die „Federal National Mortgage Association“ eingezahlt. Ende Februar 1939 besaß das Schatzamt Guthaben in Höhe von 2,7 Milliarden Dollar gegenüber 1,2 Milliarden Dollar ein Jahr zuvor.

Der Haushaltsfehlbetrag und die Bewegungen der außerplanmäßigen Mittel ergeben zusammen den Kassenbedarf (oder Überschuß) des Schatzamtes, der durch am Markt begebene Wertpapiere oder Schwankungen des Allgemeinen Fonds ausgeglichen werden muß. Die Goldsterilisierungspolitik von 1937 findet in der Tabelle ihren Niederschlag in einer Zunahme der öffentlich angebotenen Wertpapiere, die größer war, als die Deckung des Kassenbedarfs erfordert hätte, und in einer entsprechenden Vermehrung des Goldbestandes des Allgemeinen Fonds. Das Entsterilisierungsprogramm rief eine entgegengesetzte Bewegung hervor, die im zweiten Vierteljahr 1938 besonders bedeutend war.

Der Kassenfehlbetrag war praktisch vom dritten Vierteljahr 1937 bis zum ersten Vierteljahr 1938 verschwunden; tatsächlich wurde in den zwölf Monaten bis



März 1938 der Kassenbedarf des Schatzamtes durch Bareinnahmen vollständig gedeckt. Vom zweiten Vierteljahr 1938 ab nahmen die Ausgaben des Staatshaushalts zu, während die Einnahmen abfielen, was zu einer Erhöhung des Kassenfehlbetrags führte. Der Kassenbedarf stieg von 150 Millionen Dollar in den letzten neun Monaten 1937 auf 1.350 Millionen Dollar in der gleichen Zeit des Jahres 1938. Im ersten Vierteljahr 1939

erschien indessen infolge reichlicher Einnahmen aus den für Rechnung der oben erwähnten Regierungsstellen am Markte aufgenommenen Anleihen wiederum ein Kassenüberschuß. Die einzelnen Abschnitte der Ausgabenpolitik werden deutlich veranschaulicht durch die Zeichnung, welche die gleitenden Durchschnitte der Kassenfehlbeträge darstellt und zeigt, wie diese Fehlbeträge sich von Anfang 1934 bis zum Frühjahr 1938 (mit einer Unterbrechung im Jahre 1936 durch die Zahlung des „Veterans' Bonus“) ermäßigten, um im Jahre 1938/39 von neuem anzusteigen.

Das Weiterbestehen des Fehlbetrags beruht wesentlich auf den „Wiederaufbau- und Notstandsausgaben“, von denen, wie die Tabelle zeigt, der größte

Vierteljährlich in Millionen Dollar	Wiederaufbau- u. Notstandsausgaben		
	W. P. A.	sonstige	zusammen
1936			
Drittes Vierteljahr	479	356	835
Viertes „	541	322	863
1937			
Erstes Vierteljahr	448	248	696
Zweites „	428	258	686
Drittes „	334	198	532
Viertes „	316	184	500
1938			
Erstes Vierteljahr	353	143	496
Zweites „	471	251	722
Drittes „	559	136	695
Viertes „	621	197	818
1939			
Erstes Vierteljahr	546	266	812

Teil auf die „Works Progress Association“ (W.P.A.) entfällt. Das Ankurbelungsprogramm vom Jahre 1938 enthielt die Ermächtigung zu 1,5 Milliarden Dollar neuer Anleihen der R. F. C. Wenn auch durch die Begebung von staatlich garantierten Schuldverschreibungen jetzt rund 520 Millionen Dollar aufgebracht worden sind, so ist doch eine Zunahme der Ausleihungen der R. F. C. nicht eingetreten. Am 1. April 1939 wurde der Zinssatz für Kredite der R. F. C.

an die Wirtschaft von 5 auf 4 v. H. herabgesetzt.

Die vom Schatzamt verfolgte Politik, die Schuld auf eine langfristige Basis zu stellen, wurde auch 1938 fortgesetzt:

Verzinsliche (unmittelbare) Schuld des amerikanischen Staates.

Jahresende - Millionen Dollar	1936	1937	1938	Veränderung 1937-38
Öffentlich aufgelegt:				
Schuldverschreibungen . . .	20.006	21.519	25.525	+ 4.006
„Notes“ und Wechsel . . .	12.492	12.499	9.802	- 2.697
Zusammen . . .	32.498	34.018	35.327	+ 1.309
Wertpapiere von staatlichen Stellen, Treuhandfonds usw.				
.	1.203	2.691	3.572	+ 881
Zusammen . . .	33.701	36.709	38.899	+ 2.190

Trotz der Zunahme des Gesamtbetrags werden jetzt weniger als 40 v. H. der öffentlich angebotenen Schuld in weniger als fünf Jahren fällig (gegenüber 60 v. H. und mehr vor ein bis zwei Jahren), während 15 v. H. nach fünfzehn Jahren fällig werden. Es kommt auch nicht mehr vor, daß in einem einzigen Jahr ein großer Betrag von Anleihen fällig oder gekündigt wird, wie das früher der Fall war. Diese bessere Verteilung ging Hand in Hand mit einer Herabsetzung des durchschnittlichen Zinssatzes für die Schuld von etwa $3\frac{3}{4}$ v. H. im Jahre 1930 auf 3 v. H. im Jahre 1934 und auf gegenwärtig $2\frac{1}{2}$ v. H., worin der wesentliche Rückgang der Zinssätze im allgemeinen während dieses Zeitabschnitts zum Ausdruck kommt.

Die Senkung der langfristigen Zinssätze hat indessen nicht die anregende Wirkung auf die privaten Kapitalanleihen ausgeübt, die man vielleicht erhofft

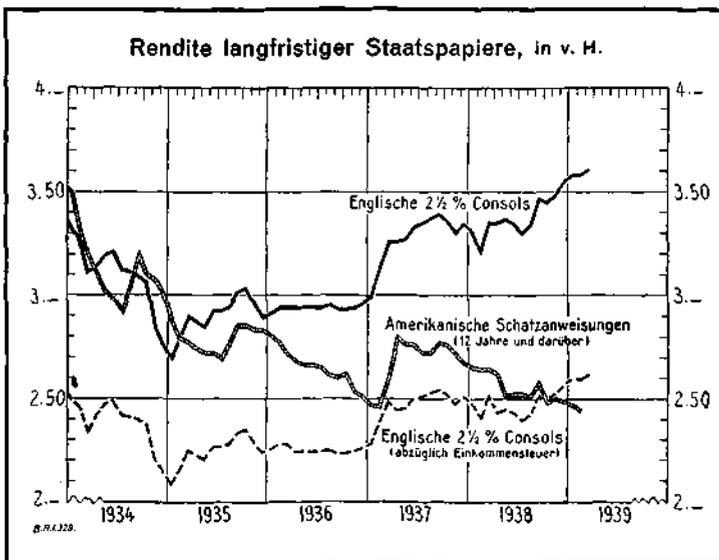
und erwartet hatte. Der Gesamtbetrag der neuen Kapitalanleihen amerikanischer Gesellschaften, der Ende der zwanziger Jahre rund 5 Milliarden Dollar jährlich betrug, fiel 1933/34 auf 200 Millionen Dollar und ging nach einem Anstieg auf je 1,2 Milliarden Dollar in den Jahren 1936 und 1937 im Jahre 1938 wieder auf 850 Millionen Dollar zurück. Die offenbare Unterbrechung des Kapitalzuflusses zur Privatwirtschaft ist eine der auffallendsten Erscheinungen der letzten Jahre. Geldnehmer versuchen zwar häufig Anleihen unmittelbar durch Privatvertrag unter Umgehung des gewöhnlichen Anleihemarktes aufzunehmen, um die Kosten der öffentlichen Begebung und die Prüfung durch die Effekten- und Börsenkommission zu vermeiden. Außerdem sind die Handelsbanken berechtigt, langfristige Darlehen von fünf bis zehn Jahren zu gewähren.

Selbst wenn man aber die zunehmende Bedeutung dieser Tatsachen in den letzten Jahren berücksichtigt, kann kaum bezweifelt werden, daß die produktive Verwendung von neuem Kapital durch die Privatwirtschaft nur noch einen Bruchteil ihres Umfangs vor zehn Jahren ausmacht; der Rückgang hängt zweifellos damit zusammen, daß die amerikanische Produktion nicht einmal den Stand von 1929 wieder erreichen konnte, doch dürften auch noch andere Einflüsse mitgewirkt haben. Ersparnisse aus größeren Einkommen, die ebenfalls gegenüber ihrem Betrag vor zehn Jahren stark gefallen sind, streben aus Steuergründen nach Anlage in steuerfreien Wertpapieren, während ein erheblicher und noch wachsender Teil der kleineren Ersparnisse, die sich z. B. im Postsparkassen und bei den Sozialversicherungsfonds sammeln, unmittelbar der Anlage in Staatspapieren zugeführt wird. Von der Bundes-Reserve-Bank von Neuyork in ihrem letzten Jahresbericht angestellte Berechnungen ergeben, daß die durch diese Kanäle in unmittelbaren und voll garantierten amerikanischen Staatspapieren angelegten Beträge sich in den letzten fünf Jahren auf insgesamt etwa 17 Milliarden Dollar belaufen haben (einschließlich derartiger Anlagen der Handelsbanken). In der gleichen Zeit erhöhten sich die aus allen diesen Quellen (einschließlich der Banken) stammenden Anlagen in Industripapieren nur um etwa 1,1 Milliarde Dollar. Eine wesentlich stärkere Zunahme des Besitzes der Lebensversicherungsgesellschaften an Industripapieren wurde teilweise durch Rückgänge bei anderen Instituten ausgeglichen. Und soweit überhaupt ein Besitz an Anleihen privater Unternehmungen vorhanden ist, beschränkt sich dieser auf erstklassige Schuldverschreibungen. Keines der Institute legt einen nennenswerten Betrag in weniger erstklassigen Schuldverschreibungen oder Aktien an, den meisten ist dies überhaupt gesetzlich verboten.

In England ist ebenfalls ein Rückgang der unmittelbar am Markt begebenen Anleihen festzustellen, wenn auch in geringerem Maße als in den Vereinigten Staaten. Derartige Anleihen beliefen sich 1938 auf 52 Millionen Pfund gegenüber einem Durchschnitt von 85 Millionen Pfund in den Jahren 1935-37 und dem ungewöhnlich hohen Betrag von 165 Millionen Pfund im Jahre 1928. In den letzten Jahren ist jedoch mehr und mehr Kapital durch andere als unmittelbare Marktanleihen aufgenommen worden; nach der Statistik des Londoner „Economist“ belief sich die Ausgabe von Wertpapieren für die inländische Wirtschaft, einschließlich der Börseneinführungen usw., im Jahre 1938 auf 110 Millionen Pfund gegenüber einem Durchschnitt von 230 Millionen

Pfund für 1935–37 (die Ziffer für 1928 ist nicht verfügbar). Der Rückgang der privaten Emissionen in London kann aber schwerlich der Monopolisierung des Marktes durch den Staat zugeschrieben werden. Die innere Staatsschuld wurde nämlich von 6,6 Milliarden Pfund im Jahre 1920 auf 6,34 Milliarden im Jahre 1932 zurückgeführt und betrug im März 1939 nur 6,56 Milliarden Pfund (ohne die an den Währungsausgleichsfonds begebenen 575 Millionen Pfund, für die entsprechende Aktiva vorhanden sind). Die Begebung neuer Staatsanleihen wird aber wahrscheinlich in naher Zukunft mit dem Fortschreiten des Rüstungsprogramms eine beträchtliche Zunahme erfahren. Die bedeutende Ermäßigung der Zinszahlungen des Staates von 307 Millionen Pfund in den Jahren 1929/30 auf 211 Millionen in den Jahren 1936/37, war weitgehend auf die Konversion der 5% Kriegsanleihe im Jahre 1932 zurückzuführen; damals wurden mit einem Male Schulden von rund 2 Milliarden Pfund „fundiert“, d. h. auf eine Basis gestellt, die nur dem Schatzamt, nicht aber dem Inhaber das Recht gab, sich für eine Rückzahlung zu entscheiden. Nebenbei bemerkt, ist mehr als die Hälfte der inneren Nettoschuld auf diese Weise fundiert. Die Kosten der Verzinsung und Verwaltung der Staatsschuld stiegen im Rechnungsjahr 1938–39 auf 217 Millionen Pfund.

Das beigefügte Schaubild zeigt die Aufwärtsbewegung der Rendite der Consols in den letzten vier Jahren, und zwar die laufende Rendite und die Rendite abzüglich der Einkommensteuer zum Einheitssatz.



Zum Vergleich mit der Entwicklung der amerikanischen Sätze wird auch die durchschnittliche Rendite aller amerikanischen Schatzanweisungen mit einer Laufzeit von mehr als zwölf Jahren gegeben (die weitgehende Rechte in bezug auf Steuerfreiheit besitzen). Ein Vergleich der tatsächlichen Erträge ist schwierig und kann leicht irreführen, aber die Richtung der

Entwicklung ist leicht erkennbar. Wenn auch im Herbst 1935 und Anfang 1937 gleichlaufende Bewegungen erscheinen, so waren diese doch nur von kurzer Dauer; die längeren Bewegungen verliefen vier Jahre lang in entgegengesetzter Richtung. Die nachfolgende Tabelle zeigt das Ausmaß der von den Londoner Verrechnungsbanken in den letzten acht Jahren vorgenommenen Wertpapierkäufe und -verkäufe, die zweifellos die Wirkungen der natürlichen Bewegungen beschleunigt haben.

Nebenbei werfen zwei entgegengesetzte, bedeutsame Zinssatzänderungen

Die Anlagen von 10 Londoner
Verrechnungsbanken —
in Millionen Pfund.

Ende des Jahres	Anlagen	Veränderung während des Jahres
1931	297	+ 12
1932	472	+ 175
1933	565	+ 93
1934	594	+ 29
1935	605	+ 11
1936	630	+ 25
1937	605	- 25
1938	606	+ 1

des Berichtsjahres ein interessantes Licht auf die Unterschiede in der Geschwindigkeit, mit welcher diese Bewegungen sich in den verschiedenen Teilen der Volkswirtschaft auswirken. Während sich die Rendite der Staatspapiere von 5 v. H. im Jahre 1931 auf $2\frac{3}{4}$ v. H. im Januar 1935 senkte, ließen die Lebensversicherungsgesellschaften ihre Prämien für neue Geschäfte im allgemeinen unverändert; sie wurden hierbei in gewissem Grade von günstigen Erfahrungen hinsichtlich der Sterblichkeit unterstützt. Aber die niedrigere

Verzinsung der Versicherungsgelder macht natürlich ihren Einfluß geltend, und ab Januar 1939 (d. h. vier Jahre, nachdem die rückgängige Bewegung der Zinssätze schon aufgehört hatte und wieder umgeschlagen war) kündigte eine Gruppe führender Lebensversicherungsagenturen Prämien erhöhungen für neue gewinnlose Geschäfte an, die sich im allgemeinen auf etwas weniger als 5 v. H. der alten Sätze beliefen. Während die Versicherungsgesellschaften es also noch für notwendig halten, den niedriger gewordenen Zinssätzen Rechnung zu tragen, hat auf die Baugesellschaften schon die erst vor kurzem eingetretene Erhöhung übergegriffen: eine Reihe bedeutender Gesellschaften hat die Zinsen auf steuerfreie Einlagen oder „Anteile“ von 3 auf $3\frac{1}{2}$ v. H. erhöht, und in einigen Fällen wurden die Grenzen des auf den Einzelnen entfallenden Besitzes an Anteilen heraufgesetzt. Die Baugesellschaften nähern sich allerdings einem Punkt, wo sie kein neues Geld mehr brauchen werden, da die vermehrten Rückzahlungen früher gewährter Darlehen allmählich den Umfang der neu ausgeliehenen Beträge erreichen. Damit wird die Frage entstehen, wohin sich die Ersparnisse wenden sollen, die vorher durch die Ausdehnung der Bautätigkeit aufgesogen wurden. Unter den gegenwärtigen anormalen Umständen können hierbei natürlich vermehrte Staatsanleihen eine höchst wichtige Stelle einnehmen. Es ist aber nicht unangebracht, hier, auch die Rolle der „Investment Trusts“, besonders der „Unit-Trusts“ zu erwähnen, deren Bedeutung in den letzten Jahren gestiegen ist. Seit Beginn der Bewegung vor rund acht Jahren übersteigt der Verkauf von Einheiten (units) bei einigen siebzig Trusts 80 Millionen Pfund. Diese Trusts, die für einen verhältnismäßig geringen Kapitalbesitz die Möglichkeiten der „Risikoverteilung“ bieten, die früher nur dem Großkapitalisten zur Verfügung standen, verdienen besondere Beachtung als ein Weg, um kleine Ersparnisse zur Anlage in Aktien hinzulenken. Wenn dieser ursprünglich amerikanische Gedanke in den Vereinigten Staaten weiter entwickelt würde, könnte er ein Mittel bieten, um in diesem Lande einen Teil des Stroms der kleinen Ersparnisse aufzufangen, der sich gegenwärtig automatisch in die Staatsanleihen ergießt.

Der deutsche Kapitalmarkt war in den letzten Jahren fast ausschließlich den langfristigen Reichsanleihen vorbehalten. Die Veränderungen des Reichsschuldenausweises sind aus der Aufstellung auf Seite 121 ersichtlich.

Innere Verschuldung des Deutschen Reiches
(Neuverschuldung seit 1924).

Am Jahresende — Millionen Reichsmark	Lang- und mittelfristig	Kurz- fristig	Zusammen
1932	2.666	1.391	4.057
1933	3.555	1.750	5.305
1934	3.684	2.273	5.957
1935	5.773	2.856	8.629
1936	7.717	2.441	10.157
1937	10.344	2.388	12.732
1938	17.588	5.013	22.601

Von der Erhöhung der Gesamtschuld im Jahre 1938 um fast 10 Milliarden Reichsmark entfällt mehr als ein Viertel auf die Ausdehnung der kurzfristigen Schuld. Hierin drückt sich die Ausgabe von Lieferungsschatzanweisungen aus, die seit April 1938 auf Grund des vom Präsidenten der Reichsbank im März 1938 verkündeten Plans erfolgte.

Die rediskontierbaren Sonderwechsel, die bis März 1938 ausgegeben wurden, sind in den Ausweisen über die Reichsschuld nicht enthalten und daher auch in der obenstehenden Aufstellung nicht angegeben. Das Tempo der Schuldenvermehrung hat sich also gegenüber früheren Jahren nicht in dem Maße beschleunigt, wie es nach den veröffentlichten Ziffern den Anschein hat. Im Jahre 1938 erreichte die Ausgabe langfristiger Reichsanleihen einen Rekord: es wurden drei Folgen 4½ % Reichsschatzanweisungen (rückzahlbar nach achtzehn bis zwanzig Jahren) im Betrag von zusammen 5,2 Milliarden Reichsmark begeben; hinzuzurechnen ist noch die vierte Folge von 1,5 Milliarden Reichsmark, die Ende November 1938 zur Zeichnung aufgelegt wurde und aus welcher bis Ende Dezember 1,17 Milliarden Reichsmark eingegangen waren. Außerdem wurde während des Jahres eine siebenundzwanzigjährige Reichsanleihe von 1,58 Milliarden Reichsmark privat bei Versicherungsgesellschaften und anderen Instituten untergebracht. Alles in allem beliefen sich die langfristigen Reichsanleihen im Jahre 1938 auf nahezu 8 Milliarden Reichsmark, das ist mehr als die Hälfte des Gesamtbetrags von 15,5 Milliarden Reichsmark, der in den vier Jahren seit 1935 am Markt begeben worden ist.

Unter diesen Umständen wurde der langfristige Zinssatz durch die etwas unter pari stehenden 4½ % Schuldverschreibungen des Reiches bestimmt.

Wertpapierbesitz deutscher Kreditinstitute.

Millionen Reichsmark — am Jahresende	1935	1936	1937	1938
Reichsbank	664	524	392	854
Golddiskontbank	302	266	288	203 ¹⁾
Berliner Großbanken ²⁾	881	996	998	1.151
Sonstige monatlich berichtende Banken ²⁾	1.054	1.195	1.414	1.641 ¹⁾
Girozentralen ²⁾	970	942	1.031	1.375 ¹⁾
Sparkassen	3.649	4.326	5.231	6.860
Zusammen	7.520	8.249	9.354	12.084

¹⁾ Ende November.

²⁾ Wertpapiere und Konsortialbeteiligungen.

Die Abschwächung der Börsenkurse während des Jahres verbesserte jedoch die Rendite der Industrieobligationen und Aktien auf etwa 5 v. H. Bei der Unterbringung der großen Reichsanleihen haben natürlich die Banken tatkräftig mitgewirkt, und ihr eigener Wertpapierbesitz hat sich in den letzten Jahren beträchtlich vermehrt.

Von der Zunahme des Wertpapierbesitzes der Reichsbank im Jahre 1938 sind etwa 400 Millionen Reichsmark auf eine Abmachung zurückzuführen, die zur Zeit der Übernahme der Österreichischen Nationalbank getroffen worden ist.

Außer den Banken haben auch die verschiedenen Versicherungsgesellschaften und ähnlichen Anstalten große Posten Staatspapiere übernommen. Ferner ist die Verschuldung der Länder und Gemeinden seit 1933 ständig zurückgegangen. Sie sind angewiesen, nicht nur äußerste Sparsamkeit zu üben, sondern auch größtenteils in Reichsanleihen angelegte Rücklagen zu bilden — als Anfang wurden mehrere hundert Millionen Reichsmark der Anleihe vom Oktober 1938 unmittelbar übernommen. In diesem Zusammenhang sei erwähnt, daß das Steueraufkommen des Reiches in den letzten Jahren erheblich gestiegen ist; für das Rechnungsjahr 1938/39 wird es auf 17 Milliarden Reichsmark geschätzt, gegenüber 14 Milliarden Reichsmark im Jahre 1937/38 und je unter 7 Milliarden Reichsmark in den Jahren 1932/33 und 1933/34.

Der vordringliche Bedarf des Reichs hat die Bedürfnisse der Privatwirtschaft in den Hintergrund gedrängt. Die genehmigten Anleihen standen ausschließlich in Zusammenhang mit der Finanzierung von Bauvorhaben auf Grund des Vierjahresplans. Die Neuausgabe von Industrieobligationen belief sich 1938 auf nur 160 Millionen Reichsmark gegenüber 260 Millionen Reichsmark im Jahre 1937 — unbedeutende Beträge im Vergleich zu den vom Reich aufgenommenen. Es wird aber zugegeben, daß ein erheblicher unbefriedigter Bedarf in der privaten Bauwirtschaft vorhanden ist und auch auf anderen Gebieten der privaten Investitionen an Dringlichkeit und Ausdehnung zunimmt, solange die Beschränkung privater Emissionen besteht. Neue Gelder, die beispielsweise die Hypothekenbanken aufnehmen konnten, sind zum größten Teil durch Tilgung und Rückzahlung früher bestehender Hypotheken verfügbar geworden. Der neue Finanzplan vom März 1939 sieht eine wesentliche Aufgabe darin, von einer Vermehrung der langfristigen Reichsanleihen abzusehen — derartige Anleihen sollen in Zukunft eine Ausnahme bilden und von der Verfassung des Kapitalmarktes abhängen. Der Markt wird der privaten Geldaufnahme durch Industriegesellschaften, Hypothekenbanken usw. geöffnet werden. In diesem Zusammenhang ist auch bemerkenswert, daß man das Anleihestockgesetz, welches seit 1935 in Kraft ist, wegfallen lassen wird, so daß die Beschränkung der Dividendenausschüttung der Aktiengesellschaften auf im allgemeinen 6 v. H. nicht mehr gelten wird.

Die Kurse der italienischen Staatsanleihen blieben das ganze Jahr hindurch unverändert; beispielsweise betrug die durchschnittliche Rendite der 5 % Rente (1935) im Jahre 1938 5,41 v. H. gegenüber 5,46 im Jahre 1937. In Italien wird wie in anderen Ländern ein großer Teil der Sparkasseneinlagen dem Staate zugelenkt. Die Einlagen der Sparkassen und Kreditinstitute zeigten folgende Entwicklung:

Italienische Spareinlagen.

Am Jahresende – in Millionen Lire	Kreditinstitute	Post- sparkassen	Gewöhnliche Sparkassen	Zusammen
1936	34.251	22.309	19.302	75.862
1937	35.445	25.523	19.687	80.655
1938	39.169	28.022	19.006	86.197

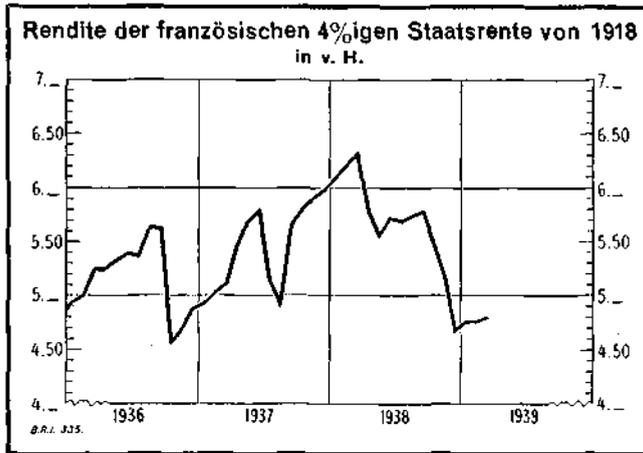
Wie man sieht, sind die Spareinlagen 1938 stärker als im vorhergehenden Jahr angewachsen. Im übrigen zeichnete sich das Jahr 1938, wie die folgende Zusammenstellung erkennen läßt, besonders durch die Zunahme des Kapitals der italienischen Aktiengesellschaften aus, während der Betrag der von öffentlichen Körperschaften und Industrieunternehmungen ausgegebenen festverzinslichen Wertpapiere in verhältnismäßig bescheidenem Rahmen blieb.

Kapital der Italienischen Aktiengesellschaften.

In Millionen Lire	Neu- gründungen	Kapital- erhöhungen	Kapital- herab- setzun- gen	Auf- lösungen	Reiner Kapitalzu- (+) oder -abgang (-)	Gesamtkapital- bestand am Jahresende
1934	414	3.134	3.664	3.347	– 3.463	44.320
1935	311	2.787	1.811	1.512	– 225	44.095
1936	354	3.608	1.327	925	+ 710	44.805
1937	2.283	3.282	621	2.054	+ 2.890	47.695
1938	341	6.568	545	929	+ 5.434	53.129

Die 1938 vorgenommenen Kapitalerhöhungen (im Durchschnitt um mehr als 10 v. H. des ausstehenden Gesamtkapitals) müssen zum großen Teil in Zusammenhang gebracht werden mit der Steuer von 10 v. H., die auf das Kapital von Aktiengesellschaften erhoben wird. Die Verordnung ermächtigte nämlich die Gesellschaften, in Höhe der zu entrichtenden Steuer neue Aktien zu begeben, und gestattete gleichzeitig die Zuteilung von zwei Freiakten für jede voll eingezahlte neue Aktie. Diese Aufwertung des alten Kapitals wird dadurch gerechtfertigt, daß die Aktiva der Gesellschaften, wie man glaubt, seit der Liraabwertung im Jahre 1936 unterbewertet waren. Durch die Heraufsetzung ihres Kapitals werden die Gesellschaften in der Lage sein, mehr an Dividende auszuschütten, ohne den Hundertsatz zu erhöhen und somit ohne die progressive Steuer zu entrichten, die auf Dividenden über 6 v. H. erhoben wird. Außerdem erhöhen sich durch die Aufwertung der Aktiva automatisch die Abschreibungskosten, die auf Grund der Einkommensteuerverordnung vom Roheinkommen abgezogen werden können.

In der Rendite der französischen Staatsschuldverschreibungen kommen die währungsmäßigen und sonstigen Unsicherheiten der letzten Jahre zum Ausdruck. 1938, besonders in der zweiten Hälfte des Jahres, trat jedoch eine deutliche Besserung ein; die Rendite beispielsweise der 4 % Rente von 1918



fiel von $6\frac{1}{4}$ v. H. im März 1938 auf unter $4\frac{3}{4}$ v. H. im Dezember.

Das Fallen des Zinssatzes am Ende des Jahres 1938 war der Niederschlag der Kapitalrückflüsse, die durch das Vertrauen in den neuen Finanzplan der Regierung angeregt waren. Es wurde erklärt, daß die Regierung den Kapitalmarkt mit neuen Anleihen etwas verschonen würde. In der

Tat brachte das Jahr 1938 überhaupt keine langfristigen Staatsanleihen.

Nettoschuldaufnahme des französischen Schatzamtes.

In Millionen französische Franken	1936	1937	1938
Unmittelbare Kreditaufnahme			
Bank von Frankreich	+ 19.448	+ 12.471	— 4.490
Caisse des dépôts et consignations	+ 802	+ 667	+ 1.361
Zusammen	+ 20.250	+ 13.138	— 3.129
Kreditaufnahme auf dem Geldmarkt			
Kurzfristig: Gewöhnliche Schatzwechsel (bis zu einem Jahr)	— 9.537	+ 530	+ 10.995
Sonderschatzwechsel (bis zu einem Jahr)	+ 4.455	— 1.890	— 2.376
Kriegspensionskasse (einjährige Wechsel)	—	+ 2.648	— 1.919
Autonome Landesverteidigungskasse (18 Monats-Wechsel)	—	—	+ 4.029
Zusammen	— 5.082	+ 1.288	+ 10.729
Mittelfristig: Sonderschatzwechsel (2 bis 10 Jahre)	+ 2.000	+ 570	— 898
Verteidigungsbons (3 bis 9 Jahre)	—	+ 5.360	—
Autonome Landesverteidigungskasse (3 bis 30 Jahre)	—	—	+ 5.047
Zusammen	+ 2.000	+ 5.930	+ 4.149
Langfristig: 5% Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von 30 Jahren	+ 800	—	—
4½% Renten mit 60jähriger Laufzeit	—	+ 8.000	—
Zusammen	+ 800	+ 8.000	—
Sonstiges (einschließlich Auslandsanleihen)	— 1.369	+ 800	+ 3.670
Gesamtbetrag	+ 16.599	+ 29.156	+ 15.419

Da die vorstehende Aufstellung nur die Endergebnisse aus den Kreditaufnahmen und -rückzahlungen des Schatzamtes angibt, ist darauf hinzuweisen, daß der Rückgang um 4.490 Millionen französische Franken, der unter der „Unmittelbaren Kreditaufnahme“ bei der Bank von Frankreich für das abgelaufene Jahr erscheint, darauf zurückzuführen ist, daß das Schatzamt den 1938 aus der Neubewertung des Goldbestandes erzielten Gewinn (von 31.456 Millionen französische Franken) zur Rückzahlung eines Teils der Vorschüsse der Bank von Frankreich verwendet hat. Ebenso berücksichtigen die Reinergebnisse für 1936 und 1937 die verschiedenen Rückzahlungen des Schatzamtes an die Bank von Frankreich auf Grund des Gewinns aus der im Oktober

1936 vorgenommenen Neubewertung. Die im Mai 1938 erfolgte Begebung einer dreißigjährigen 5% Anleihe von 5 Milliarden französische Franken durch die autonome Landesverteidigungskasse ist als mittelfristig aufgeführt, da sich die Besitzer nach drei Jahren und danach in Abständen von je drei Jahren bis 1968 für eine Rückzahlung zum Nennwert entscheiden können. Der Posten „Sonstiges“ enthält im Jahre 1938 zwei Anleihen in holländischen Gulden, die zusammen 3 Milliarden französische Franken ergeben.

Trotz der in den sinkenden Renditen zum Ausdruck kommenden Besserung des Kapitalmarktes trat keine Belebung der privaten Emissionstätigkeit ein.

Private Kapitalaufnahme in Frankreich.

In Millionen französische Franken	Bestehende Gesellschaften			Neue Gesellschaften	Gesamtsumme
	Schuldverschreibungen	Aktien	Zusammen	Aktien	
1935	1.856	777	2.633	130	2.763
1936	596	517	1.113	48	1.161
1937	2.310	1.202	3.512	43	3.555
1938	1.804	1.008	2.812	40	2.852

Die Ausgabe privater Schuldverschreibungen fiel von 6,4 Milliarden französische Franken im Jahre 1928 auf 1,8 Milliarden im Jahre 1938 und die Ausgabe von Aktien von 8,3 auf 1 Milliarde französische Franken. Dieser Rückgang ist um so auffallender, wenn man die Herabsetzung des Goldwertes des Franken um 50 v. H. berücksichtigt.

Das Schaubild auf Seite 124, das die Rendite der Staatsrenten darstellt, gibt nur einen schwachen Anhalt für die Kosten der privaten Kreditaufnahme. Der Handelsminister sagte im Oktober 1938, daß eine Rendite von 7 bis 8 v. H. für erstklassige Industrieobligationen nicht selten sei. „Wenn außerdem“, erklärte er, „die Abgaben hauptsächlich steuerlicher Art berücksichtigt werden, die auf dem Kreditnehmer lasten, so gelangt man zu der Feststellung, daß eine Anleihe, die dem Kreditgeber 7 bis 8 v. H. einbringt, den Kreditnehmer 10 bis 11 v. H. kostet. Infolgedessen sind nur solche Unternehmungen in der Lage, Geld aufzunehmen, denen eine neue Anlage sich mit mehr als 11 v. H. verzinsen würde.“

Sogar erstklassige Gemeindeverwaltungen mußten zu sehr harten Bedingungen Geld aufnehmen; beispielsweise wurden zu 6 v. H. verzinsliche Schuldverschreibungen der Stadt Paris zum Kurs von 90 ausgegeben. Eine gewisse Besserung der Bedingungen für die private Kreditaufnahme war jedoch gegen Ende 1938 und Anfang 1939 wahrnehmbar, so daß 5½% Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von 20 Jahren zum Kurs von 90½ aufgelegt werden konnten, während einige Monate vorher 6% Schuldverschreibungen zu 84 ausgegeben wurden.

In der Schweiz, Holland und Schweden sind die langfristigen Sätze während des Jahres weiter zurückgegangen, während die privaten Emissionen

zur Beschaffung neuer Mittel mehr oder weniger stark abfielen. In jedem einzelnen Fall sind die Renditen der Staatspapiere auf etwa 3 bis $3\frac{1}{2}$ v. H. heruntergegangen. In allen drei Ländern hat der Rückgang der Zinssätze in den letzten Jahren Probleme für die Versicherungsgesellschaften aufgeworfen, und die schwedischen Lebensversicherungsgesellschaften haben unlängst die Prämien für neue Geschäfte um weitere 10 v. H. erhöht. Vor 1935 beruhten die Prämien auf der Annahme einer durchschnittlichen Rendite der Anlagen von 4 v. H.; 1935 wurde die Grundlage der Berechnungen auf $3\frac{1}{2}$ v. H. und 1937 auf 3 v. H. herabgesetzt, während bei der jetzigen Marktlage eine Rendite von $2\frac{3}{4}$ v. H. das höchste ist, was die Lebensversicherungsgesellschaften für ihre Anlagen erhalten können. In Holland hat eine der großen Lebensversicherungsgesellschaften im Jahre 1938 eine Hypothekenbank übernommen und wird dadurch in der Lage sein, ihre Gelder unmittelbar anzulegen, wenn es einmal schwierig sein sollte, lohnende Anlagen zu finden.

Von anderen europäischen Ländern haben Jugoslawien und Ungarn umfassende Rüstungs- und Investierungsprogramme aufgestellt, die ganz oder teilweise durch Staatsanleihen finanziert werden sollen. In Jugoslawien wurde der Finanzminister ermächtigt, eine über die nächsten sechs Jahre verteilte innere Anleihe von 4 Milliarden Dinar zu 6 v. H. zu begeben. Der Erlös dieser Anleihe, der ersten inländischen Staatsanleihe, die seit 1923 am Markt untergebracht wird, soll für Rüstungszwecke und öffentliche Arbeiten verwendet werden (namentlich für den Bau von neuen Eisenbahnen). Der ungarische Plan sieht Ausgaben im Gesamtbetrag von 1 Milliarde Pengö für Rüstungen, Verkehrszwecke und Bodenverbesserungen für einen Zeitraum von fünf bis zehn Jahren vor. 600 Millionen Pengö sollen durch eine sich auf diesen Zeitraum verteilende Vermögensabgabe und 400 Millionen im Anleihewege aufgebracht werden. Der erste Abschnitt dieser Anleihe, 125 Millionen Pengö 5 % Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von dreißig Jahren, wurde im Juli 1938 zum Kurs von 96 v. H. mit Erfolg begeben.

Das 1936 angekündigte „Investierungsprogramm“ Polens, das hauptsächlich die beschleunigte Industrialisierung des Landes anstrebte, wurde im Jahre 1938/39 mit einer Gesamtausgabe von $2\frac{1}{2}$ Milliarden Zloty erschöpft. Ein neuer langfristiger Investierungsplan, der 1938 aufgestellt wurde, sieht staatliche Ausgaben für einen Zeitraum von fünfzehn Jahren vor. In den ersten drei Jahren sollen 2 Milliarden Zloty, die in der Hauptsache am inländischen Markt aufzunehmen sind, ausgegeben werden, davon 60 v. H. für Rüstungszwecke.

Von außereuropäischen Ländern wurden die Vereinigten Staaten bereits erwähnt. Sonst scheint die Entwicklung des Kapitalmarktes am bemerkenswertesten in Japan und Australien gewesen zu sein.

In Japan steht der Anleihemarkt weiter unter dem entscheidenden Einfluß der Kosten der Feindseligkeiten in China. Die Anforderungen des Staates im Vergleich zu anderen Kapitalaufnahmen gehen aus der folgenden Aufstellung hervor:

Japanische inländische Schuldverschreibungen.

In Millionen Yen	Regierung	Örtliche Verwaltung	Banken	Gesellschaften	Zusammen
1. Am Jahresende ausstehende Beträge					
1935	8.208	2.097	1.914	3.026	15.666
1936	9.072	2.262	1.838	3.158	16.746
1937	10.585	2.334	2.283	3.157	18.782
1938	14.935	2.373	2.569	3.624	23.923
2. Jährliche Veränderungen.					
1936	+ 864	+ 165	- 76	+ 132	+ 1.080
1937	+ 1.513	+ 72	+ 445	- 1	+ 2.036
1938	+ 4.350	+ 39	+ 286	+ 467	+ 5.141

Die Ausgabe von Staatsschuldverschreibungen zeigt eine steigende Richtung von durchschnittlich 125 Millionen Yen monatlich im Jahre 1937 auf 310 Millionen im ersten und 420 Millionen Yen im zweiten Halbjahr 1938. Zwei Drittel der Staatsanleihen des Jahres 1938 wurden von den Banken übernommen, deren Bestände sich seit 1934 verdoppelt haben. Die Rendite der Staatsschuldverschreibungen ging während des Jahres weiter zurück; im Dezember 1938 betrug sie 3,83 gegenüber 3,94 im Dezember 1937.

In Australien wurde im November 1938 eine sehr beträchtliche innere Anleihe von 72 Millionen australische Pfund aufgenommen, davon 68 Millionen australische Pfund für Konversionen und 4 Millionen als neue Mittel für Rüstungszwecke. Die Anleihe wurde zum Nennwert mit einer Laufzeit von sechzehn bis achtzehn Jahren ausgegeben und war zu $3\frac{7}{8}$ v. H. verzinslich; das Zeichnungsergebnis betrug insgesamt 62,7 Millionen australische Pfund (darunter 52,3 Millionen für Konversionen), wozu noch 3 Millionen australische Pfund aus dem Tilgungsfonds hinzukommen. Die verbleibenden 6 Millionen australische Pfund wurden gegen bar von der Commonwealth Bank übernommen. Zu dieser Zeichnung bemerkt der Bericht des Verwaltungsrats für Dezember 1938 folgendes:

Während die Geschäftstätigkeit (in Australien) sich gut behauptete, drohte der Rückgang der Einnahmen aus der Ausfuhr die innere Lage ungünstig zu beeinflussen. Infolgedessen richtete der Verwaltungsrat die Politik der Bank dahin, die Regierung bei ihrem Landesverteidigungs- und Arbeitsbeschaffungsprogramm zu unterstützen, die Handelsbanken so liquide zu halten, daß sie den berechtigten Bedarf kreditwürdiger Kunden befriedigen können, und jedes übermäßige Steigen der Zinssätze zu verhindern.

Die Zeichnung der Commonwealth Bank auf die Anleihe ist also zum Teil als ein „Offen-Markt-Geschäft“ anzusehen, das den Zweck verfolgt, die Gedrücktheit des Geld- und Kapitalmarktes abzuschwächen, die sich sonst aus der sinkenden Ausfuhr und dem Rückgang der Londoner Mittel ergeben würde.

Die Verminderung dieser Mittel wäre im Jahre 1938 ohne die Einnahmen von 5 Millionen Pfund aus einer Londoner Anleihe noch stärker gewesen.

Die Kapitalmärkte der Welt werden fast ausnahmslos von der staatlichen Kreditaufnahme für Rüstungen und andere wirtschaftlich unproduktive Zwecke beherrscht. Bei einem Vergleich mit der Hochkonjunkturperiode vor zehn Jahren ergibt sich ein auffallender Gegensatz. Damals war die innere Verschuldung der Staaten rückläufig und die Märkte arbeiteten für die Kapitalversorgung der Privatwirtschaft. Heute geben die Staaten in der Welt jeden Monat über 1 Milliarde Dollar mehr aus, als sie an Steuern einnehmen, während die privaten Emissionen für produktive Anlagezwecke auf einen Bruchteil des Umfangs gesunken sind, den sie in den ansteigenden Jahren 1926–29 hatten.

VI. DIE ENTWICKLUNG IM BANKWESEN.

Die 1938 in Europa eingetretenen Gebietsveränderungen haben auch dem Bank- und Kreditgefüge der betroffenen Länder ihren Stempel aufgedrückt. Die Eingliederung Österreichs in das Deutsche Reich bot für das deutsche Bankwesen verhältnismäßig wenig Schwierigkeiten, da Österreich selbst einen einheitlichen Bankenaufbau besaß; die Hauptaufgabe bestand in der Anpassung und einer Stärkung der schwächeren österreichischen Banken. Weit verwickeltere Fragen waren mit der Übernahme des Sudetenlandes verbunden. Die sechs großen Banken in Prag und andere besaßen im Sudetenland 143 Zweigstellen, die (ebenso wie die Sparkassen und ähnliche Einrichtungen) nicht nur ihre Konten von Kronen auf Reichsmark umstellen, sondern auch von ihren bisherigen Hauptanstalten losgelöst und in das deutsche Bankensystem eingefügt werden mußten. Dies geschah nach einem Plan des Reichskommissars für das Kreditwesen hauptsächlich in der Weise, daß die Prager Banken sich zurückzogen und die Berliner Großbanken sich ausdehnten, was namentlich von der Dresdner und der Deutschen Bank sowie der Allgemeinen Deutschen Credit-Anstalt gilt, die im Sudetenland neue Zweigstellen eröffneten. Wiener Banken, wie die Credit-Anstalt und die Länderbank, beteiligten sich ebenfalls an dieser Neuordnung, was daran erinnert, daß vor dem Kriege das Bankwesen des Sudetenlandes von Wien abhängig war. Die Gesamtheit der 143 tschechoslowakischen Zweigstellen konnte durch 73 deutsche Bankfilialen ersetzt werden. Dabei stellten u. a. die Fragen hinsichtlich der Währungsumstellung, der Bewertung von Aktiven und Passiven, der Beamtenschaft schwierige Aufgaben banktechnischer Art. Die Erhaltung der Kreditbeziehungen wurde für die Übergangszeit durch Gewährung einer Reichsbürgschaft in Höhe von 150 Millionen Reichsmark unterstützt.

Die Liquidation der Österreichischen Nationalbank und die Übernahme der Zweigstellen der Tschecho-Slowakischen Nationalbank im Sudetenland traten in den Ausweisen der Reichsbank in Erscheinung. Im März 1938 wurde eine Reichsbankhauptstelle in Wien eröffnet und die Österreichische Nationalbank trat in Liquidation. Ihre Hauptaktiven gingen auf die Reichsbank über und wurden unter dem Posten „Sonstige Aktiva“ verbucht, der in den Monaten März und April 1938 um 660 Millionen Reichsmark anstieg. In jenen Aktiven waren die Gold- und Devisenbestände der früheren Österreichischen Nationalbank enthalten, die sich nach ihrem letzten Ausweis auf 420 Millionen Schilling (etwa 80 Millionen Dollar) belaufen hatten, und die unmittelbare Schuld des österreichischen Staates im Betrage von 612 Millionen Schilling. Diese zu dem festgesetzten Kurs von 3 Schilling für 2 Reichsmark umgerechnete Schuld wurde in eine Reichsschuld von rund 400 Millionen Reichsmark umgewandelt und später von den „Sonstigen Aktiven“ der Reichsbank auf den Posten „Wertpapiere“ übertragen. Das Kapital der Österreichischen Nationalbank erhielten die Aktionäre in Form von $37\frac{1}{2}$ Millionen Reichsmark $4\frac{1}{2}$ % Reichsschatzanweisungen mit zwanzigjähriger Laufzeit zurückgezahlt. Der Wechselbestand der Österreichischen Nationalbank wurde dem der Reichsbank einverleibt, während die österreichischen Banknoten aus dem Verkehr

gezogen und durch Reichsmarknoten ersetzt wurden. Ähnliche Maßnahmen wurden bei der Eingliederung des Sudetenlandes notwendig, als die Reichsbank einen Teil der Anlagen und Verbindlichkeiten der Tschecho-Slowakischen Nationalbank übernahm. Die Zunahme der Notenausgabe der Reichsbank, soweit sie sich aus der Vergrößerung des Gebietes ergab, belief sich am Ende des Jahres 1938 auf 775 Millionen Reichsmark für Österreich und 350 Millionen Reichsmark für das Sudetenland.

Andere Gebietsveränderungen des Jahres 1938, die Abtretung von Teilen des früheren tschecho-slowakischen Staatsgebietes an Polen und Ungarn, brachten ebenfalls Fragen mit sich, die sich im Grunde nicht wesentlich von den eben behandelten unterscheiden. Im Jahre 1939 wurde die Tätigkeit der Tschecho-Slowakischen Nationalbank noch weiter beschränkt, wobei ihr Name in „Nationalbank für Böhmen und Mähren in Prag“ geändert und für die Slowakei eine neue Zentralbank gebildet wurde.

Die Auswirkungen der internationalen politischen Krise vom September 1938 haben alle europäischen Zentralbanken gespürt. In den September fällt der Abschluß der Erntezeit und der Ernteabsatz, und da er zugleich das Ende des Quartals enthält, an dem Mietzahlungen und viele andere regelmäßige Zahlungen geleistet werden, erfährt in diesem Monat üblicherweise auch der Geldumlauf eine Ausweitung (in einigen Ländern sogar mehr als im Dezember). Im Jahre 1938 traten zu diesen normalen Einflüssen noch die geldlichen Wirkungen der schweren internationalen politischen Krise hinzu, die zu dem Münchner Abkommen führte.

Diese außergewöhnlichen Einflüsse, die in einigen Ländern stärker als in anderen waren, lassen sich auf dem Gebiet des inneren Kreditwesens umschreiben erstens als das Streben nach erhöhter Liquidität nicht nur bei Banken, sondern ebenso bei Privatpersonen und Firmen, die mehr Barmittel haben wollten, welche im Notfalle besser verwendbar wären als Guthaben, sowie zweitens als die Notwendigkeit außerordentlicher staatlicher Ausgaben über die laufenden Einnahmen hinaus zu einer Zeit, als die schwebende Staatsschuld sich infolge der Marktlage nicht leicht in der „Schwebe“ halten ließ.

Natürlich wirkten sich diese Einflüsse in einem Druck auf die Zentralbank aus, welche letzte innere Kreditquelle und zugleich Quelle des Geldumlaufs ist. Das Ausmaß der Ansprüche an die Zentralbanken läßt sich an der außerordentlichen Zunahme des Notenumlaufs in verschiedenen Ländern erkennen. Diese Steigerungen waren im allgemeinen am kräftigsten in den kleineren Ländern (40 v. H. und mehr in Ungarn, Lettland und der Tschecho-Slowakei), aber auch in Deutschland betrug die Ausdehnung 17 und in Frankreich 22 v. H. (gegenüber je 2 v. H. im Jahre 1937). In Italien machte die Steigerung 13 v. H. aus.

Die akute Phase der Krise dauerte jedoch nur wenige Tage, und in den meisten Ländern trat Ende September plötzlich eine Entspannung ein. Im Oktober flossen die Noten zur Zentralbank zurück, wenn der Notenumlauf auch im allgemeinen etwas höher blieb als vorher. Der Liquiditätsmechanismus arbeitete mit sehr wenig Störungen. Nur in der Tschecho-Slowakei wurde die

Rückzahlung von Bankeinlagen teilweise beschränkt. Frankreich erhöhte den Banksatz um $\frac{1}{2}$ v. H., und in Polen wurde die gesetzliche Mindestdeckung von der Zentralbank zeitweilig unterschritten. Der Mechanismus arbeitete gleich wirksam in Ländern mit freien Währungen und mit Devisenbewirtschaftung. Zahlungseinstellungen von Banken wurden nicht gemeldet, und es hat anscheinend keine unüberwindlichen technischen Schwierigkeiten bereitet, für eine Geldaufnahme bei der Zentralbank geeignete Unterlagen zu liefern. Auch der von den Zentralbanken als Rücklage gehaltene Notenvorrat scheint in allen Fällen für die außergewöhnliche Umlaufvermehrung ausgereicht zu haben.

Die Ereignisse vom September 1938 waren eine schwere Prüfung für den Liquiditätsmechanismus, und daß er unter ungewöhnlichen Verhältnissen mit so wenigen Störungen gearbeitet hat, kann zum Teil der fortgesetzten stetigen Anpassung der Notenbanktechnik an die veränderten Umstände zugeschrieben werden. Während sich nämlich die Grundsätze des Notenbankwesens durch die Ereignisse der letzten Jahre nur wenig geändert haben, muß die Entwicklung seiner Technik mit der Wirklichkeit dauernd Schritt halten. Die alljährlich in diesem Bericht erwähnten Änderungen in den Satzungen der Zentralbanken sind ein Beweis für die bewußten Anstrengungen der Banken, zweckmäßig gerüstet zu sein, um im öffentlichen Interesse ein Höchstmaß an Diensten zu leisten.

Wichtige Änderungen erfuhren die Satzungen der Ungarischen Nationalbank im Juni 1938, als das Grundgesetz der Bank bis 1963 verlängert wurde. Solange der Goldpreis nicht in ungarischer Währung festgesetzt wird, muß die Bank ihren Gold- und Devisenbestand in den vierteljährlichen Ausweisen zum Durchschnitt der Kurse bewerten, welche in den letzten beiden Wochen des abgelaufenen Vierteljahrs an der Budapester Börse notiert wurden. Die erste auf Grund dieser neuen Regelung aufgestellte Bilanz war die für den 15. Januar 1939. Die ursprüngliche Bestimmung, welche die allmähliche Erhöhung des Verhältnisses des Gold- und Devisenbestandes zum Notenumlauf von einem Mindestsatz von 20 auf schließlich $33\frac{1}{2}$ v. H. vorsah (deren Anwendung schon in einer anderen Form erfolgt war), wurde abgeändert. In Zukunft wird die Bank nur dann verpflichtet sein, die Notensteuer zu zahlen, wenn der monatliche Durchschnitt des Deckungsbestandes weniger als 25 v. H. des monatlichen Durchschnitts des Notenumlaufs und der nicht staatlichen Einlagen beträgt.

Eine Bereinigung der Bilanz erfolgte durch ein Darlehen von 100 Millionen Pengö an den Staat, welches gewährt wurde, damit der Staat kurzfristige Schulden an ungarische Banken zurückzahlen und diese wiederum ihre von der Nationalbank erhaltenen Kredite vermindern können. Außerdem wurde die Bank ermächtigt, dem Staat einen kurzfristigen Kredit von 30 Millionen Pengö zur Überbrückung zeitweiliger Stockungen im Eingang der Staatsgelder einzuräumen; der Kredit kann ab 1. März jedes Jahres aufgenommen werden, muß aber bis Ende November desselben Kalenderjahres zurückgezahlt sein.

Die vielleicht bemerkenswerteste technische Bestimmung war die, welche die Bank ermächtigt, Offen-Markt-Geschäfte auszuführen und sich an einem

zur Regelung des Geld- und Kapitalmarktes gegründeten Sonderinstitut zu beteiligen. Die Gesamtbeträge, die für diese Zwecke verwendet werden dürfen, sind indessen auf den Gegenwert des Kapitals der Bank und ihrer Reserven (d. h. auf etwa 45 Millionen Pengö) begrenzt. Ferner erhielten die Kreditgeschäfte einen erweiterten Rahmen durch die Ermächtigung der Bank, landwirtschaftliche Wechsel mit einer Fälligkeit von höchstens neun Monaten zu diskontieren, während die bisherige Grenze bei sechs Monaten lag. Andere Bestimmungen brachten gewisse Änderungen in der Organisation der Bank und in der Verteilung des Gewinns.

Bei der Gründung der Ungarischen Nationalbank im Jahre 1924 war als ihr Hauptzweck bezeichnet worden, die Einführung von Goldzahlungen vorzubereiten. In den dazwischenliegenden Jahren haben sich die Verhältnisse gewandelt, und die Goldwährung, die nach 1925 in einem großen Teil der Welt eingeführt wurde, ist im allgemeinen wieder suspendiert worden. Wichtig ist daher, daß der abgeänderte Wortlaut der Satzungen die Bank verpflichtet, Vorbereitungen zu treffen, um nach Beseitigung der Devisenbestimmungen in der Lage zu sein, Gold oder Devisen gegen ihre Noten zu später noch gesetzlich festzusetzenden Bedingungen abzugeben. Inzwischen bleibt die Bank verpflichtet, dafür Sorge zu tragen, daß der Wert ihrer Noten im Verhältnis zu den Währungen, die sich als wertbeständig erwiesen haben, unverändert bleibt.

Andere Länder, in denen der Goldbestand der Zentralbank unlängst neu bewertet wurde, sind England, Frankreich, Finnland und Estland. Diese Maßnahmen sind ausführlich in dem Abschnitt über die Goldbestände behandelt.

Die Bank von Frankreich erhielt mit der Verordnung vom 17. Juni 1938 die Ermächtigung, Offen-Markt-Geschäfte zu tätigen. Die Käufe müssen sich auf kurzfristige Papiere beschränken, wie Bankakzepte, Landesverteidigungsbons, Wechsel bestimmter öffentlicher Körperschaften usw., und haben sich innerhalb der vom Verwaltungsrat der Bank festgesetzten Grenzen zu halten. Die so gekauften Wechsel erscheinen unter einem besonderen Posten des Ausweises der Bank von Frankreich, der Ende März 1939 bis auf 3.160 Millionen französische Franken angewachsen war.

Eine Konvention vom 12. November 1938 zwischen dem Finanzminister und der Bank von Frankreich enthielt neue Bestimmungen über die Berechnung der Steuern, Abgaben und Gewinnanteile, die von der Bank an das Schatzamt zu zahlen sind. Der Sinn dieser Änderungen ist eine Erleichterung der auf der Bank ruhenden Steuerlast, welche durch die Abwertung der Währung übermäßig hoch geworden war. Ferner müssen die Anlagen des Währungsfonds und die Kassenguthaben des Rentenfonds bei Auflösung dieser Fonds zur Rückzahlung der von der Bank dem Staat gewährten Vorschüsse verwendet werden.

Anfang 1939 wurden wichtige Änderungen in der Satzung der Bank Polski anlässlich der Verlängerung des Notenausgaberechts bis Ende 1954 vorgenommen. Nach der früheren Satzung mußte die Bank einen Goldbestand unterhalten, der 30 v. H. des 100 Millionen Zloty übersteigenden Betrags der umlaufenden Noten und Sichtverbindlichkeiten entsprach. Diese Bestimmung

ist jetzt geändert; die nicht durch Gold gedeckte Notenausgabe wurde von 100 auf 800 Millionen Zloty erhöht (und kann darüber hinaus mit Genehmigung des Finanzministeriums von der Bank auf höchstens 1,2 Milliarden Zloty ausgedehnt werden); dagegen wurde die Golddeckung auf mindestens 40 v. H. festgesetzt.

Die alten Statuten erlaubten gewisse Geschäfte bis zu einem Höchstbetragsatz des Gesamtbestandes der diskontierten Wechsel. Diese Höchstgrenzen sind jetzt in absoluten Ziffern festgesetzt: 300 Millionen Zloty für Lombardkredite und 400 Millionen Zloty für die Diskontierung von Schatzanweisungen. Gewisse kurzfristige Kredite, welche die Bank zugunsten der Landwirtschaft und zur Finanzierung der von der Staatswirtschaftsbank und der Staatlichen Landwirtschaftsbank vorgenommenen Anlagen gewährt hat, sind durch eine verzinsliche und amortisierbare Schuld des Schatzamtes ersetzt worden. Um den auf diese Weise konsolidierten und übertragenen Betrag ist der Bestand an diskontierten Wechseln zurückgegangen.

Zur Diskontierung sind jetzt auch Neunmonatswechsel zugelassen, wenn sie Lombarddarlehen von Kreditanstalten zur Finanzierung des Absatzes landwirtschaftlicher Erzeugnisse darstellen, oder wenn ihnen Campagnekredite an bestimmte landwirtschaftliche Industrien zugrunde liegen.

Der Gesamtbetrag der zinsfreien Vorschüsse an das Schatzamt wurde von 100 auf 150 Millionen Zloty erweitert. Außerdem ist der Höchstbetrag, für den die Bank Wertpapiere außer den Anlagen des Reserve- und des Pensionsfonds für eigene Rechnung kaufen darf, von 150 auf 200 Millionen Zloty heraufgesetzt worden. Eine Reihe weniger bedeutender Satzungsänderungen betraf insbesondere die Stimmrechte der Aktionäre und die Gewinnverteilung.

Bei der Gründung der Bank von Kanada im Jahre 1935 hatten private Aktionäre das gesamte Kapital gezeichnet, die Regierung aber den Gouverneur und den Vize-Gouverneur ernannt. Nach einem neuen Gesetz vom Juni 1936 behielt die Bank zwar die Form einer Gesellschaft, es wurden aber soviel neue Aktien an den Finanzminister ausgegeben, daß der Staat 51 v. H. des Kapitals erhielt. Um die Bank in ein rein staatliches Institut umzuwandeln, beschloß 1938 die kanadische Regierung, die privaten Aktionäre abzufinden, die von dem 10,1 Millionen Dollar betragenden Kapital der Bank 5 Millionen Dollar besaßen. Als Preis zahlte sie den für 1938 geltenden Durchschnittskurs, der zwischen 58 und 59 Dollar für die 50 Dollar-Aktie lag.

Einige Änderungen traten auch in den Zentralbank-Ausweisen ein. Sowohl die Niederländische Bank wie die Schweizerische Nationalbank wiesen früher den im Ausland befindlichen Teil ihres Goldbestandes aus. Diese Angaben werden von der Schweizerischen Nationalbank seit Juni 1938 und von der Niederländischen Bank seit Ende November 1938 nicht mehr gemacht. Auf der anderen Seite nahm die Belgische Nationalbank Anfang 1938 mehrere Änderungen in ihrem Ausweis vor, die dazu führten, daß Gold- und Devisenbestände, die vorher unter anderen Posten als der Notendeckung verbucht worden waren, im Ausweis erschienen. Goldbewegungen, die zur Nationalbank hin und von ihr fortführen, werden jetzt vollständig bekanntgegeben.

Zwar ist die Gefahr nicht zu leugnen, daß die Öffentlichkeit, wenn in einer Zeit heftiger Spannung erhebliche Goldverluste eintreten, übermäßig beunruhigt wird; doch darf auch der Vorteil nicht übersehen werden, daß die Aufdeckung der wirklichen Lage die Währungsbehörden und andere öffentliche Stellen anspornt, rasch die Maßnahmen zu ergreifen, die nötig sind, um der Lage zu begegnen.

Die wichtigsten während des Jahres im Bankwesen vorgekommenen Änderungen betrafen Zentralbanken; auf dem Gebiete der Handelsbanken brachte die Gesetzgebung nichts Neues von größerer Bedeutung. Vielleicht das bemerkenswerteste Ereignis in dieser Hinsicht ist die Revision der Bankenaufsicht in den Vereinigten Staaten. In diesem Lande gibt es vier Gruppen von Handelsbanken: die Nationalbanken (die ohne weiteres Mitgliedsbanken des Bundes-Reserve-Systems werden), die Staatsbanken (die Mitgliedsbanken werden können), ferner diejenigen Nichtmitgliedsbanken, deren Einlagen bei der „Federal Deposit Insurance Corporation“ versichert sind, und schließlich die Nichtmitgliedsbanken, die nicht versicherungsfähig sind. Diese vier Gruppen von Banken unterliegen der Prüfung und Aufsicht einer oder mehrerer von fünf Behörden, des „Federal Reserve Board“, des „Comptroller of the Currency“, der „Federal Deposit Insurance Corporation“, der „Reconstruction Finance Corporation“ sowie des einen oder anderen der achtundvierzig Staaten. Außerdem besitzt das amerikanische Schatzamt gewisse Genehmigungs- und sonstige Befugnisse. Bei einer derartigen Teilung der Zuständigkeits- und Prüfungsgebiete ergeben sich natürlich erhebliche Verwirrungen und Reibungen. So erläßt z. B. der „Comptroller of the Currency“ Vorschriften, welche den Ankauf von Anlagepapieren durch die Nationalbanken begrenzen und regeln, aber auch Staatsbanken betreffen, soweit sie Mitgliedsbanken sind, während sie für versicherte Nichtmitgliedsbanken nicht gelten. Durchgeführt werden die Vorschriften bei den Nationalbanken durch den Comptroller of the Currency selbst, bei den Staats-Mitgliedsbanken durch den Federal Reserve Board. Der Zustand der Gesetzgebung über die Beaufsichtigung und Prüfung des Bankwesens sowie die Notwendigkeit, den jetzigen Zuständigkeitswarr zu beseitigen, werden des längeren in dem Jahresbericht des Board of Governors of the Federal Reserve System für 1938 behandelt.

Während des Jahres ist indessen nach langwierigen Verhandlungen eine freiwillige Vereinbarung zur Vereinheitlichung des Prüfungsverfahrens zwischen den verschiedenen Behörden zustande gekommen. Nach der Botschaft des Präsidenten der Vereinigten Staaten an den Congress vom 14. April 1938, in welcher er der Erwartung Ausdruck gab, daß eine bessere Zusammenarbeit in der Bankenüberwachung des Bundes erreicht werde, eröffnete der Schatzsekretär eine Reihe von Besprechungen mit Vertretern der Federal Deposit Insurance Corporation, des Büros des Comptroller of the Currency und des Board of Governors of the Federal Reserve System. Diese Besprechungen führten zu einer einmütigen Verständigung über einen Plan, der zum erstenmal eine Einheitlichkeit in der Behandlung der Kredite und Wertpapiere durch die verschiedenen Reserveagenten bei der Durchführung ihrer Bankprüfungen herbeiführte. Man einigte sich über abgeänderte Klassifizie-

rungen für die Bankprüfungsberichte über die Kreditgewährung, wobei man von dem Grundsatz ausging, daß bei der Bewilligung von Darlehen, sei es als Betriebs- oder als Anlagekredit, die Banken ermutigt werden sollten, mehr Nachdruck auf den wirklichen Wert als auf Liquidität oder rasche Fälligkeit zu legen. Ähnlich wurde hinsichtlich der Wertpapiere anerkannt, daß die Anlagen der Banken mehr auf ihre innere Gesundheit hin durchleuchtet, als nach den täglichen Marktnotierungen beurteilt werden sollten. Der Wertpapierbesitz der Banken wurde in vier Gruppen eingeteilt, von denen die ersten drei die für Anlagezwecke geeigneten, die spekulativen und die notleidenden Schuldverschreibungen umfassen, während die vierte Gruppe von den Aktien gebildet wird. Schätzungsweise fallen 90 v. H. des gesamten Wertpapierbesitzes der Banken unter die „Anlage“-Gruppe. Es wurde vereinbart, daß in Prüfungsberichten die Marktschwankungen nicht berücksichtigt, sondern daß diese Wertpapiere zu ihrem Buchwert ausgewiesen werden sollten. „Man glaubt“, so bemerkt das Federal Reserve Bulletin, „daß eine Beurteilung der Bankanlagen unabhängig von den jeweiligen Börsenkursen die Banken ermutigen wird, Wertpapiere gesunder Handels- und Industrieunternehmungen großen und kleinen Umfangs wegen ihres wahren Wertes zu kaufen und nicht im Hinblick auf Spekulationsgewinne.“

Diese Änderungen der Bankenrevisionsgrundsätze ergaben sich folgerichtig aus der im September 1937 vorgenommenen Erweiterung der für die Bundes-Reserve-Banken maßgebenden Bestimmungen über Diskontierungen und Vorschüsse an Mitgliedsbanken. Diese großzügigeren Ausleihungsbestimmungen beruhten, wie der Board erklärte, auf dem Grundsatz, daß die Erfahrung bewiesen habe, daß die Zahlungsfähigkeit der Banken besser durch sorgfältige Prüfung der Beschaffenheit des von ihnen angekauften Papiers gewährleistet werde als durch die strenge Beobachtung seiner Form, und daß es ein gesunder Bankgrundsatz ist, höheren Wert auf die Sicherheit und weniger Nachdruck auf die Form zu legen.

Das Bestreben der amerikanischen Banken, ihre Geschäfte über den kurzfristigen Handelskredit hinaus auf andere Gebiete auszudehnen, wird belegt durch das Anwachsen der Darlehen der Country-Banken auf Grundbesitz während des Jahres 1938, deren Gesamtumfang jetzt 30 v. H. höher ist als im März 1936. Diese Zunahme ist auf Beleihungen anderer als landwirtschaftlicher Grundstücke zurückzuführen. Ende 1938 entfielen 65 v. H. der von den Country-Banken gewährten Bodenkredite auf nicht landwirtschaftlichen Hausbesitz.

Die erhöhte Liquidität der Handelsbanken, welche in der überwiegenden Mehrzahl der Länder festzustellen ist, beruht — wenigstens zum Teil — auf einem verminderten Bedarf an kurzfristigem Kredit in der Unternehmungswirtschaft. Die flüssiger gewordenen Banken suchen natürlich nach neuen Anlagemöglichkeiten auf anderen Gebieten. Hierbei treffen sie im allgemeinen auf einen schärferen Wettbewerb von Sparkassen, Versicherungsgesellschaften und ähnlichen Instituten. Diesen bereitet wiederum die Anlegung der ihnen aus den gestiegenen Ersparnissen von Leuten mit verhältnismäßig bescheidenem Einkommen zur Verfügung stehenden Beträge vielfach Schwierigkeit. Die

Trennung der verschiedenen Arten von Geldinstituten nach ihrer Tätigkeit hat in den letzten Jahren an Klarheit verloren. Während die Handelsbanken im allgemeinen einen größeren Besitz an Staatspapieren haben und dadurch in ihrer Art den Sparkassen und Versicherungsgesellschaften verwandter werden, haben sich diese in steigendem Maße der Anlage in Hypotheken zugewandt, um den geringeren Ertrag ihres Wertpapierbesitzes auszugleichen. Im ganzen neigten die Handelsbanken eher dazu, im Kreditgebäude zahlreicher Länder an Bedeutung zu verlieren. In dieser Entwicklung kann man ein gewisses Nachlassen der nach 1929 so ausgeprägten Tendenz zu einer Geschäftsbeschränkung der Handelsbanken erblicken. In einigen Ländern steht dieser Wandel in der Einstellung in deutlichem Zusammenhang mit dem Wunsch, die langfristige Anlagetätigkeit überhaupt anzuregen.

VII. DIE LAUFENDEN GESCHÄFTE DER BANK.

1. DIE TÄTIGKEIT DER BANKABTEILUNG.

Die von den Buchprüfern geprüfte und beglaubigte Bilanz der Bank vom 31. März 1939 ist in der Anlage II zu diesem Bericht abgedruckt. Die Bilanzsumme beläuft sich auf 606,5 Millionen Schweizer Goldfranken von 0,2903 Gramm Feingold gegenüber 644 Millionen am 31. März 1938. Die Umrechnung der verschiedenen Währungen, über welche die Aktiven und Passiven der Bank lauten, in Schweizer Goldfranken beruht wie im letzten Jahr auf dem amtlichen Goldverkaufspreis des amerikanischen Schatzamtes und auf den Kursen dieser Währungen in Dollar am Tage des Rechnungsabschlusses der Bank. Unter den führenden Währungen zeigt nur der französische Franken eine erhebliche Wertveränderung; während am 31. März 1938 100 französische Franken 9,38 Schweizer Goldfranken entsprachen, stellten sie am 31. März 1939 nur 8,08 Franken dar.

Die Entwicklung der Mittel der Bank und in gewissem Maße auch Ihrer Geschäftstätigkeit blieb 1938 wie im vorhergehenden Jahr abhängig von der Politik der Zentralbanken hinsichtlich ihrer Währungsreserven. Dagegen stellen die Devisengeschäfte der Bank infolge der Entwicklung, die insbesondere ihre Goldgeschäfte genommen haben, einen abnehmenden Teil ihrer Gesamttätigkeit dar.

Die Umsätze auf den Einlagekonten hatten im Laufe des neunten Geschäftsjahres nur eine verhältnismäßig schwache Zunahme von etwa 3 v. H. gegenüber der Ziffer des Vorjahres zu verzeichnen. Dagegen haben die Goldgeschäfte der Bank (Kauf-, Verkaufs- und Tauschgeschäfte, Umsätze auf den „Earmark“-Goldkonten) gegenüber dem letzten Geschäftsjahr um zwei Drittel zugenommen bei einer Steigerung der Gesamttätigkeit der Bank um nur etwas über ein Drittel.

Zu Beginn des Berichtsjahres war ein ziemlich lebhafter Geschäftsverlauf zu beobachten, der sich im Mai und Juni allerdings verlangsamte. Während der Sommermonate hatten sich die Mittel der Bank, solange die internationale Spannung ständig zunahm, etwas verringert. Von der zweiten Hälfte des August bis zu den ersten Septembertagen haben sie sich dann wieder beträchtlich erhöht. Damals hätte die Bank mehr Einlagen annehmen können, wenn sie die Möglichkeit gehabt hätte, geeignete und lohnende Anlagen zu finden.

Zu Anfang der am 5. September beginnenden Woche schlug die Lage plötzlich um. Fast bis zum Ende des Monats wurden Geld- und Goldeinlagen in rascher Folge zurückgezogen. Eine Reihe von Zentralbanken hat damals einen erheblichen Teil ihrer Einlagen, manchmal sogar ihre gesamten Guthaben zurückgezogen; die Devisenabziehungen erreichten den Gegenwert von etwa 72,5 Millionen Schweizer Goldfranken.

Die Ende September in der internationalen politischen Atmosphäre eingetretene verhältnismäßige Beruhigung hat jedoch einen Einlagenrückfluß gebracht. Dieser hat sich fast ohne Unterbrechung bis in die ersten Tage des Jahres 1939 hinein fortgesetzt. Während die Monate Dezember und Januar nur einen verringerten Geschäftsumfang aufzuweisen hatten, trat im Februar und mehr noch im März von neuem eine bedeutende Belebung ein. So hat das Geschäftsjahr 1938/39 auf allen Gebieten, namentlich aber auf dem der Goldgeschäfte, mit einer lebhaften Geschäftstätigkeit geschlossen.

In der folgenden Aufstellung lassen sich einzelne bezeichnende Abschnitte in der Tätigkeit der Bank verfolgen:

In Millionen Schweizer Goldfranken	31. März 1938	31. Mai 1938	31. Aug. 1938	30. Sept. 1938	31. Dez. 1938	31. März 1939
Einlagen der Zentralbanken für eigene Rechnung	179,2	183,9	166,1	100,1	132,4	143,5
Goldbarrenbestand .	20,9	32,3	30,9	19,2	42,1	38,7
„Earmark“-Gold . .	479,1	385,7	332,2	265,5	292,0	236,7
Gesamtbetrag des von der B. I. Z. gehaltenen Goldvorrats	500,0	418,0	363,1	284,7	334,1	275,4

In der Zeit von Mai bis Dezember 1938 haben übereinstimmende Schwankungen der Devisen- und Goldeinlagen stattgefunden, vor und nach dieser Zeit sind sie aber entgegengesetzt verlaufen. Infolge von Abziehungen von Gold zum Verkauf oder zur Repatriierung hatte sich der „Earmark“-Goldbestand der Bank am 31. März 1939 auf die Hälfte des Betrages vor einem Jahr vermindert.

Bei einem Vergleich zwischen den Hauptabschnitten der Bilanz vom 31. März 1938 und 31. März 1939 ist folgendes festzustellen:

1. Passiva.

Die Abwertung der französischen Währung, über die ein Teil der langfristigen Verbindlichkeiten der Bank lautet, hat diesen Posten von 259,2 Millionen Schweizer Goldfranken am 31. März 1938 auf 255,2 Millionen am 31. März 1939 vermindert.

Die obige Aufstellung zeigt die Entwicklung der Deviseneinlagen von Zentralbanken für eigene Rechnung, die ihren Höchstbetrag mit nahezu 184 Millionen Schweizer Goldfranken am 31. Mai 1938 und ihren Mindestbetrag Ende September mit 100 Millionen erreichten. Der Rückgang im Laufe dieser vier Monate war bei den Sichteinlagen verhältnismäßig bedeutender als bei den kurzfristigen Einlagen, wie die Prozentzahlen in der folgenden Aufstellung zeigen:

In Millionen Schweizer Goldfranken	Deviseneinlagen	
	kurzfristig	auf Sicht
31. Mai	127,5	56,3
30. September	76,9	23,2
Unterschied vom 31. Mai zum 30. September	— 50,6	— 33,2
Unterschied in v. H.	— 40	— 59

Die Einlagen von Zentralbanken für Rechnung Dritter, die sich am 31. März 1938 auf 3,3 Millionen und am 31. März 1939 auf 1,8 Millionen beliefen, haben sich zwischen 3,6 und 1,5 Millionen bewegt. Die Guthaben anderer Einleger, die am 31. März 1938 einen Betrag von 2,2 Millionen aufwiesen, haben sich dann langsam auf 6,9 Millionen Ende September erhöht; seitdem erfuhren sie eine dauernde Abnahme, die sie bis auf 4,4 Millionen am 31. März 1939 herabgeführt hat.

Die Goldgewichteinlagen sind während des ganzen Geschäftsjahres ziemlich unverändert geblieben, 9,6 Millionen zu Beginn und 9,7 Millionen am Ende des Geschäftsjahres. Innerhalb dieser Zeit hat sich ihr Höchstbetrag auf 9,8 und ihr Mindestbetrag auf 9,1 Millionen belaufen. Die Umsätze, welche diese Konten während des Jahres zu verzeichnen hatten, waren jedoch verhältnismäßig bedeutend, und es haben sich neue Einleger dem Grundsatz der Abwicklung von Zahlungen durch die Bank auf der Grundlage eines Goldgewichts angeschlossen. Die Anzahl dieser Konten betrug Ende März 1938 vierzehn und war am 31. März 1939 auf neunzehn gestiegen. Ihre Handhabung paßt sich besonders gut dem System der Abwicklung internationaler Postzahlungen durch die Bank an; außerdem erleichtert sie die Verteilung und Auszahlung von Geldern in verschiedenen Währungen, besonders wenn es sich um geringfügige Beträge handelt. Die Bank kann auch Gold von einem Konto auf ein anderes übertragen, wodurch es möglich ist, die Verkäufe auf den verschiedenen Märkten so auszuführen, daß die Interessen der Auftraggeber am besten wahrgenommen werden. Einen weiteren Beweis ihrer Nützlichkeit haben diese Goldeinlagekonten insofern erbracht, als sie eine leichte Regelung der mit den Goldverkaufs- und -tauschgeschäften verbundenen Spitzen ermöglichen.

2. Aktiva.

Das Barrengold, dessen Betrag sich am 31. März 1938 auf 20,9 Millionen Schweizer Goldfranken belief, ist in der Bilanz vom 31. März 1939 mit 38,7 Millionen ausgewiesen. Abgesehen vom 30. September, wo der Goldbarrenbestand auf 19,2 Millionen zurückgegangen war, hat dieser Posten fast ständig den Betrag von 21 Millionen Schweizer Goldfranken überschritten. Seinen höchsten Betrag erreichte er Ende Februar 1939 mit 51,1 Millionen.

Der eigene Goldbestand der Bank entspricht dem Überschuß des Goldbarrenbestandes über die Einlagen bei der Bank in Goldgewicht. Er hat im

Laufe des Geschäftsjahres zwischen einem Mindestbetrag von 9,9 Millionen Schweizer Goldfranken am 30. September 1938 und einem Höchstbetrag von 41,3 Millionen am 28. Februar 1939 geschwankt. Die Erfahrung hat gelehrt, daß die Aufrechterhaltung eines Goldbestandes von durchschnittlich mindestens 25 Millionen Schweizer Goldfranken wünschenswert ist. Mit einem solchen Betrag kann die Bank ihr übertragene Goldgeschäfte unter den besten Bedingungen ausführen. Außerdem kann sie sich selbst zusätzliche Kassenmittel durch Verkauf von Gold verschaffen.

Nachdem der in Form von Kassenmitteln bei Zentralbanken gehaltene Devisenbestand der Bank eine Zeitlang in der Nähe seines am 31. März 1938 erreichten Betrages von 22,2 Millionen Schweizer Goldfranken geblieben war, hat er seit Ende Juni zugenommen und ist am 31. August bis auf 48,1 Millionen gestiegen. Nach einem ununterbrochenen Rückgang bis auf 11,9 Millionen am 28. Februar stieg er zum 31. März 1939 wieder auf 23,6 Millionen, d. h. auf etwa den gleichen Betrag wie ein Jahr zuvor.

Die Gelder auf Sicht, zinstragend angelegt, hatten verhältnismäßig geringere Veränderungen zu verzeichnen: sie sind von 15,8 Millionen am 31. März 1938 auf 12,5 Millionen am 28. Februar 1939 zurückgegangen, nachdem sie dauernd unterhalb der 20-Millionen-Grenze geblieben waren. Am Ende des Geschäftsjahres sind sie vorübergehend auf 32,7 Millionen angeschwollen.

Auch der Bestand an rediskontierbaren Wechseln war nicht erheblichen Schwankungen unterworfen. Von 229,6 Millionen Schweizer Goldfranken am 31. März 1938 stieg er auf 248,4 Millionen am 30. Juni, ging dann auf 197,1 Millionen am 30. September zurück und erreichte Ende März 1939 wiederum einen Betrag von 216,9 Millionen. Bei dieser Anlage haben die Bankakzepte und Handelswechsel wie bisher das Übergewicht über die Schatzwechsel. Die Anlagen der ersten Gruppe stiegen im Laufe des Geschäftsjahres von 126,8 auf 142,2 Millionen, während die Schatzwechsel von 102,8 auf 74,7 Millionen zurückgegangen sind.

Trotz des Rückgangs der Bilanzsumme um 37 Millionen betragen die sofort verfügbaren Mittel am 31. März 1939 312 Millionen Schweizer Goldfranken gegenüber 288,5 Millionen ein Jahr vorher, d. h. 23,5 Millionen mehr. Da der Betrag der Sichteinlagen am 31. März 1939 nur sehr wenig höher war als am 31. März 1938, kann die Kassenlage der Bank als befriedigend angesehen werden.

Die Gelder auf Zeit, zinstragend angelegt, sind von 53,9 Millionen am 31. März 1938 auf 32,8 Millionen am 31. März 1939 zurückgegangen. Ihr Gesamtbetrag war bis Ende November in der Nähe des ursprünglichen Betrags geblieben.

Die anderen Wechsel und Anlagen haben ebenfalls eine verhältnismäßig bedeutende Verminderung erfahren. Ihr Gesamtbetrag, der sich am 31. März 1938 auf 300,5 Millionen belief, ist am Schluß des Geschäftsjahres auf 258,7 Millionen gesunken. Unter diesen Anlagen betragen die mit einer Laufzeit von mehr als sechs Monaten am 31. März 1939 nur noch 68,5 Millionen gegenüber 90,7 Millionen ein Jahr zuvor.

Die Bank sah sich im Laufe des Geschäftsjahres den Problemen gegenübergestellt, welche zur Zeit jede internationale Kapitalanlage aufwirft.

Unter diesen ist besonders die große Knappheit der kurzfristigen Anlagepapiere mit einer ausreichenden Verzinsung hervorzuheben. Abgesehen von einzelnen Gruppen von Geldern besonderer Art lauten die der Bank überlassenen Einlagen im allgemeinen über Währungen solcher Märkte, wo nur wenig oder überhaupt keine Verzinsungsmöglichkeiten bestehen. Die Bank muß sich bemühen, dieses Verzinsungsproblem so zu lösen, daß sowohl die Belange ihrer Kunden wie ihre eigenen am besten gewahrt werden. Aus diesem Grunde hat die Bank für mehrere Währungen die Beträge begrenzt, die sie auf Sicht- oder ganz kurzfristigen Konten verzinsen kann.

Zweifellos würden einzelne mittelfristige (beispielsweise sechsmonatige) oder etwas länger befristete Anlagen es noch erlauben, eine gewisse Verzinsung zu erhalten. Trotz der Prämie, die für Vereinbarungen über eine etwaige Remobilisierung zu zahlen ist, bleibt der Ertrag solcher Geschäfte immerhin noch annehmbar. Leider sind aber derartige Vereinbarungen nur selten und mit Schwierigkeit abzuschließen.

Die Notwendigkeit, sich in jedem Fall von den gleichen Überlegungen leiten zu lassen, wie sie anscheinend auch für die Einleger maßgebend sind — d. h. Bindungen für längere Zeit zu vermeiden —, hat die Bank mithin veranlaßt, von Anlagen abzusehen, die nicht rasch realisierbar sind, also auf die meisten Anlagen zu verzichten, die einen ins Gewicht fallenden Ertrag gewährleisten.

* * *

Dank der Entwicklung ihrer Goldgeschäfte im letzten Geschäftsjahr hat die Bank den Zentralbanken, die mit ihr in Verbindung stehen, zweifellos eine Fülle von Diensten erwiesen, welche einige von ihnen durch eine unmittelbare Inanspruchnahme der Märkte in den meisten Fällen nur schwer hätten erhalten können.

Die bei diesen Geschäften angewendeten Verfahren unterschieden sich kaum von denen früherer Jahre. Hauptsächlich hat die Bank Umwandlungen von Gold in Devisen und umgekehrt vorgenommen sowie Gold getauscht und versandt. Den überwiegenden Teil dieser Geschäfte bildeten die Goldverkäufe gegen Devisen, woraus sich übrigens auch der Rückgang im Gesamtumfang des „Earmark“-Goldes in unseren Büchern erklärt. Die Erneuerung dieses Goldbestandes ist jedoch zu gewissen Zeiten weit rascher vor sich gegangen als in der Vergangenheit. Dadurch, daß die Bank Geldvorschüsse zu äußerst mäßigen Sätzen gewährte oder auch einen Teil ihres eigenen Goldbestandes als Tauschglied benutzte, konnten verschiedentlich die mit wirklichen Goldtransporten notwendig verbundenen Kosten gespart werden. Manchmal waren ihr in diesen Fällen durch ihre eigenen Kassenverpflichtungen Beschränkungen auferlegt. Sie konnte aber unter fast allen Umständen die Aufgabe durchführen, auf die ihre Bemühungen gerichtet waren: eine „Zentralstelle für Goldbewegungen“ aufzubauen, welche die gemeinsamen Interessen aller Beteiligten wahrnimmt.

* * *

Weniger befriedigend war leider die Entwicklung bei den Geschäften im Dienste der Finanzierung des zwischenstaatlichen Handels, teilweise zweifellos unter dem Einfluß von Ereignissen, die zur Kündigung bedeutender Geschäfte geführt haben. Der Umfang dieser Geschäfte, der sich bis zum November auf einer mittleren, ungefähr dem Stande von Ende März 1938 entsprechenden Höhe gehalten hatte, war am Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres nur noch etwa halb so groß wie am Anfang.

Die Dienste der Bank werden von ihren Geschäftsfreunden wie bei den Deviseneinlagen im allgemeinen nur in Anspruch genommen, wenn ihre Bedingungen günstiger sind als die der Märkte. Bei den Währungen, in denen die Bank keine Möglichkeiten zur Refinanzierung bei der verantwortlichen Zentralbank besitzt, nehmen daher Zahl und Umfang der abgeschlossenen Geschäfte immer mehr ab.

Aus Gründen allgemeiner Art, denen übrigens die meisten Zentralbanken beiepflichtet haben, scheint die Weitergewährung dieser Handelskredite einen nützlichen Geschäftszweig zu bilden. Selbstverständlich muß der kommerzielle Ursprung dieser Geschäfte außer Zweifel stehen. Daher hat die Bank versucht, mit Hilfe geeigneter technischer Einrichtungen in jedem einzelnen Falle sicherzustellen, daß diesen Geschäften Handelsforderungen zu Grunde liegen. Sie hoffte, dadurch einzelne Zentralbanken zu veranlassen, ihr im Rahmen ihrer satzungsmäßigen Vorschriften Remobilisierungskredite zu eröffnen. Infolge der Schwierigkeiten, auf die sie hierbei gestoßen ist, war es ihr aber nicht möglich, ihrerseits allen Kreditbegehren, die einzelne ihrer Geschäftsfreunde an sie gestellt hatten, stattzugeben.

* * *

Auf dem Gebiete des internationalen Postzahlungsverkehrs und ebenso des internationalen Zahlungsverkehrs der Telegraphen- und Telephonverwaltungen hat die Bank für einige Verwaltungen weiter Überweisungen in der in ihrem 5. Jahresbericht (S. 73) dargestellten und bereits seit fünf Jahren bewährten Weise, d. h. durch Überträge zwischen Währungskonten der betreffenden Zentralbanken, durchgeführt. Außerdem aber hat das im 7. Jahresbericht (S. 112) geschilderte neue Verfahren, das auf der Benutzung von Gold-einlagekonten beruht, nach Prüfung durch die interessierten Stellen im Berichtsjahr nunmehr praktische Anwendung gefunden und durchaus befriedigende Ergebnisse gezeitigt.

Bekanntlich werden bestimmte Zahlungen zwischen den dem Weltpostverein und dem Weltnachrichtenverein angeschlossenen Verwaltungen in Goldfranken berechnet, d. h. in der durch den Weltpostvertrag und im Weltnachrichtenvertrag vorgeschriebenen und als 9/31 g Feingold definierten, von jeder staatlichen Währung unabhängigen Vereinswährung. Schon auf dem Weltpostkongreß von Kairo im Jahre 1934 wurde in die Vollzugsordnung zum Weltpostvertrag eine besondere Bestimmung aufgenommen, welche die Begleichung dieser internationalen Postzahlungen durch Vermittlung der Zentralbanken über die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich zuläßt. Seit 1938 enthalten

auch die Vollzugsordnungen für den Telegraphen- und Fernsprehdienst zum Weltnachrichtenvertrag gleichlautende Regelungen für die Mitglieder des Weltnachrichtenvereins. Mit Hilfe der von der Bank für eine Reihe von Zentralbanken bereits geführten Goldeinlagekonten ist es in einfachster Weise möglich, die erwähnten Goldfrankenzahlungen durch Umbuchung entsprechender Goldmengen auszuführen. Bei diesem Verfahren, das die Bank in enger Zusammenarbeit namentlich mit dem Büro des Weltpostvereins und der Generaldirektion der schweizerischen Post- und Telegraphenverwaltung verfeinert und zur Kenntnis der Verwaltungen gebracht hat, erübrigt es sich also, daß Gläubiger und Schuldner sich über eine Landeswährung einigen, in der die Zahlung erfolgen soll, und daß der Goldfrankenbetrag in diese Währung umgewandelt wird. Andererseits sind wirkliche Goldbewegungen weder bei der Eröffnung noch bei Veränderungen der Goldeinlagekonten notwendig.

Die Vorzüge des Verfahrens sind hauptsächlich seine Sicherheit, Billigkeit und Schnelligkeit. Es finden weder Versendungen von Gold noch von Schecks usw. statt, Kursveränderungen der Landeswährungen sind ausgeschaltet, und die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich berechnet für sich keinerlei Gebühren. Dazu kommt, daß die Zahlung auf dem Wege der Buchübertragung in kürzester Zeit vor sich geht. Angesichts dieser Vorteile sind bereits acht Länder zu dieser Art internationaler Goldfrankenzahlungen übergegangen, und die bisherigen günstigen Erfahrungen sowie die mit weiteren Ländern schwebenden Verhandlungen berechtigen die Bank zu der Hoffnung, daß sie dem internationalen Zahlungsausgleich, dessen Förderung zu ihren wichtigsten Aufgaben gehört, künftig auf diesem Gebiete noch in steigendem Umfang wird dienen können.

2. DIE BANK ALS TREUHÄNDER UND AGENT.

Bezüglich der Annuitätenzahlungen Deutschlands, Ungarns, Bulgariens und der Tschecho-Slowakei nach dem auf der Haager Konferenz vom Januar 1930 angenommenen Neuen Plan hat sich während des Berichtsjahres nichts geändert, d. h. die Bank hat in dieser Zeit an Annuitätenzahlungen der genannten Mächte nichts erhalten.

Auch bei dem Dienst der Deutschen Äußeren Anleihe von 1924 und der Internationalen $5\frac{1}{2}\%$ Anleihe des Deutschen Reichs 1930 ist während des Berichtsjahres keine die Treuhänder berührende Änderung eingetreten. Seit dem 1. Juli 1934 hat die deutsche Regierung die für den Dienst dieser Anleihen in den Währungen der verschiedenen Ausgaben erforderlichen Beträge nicht mehr an die Treuhänder gezahlt. Doch sind einzelnen Gruppen von Anleihebesitzern weiter die Vorteile aus den Sonderabkommen zugute gekommen, welche die deutsche Regierung mit verschiedenen anderen Regierungen abgeschlossen hat. Den in diesen Abkommen näher bezeichneten Anleihegläubigern ist die Möglichkeit gegeben, den Nennwert ihrer Zinsscheine ganz oder teilweise in der Währung des Landes ausgezahlt zu erhalten, in dem sie ihren Wohnsitz haben. Im Berichtsjahr wurden bei der Erneuerung einiger dieser Abkommen Bestimmungen getroffen über eine Senkung der Zinssätze

und die Verwendung der dadurch eingesparten Beträge zur Tilgung der Anleihen. Gegenüber den Anleihebesitzern, welche nicht die Zahlung des vollen Nennbetrages ihrer Zinsscheine auf Grund dieser Abkommen erhalten, aber ihren Zahlungsanspruch nicht aufgegeben haben, ist die deutsche Regierung wie bisher bereit, die ausstehenden Beträge durch Zahlung in Reichsmark, umgerechnet zum amtlichen Devisenkurs der Reichsbank, zu begleichen. Für die Verwendung solcher Reichsmarkbeträge gelten ähnliche Grundsätze wie für Registerguthaben. Die Treuhänder für die betreffenden Anleihen sind an keinem dieser Sonderabkommen beteiligt und haben mit ihrer Durchführung nichts zu tun; sie betrachten sie als unvereinbar mit den Allgemeinen Schuldverschreibungen und den einschlägigen internationalen Vereinbarungen. Der Gegenwert in Schweizer Goldfranken der verschiedenen Währungsbeträge, die am 31. März 1939 für diese Anleihen im Namen der Treuhänder hinterlegt waren, ist aus Anlage V ersichtlich.

Als Treuhänder für die Internationale Bundesanleihe der Republik Österreich 1930 hat die Bank im Berichtsjahr von der österreichischen Regierung regelmäßig und pünktlich erhalten: a) die verpfändeten Einnahmen, welche die Nebensicherheit für die Anleihe darstellten, in österreichischen Schilling bis einschließlich April 1938, und b) die monatlichen Beträge in den Währungen der betreffenden Ausgaben bis einschließlich 1. Mai 1938. Die Teilschuldverschreibung der amerikanischen Ausgabe enthält zwar eine „Goldmünz“-Klausel, die österreichische Regierung hat aber entsprechend der im Juli 1933 angenommenen Praxis nur Mittel zur Einlösung der Zinsscheine dieser Ausgabe zum Nennwert bereitgestellt. Infolge der Vereinigung Österreichs mit dem Deutschen Reich werden die verpfändeten Einnahmen seit April 1938 nicht mehr über das Konto des Treuhänders geleitet und die seit dem 1. Juni 1938 in den Währungen der betreffenden Ausgaben fälligen monatlichen Beträge für den Anleihendienst nicht an den Treuhänder gezahlt. In der zweiten Hälfte des am 30. Juni 1938 endenden Anleihejahres hat der Treuhänder also nur fünf monatliche Beträge für den Anleihendienst erhalten, und er konnte daher nur fünf Sechstel des Nennbetrags der am 1. Juli 1938 fälligen Zinsscheine der amerikanischen, britischen, holländischen, italienischen und schweizerischen Ausgabe bereitstellen. Für die schwedische Ausgabe befanden sich nicht verausgabte Tilgungsbeträge im Besitz des Treuhänders, der diese soweit ergänzend in Anspruch zu nehmen beschloß, wie zur Zahlung des vollen Nennbetrags der Zinsscheine vom 1. Juli 1938 erforderlich war.

Die Teilschuldverschreibung der österreichischen Ausgabe enthält eine „Goldwert“-Klausel, und man hat angenommen, daß die von der österreichischen Regierung für diese Ausgabe gezahlten monatlichen Anleihendienstbeträge ausreichen würden, um dieser Klausel Genüge zu leisten. Bei der Zinsscheinfälligkeit vom 1. Juli 1938 war es jedoch unmöglich, die auf die Zinsscheine der österreichischen Ausgabe bezügliche „Goldwert“-Klausel in der vorgeschriebenen Weise anzuwenden, weil der österreichische Schilling zu jenem Zeitpunkt als tatsächliche Währung zu bestehen aufgehört hatte. Oberdies bestimmten die deutschen Behörden, daß die Schilling-Zinsscheine der Anleihe in Reichsmark einzulösen seien. Der Treuhänder, in dessen Händen

sich nicht verausgabte Tilgungsbeträge für die österreichische Ausgabe befanden, beschloß, sie ergänzend soweit in Anspruch zu nehmen, wie zur Einlösung der Zinsscheine vom 1. Juli 1938 auf der Grundlage ihres Nennbetrags erforderlich war. Die deutschen Behörden verfügten die Einlösung der Schilling-Zinsscheine der Anleihe in Reichsmark zum Satz von 1 Schilling = 0,67 Reichsmark, d. h. zu dem Satz, der für die Begleichung von Schillingforderungen im inländischen Verkehr festgesetzt worden war. Hinsichtlich der „Goldwert“-Klausel waren die deutschen Regierungsstellen der Auffassung, daß ihr Genüge getan wäre, wenn die Schillingbeträge in Reichsmark zur Parität zwischen diesen Währungen, nämlich 1 Schilling = 0,59 Reichsmark umgewandelt würden, und daß durch die Anwendung des Satzes von 1 Schilling = 0,67 Reichsmark und die Einlösung der Zinsscheine in „freien“ Reichsmark die Goldwert-Klausel mehr als erfüllt sei. Bezüglich der Schillingguthaben auf den Konten des Treuhänders vertraten die deutschen Behörden den Standpunkt, daß sie Auslandsforderungen darstellten und daß deshalb der Satz für die Umwandlung 1 Schilling = 0,50 Reichsmark sei. Infolge dieser Entscheidung wurden die nicht verbrauchten Tilgungsbeträge in größerem Maße in Anspruch genommen, als es sonst notwendig gewesen wäre. Der Treuhänder der Anleihe hat bei der deutschen Regierung nachdrücklich Verwahrung gegen die Verletzung der Allgemeinen Schuldverschreibung und der Anleiheverträge eingelegt, die darin besteht, daß die verpfändeten Einnahmen seit April 1938 nicht über das Konto des Treuhänders geleitet und die seit dem 1. Juni 1938 fälligen monatlichen Beträge für den Anleihendienst in den Währungen der betreffenden Ausgaben nicht an den Treuhänder gezahlt worden sind. Der Treuhänder hat sich ausdrücklich die Geltendmachung aller seiner eigenen Rechte und derjenigen der Anleihebesitzer vorbehalten.

Die deutsche Regierung hat mit einigen anderen Regierungen Vereinbarungen getroffen, auf Grund deren die darin näher bezeichneten Anleihebesitzer einen Teil des Nennwertes ihrer Zinsscheine in der Währung des Landes, in dem sie ihren Wohnsitz haben, ausgezahlt erhalten können. Der Treuhänder ist an keinem dieser Abkommen beteiligt, hat mit ihrer Durchführung nichts zu tun und hat bei der deutschen Regierung gegen diese Abkommen, die mit den Bestimmungen der Allgemeinen Schuldverschreibung unvereinbar seien, Einspruch erhoben. Die deutsche Regierung hat erklärt, daß sie eine Rechtsnachfolge für die Anleiheverpflichtungen der früheren österreichischen Bundesregierung nicht anerkenne und daß der Dienst dieser Anleihen eingestellt werde. Indessen wurde den Besitzern von Stücken dieser Anleihe ihr Umtausch in eine über Reichsmark lautende, zu 4½ v. H. jährlich verzinsliche und mit 2 v. H. zuzüglich der eingesparten Zinsen zu tilgende deutsche Reichsanleihe angeboten.

Eine von den Buchprüfern beglaubigte Aufstellung der Einnahmen und Ausgaben des Treuhänders für die Internationale Bundesanleihe der Republik Österreich 1930 in dem am 30. Juni 1938 abgelaufenen Anleihejahr ist als Anlage IVa und IVb beigelegt. Außerdem ist aus Anlage V der Gegenwert in Schweizer Goldfranken der am 31. März 1939 im Namen des Treuhänders für diese Anleihe hinterlegten Mittel ersichtlich.

Die Bank hat weiterhin als Zwischenstelle bei der Regelung der finanziellen Fragen mitgewirkt, die sich aus der im Februar 1935 erfolgten Rückgliederung des Saarlandes an Deutschland ergaben. Die deutsche Regierung hat sich verpflichtet, die Gruben, Eisenbahnen usw. im Saarland von Frankreich für eine Pauschsumme von 900 Millionen französische Franken zurückzukaufen. Der Betrag ist im Laufe von fünf Jahren zu zahlen, hauptsächlich im Wege freier Kohlenlieferungen sowie mit den anlässlich der Rückgliederung im Saarland eingezogenen, gegen Reichsmark umgetauschten französischen und anderen nichtdeutschen Zahlungsmitteln. Bis zum 31. März 1938 hatte Deutschland in diesem Zusammenhang insgesamt 681,4 Millionen französische Franken gezahlt. Während des Berichtsjahres wurden weitere 108,4 Millionen französische Franken gezahlt, so daß die Zahlungen am 31. März 1939 einen Betrag von insgesamt 789,8 Millionen französische Franken erreicht haben.

Die deutsche und die französische Regierung haben weiterhin die Dienste der Bank für die Abwicklung der finanziellen Fragen in Anspruch genommen, die mit der Durchführung einer Vereinbarung über die Eigentumsverhältnisse einiger Wälder an der deutsch-französischen Grenze zusammenhängen. Das Abkommen ist im Berichtsjahr durch die beteiligten Regierungen bestätigt und seine finanziellen Bestimmungen sind vollständig durchgeführt worden.

Ferner war die Bank weiter als Zwischenstelle für den Dienst der französischen $4\frac{1}{2}\%$ Anleihe der Nationalen Sicherheit von 1937 in der Schweiz tätig. Sie hat die zur Einlösung der in der Schweiz vorgelegten Zinsscheine der Anleihe erforderlichen Beträge von der französischen Regierung regelmäßig und pünktlich erhalten und nach Bedarf an die verschiedenen Zahlstellen weitergeleitet.

3. DER REINGEWINN UND SEINE VERTEILUNG.

Die Hauptversammlung hat die Festsetzung einer Dividende zu prüfen sowie Zuweisungen an die Rücklagen vorzunehmen. Nach Bereitstellung von Mitteln für unvorhergesehene Ausgaben beträgt der Reingewinn des Jahres 8.583.864,63 Schweizer Goldfranken; der Schweizer Goldfranken ist, wie in Artikel 5 der Satzung der Bank festgelegt, der Gegenwert von 0,29032258... Gramm Feingold. Der entsprechende Betrag für das achte Geschäftsjahr belief sich auf 9.011.956,53 Schweizer Goldfranken. In der Bilanz vom 31. März 1939 sind alle Währungen zu oder unter dem an diesem Tage notierten ungünstigsten Kurs bewertet und alle Aktiven, soweit Börsennotierungen vorhanden, zu oder unter diesen, sonst zu oder unter dem Einstandspreis eingesetzt.

Nach der in Artikel 53 der Satzung vorgeschriebenen Überweisung von 5 v. H. des Reingewinns, d. h. 429.193,23 Schweizer Goldfranken (1938: 450.597,83 Schweizer Goldfranken) an den Gesetzlichen Reservefonds wird der Hauptversammlung empfohlen, eine Dividende von 6 v. H. für das neunte Geschäftsjahr festzusetzen. Die Zahlung dieser Dividende erfordert 7.500.000 Schweizer Goldfranken (1938: 7.500.000 Schweizer Goldfranken). Der nach der Festsetzung dieser Dividende noch verbleibende Reingewinn würde

sich auf 654.671,40 Schweizer Goldfranken belaufen; seine Verwendung ist durch Artikel 53 der Satzung geregelt.

Der Verwaltungsrat hat in Ausübung des ihm nach Abschnitt c des Artikels 53 der Satzung zustehenden Ermessens beschlossen, an die in der Satzung vorgesehene besondere Dividendenrücklage den Betrag von 130.934,28 Schweizer Goldfranken zu überweisen. Diese Summe ist der Höchstbetrag, der satzungsgemäß für diesen Zweck aus dem Reingewinn dieses Jahres zurückgestellt werden darf (1938: 212.271,74 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 261.868,56 Schweizer Goldfranken (1938: 424.543,48 Schweizer Goldfranken) vorzunehmen. Der Gesamtbetrag des Gesetzlichen Reservefonds, der Dividendenrücklage und des Allgemeinen Reservefonds würde sich am Ende des neunten Jahres demnach auf 25.092.930,89 Schweizer Goldfranken belaufen.

Derselbe Artikel der Satzung sieht die Verteilung des danach verbleibenden Restes in Höhe von 261.868,56 Schweizer Goldfranken unter die Regierungen oder Zentralbanken Deutschlands und derjenigen Länder vor, welche berechtigt sind, an den auf Grund des im Haager Abkommen vom Januar 1930 festgelegten Neuen Plans zahlbaren Annuitäten teilzuhaben, soweit sie Zeiteinlagen bei der Bank unterhalten, die frühestens nach fünf Jahren zurückgezogen werden können. Zur Zeit unterhält keine Zentralbank derartige Zeiteinlagen, wohl aber die nachstehend genannten Regierungen. Diese sind daher berechtigt, angesichts der Mindestlaufzeit ihrer Einlagen an der Verteilung des Restbetrages von 261.868,56 Schweizer Goldfranken (1938: 424.543,48 Schweizer Goldfranken) mit folgenden Beträgen teilzunehmen:

Einlagen auf dem Treuhänder-Annuitätenkonto nach Artikel IV e des Treuhandvertrags:	Schweizer Goldfranken	
	1938/39	1937/38
Frankreich	85.270,87	133.407,30
Großbritannien	33.321,91	52.132,53
Italien	17.405,10	27.230,48
Belgien	9.415,36	14.730,44
Rumänien	1.644,95	2.573,54
Jugoslawien	6.846,11	10.710,82
Griechenland	563,98	882,36
Portugal	1.080,96	1.691,18
Japan	1.080,96	1.691,18
Polen	31,33	49,02
	<u>156.661,53</u>	<u>245.098,85</u>
Unverzinsliche Einlage der deutschen Regierung nach Artikel IX des Treuhandvertrags	78.330,76	122.549,43
Einlage der französischen Regierung (Saarabkommen)	853,22	1.806,20
Garantiefonds der französischen Regierung nach Artikel XIII des Treuhandvertrags	26.023,05	55.089,—
	<u>261.868,56</u>	<u>424.543,48</u>

Die Konten der Bank und ihre neunte 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 bestem Wissen sowie den erhaltenen Auskünften darstellt und durch die Bücher der Bank ausgewiesen wird. Die Gewinn- und Verlust-Rechnung sowie die Gewinnverteilung sind in Anlage III wiedergegeben.

4. VERÄNDERUNGEN IM VERWALTUNGSRAT.

Im Anfang des Geschäftsjahres wurde Herr Professor G. Bachmann, Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank, dessen Amtszeit als Verwaltungsratsmitglied abgelaufen war, für weitere drei Jahre wiedergewählt. Anlässlich seiner kürzlich ausgesprochenen Ernennung zum Präsidenten des Bankrats der Schweizerischen Nationalbank gab Herr Professor Bachmann jedoch zum Bedauern seiner Kollegen seine Absicht bekannt, nach der am 8. Mai 1939 stattfindenden Sitzung sein Amt im Verwaltungsrat niederzulegen. Herr Professor Bachmann hat dem Verwaltungsrat in den vergangenen acht Jahren angehört. Seine aufrichtige Mitarbeit und sein kluger Rat werden sehr vermißt werden.

Infolge des Wechsels im Reichsbankpräsidium im Januar 1939 ist Herr Dr. Schacht, der seit April 1933 ex-officio-Mitglied war, aus dem Verwaltungsrat ausgeschieden. Herr Dr. Schacht gehörte zu den ersten, die an der Planung der Bank beteiligt waren, und hat eine führende Rolle bei den Baden-Badener Besprechungen vom Jahre 1929, die zur Gründung der Bank geführt haben, gespielt. Die hervorragenden Dienste, die Herr Dr. Schacht unserem Institut geleistet hat, werden aufs dankbarste anerkannt. Herr Dr. P. Reusch, eines der ursprünglichen Mitglieder des Verwaltungsrats, ist zum großen Bedauern aller seiner Kollegen ebenfalls im Januar zurückgetreten. Herr Reichswirtschaftsminister Walther Funk ist mit seiner Ernennung zum Präsidenten des Reichsbank-Direktoriums als Nachfolger von Herrn Dr. Schacht ex-officio-Mitglied des Verwaltungsrats geworden und hat Herrn Dr. Hermann Schmitz an Stelle von Herrn Dr. Reusch zum Verwaltungsratsmitglied ernannt.

Herr Professor A. Beneduce, stellvertretender Vorsitzender des Verwaltungsrats, ist in den italienischen Senat berufen worden und kann somit nach der Satzung der Bank nicht wieder zum Verwaltungsratsmitglied ernannt werden. Auch Herr Professor Beneduce hat an den Baden-Badener Besprechungen vom Jahre 1929 teilgenommen und war eines der ursprünglichen Mitglieder des Verwaltungsrats. Das Amt seines stellvertretenden Vorsitzenden bekleidete er in den letzten sieben Jahren. Er war Mitglied zweier internationaler Ausschüsse, die im August und Dezember 1931 in der Bank getagt haben, und führte den Vorsitz im zweiten dieser Ausschüsse. Seine aus-

gedehnten Kenntnisse und Erfahrungen in finanziellen Dingen, welche Herr Professor Beneduce der Bank zur Verfügung gestellt hat, waren für unser Institut von höchstem Wert, und sein Rücktritt wird lebhaft bedauert. Der Gouverneur der Banca d'Italia hat Herrn Professor Francesco Giordani als Nachfolger von Herrn Professor Beneduce im Verwaltungsrat bestimmt.

Von den stellvertretenden Verwaltungsratsmitgliedern traten die Herren E. Hülse und Dr. W. Vocke als Stellvertreter des Präsidenten der Reichsbank nach Niederlegung ihrer Ämter bei dieser Bank zurück. Sowohl Herr Hülse wie Herr Dr. Vocke haben tätigen Anteil an den Baden-Badener Verhandlungen anlässlich der Gründung der Bank genommen. Herr Hülse wurde danach zum ersten Beigeordneten Generaldirektor unseres Instituts ernannt und übte später das Amt eines Stellvertreters des Präsidenten der Reichsbank zusammen mit Herrn Dr. Vocke aus, der in dieser Eigenschaft seit Bestehen der Bank tätig war. An Stelle dieser beiden Herren hat Herr Walther Funk Herrn Emil Puhl, Mitglied des Reichsbank-Direktoriums, zu seinem Stellvertreter ernannt.

SCHLUSSBEMERKUNGEN.

Auf allen Gebieten des Wirtschaftslebens gewinnen die anhaltend steigenden Staatsausgaben für Rüstungen und andere Zwecke allmählich den vorherrschenden Einfluß und werfen Fragen grundlegender Art auf, denen sich alle Länder, gleich welcher politischer oder wirtschaftlicher Einstellung, zuwenden müssen. In der Tat zeigen die Erörterungen in Regierungs- und anderen Kreisen, in großen wie in kleinen Ländern, eine auffallende Ähnlichkeit. Dieselben Fragen sind überall gegenwärtig: nur von dem Grade der Entwicklung hängt es ab, ob sie schon als augenblickliche Schwierigkeiten oder erst als Besorgnisse hinsichtlich der Zukunft empfunden werden.

In den Zeiten des wirtschaftlichen Tiefstands fehlte es an Beschäftigung für Menschen, Geld und Maschinen; die Aufgabe war also, vorhandene Produktionsfähigkeit zu betätigen, und auch noch als die Zeit des Daniederliegens überwunden war, blieb die Arbeitslosigkeit in vielen Ländern bedeutend, während Wohlstand eher stellenweise als allgemein anzutreffen war. Es schien, als ob die Staaten zur Beschäftigung der Arbeitskraft mehr tun müßten, als nur das schon vorhandene Fassungsvermögen auszunutzen; andererseits standen fast unbegrenzte Möglichkeiten zur Steigerung der inländischen Produktion noch zu ihrer Verfügung. Je nach den wirtschaftlichen Verhältnissen und der Veranlagung der Völker wurde nun das Augenmerk auf den Ausbau des Binnenmarktes oder darauf gerichtet, einen wachsenden Teil der früher aus dem Ausland bezogenen Waren im eigenen Lande hervorzubringen. Außerdem wurde ein ständig zunehmendes Stück der Leistungsfähigkeit des Landes für Produktionsarten verwendet, die weder unmittelbar noch mittelbar für die Bedürfnisse des Verbrauchers arbeiten.

Jetzt scheint sich die Zeit, in der man in der alten Welt mit dem Problem überschüssiger Leistungsfähigkeit zu ringen hat, ihrem Ende zu nähern; in einigen Ländern ist sie bereits endgültig vorüber. Die unerbittliche Verknüpfung der Tatsachen zwingt nunmehr fast überall die Regierungen, dem Außenhandel mehr Beachtung zu widmen: eine gesteigerte Inlandserzeugung, gleichviel, ob sie die Versorgung des Binnenmarktes mit vermehrten oder mit früher aus dem Ausland bezogenen Gütern anstrebt, hat auf einer bestimmten Stufe die Neigung, einfuhrerhöhend zu wirken. Eine Erzeugung für nicht wirtschaftliche Zwecke übt diesen Einfluß noch in stärkerem Maße aus. In jedem Lande muß daher ein Teil der Produktionskraft der Herstellung von Ausfuhrwaren vorbehalten bleiben. Die Mannigfaltigkeit der zur Ausfuhrförderung angewandten Verfahren zeigt deutlich, welche hervorragende Stellung den Fragen des Außenhandels jetzt überall eingeräumt wird — in ausgesprochenem Gegensatz zu der Beschränkung auf innere Gesundungsmaßnahmen in den Jahren 1932 bis 1937. Da das Bedürfnis nach vermehrter Ausfuhr aus wachsenden Einfuhren entspringt, sollte eine Ausdehnung des Welthandelsumfanges möglich sein, ohne zu einem Widerstreit zwischen den Belangen der einzelnen Nationen zu führen. Die Aufgabe, die an alle Länder herantritt, besteht darin, zwischen der Er-

zeugung für den Inlandsbedarf und derjenigen für Ausfuhrzwecke das richtige Verhältnis zu finden und die für die Ausfuhr bestimmte Produktion den Bedürfnissen der Einfuhrländer anzupassen, die sich mit dem Wachsen ihrer heimischen Erzeugung gegen früher stark geändert haben können. Die Ereignisse zeigen indessen, daß sogar das Streben nach erhöhter Selbstversorgung mit einer Belebung des Welthandels durchaus vereinbar sein kann.

Aber das dringendste Problem, das sich in jedem Lande erhebt, wo die Grenzen der Produktionsfähigkeit in Sicht kommen, und welches ohne Rücksicht auf die politische und wirtschaftliche Ordnung dasselbe bleibt, mit welchen finanziellen und wirtschaftlichen Methoden es auch angegangen wird, liegt darin, daß eine Ablenkung der Produktion von ihrem natürlichen Zweck der Befriedigung der Verbraucherbedürfnisse nicht ohne Einfluß auf die allgemeine Lebenshaltung bleiben kann. Sobald die Bedürfnisse der nicht wirtschaftlichen Produktion (einschließlich der Herstellung derjenigen Ausfuhr Güter, mit denen der durch die nicht wirtschaftliche Erzeugung erweiterte Einfuhrbedarf gedeckt werden muß) nicht mehr durch eine Nettozunahme der Wirtschaftstätigkeit befriedigt werden können, muß es zu einer Senkung der Lebenshaltung kommen. Ob dieses Ergebnis durch die preissteigernde Wirkung einer inflationistischen Finanzgebarung herbeigeführt wird oder durch die Abschöpfung von Kaufkraft mittels Steuern und Staatsanleihen, ist natürlich durchaus nicht belanglos, da die psychologischen und sozialen Folgen je nachdem sehr verschieden sind, aber der Einfluß auf die Lebenshaltung muß notwendig in jedem Falle nachteilig sein.

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	23.772
The Industrial Bank of Japan, Tokio	19.770
The First National Bank of New York, New York	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

* Die Frage der Stimmrechte, die mit den ursprünglich in der Tschechoslowakei begebenen Aktien verbunden sind, ist noch nicht entschieden worden.

BILANZ VOM

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

AKTIVA			
I. GOLD IN BARREN		38.745.664,44	% 6,4
II. KASSENBESTAND Kasse und Guthaben bei Banken		23.612.114,42	3,9
III. GELDER AUF SICHT, zinstragend angelegt		32.728.172,67	5,4
IV. REDISKONTIERBARE WECHSEL UND AKZEPTE			
1. Handelswechsel und Bankakzepte	142.177.214,41		23,4
2. Schatzwechsel	74.739.604,64		12,3
		216.916.819,05	
V. GELDER AUF ZEIT, zinstragend angelegt Bis zu höchstens 3 Monaten .		32.760.821,64	5,4
VI. ANDERE WECHSEL UND ANLAGEN			
1. Staatsschuldverschreibungen	110.349.724,56		17,7
2. Wechsel von Eisenbahn- und Postverwaltungen sowie son- stige Wechsel und andere Anlagen	148.384.073,71		25,0
		258.733.798,27	
VII. SONSTIGE AKTIVA			
1. Von Zentralbanken geleistete Garantien auf verkaufte Wechsel	823.733,39		0,1
2. Andere Posten	2.201.841,21		0,4
		3.025.574,60	
ANMERKUNG.			
Die gesamten kurzfristigen und Sichteinlagen in verschiedenen Währungen (Posten IV der Passiva) sind mehr als gedeckt durch Anlagen entweder in der gleichen Währung wie die Einlagen 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“.			
		606.522.965,09	100,0

**AN DEN VERWALTUNGSRAT UND DIE AKTIONÄRE
DER BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH, 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 auf Grund unserer Prüfung in den oben beschriebenen Schweizer Goldfranken aufführt, ordnungsmäßig aufgestellt ist und in Ver-Bank gibt.

ZÜRICH, den 27. April 1939.

31. MÄRZ 1939

GRAMM FEINGOLD — ART. 5 DER STATUTEN)

PASSIVA			
			%
I. STAMMKAPITAL			
Genehmigt und begeben 200.000 Aktien von je 2.500 Schweiz. Goldfranken mit 25%iger Einzahlung	500.000.000,—	125.000.000,—	20,6
II. RESERVEN			
1. Gesetzlicher Reservefonds	4.688.205,43		
2. Dividenden-Reservefonds	6.527.576,47		
3. Allgemeiner Reservefonds	13.055.152,92	24.270.934,82	4,0
III. LANGFRISTIGE VERBIND- LICHKEITEN			
1. Treuhänder-Annuitätenkonto- Einlagen	153.126.250,—		25,3
2. Einlage der Deutschen Regierung	76.563.125,—		12,6
3. Einlage der Französischen Regierung (Saar)	808.500,—		0,1
4. Garantiefonds der Französi- schen Regierung	24.659.184,19	255.157.059,19	4,1
IV. KURZFRISTIGE UND SICHT- EINLAGEN (verschiedene Wäh- rungen)			
1. Zentralbanken für eigene Rechnung:			
a) Bis zu höchstens 3 Monaten	97.248.724,63		16,1
b) Sicht-Einlagen	46.266.580,25	143.515.304,88	7,6
2. Zentralbanken für Rechnung Dritter:			
Sicht-Einlagen		1.823.023,74	0,3
3. Andere Einleger:			
a) Bis zu höchstens 3 Monaten	32.665,03		0,0
b) Sicht-Einlagen	4.404.975,85	4.437.640,88	0,7
V. SICHT-EINLAGEN (Gold)		9.664.798,66	1,6
VI. SONSTIGES			
1. Garantien auf weiterbegebene Handelswechsel	1.455.606,77		0,2
2. Andere Posten	32.814.731,52		5,4
VII. GEWINN		34.070.338,29	
für das am 31. März 1939 beendete Geschäftsjahr		8.583.864,63	1,4
		606.522.965,09	100,0

31. März 1939 endende Geschäftsjahr geprüft. Wir bestätigen, alle von uns geforderten Erläuterungen der Bücher und der uns erteilten Auskünfte obige Bilanz, die den Gegenwert der einzelnen Währungen bindung mit der dazugehörenden Anmerkung ein wahrheitsgemäßes, klares Bild der Geschäftslage der

GEWINN- UND VERLUST-RECHNUNG

für das am 31. März 1939 beendete Geschäftsjahr

		<u>Schweizer Goldfranken</u>
Reineinnahmen aus der Anlage des Eigenkapitals und der Einlagen nach erfolgter Rückstellung für unvorhergesehene Ausgaben		10.405.268,62
Vereinnahmte Gebühren :		
Als Treuhänder (oder Fiscal Agent der Treuhänder) für Internationale Anleihen		126.862,25
Auf Sonderkredite		118.967,53
Übertragungsgebühren für Aktien		<u>534,82</u>
		10.651.633,22
Verwaltungskosten :		
Verwaltungsrat — Gebühren und Reisekosten	218.508,70	
Direktoren und Personal — Gehälter und Reisekosten	1.443.572,36	
Miete, Versicherung, Heizung, Licht und Wasser	110.268,85	
Bürobedarf, Bücher, Zeitungen und Zeitschriften	91.255,32	
Telephon-, Telegramm- und Postgebühren	59.063,41	
Gebühren für Sachverständige (Buchprüfer, Dolmetscher usw.)	14.763,06	
Kantonale Steuer	34.211,49	
Steuern auf die französische Ausgabe der Aktien der Bank .	33.486,02	
Verschiedenes	<u>62.639,38</u>	<u>2.067.768,59</u>
	REINGEWINN . .	<u>8.583.864,63</u>

GEWINNVERTEILUNG

		<u>Schweizer Goldfranken</u>
REINGEWINN FÜR DAS AM 31. MÄRZ 1939 BEENDETE GESCHÄFTSJAHR		8.583.864,63
Verteilt in Übereinstimmung mit Artikel 53 a), b), c) und d) der Statuten wie folgt:		
Zum Gesetzlichen Reservefonds — 5 % von 8.583.864,63		429.193,23
		<u>8.154.671,40</u>
6 % Jahresdividende auf das eingezahlte Kapital		7.500.000,—
		<u>654.671,40</u>
Zum Dividenden-Reservefonds — 20 % von 654.671,40		130.934,28
		<u>523.737,12</u>
Zum Allgemeinen Reservefonds — 50 % von 523.737,12		261.868,56
	Verbleiben	<u>261.868,56</u>
Verteilt in Übereinstimmung mit Artikel 53 e) (1) der Statuten wie folgt:		
		<u>Schweizer Goldfranken</u>
Treuhänder-Annuitätenkonto-Einlagen nach Artikel IV e) des Treuhandvertrages:		
Frankreich	85.270,87	
Großbritannien	33.321,91	
Italien	17.405,10	
Belgien	9.415,36	
Rumänien	1.644,95	
Jugoslawien	6.846,11	
Griechenland	563,98	
Portugal	1.080,96	
Japan	1.080,96	
Polen	31,33	
	<u>156.661,53</u>	
Unverzinsliche Einlage der Deutschen Regierung nach Artikel IX des Treuhandvertrages		78.330,76
Einlage der Französischen Regierung (Saar)		853,22
Garantiefonds der Französischen Regierung nach Artikel XIII des Treuhandvertrages		26.023,05
		<u>261.868,56</u>

TREUHÄNDER FÜR DIE INTERNATIONALE

Übersicht der Einnahmen und Ausgaben

Einnahmen

	Amerikanische Ausgabe \$	Englisch-Holländische Ausgabe £
1. BANKGUTHABEN am 1. Juli 1937	780.924,88	106.346,17, 3
2. VON DER ÖSTERREICHISCHEN REGIERUNG ERHALTEN für: Zinsscheine		
Barzahlungen	1.307.043,06	183.563, 3, 7
Stückzinsen von zur Entwertung übertragenen Schuldverschreibungen (siehe unten)	6.520,69	1.106,12, 3
Tilgung von Schuldverschreibungen		
Barzahlungen	154.523,70	403, 2, 6
Schuldverschreibungen zur Entwertung übertragen (siehe unten)	462.470,—	84.778, 2, 6
Unkosten	3.342,60	853,16, 9
3. ZINSEN auf die für den Anleihedienst bereitgestellten Beträge . .	1.188,90	277,13, 3
	2.716.013,83	377.329, 8, 1

Ausgaben

1. ZINSEN		
Fällige Zinsscheine und Stückzinsen auf für Tilgungszwecke gekaufte Schuldverschreibungen sowie auf von der Österreichischen Regierung gegen Barrückzahlung übertragene Schuldverschreibungen	1.447.142,45	203.373, 9, 7
Stückzinsen auf die von der Österreichischen Regierung als Teilzahlung auf den Anleihedienst übertragenen Schuldverschreibungen (siehe oben)	6.520,69	1.106,12, 3
2. TILGUNG		
Schuldverschreibungen ausgelöst und zurückgezahlt	—	—
Schuldverschreibungen durch die Zahlungsagenten gekauft	138.021,25	454,—, 5
Schuldverschreibungen von der Österreichischen Regierung gegen Barrückzahlung übertragen	32.960,—	—
Schuldverschreibungen von der Österreichischen Regierung als Teilzahlung auf den Anleihedienst übertragen (siehe oben) . .	462.470,—	84.778, 2, 6
3. UNKOSTEN		
Kommission und Unkosten der Zahlungsagenten und Gebühren und Unkosten des Treuhänders	6.203,75	1.045, 7, 6
4. BANKGUTHABEN am 30. Juni 1938, verteilt auf die in Anlage IV b angegebenen Posten	622.695,69	86.571,15,10
	2.716.013,83	377.329, 8, 1

ANMERKUNGEN. — 1. Die endgültige Schuldverschreibung der amerikanischen Ausgabe der Anleihe enthält nicht mehr erhalten.

2. Als Folge des Anschlusses Österreichs an Deutschland sind die als Nebensicherheit für verbucht worden. Auch die am 1. Juni 1938 und später in den Währungen der entsprechenden gezahlt worden. In der bis zum 30. Juni 1938 laufenden zweiten Hälfte des Anleihejahres erhielt fälligen Zinsscheine der amerikanischen, britischen und holländischen, italienischen und händler noch nicht verausgabte Tilgungsbeträge zur Verfügung und konnten zur Vervollständigung der endgültigen Schuldverschreibung der Österreichischen Ausgabe enthält eine „Gold-Schilling als tatsächliche Währung zu bestehen aufgehört hat. Die deutschen Behörden der Anleihe im Verhältnis von 1,50 Schilling : 1,00 RM in „freier“ Reichsmark zahlbar waren. lautenden Forderungen festgesetzt worden.

Zur Vervollständigung der Zahlung der am 1. Juli 1938 fälligen Zinsscheine waren noch nehmende Betrag [siehe Ziff. 1. b) in der beigefügten Übersicht der Guthaben bei den Depotguthaben des Treuhänders die Forderung eines Ausländers darstellen, für welche ein

BESCHEINIGUNG

Wir haben die Bücher und Belege des Treuhänders der Internationalen Bundesanleihe der Republik unserem Dafürhalten die vorstehende Übersicht der Einnahmen und Ausgaben nach den genannten bewegungen dieses Jahres richtig wiedergibt. Die Richtigkeit der Guthaben bei den Depotstellen am

ZÜRICH, den 15. Februar 1939.

BUNDESANLEIHE DER REPUBLIK ÖSTERREICH 1930

für das achte Anleihejahr (1. Juli 1937 bis 30. Juni 1938)

Italienische Ausgabe Lire	Schwedische Ausgabe Skr	Schweizerische Ausgabe Sfr	Österreichische Ausgabe S	Unkosten	
				£	Sfr
3.197.858,20	534.461,18	789.451,86	1.988.785,03	—	—
5.223.903,37	566.907,37	1.320.474,29	3.443.750,82	—	—
32.119,50	—	5.100,29	—	—	—
5.307,50	210.752,50	271.479,20	1.513.640,94	—	—
2.435.950,—	—	332.320,—	—	—	—
26.809,20	2.542,55	6.716,16	15.736,—	300,—,—	24.492,20
8.397,98	2.988,74	2.269,87	—	—	—
10.930.345,75	1.317.652,34	2.727.811,67	6.961.912,79	300,—,—	24.492,20

5.809.471,10	628.740,—	1.475.809,43	3.789.166,03	—	—
32.119,50	—	5.100,29	—	—	—
—	218.300,—	—	—	—	—
—	—	201.947,50	—	—	—
4.120,—	—	72.100,—	630.722,56	—	—
2.435.950,—	—	332.320,—	—	—	—
32.039,60	3.406,20	8.100,63	30.227,78	300,—,—	24.492,20
2.616.645,55	469.206,14	632.433,82	2.511.796,42	—	—
10.930.345,75	1.317.652,34	2.727.811,67	6.961.912,79	300,—,—	24.492,20

eine „Goldmünz“-Klausel, jedoch hat der Treuhänder seit Juli 1933 die zu ihrer Erfüllung erforderlichen Beträge

die Anleihe dienenden verpfändeten Einnahmen seit April 1938 nicht mehr über das Konto des Treuhänders Ausgaben fällig gewesen monatlichen Teilzahlungen für den Anleihendienst sind nicht an den Treuhänder der Treuhänder daher nur fünf Monatszahlungen und konnte nur fünf Sechstel des Nennwertes der am 1. Juli 1938 schweizerischen Ausgabe zur Zahlung bereitstellen. Im Falle der schwedischen Ausgabe standen dem Treuhänder der Zahlung der am 1. Juli 1938 fälligen Zinsscheine bis zu ihrem vollen Nennwert herangezogen werden. wert“-Klausel, die deshalb nicht in der vorgeschriebenen Weise erfüllt werden kann, weil der österreichische haben deshalb eine Entscheidung getroffen, wonach die am 1. Juli 1938 fällig gewesen Schilling-Zinsscheine Dieses Umrechnungsverhältnis ist dem Vernehmen nach für die Erfüllung aller inländischen, auf Schilling

Schilling Guthaben aus Tilgungsbeträgen verfügbar, aber der vom Tilgungskonto für diesen Zweck zu entstellen — Anlage IV b) erhöhte sich infolge einer Entscheidung der deutschen Behörden, wonach die Schilling-Umrechnungsverhältnis von 1 RM : 2 Schilling gilt.

DER BUCHPRÜFER

Österreich 1930 für das am 30. Juni 1938 endende achte Anleihejahr geprüft und berichten, daß nach Unterlagen ordnungsgemäß aufgestellt ist und unter Berücksichtigung der Anmerkungen die Konten-30. Juni 1938 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 1938 verteilen sich wie folgt:

- | | |
|--|-------|
| 1. a) Nicht vorgelegte fällige Zinsscheine . . . . . | ..... |
| b) Am 1. Juli 1938 fällige Zinsscheine | |
| Aus für Zinszahlungen bereitgestellten Mitteln . . . . . | ..... |
| Aus für Tilgungszwecke bereitgestellten Mitteln . . . . . | ..... |
| 2. Entstandene, aber bis 30. Juni 1938 nicht in Rechnung gestellte Unkosten . . . . . | ..... |
| Guthaben für die Ablösung entstandener oder entstehender Verbindlichkeiten . . . . . | ..... |
| 3. Schuldverschreibungen-Tilgungskonto . . . . . | ..... |
| 4. Andere vorhandene Mittel (von denen Sfr. 4.908,60 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 1938 noch

- | | |
|--|-------|
| Nennbetrag der ausgegebenen Schuldverschreibungen . . . . . | ..... |
| Abzüglich: Nennwert der getilgten Schuldverschreibungen: | |
| 1. während der ersten sieben Anleihejahre . . . . . | ..... |
| 2. während des achten Anleihejahres . . . . . | ..... |
| Nennbetrag der am 30. Juni 1938 noch umlaufenden Schuldverschreibungen (siehe Anmerkung unten) . . . . . | ..... |

ANMERKUNG. — Zur Tilgung ausgeloste

BUNDESANLEIHE DER REPUBLIK ÖSTERREICH 1930

Depotstellen am 30. Juni 1938

Amerikanische Ausgabe \$	Englisch-Holländische Ausgabe £	Italienische Ausgabe Lire	Schwedische Ausgabe Skr	Schweizerische Ausgabe Sfr	Osterreichische Ausgabe S
19.414,50	1.382,10,—	169.055,25	—	13.650,—	46.233,98
588.456,—	83.040, 8, 4	2.370.917,24	255.850,—	595.126,44	1.562.415,68
—	—	—	51.170,—	—	395.034,94
355,53	14,15,10	12.727,30	1.729,01	3.077,25	296,12
608.226,03	84.437,14, 2	2.552.699,79	308.749,01	611.853,69	2.003.980,72
20,77	37, 2, 4	1.619,26	159.782,50	462,16	488.011,46
14.448,89	2.096,19, 4	62.326,50	674,63	20.117,97	19.804,24
622.695,69	86.571,15,10	2.616.645,55	469.206,14	632.433,82	2.511.796,42

umlaufenden Schuldverschreibungen

25.000.000	3.500.000	100.000.000	10.000.000	25.000.000	50.000.000
4.201.200	569.500	16.340.000	1.018.000	3.983.000	7.575.500
618.000	83.400	2.369.000	210.000	608.000	478.400
20.180.800	2.847.100	81.291.000	8.772.000	20.409.000	41.946.100

Schuldverschreibungen sind zu 103% rückzahlbar.

INTERNATIONALE ANLEIHEN

FÜR WELCHE DIE BANK TREUHÄNDER ODER FISCAL AGENT DER TREUHÄNDER IST

Guthaben am 31. März 1939

	Deutsche Äußere Anleihe von 1924	Internat. 5½% Anleihe des Deutschen Reichs 1930	Internat. Bundes- Anleihe der Republik Österreich 1930	Insgesamt
Schweizer Goldfranken				
DIE GUTHABEN SIND BESTIMMT FÜR:				
Tilgung von Schuldverschreibungen . .	639.334,57	697,11	1.311,94	641.343,62
noch nicht vorgelegte, zur Tilgung aus- geloste Schuldverschreibungen . . .	3.517,62	—	—	3.517,62
nicht vorgelegte fällige Zinsscheine . .	63.067,30	55.549,92	149.220,04	267.837,26
verschiedene Posten	292.702,37	6.306,67	85.915,05	384.924,09
Insgesamt	998.621,86	62.553,70	236.447,03	1.297.622,59

VERWALTUNGSRAT

Sir Otto Niemeyer, London. Vorsitzender.

* Prof. Alberto Beneduce, Rom }
Marquis de Vogüé, Paris } Stellvertretende Vorsitzende.

Dott. V. Azzolini, Rom.

** Prof. Dr. G. Bachmann, Zürich.

Baron Brincard, Paris.

Pierre Fournier, Paris.

Walther Funk, Berlin.

Alexandre Gaopin, Brüssel.

Georges Janssen, Brüssel.

Hisaakira Kano, London.

Montagu Collet Norman, London.

Ivar Rooth, Stockholm.

Dr. Hermann Schmitz, Berlin.

Kurt Freiherr von Schröder, Köln.

Dr. L. J. A. Trip, Amsterdam.

Seijiro Yanagita, London.

Stellvertreter

Adolphe Baudewyns, Brüssel.

Yves Bréart de Boisanger, Paris.

Cameron F. Cobbold, London.

Emil Puhl, Berlin.

Dott. Pasquale Troise oder }
Dott. Mario Pennachio } Rom.

BANKLEITUNG

Dr. J. W. Beyen

Präsident.

Roger Auboin

Generaldirektor.

Paul Hechler

Beigeordneter Generaldirektor.

Dott. Raffaele Pilotti

Generalsekretär.

Marcel van Zeeland

Direktor.

Dr. Per Jacobsson

Volkswirtschaftlicher Berater.

Dr. Felix Weiser

Rechtsberater.

* Wird als Mitglied des Verwaltungsrats durch Herrn Prof. Francesco Giordani ersetzt.

** Scheidet am 8. Mai 1939 aus dem Verwaltungsrat aus.