Die Auslandskredite in ihrer finanziellen, wirtschaftlichen und sozialen Bedeutung

Wissenschaftliche Gutachten

Dritter Teil

Von
Walther Lotz



Duncker & Humblot *reprints*

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Schriften

des

Vereins für Sozialpolitik.

---

174. Band.

Finanzwissenschaftliche Untersuchungen.

Herausgegeben von Walther Lotz.

Dritter Teil:

Die Auslandskredite in ihrer finanziellen, wirtschaftlichen und sozialen Bedeutung.

Verlag von Duncker & Humblot.
München und Leipzig 1928.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die Auslandskredite

in ihrer finanziellen, wirtschaftlichen und sozialen Bedeutung.

Finanzwissenschaftliche Untersuchungen

herausgegeben von

Walther Lotz.

Dritter Teil

Wissenschaftliche Gutachten

von

Léon Dupriez (Brüssel), Walther Federn (Wien), Benvenuto Griziotti (Pavia), Sven Helander (Kiel), Francis W. Hirst (London), Robert Kuczynski (Berlin), Theodor Metz (Frankfurt a. M.), Oskar Mulert (Berlin), Melchior Palyi (Berlin).



Verlag von Duncker & Humblot.
München und Leipzig 1928.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Alle Rechte vorbehalten.



Pierersche Hofbuchdruckerei Stephan Geibel & Co., Altenburg, Thür.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Inhaltsverzeichnis.

	Seite
Vorwort des Herausgebers Dr. Walther Lotz, o. Professor an der Universität München	VII
1. Deutsche Auslandsanleihen seit 1924. Von Dr. Robert Kuczynski, Berlin	1—23
2. Die Bedeutung des Auslandskredits für die deutschen Gemeinden. Von Dr. Oskar Mulert, Präsident des Deutschen Städtetages, Berlin	25—48
3. Belgien und die internationalen Kapitalbewegungen 1919—1927. Von Dr. jur. Léon Dupriez, Licencié en sciences politiques et sociales, Brüssel	49—66
4. Die Niederlande und ihre Kredite im Ausland. Von Dr. Theodor Metz, Geschäftsführender Syndikus der Niederländischen Handelskammer für Deutschland in Frankfurt a. M.	67—123
5. Die Kapitalausfuhr Schwedens. Von Dr. Sven Helander, Honorarprofessor an der Universität Kiel	125—134
6. Kapital und Kapitalanlagen Großbritanniens seit dem Kriege. Von Francis W. Hirst, London	135—149
7. Italien in seiner Stellung als Schuldner und Gläubiger innerhalb der Weltwirtschaft seit Kriegsende. Von Prof. Dr. Benvenuto Griziotti an der Universität Pavia	151—196
8. Die auswärtigen Anleihen Österreichs. Von Dr. Walther Federn, Herausgeber des „Österreichischen Volkswirt", Wien	197—220
9. Die Zahlungsbilanz der Vereinigten Staaten von Amerika als Gläubigerland. Von Dr. Melchior Palyi, Privatdozent an der Handelshochschule Berlin	221—300

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Vorwort.

Der finanzwissenschaftliche Unterausschuß des Vereins für Sozialpolitik hat am 29. September 1927 in Homburg v. d. H. beschlossen, Arbeiten in Angriff zu nehmen über das Thema: „Die Inanspruchnahme von Auslandskrediten durch öffentliche Körper in ihren Wirkungen für Gläubiger und Schuldner, insbesondere in finanzieller, handelspolitischer, sozialer und allgemein politischer Hinsicht, in den verschiedenen Ländern."

Der Hauptausschuß hat dem zugestimmt und das Thema für die im September 1928 in Zürich stattfindende Generalversammlung zur Verhandlung in einer öffentlichen, allgemein zugänglichen Sitzung des Unterausschusses für Finanzwissenschaft und Finanzpolitik in Aussicht genommen.

Der diese Verhandlungen vorbereitende Schriftenband 174/III wird hiermit der Öffentlichkeit übergeben.

Spezialuntersuchungen sind den Schuldnerländern Deutschland (unter Würdigung auch der Fragen des Gemeindekredits) und Österreich, den Gläubigerländern Vereinigte Staaten von Amerika, England, Belgien, Holland, Schweden gewidmet. Sowohl als Schuldner- wie als Gläubigerland wird Italien gewürdigt.

Leider waren schriftliche Beiträge für Frankreich und die Schweiz nicht zu erlangen. Diese Lücken werden jedoch, wie bestimmt zu hoffen ist, durch ausführliche mündliche Mitteilungen sachkundiger Spezialisten in der Diskussion bei den Züricher Verhandlungen ausgefüllt werden.

München, den 15. August 1928.

Als Herausgeber:

W. Lotz.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Deutsche Auslandsanleihen seit 1924.

Von

Robert Kuczynski.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Inhaltsverzeichnis.

Seite

I. Allgemeine Entwicklung 3
II. Privat untergebrachte Anleihen 4
III. Öffentlich aufgelegte Anleihen 6
1. Zahl 6
2. Gesamter Nennwert 8
3. Anteil der einzelnen Gläubigerländer 9
4. Art der Schuldner 9
IV. Belastung des Schuldners 16
1. Unkosten der Begebung 16
2. Zinsendienst 21
3. Nebenkosten des Schuldendienstes 21
4. Gesamtlast 22

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

I. Allgemeine Entwicklung.

Während der ganzen Inflationszeit und bis in den April 1924 hatte sich ein schier unerschöpflicher Kreditstrom aus der Reichsbank auf die deutsche Wirtschaft ergossen. Ein Bedürfnis nach Auslandsanleihen war kaum vorhanden und hätte auch bei der Ungeklärtheit der Reparationsansprüche der Entente geringe Aussicht auf Befriedigung gehabt. Erst mit dem bekannten Restriktionsbeschluß der Reichsbank vom 7. April 1924 entstand eine rege Nachfrage nach Auslandsanleihen, der mit der Annahme des Dawesplanes durch die beteiligten Regierungen alsbald auch ein gewisses Angebot gegenüberstand. So gelang es bereits im dritten Vierteljahr 1924 einigen deutschen Industrieverbänden und Privatfirmen, Anleihen zumeist auf kurze Frist und für die Finanzierung von Exporten im Ausland aufzunehmen. Den Abschluß dieser ersten Periode bildet die große Reparationsanleihe vom Oktober 1924.

Der zweite Abschnitt in der wohl noch lange nicht abgeschlossenen Ära der deutschen Kreditaufnahmen im Auslande beginnt im November 1924. Nunmehr erscheinen die Städte auf dem Plan. Auch sie schließen zumeist kurzfristige Anleihen ab. Ihnen folgen einige öffentliche und halböffentliche Unternehmungen, sowie kirchlich-katholische Organisationen mit langfristigen Anleihen. Gleichzeitig gelingt es auch einer Reihe von Privatunternehmungen, langfristige Kredite aufzunehmen. Bei alledem handelt es sich immer nur um Einzelfälle. Die Gewährung von Anleihen an Deutschland galt immer noch als recht riskant, und in den beiden Monaten, die der Wahl Hindenburgs zum Reichspräsidenten (26. April 1925) folgten, wurde, abgesehen von Kirchenanleihen, überhaupt keine deutsche Anleihe im Auslande abgeschlossen.

Der dritte Abschnitt beginnt im Juli 1925. Zunächst werden die kleinen kurzfristigen Stadtanleihen in große langfristige umgewandelt. Die Länder, Gemeindeverbände und Gemeinden, die Kirche, die öffentlichen und halböffentlichen und vor allem die privaten Unternehmungen überschwemmen den ausländischen Kreditmarkt. Schließlich bringt jede Woche eine oder mehrere neue langfristige Anleihen. Diese dritte Periode findet Ende 1926 mit dem zeitweiligen Erstarken des inneren Kreditmarktes ihren Abschluß.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Der vierte Abschnitt beginnt im Juni 1927. Nachdem sechs Monate lang nur vereinzelt Anleihen im Ausland aufgenommen worden waren, setzte nunmehr wieder ein allgemeiner Ansturm auf die fremden Kreditmärkte ein, der aber schon im Oktober durch das Eingreifen des Generalagenten für Reparationszahlungen und den passiven Widerstand der Beratungsstelle für Auslandskredite eingedämmt wurde. Fast zweieinhalb Monate lang wird dann außerhalb Hollands überhaupt keine deutsche Auslandsanleihe aufgelegt. Im letzten Drittel des Januar 1928 öffnet sich wieder der amerikanische Markt. Andere Länder spielen als Kreditgeber überhaupt keine Rolle. Stadtanleihen kommen während des ganzen Winters nur unter Umgehung der Beratungsstelle und zu äußerst ungünstigen Bedingungen zustande. Erst im Mai wird die amtliche Sperre gegen Auslandsanleihen öffentlicher Körper aufgehoben.

II. Privat untergebrachte Anleihen.

Die deutschen Auslandsanleihen wurden von dem Kreditgeber (der Bank usw.) im allgemeinen ganz oder in Abschnitten zu einem bestimmten Preise fest übernommen. Falls er die Anleihe nicht für sich oder ein Konsortium behielt, hat er sie in Form von Teilschuldverschreibungen zu einem bestimmten Preise weiterbegeben, und zwar entweder privat durch Rundschreiben an seine Kundschaft (eventuell auch durch „Placierung unter der Hand") oder öffentlich durch Auflegung zur Zeichnung. Daneben kamen selbstverständlich noch andere Spielarten vor, indem zum Beispiel nur ein Teil der Anleihe zur Zeichnung aufgelegt wurde.

Bei den kurzfristigen privat untergebrachten Anleihen handelt es sich fast ausschließlich um Bankkredite, die vor allem von amerikanischen, vereinzelt auch von englischen Häusern gewährt wurden[1]. Sie spielten namentlich vom Sommer 1924 bis zum Frühjahr 1925 eine beachtliche Rolle, weil es damals nur sehr wenigen deutschen Kreditsuchern gelang, eine langfristige Anleihe zu erhalten. Einige dieser kurzfristigen Anleihen wurden später (Juli 1925 bis Januar 1926) fundiert, zum Beispiel die des Kalisyndikats, der Städte Berlin und Köln, des Freistaates Bremen, der Leonhard Tietz A.-G. und der Rhein-Elbe-Union.

[1] Holland verdient nur insofern Erwähnung, als das im Jahre 1921 abgeschlossene Kreditabkommen über 140 Millionen Gulden immer noch in Kraft ist.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Bei den langfristigen privat untergebrachten Anleihen handelt es sich einmal um Pfund- und Dollaranleihen, die von englischen und amerikanischen Häusern gewährt wurden, sodann um Markanleihen, die vor allem in Holland, daneben auch in der Schweiz, in Schweden und in England aufgenommen wurden.

Von englischer Seite (der Prudential Insurance Co.) wurde bereits im August 1924 dem Norddeutschen Lloyd eine zehnjährige Anleihe von 1 Million Pfund gewährt, und englische Bankiers waren auch die einzigen, die noch vor Weihnachten 1924 einige weitere langfristige (20jährige) Darlehen an deutsche Firmen gaben. Der öffentlichen Auflegung deutscher Anleihen stand damals das Verbot für Auslandsanleihen entgegen, das die Bank von England erst im Herbst 1925 aufhob. Vom Dezember 1925 an wurden dann eine Reihe deutscher Pfundanleihen zur Zeichnung aufgelegt, aber daneben gewährten Londoner Banken weiter private langfristige Pfundkredite an deutsche Industrieunternehmungen und seit 1927 auch private langfristige Markkredite an Banken usw.; außerdem wurden in ziemlich großem Umfange Abschnitte deutscher Dollaranleihen privat untergebracht (um die zweiprozentige Stempelsteuer für die öffentliche Auflegung zu sparen).

Die amerikanischen Banken verfolgten eine andere Politik bei der Gewährung von Anleihen an Deutschland. Nachdem sie einmal, Ende 1924, angefangen hatten, langfristige Anleihen zu geben, boten sie sie unverzüglich dem Publikum an und nahmen nur unter ganz besonderen Umständen ihre Zuflucht zur privaten Unterbringung. Selbstverständlich gilt dies nur für Banken: die 10jährige 4000000-$-Anleihe zweier amerikanischer Filmgesellschaften an die „Ufa" wurde überhaupt nicht weiterbegeben, die 10jährige 100000-$-Anleihe der Benediktinerabtei Beuron wurde von einer New-Yorker Grundstückfirma privat placiert.

Die holländischen, schweizerischen und schwedischen Banken haben fast nur Markanleihen privat untergebracht. Dabei handelt es sich zum Teil um kommissionsweisen Vertrieb von Schuldverschreibungen des Kreditnehmers, die auch in Deutschland begeben wurden.

Der Umfang der im Ausland privat untergebrachten Anleihen läßt sich auch nicht annähernd schätzen. Über die kurzfristigen Darlehen dringt nur selten etwas in die Öffentlichkeit. Nach meinen Aufzeichnungen betrug der Nennwert der von 1924 bis 30. Juni 1928 aufgenommenen langfristigen Anleihen:

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Amerika	47 367 150 $	=	198 847 296 RM.
England	3 675 000 £	=	75 076 575 „
England	35 000 000 RM.	=	35 000 000 „
England	1 250 000 $	=	5 247 500 „
Holland	15 000 000 RM.	=	15 000 000 „
Schweiz	5 200 000 RM.	=	5 200 000 „

Dabei sind jedoch drei in Holland und zwei in Schweden kommissionsweise vertriebene Anleihen nicht einbegriffen, und die Angaben können auch sonst keinerlei Anspruch auf Vollständigkeit erheben.

III. Öffentlich aufgelegte Anleihen.

1. Zahl.

Die erste in der Berichtszeit öffentlich aufgelegte deutsche Auslandsanleihe war die Reparationsanleihe an das Reich. 110 Millionen Dollars oder etwa die Hälfte der gesamten Anleihe wurden in den Vereinigten Staaten begeben, 12 Millionen Pfund oder etwa ein Viertel wurden in England aufgelegt, der Rest — 9,36 Millionen Pfund, 25,2 Millionen schwedische Kronen, 15 Millionen Schweizer Franken und 100 Millionen Lire — wurden in Belgien, Holland, Frankreich, Italien, Schweden und der Schweiz begeben[2].

Abgesehen von dieser im Oktober 1924 aufgelegten Anleihe wurde nur noch eine andere, die Krupp-Anleihe, vor Jahresschluß öffentlich aufgelegt: 9 Millionen Dollars wurden in Amerika begeben, 1 Million Dollars in Holland.

Im Jahre 1925 wurden insgesamt 81 derartige Anleihen aufgelegt, davon 13 ausschließlich in den Vereinigten Staaten, 15 in den Vereinigten Staaten und Europa und 53 ausschließlich in Europa.

Im Jahre 1926 wurden nicht weniger als 128 derartige Anleihen aufgelegt, davon 22 ausschließlich in den Vereinigten Staaten, 17 in den Vereinigten Staaten und Europa und 89 ausschließlich in Europa.

Im Jahre 1927 wurden 81 derartige Anleihen aufgelegt, davon 10 ausschließlich in den Vereinigten Staaten, 9 in den Vereinigten Staaten und Europa und 62 ausschließlich in Europa.

[2] Die Reichsbank mußte 320 000 £ übernehmen, um den gesamten Reinertrag der Anleihe auf 800 Millionen Goldmark zu bringen. Die Schuldverschreibungen des schwedischen Abschnittes wurden von einer Holding-Gesellschaft übernommen, die dafür 23 740 000 skrs. 6½ proz. eigene Zertifikate ausgegeben hat. Bei dem Schweizer Abschnitt hatten die Zeichner die Wahl zwischen Titeln in Pfund Sterling und Titeln in Schweizer Franken.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Zahl der öffentlich aufgelegten deutschen Auslandsanleihen 1924—1928.

Monat	Nur in Amerika	In Amerika und Europa	Nur in Europa	Zusammen
Oktober 1924	—	1	—	1
Dezember „	—	1	—	1
Januar 1925	—	3	[1]1	[1]4
Februar „	—	1	[1]1	[1]2
März „	1	—	[2]2	[2]3
April „	—	—	[5]5*	[5]5*
Mai „	—	—	[5]5	[5]5
Juni „	—	—	[3]3	[3]3
Juli „	1	1	[3]3	[3]5
August „	1	—	[5]6	[5]7
September „	—*	3	[3]3	[3]6*
Oktober „	4	1	[8]8	[8]13
November „	3	6*	[4]5*	[4]14**
Dezember „	3	—	[8]11	[8]14
Januar 1926	2	2	[7]7	[7]11
Februar „	5*	1	[6]6	[6]12*
März „	[1]1	1	[5]6*	[6]8*
April „	1	1	[5]8	[5]10
Mai „	—	2	[4]6*	[4]8*
Juni „	3	[1]2	[3]4	[4]9
Juli „	2	2	[6]13*	[6]17
August „	—	—*	[7]7	[7]7*
September „	—	3	[5]7	[5]10
Oktober „	5	—	[8]10	[8]15
November „	1	2	[4]5*	[4]8*
Dezember „	2	1	[7]10	[7]13
Januar 1927	—	—	[4]6*	[4]6*
Februar „	—	—	2	2
März „	—	1	[1]3	[1]4
April „	1	—	[2]2	[2]3
Mai „	—	—	[3]5	[3]5
Juni „	1	—	[3]5	[3]6
Juli „	1	2	[1]5	[1]8
August „	1	3	[5]9*	[5]13*
September „	2	1	[7]11	[7]14
Oktober „	3	2	[3]4	[3]9
November „	1	—	[6]8	[6]9
Dezember „	—	—	[2]2	[2]2
Januar 1928	1	—	[6]6	[6]7
Februar „	1	1	[4]9	[4]11
März „	4	1	[5]18	[5]23
April „	[1]3	—	[2]3	[3]6
Mai „	9	—	[5]9	[5]18
Juni „	7*	1	[3]5	[3]13*
Zusammen 1924	—	2	—	2
Zusammen 1925	13	15	[48] 53	[48] 81
Zusammen 1926	[1]22	[1]17	[67] 89	[69] 128
Zusammen 1927	10	9	[37] 62	[37] 81
Zus. im 1. Halbjahr 1928	[1]25	3	[25] 50	[26] 78
Insgesamt	[2]70	[1]46	[177] 254	[180] 370

Die hochgestellten Zahlen bedeuten kirchlich-katholische Anleihen.

* Außerdem ein zweiter Abschnitt einer früher aufgelegten Anleihe.
** Außerdem ein zweiter Abschnitt von zwei früher aufgelegten Anleihen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Im ersten Halbjahr 1928 wurden 78 derartige Anleihen aufgelegt, davon 25 ausschließlich in den Vereinigten Staaten, 3 in den Vereinigten Staaten und Europa und 50 ausschließlich in Europa.

Von den insgesamt 370 Anleihen wurden also 70 ausschließlich in den Vereinigten Staaten, 46 in den Vereinigten Staaten und Europa und 254 ausschließlich in Europa begeben.

2. Gesamter Nennwert.

Der gesamte Nennwert der 370 Anleihen betrug[3]:

1 170 575 000 $	=	4 914 073 850 RM.
43 240 000 £	=	883 349 960 „
137 082 000 h. fl.	=	231 312 167 „
222 500 000 s. frs.	=	180 225 000 „
25 200 000 s. krs.	=	28 350 000 „
100 000 000 Lire	=	22 100 000 „
231 250 000 RM	=	231 250 000 „
Zusammen	=	6 490 660 977 RM.

Der gesamte Nennwert der bis zum 30. Juni 1928 öffentlich aufgelegten deutschen Auslandsanleihen betrug, in Reichsmark umgerechnet, 6491 Millionen. Die Bedeutung dieser eindrucksvollen Zahl erscheint auf den ersten Blick völlig klar; jedoch sollte sich der Leser sorgfältig vergegenwärtigen, was sie nicht bedeutet:

1. Sie bedeutet nicht, daß die Zeichner diesen Betrag für die Schuldverschreibungen zahlten; denn sie zahlten in der Regel weniger als 100 % des Nennwertes.

2. Sie bedeutet nicht, daß die deutschen Schuldner diesen Betrag erhielten; denn infolge der Bankkommissionen usw. erhielten sie noch wesentlich weniger, als die Zeichner zahlten.

3. Sie bedeutet nicht, daß die deutschen Schuldner nur diesen Betrag zurückzuerstatten haben; denn sie haben in vielen Fällen noch ein Aufgeld zu zahlen.

4. Auch stellt die Summe aller Anleihen nicht den Nennwert der Ende Juni 1928 ausstehenden Schuldverschreibungen dar, da einige Anleihen inzwischen teilweise oder ganz zurückgezahlt worden sind, entweder weil sie auf Grund der Bestimmungen der Anleiheverträge teilweise oder ganz fällig wurden, oder weil der Schuldner sie frei-

[3] Die Umrechnung in Reichsmark wurde folgendermaßen vorgenommen: 1 Dollar = 4,198 RM; 1 £ = 20,429 RM; 1 s. fr. = 0,81 RM; 1 hfl. = 1,6874 RM; 1 s. kr. = 1,125 RM.; 1 Lira = 0,221 RM.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

willig teilweise oder ganz zurückzahlte, zum Beispiel, wenn er eine andere Anleihe unter günstigeren Bedingungen erhielt.

5. Nicht alle Schuldverschreibungen sind tatsächlich dem Publikum angeboten worden; in einzelnen Fällen wurde ein Teil privat untergebracht.

3. Anteil der einzelnen Gläubigerländer.

Zwei Drittel der Kredite, die Deutschland durch öffentlich aufgelegte Anleihen erhielt, kamen von den Vereinigten Staaten. Diese waren das bei weitem wichtigste Gläubigerland für Deutschland. Anderseits war die Rolle, die Deutschland als Schuldnerland für die Vereinigten Staaten spielte, viel weniger bedeutend. Deutschlands Anteil an dem Gesamtbetrag der in den Vereinigten Staaten von Oktober 1924 bis Juni 1928 öffentlich aufgelegten ausländischen Anleihen erreicht noch nicht ein Viertel.

Vereinigte Staaten	4 360 557 055	*RM*	= 67,2 %
Holland	797 544 382	„	= 12,3 %
England	717 196 275	„	= 11,1 %
Schweiz	339 557 940	„	= 5,2 %
Schweden	130 845 850	„	= 2,0 %
Frankreich	61 287 000	„	= 0,9 %
Belgien	30 643 500	„	= 0,5 %
Italien	22 100 000	„	= 0,3 %
Deutschland	20 633 380	„	= 0,3 %
Kanada	10 075 200	„	= 0,2 %
Schottland	220 395	„	= 0,0 %
Zusammen	6 490 660 977	*RM*	= 100,0 %

4. Art der Schuldner.

Bei den deutschen Schuldnern kann man neun Gruppen unterscheiden:

1. Das Reich. Von der Reparationsanleihe wurden aufgelegt:

in den Vereinigten Staaten	110 000 000 $	=	461 780 000 *RM*
„ England	12 000 000 £	=	245 148 000 „
„ Frankreich	3 000 000 £	=	61 287 000 „
„ der Schweiz	2 360 000 £ 15 000 000 s. frs.	=	60 362 440 „
„ Holland	2 500 000 £	=	51 072 500 „
„ Belgien	1 500 000 £	=	30 643 500 „
„ Schweden	25 200 000 s. krs.	=	28 350 000 „
„ Italien	100 000 000 Lire	=	22 100 000 „
bei der Reichsbank	320 000 £	=	6 537 280 „
Zusammen			967 280 720 *RM*.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Der Nennwert dieser einen Anleihe betrug also 15% der gesamten deutschen Auslandsanleihen. Der Anteil der einzelnen Länder an dieser Anleihe betrug: Vereinigte Staaten 48%, England 25%, Schweiz und Frankreich je 6%, Holland 5%, Belgien und Schweden je 3%, Italien 2%. In Frankreich, Belgien und Italien wurde keine weitere deutsche Anleihe aufgelegt.

2. Länder. Acht von den achtzehn deutschen Ländern nahmen Anleihen im Ausland auf. Preußen und Bayern waren die größten Kreditnehmer mit 50- bzw. 45000000 $; es folgten Hamburg mit 20000000 $ und 2000000 £, Bremen mit 15000000 $, Baden mit 40000000 sfrs., Sachsen mit 750000 £, Oldenburg mit 3000000 $ und Anhalt mit 2000000 $. Fünf von den Anleihen wurden ausschließlich in den Vereinigten Staaten aufgelegt, sechs in den Vereinigten Staaten und Europa und drei ausschließlich in Europa. Die Gesamtzahl aller Staatsanleihen betrug 14, und ihr gesamter Nennwert entsprach 655309750 ℳ.

Von den Vereinigten Staaten . .	116 850 000 $	=	490 536 300 ℳ
„ England	2 750 000 £ = 1 400 000 $ =		62 056 950 „
„ Holland	11 800 000 $ = 10 000 000 s. frs. =		57 636 400 „
„ der Schweiz	30 000 000 s. frs. = 3 000 000 $ =		36 894 000 „
„ Schweden	1 850 000 $	=	7 766 300 „
„ Deutschland.	100 000 $	=	419 800 „
		Zusammen	655 309 750 ℳ.

3. Provinzen, Amtsverbände und Gemeindeverbände. Sieben kleinere politische Verbände nahmen Auslandsanleihen auf. Die Provinz Westfalen erhielt eine Anleihe von 835000 £ in England, die Provinz Brandenburg 10000000 ℳ in Holland, die Provinz Hannover 1000000 $ in Amerika, der Amtsverband Cloppenburg 1000000 h.fl. in Holland. Außerdem vereinigten sich 23 württembergische Gemeinden zum Zweck der Aufnahme einer Anleihe in Amerika (8400000 $), und das gleiche gilt für 14 badische Gemeinden (4500000 $) und für 7 Städte der bayerischen Pfalz (3800000 $). Der gesamte Nennwert der sieben Anleihen entsprach 103050215 ℳ.

Von den Vereinigten Staaten . .	17 700 000 $	=	74 304 600 ℳ
„ England	835 000 £	=	17 058 215 „
„ Holland	10 000 000 ℳ = 1 000 000 h. fl. =		11 687 400 „
		Zusammen	103 050 215 ℳ

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

4. Städte. Abgesehen von den Städten, die Anleihen durch Gemeindeverbände erhielten, beschafften sich 16 Städte noch selber Anleihen, und zwar mit Genehmigung der Beratungsstelle: Berlin 30000000 $ und 3500000 £, Frankfurt am Main 10250000 $, Köln 10000000 $, München 8700000 $, Dresden 5000000 $ und 600000 £, Leipzig und Nürnberg je 5000000 $, Duisburg 3000000 $, Düsseldorf 1750000 $, Heidelberg 1500000 $, Konstanz 3000000 s.frs.; unter Umgehung der Beratungsstelle: Chemnitz und Hannover je 2000000 $, Köln 3000000 *RM*, Münster 2500000 *RM*, Karlsruhe 2000000 *RM*, Kleve 1000000 *RM*. Zehn Anleihen wurden ausschließlich in den Vereinigten Staaten aufgelegt, vier in den Vereinigten Staaten und Europa und sieben ausschließlich in Europa. Der gesamte Nennwert der 21 Anleihen entsprach 448160500 *RM*.

Von den Vereinigten Staaten . .	78 500 000 $	=	329 543 000 *RM*
„ England	4 100 000 £	=	83 758 900 „
„ Holland	5 000 000 $ = 8 500 000 *RM*	=	29 490 000 „
„ der Schweiz.	700 000 $ = 3 000 000 s. fr	=	5 368 600 „
		Zusammen	448 160 500 *RM*

Von den 16 Städten haben 11 über 250000 Einwohner. Da es 20 deutsche Städte mit über 250000 Einwohnern gibt, könnte es auf den ersten Blick so scheinen, als ob neun keine Auslandsanleihen aufgenommen hätten. Aber unter diesen neun Städten befinden sich Hamburg und Bremen, die 94 bzw. 87% der Gesamtbevölkerung ihrer Länder umfassen, außerdem Stuttgart, das an der Anleihe der 23 württembergischen Gemeinden teilnahm, Königsberg, das an der Anleihe des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes beteiligt war, sowie Stettin, das als Eigentümer sämtlicher Anteile der „Öffentlichen Werkbetriebe der Stadt Stettin" an der Anleihe dieser Gesellschaft teilhatte.

5. Gemeinnützliche Gesellschaften (Public utilities). 29 deutsche gemeinnützliche Gesellschaften nahmen 39 Auslandsanleihen auf. Davon waren 21 Elektrizitätsgesellschaften: Sächsische Werke 30000000 $, Berliner Städtische Elektrizitätswerke 23000000 $ und 30000000 s.frs., Vereinigte Elektrizitäts-Werke Westfalen 27500000 $ (davon eine Anleihe von 7500000 $ vorzeitig zurückgezahlt), Rheinisch-Westfälisches Elektrizitätswerk 25000000 $, Elektrowerke 12500000 $, Badenwerk 50000000 s.frs., Hamburgische Elektricitäts-Werke 4000000 $ und

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

15000000 ℳ Elektrizitätswerk Unterelbe 7500000 $ (davon eine Anleihe von 2500000 $ vorzeitig zurückgezahlt), Märkisches Elektrizitätswerk 5000000 $, Oberschwäbische Elektrizitätswerke 4000000 $, Elektrizitätswerk Schlesien 4000000 $, Überlandzentrale Pommern 3500000 $, Ostpreußenwerk 3500000 $, Großkraftwerk Mannheim und Pfalzwerke 3000000 $, Landkraftwerke Leipzig und Energie-A.-G. Leipzig 3000000 $, Kraftübertragungswerke Rheinfelden 14500000 s.frs., Lech-Elektrizitätswerke 12000000 s.frs., Kommunale Gas- und Elektrizitäts-Werke Recklinghausen 1500000 $, Oberpfalzwerke 1250000 $, Kraftwerke Lüneburg 1100000 $, Elektrizitätswerk Sachsen-Anhalt 1000000 $. Acht Gesellschaften haben ein etwas weiteres oder ein anderes Arbeitsgebiet: Berliner Hoch- und Untergrundbahnen 15000000 $, Hamburger Hochbahn 12000000 $, Ruhrkohlenbezirk G.m.b.H. (Wasserwirtschaft) 10000000 $, Rhein-Main-Donau-A.-G. 6000000 $, Deutsch-Atlantische Telegraphengesellschaft 4000000 $, Ruhrverband (für Ruhrreinhaltung) 9000000 h.fl., Öffentliche Werkbetriebe der Stadt Stettin 3000000 $, Vestische Kleinbahnen 1750000 $. 22 von den 39 Anleihen wurden ausschließlich in den Vereinigten Staaten aufgelegt, 10 in den Vereinigten Staaten und Europa und 7 ausschließlich in Europa. Der gesamte Nennwert der 39 Anleihen entsprach 1006847400 ℳ.

Von den Vereinigten Staaten . .	193 650 000 $ =	812 942 700 ℳ
„ Holland	12 350 000 $ =	90 131 900 „
	9 000 000 h. fl. =	
	15 000 000 ℳ =	
	10 000 000 s. frs. =	
„ der Schweiz	96 500 000 s. frs. =	85 301 600 „
	1 700 000 $ =	
„ England	2 375 000 $ =	9 970 250 „
„ Schweden	1 525 000 $ =	6 401 950 „
„ Kanada.	400 000 $ =	1 679 200 „
„ Deutschland	100 000 $ =	419 800 „
	Zusammen	1 006 847 400 ℳ

6. Industriegesellschaften. 40 deutsche Industriegesellschaften oder Verbände von Gesellschaften nahmen 49 Auslandsanleihen auf: Vereinigte Stahlwerke 64225000 $ und 36000000 ℳ, Kalisyndikat 12000000 £, Allgemeine Elektricitäts-Gesellschaft 35000000 $, Siemens-Gesellschaften 34000000 $, Rhein-Elbe-Union 25000000 $, Thyssen 17000000 $ (zurückgezahlt), Gelsenkirchener Bergwerks-A.-G. 15000000 $, Krupp 10000000 $ (vorzeitig zurückgezahlt) und

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

15000000 *RM*, Viag 12000000 $, Gutehoffnungshütte 10000000 $, Ilseder Hütte 7500000 $, Eschweiler Bergwerks-Verein 16000000 h.fl., Osram 5000000 $, Gesellschaft für elektrische Unternehmungen 5000000 $, Bank für Textilindustrie 1000000 £, Felten & Guilleaume 22500000 s.frs., Gewerkschaften Carl-Alexander und Carolus Magnus je 10000000 h.fl., Ruhrchemie-A.-G. und Koholyt-A.-G. je 4000000 $, Steinkohlenbergwerk Friedrich Heinrich 20000000 s.frs., Gewerkschaft Victor 8000000 h.fl., Mansfeld, Robert Bosch, Miag je 3000000 $, Lahmeyer 15000000 s.frs., Carl Zeiß 5000000 h.fl., Braunkohlen-Industrie-A.-G. Zukunft 2000000 $, Bergbau Stolberg 3000000 h.fl., Continental-Caoutchouc, Mitteldeutsche Stahlwerke je 5000000 *RM*, Peters Union 2400000 h.fl., Vogel Draht- und Kabelwerke, Mechanische Weberei Linden je 2000000 h.fl., J. Brüning & Sohn 125000 £, Deutsche Linoleumwerke 2500000 *RM*, Granit-Steinbrüche G.m.b.H. 2000000 *RM*, Gerresheimer Glashüttenwerke 750000 h.fl., Altmärkische Bergwerks-A.-G. 1250000 *RM*, Deutsche Patent-Wärmeschutz-A.-G. 150000 h.fl. Nur 10 dieser Anleihen wurden ausschließlich in den Vereinigten Staaten begeben, 13 in den Vereinigten Staaten und Europa und 26 ausschließlich in Europa. Der gesamte Nennwert der 49 Anleihen entsprach 1567645995 *RM*.

Von den Vereinigten Staaten . .	210 937 500 $	=	885 515 625 *RM*
„ Holland	28 000 000 $ 52 300 000 h. fl. 46 750 000 *RM* 1 625 000 £ 7 500 000 s. frs.	=	291 817 145 „
„ England	9 150 000 £ 6 810 000 $	=	215 513 730 „
„ der Schweiz	2 050 000 £ 50 000 000 s. frs. 4 925 000 $ 15 000 000 *RM* 1 500 000 h. fl.	=	120 585 700 „
„ Schweden	5 500 000 $ 300 000 £ 5 000 000 *RM* 1 500 000 h. fl.	=	36 748 800 „
„ Deutschland	4 000 000 h. fl. 500 000 $	=	8 848 600 „
„ Kanada	2 000 000 $	=	8 396 000 „
„ Schottland	52 500 $	=	220 395 „
		Zusammen	1 567 645 995 *RM*

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

7. Öffentliche Kreditanstalten. 15 öffentliche Kreditanstalten und Verbände solcher Anstalten nahmen 26 Auslandsanleihen auf: Rentenbank-Kreditanstalt 135000000 $, Sparkassen- und Giroverband 40500000 $, Landesbankenzentrale 40000000 $, Sächsische Landespfandbriefanstalt 11000000 $, Bank der Ostpreußischen Landschaft 7000000 $, Schlesische Landschaftliche Bank 6000000 $, Landesbank Westfalen 3000000 $ und 6000000 h.fl., Deutsche Bau- und Bodenbank 5250000 $, Landesbank der Rheinprovinz 12300000 h.fl., Hannoversche Landeskreditanstalt 4000000 $, Kommunale Landesbank in Darmstadt 3600000 $, Preußische Zentralstadtschaft 15000000 GM., Nassauische Landesbank 3000000 $, Landesbank Schleswig-Holstein 4500000 h.fl., Württembergische Wohnungskreditanstalt 4000000 GM. 9 dieser Anleihen wurden ausschließlich in den Vereinigten Staaten begeben, 10 in den Vereinigten Staaten und Europa und 7 ausschließlich in Europa. Der gesamte Nennwert der 26 Anleihen entsprach 1142026020 *RM*.

Von den Vereinigten Staaten . .	222 185 000 $	=	932 732 630 *RM*
„ Holland	16 005 000 $ 16 300 000 h.fl. 14 000 000 *RM*	=	108 693 610 „
„ England	9 760 000 $	=	40 972 480 „
„ Schweden	4 850 000 $ 5 000 000 *RM* 2 500 000 h.fl.	=	29 578 800 „
„ der Schweiz	4 500 000 $ 4 000 000 h.fl.	=	25 640 600 „
„ Deutschland	1 050 000 $	=	4 407 900 „
		Zusammen =	1 142 026 020 *RM*

8. Private Handelsgesellschaften. 15 Privatbanken nahmen 25 Auslandsanleihen auf: Deutsche Bank 25000000 $, Commerz- und Privatbank 20000000 $, Preußische Central-Bodenkredit A.-G. 31000000 GM., Metallbank 750000 £, Bayerische Hypotheken- und Wechselbank und Bayerische Vereinsbank je 12000000 GM., Preußische Hypothekenbank, Preußische Pfandbriefbank und Deutsche Hypothekenbank je 10000000 GM., Frankfurter Hypothekenbank 9000000 GM., Sächsische Bodencreditanstalt 5000000 GM., Rheinische Hypothekenbank und Württembergische Hypothekenbank je 4000000 GM., Rheinisch-Westfälische Boden-Credit-Bank und Bayerische Landwirt-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

schaftsbank je 3000000 GM. Von den 25 Anleihen wurde nur eine ausschließlich in Amerika, nur eine in Amerika und Europa, hingegen 23 ausschließlich in Europa aufgelegt. — Außerdem nahmen zwei Schiffahrtsgesellschaften, zwei Warenhäuser, eine Messegesellschaft und eine Grundstücksgesellschaft je eine Anleihe in Amerika auf: Norddeutscher Lloyd 20000000 $, Hamburg-Amerika 6500000 $, Karstadt und Tietz je 3000000 $, Leipziger Messe und Ausstellungs-A.-G. 2000000 $, Wohnhaus-Grundstücks-A.-G. am Lehniner Platz (Berlin) 1500000 $. Der gesamte Nennwert der 31 Anleihen entsprach 467359750 *RM*.

Von den Vereinigten Staaten. .	76 000 000 $	=	319 048 000 *RM*
„ Holland	66 000 000 *RM*. / 3 000 000 $	=	78 594 000 „
„ England	19 000 000 *RM* / 750 000 £ / 2 000 000 $	=	42 717 750 „
„ Schweden	22 000 000 *RM*	=	22 000 000 „
„ der Schweiz	5 000 000 *RM*	=	5 000 000 „
		Zusammen =	467 359 750 *RM*

9. Religions- und Wohlfahrtseinrichtungen. 155 kirchliche Organisationen (die römisch-katholischen kirchlichen Wohlfahrtseinrichtungen in Deutschland, der Central-Ausschuß für die Innere Mission der deutschen evangelischen Kirche, der Gesamtverband der acht bayerischen Diözesen, ein Erzbistum, mehrere Bistümer, Caritasverbände, Abteien, zahlreiche Pfarrgemeinden usw.), eine gemeinnützige Baukasse, eine Ortskrankenkasse und eine andere örtliche Wohlfahrtsanstalt nahmen 184 Auslandsanleihen auf. Die bedeutendsten Kreditnehmer waren: der Gesamtverband der acht bayerischen Diözesen mit 5000000 $ und 3000000 h.fl., die römisch-katholischen kirchlichen Wohlfahrtseinrichtungen mit 6000000 $ und die Innere Mission der evangelischen Kirche mit 2500000 $; alle übrigen Anleihen waren geringer als 3000000 *RM*, am geringsten die Anleihe der Gemeinde Herz Jesu in Fürstenberg a. O. mit 6000 h.fl.. Nur drei von den 184 Anleihen wurden ausschließlich in den Vereinigten Staaten aufgelegt, eine in den Vereinigten Staaten und Holland, 179 ausschließlich in Holland und eine ausschließlich in der Schweiz. Der gesamte Nennwert dieser 184 Anleihen entsprach 132980627 *RM*.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Von Holland	42 237 000 h. fl. 600 000 $	=	78 421 427 ℳ
„ den Vereinigten Staaten. .	12 900 000 $	=	54 154 200 „
„ der Schweiz	500 000 s. frs.	=	405 000 „
		Zusammen =	132 980 627 ℳ

Die Bedeutung dieser verschiedenen Gruppen von Schuldnern war also außerordentlich verschieden. Ihr Anteil an dem gesamten Nennwert aller Anleihen betrug:

Industriegesellschaften	24 %
Öffentliche Kreditanstalten	18 %
Gemeinnützliche Gesellschaften.	15 %
Reich	15 %
Länder	10 %
Private Handelsgesellschaften	7 %
Städte	7 %
Religions- und Wohlfahrtseinrichtungen.	2 %
Provinzen, Amts- und Gemeindeverbände	2 %.

Die öffentlichen Kreditanstalten spielten die größte Rolle bei den von Amerika, die Industriegesellschaften bei den von Holland, der Schweiz und Schweden gewährten Krediten, während bei England die Anleihe des Reichs die jeder andern Gruppe von Schuldnern gewährten Anleihen überstieg. Der Anteil der Vereinigten Staaten an dem Nennwert der von den einzelnen Gruppen aufgenommenen Anleihen betrug:

Öffentliche Kreditanstalten	82 %
Gemeinnützliche Gesellschaften.	81 %
Länder	75 %
Städte	74 %
Provinzen, Amts- und Gemeindeverbände	72 %
Private Handelsgesellschaften.	68 %
Industriegesellschaften	56 %
Reich	48 %
Religions- und Wohlfahrtseinrichtungen.	41 %.

IV. Belastung des Schuldners.

1. Unkosten der Begebung.

Der Reinerlös aus einer Anleihe ist gleich dem von den Zeichnern gezahlten Gesamtpreis abzüglich Bankkommissionen und anderer mit der Begebung der Anleihe verknüpften Unkosten. Die den deutschen Kreditnehmern von den ausländischen Emissionshäusern aufgebürdeten

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Anleihen (*RM*) nach Schuldnern und Gläubigerländern.

Schuldner	Gläubigerländer						Zusammen
	Vereinigte Staaten	Holland	England	Schweiz	Schweden	Andere Länder	
Reich	461 780 000	51 072 500	245 148 000	60 362 440	28 350 000	120 567 780	967 280 720
Länder	490 536 300	57 636 400	62 056 950	36 894 000	7 766 300	419 800	655 309 750
Provinzen usw.	74 304 600	11 687 400	17 058 215	—	—	—	103 050 215
Städte	329 543 000	29 490 000	83 758 900	5 368 600	—	—	448 160 500
Gemeinnützliche Gesellschaften	812 942 700	90 131 900	9 970 250	85 301 600	6 401 950	2 099 000	1 006 847 400
Industriegesellschaften	885 515 625	291 817 145	215 513 730	120 585 700	36 748 800	17 464 995	1 567 645 995
Öffentliche Kreditanstalten	932 732 630	108 693 610	40 972 480	25 640 600	29 578 800	4 407 900	1 142 026 020
Private Handelsgesellschaften	319 048 000	78 594 000	42 717 750	5 000 000	22 000 000	—	467 359 750
Religions- u. Wohlfahrtseinrichtungen	54 154 200	78 421 427	—	405 000	—	—	132 980 627
Zusammen	4 360 557 055	797 544 382	717 196 275	339 557 940	130 845 850	144 959 475	6 490 660 977

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Begebungskosten sind nun außerordentlich mannigfaltig. Sie umfassen zum Beispiel bei den Anleihen in Amerika u. a.:

1. die Kommissionen des Übernahmekonsortiums;
2. die Kommissionen der Verkaufs- oder Verteilungsgruppe (etwa 3% des Nennwerts);
3. die amerikanische Stempelsteuer für den Anleihevertrag (½‰ des Nennwerts);
4. die Kosten für die Herstellung der Obligationen (zum Beispiel bei einer Anleihe von 15000000 $ etwa ¾‰);
5. die Gebühr für die Beglaubigung der Obligationen (½‰);
6. das Honorar für den deutschen Rechtsbeirat des Konsortiums (zum Beispiel bei einer Anleihe von 15000000 $ etwa ⅓‰).

Außerdem hat der deutsche Kreditnehmer u. a. zu zahlen:

1. die deutsche Wertpapiersteuer (5 oder 20‰);
2. die deutsche Gebühr für die Genehmigung der Anleihe (½‰);
3. die deutschen Gebühren für Eintragung der Hypothek, falls eine solche Sicherheit gegeben wird (etwa 1‰).

In der nachstehenden Tabelle sind für eine Reihe von Anleihen der von den Emissionshäusern gezahlte Übernahmekurs[4], der von den Zeichnern gezahlte Kurs, die Laufzeit, der Rückzahlungspreis[5], der Zinsfuß und die Mindestzinslast angegeben.

Nach den vorliegenden Angaben war der von den Emissionshäusern gezahlte Übernahmekurs um 3,5—10,28 Punkte[6] niedriger als der Zeichnungskurs. Dabei ist jedoch zu beachten, daß der Reinerlös des Kreditnehmers infolge sonstiger Unkosten bei der Begebung vielfach wesentlich geringer ist als der Übernahmepreis. Nach den sehr spärlichen Angaben über den Reinerlös war er um 4,13[7] bis 15,18 Punkte niedriger als der Zeichnungspreis.

---

[4] Der Übernahmepreis ist durch Subtraktion des Disagios von dem Nennwert errechnet. Sofern das „Disagio" auch alle sonstigen Unkosten umfaßt, stellt die (eingeklammerte) Zahl den Reinerlös für den Kreditnehmer dar.

[5] Als Rückzahlungspreis wurde für die Tilgungsanleihen mit einem ausschließlich oder vorwiegend zum Kauf von Obligationen verwendeten Tilgungsfonds lediglich der Rückzahlungspreis am letzten Fälligkeitsdatum eingetragen.

[6] Bei der Anleihe der Deutsch-Atlantischen Telegraphengesellschaft betrug der Unterschied 12,5 Punkte; jedoch wurde diese Anleihe ein Jahr vor der öffentlichen Auflegung übernommen und sollte damals um 7 Punkte über dem Übernahmekurs aufgelegt werden.

[7] Durchschnitt der beiden Anleihen der Berliner Städtischen Elektrizitätswerke.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Übernahmepreis und Zinslast.

Kreditnehmer	Übernahmepreis (Reinerlös) in Prozent	Zeichnungspreis in Prozent	Laufzeit Jahre	Rückzahlungspreis in Prozent	Zinsfuß in Prozent	Mindestzinslast auf Übernahmepreis (Reinerlös) in Prozent
Reich, Länder						
Deutsches Reich[1]	87	92	25	105	7	8,69
Bremen	89	94,75	10	100	7	8,67
Bremen	90	95,75	10	100	7	8,50
Bayern	89	92,97[2]	20	100	6,5	7,58
Preußen	90	95	25	100	6,5	7,38
Hamburg	87	91,75	20	100	6	7,24
Gemeindeverbände, Städte						
Berlin	85,5	89	24½	100	6,5	7,84
Köln	81,91	87,5	24½	100	6,5	8,23
München	88,5	96,11[2]	20	100	7	8,18
Düsseldorf	88,5	96,06[2]	20	100	7	8,18
23 württembergische Gemeinden	89	96,14[2]	20	100	7	8,12
Dresden	88,5	94	20	100	7	8,18
Frankfurt a. M.	(89,9)[3]	96,01[2]	20	100	7	(8,02)[4]
Duisburg	89,5	95,95[2]	20	100	7	8,07
Gemeinnützliche Gesellschaften						
Sächsische Werke	85,29	92	20	100	7	8,55
Elektrowerke	82,57	87	25	100	6,5	8,14
Rhein-Main-Donau, A.-G.	89,5	96	25	102,5	7	8,20
Hamburgische Elektrizitäts-Werke	(87,81)[5]	95,5	10	100	7	(8,86)[6]
Elektrizitätswerk Sachsen-Anhalt	95,62	99,5[2]	2	100	6,5	8,94
Oberschwäbische Elektrizitätswerke	86,15	93	30	100	7	8,25
Elektrizitätswerk Schlesien	(79,43)	87,375	20	100	6,5	(8,69)
Berliner Städtische Elektrizitätswerke	(93,96)	98,667	3	100	6,5	.
Berliner Städtische Elektrizitätswerke		98	25	100	6,5	(7,02)
Sächsische Werke	86,13	91,5	25	100	6,5	7,77
Oberpfalzwerke	(82,32)	97,5	20	100	7	(8,91)
Landkraftwerke Leipzig	82,22	92,5	20	100	6,5	8,34
Deutsch-Atlantische Telegraphengesellschaft	87	99,5	19½	102,5[7]	7	8,61
Hoch- und Untergrundbahnen Berlin	(87,96)	94,5	30	100	6,5	(7,52)

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Kreditnehmer	Übernahmepreis (Reinerlös) in Prozent	Zeichnungspreis in Prozent	Laufzeit Jahre	Rückzahlungspreis in Prozent	Zinsfuß in Prozent	Mindestzinslast auf Übernahmepreis (Reinerlös) in Prozent
Industrie-Gesellschaften						
Allgemeine Elektricitäts-Gesellschaft	89,15	93,75	20	105	7	8,59
Siemens-Gesellschaften	95	99	3	100	7	8,94
Siemens-Gesellschaften	91	96,5	10	102	7	8,63
Allgemeine Elektricitäts-Gesellschaft	89,37	94	15	100	6,5	7,71
Viag	79,46	84,5	20	100	6	8,09
Bank für Textilindustrie	86	93	20	102,5	7	8,71
Ilseder Hütte	(85,38)	94	20	103	7	(8,84)
Mansfeld, A.-G.	87	93,5	15	100	7	8,55
Peters-Union, A.-G.	89,14	93	30	100	7	7,96
		94,5	30	100	7	
Mitteldeutsche Stahlwerke	90	98,5	24	102	7	8,12
Eschweiler Bergwerk-Verein	90	96	25	100	6	6,84
Vereinigte Stahlwerke	(92,35)	98,5	20	100	6,5	(7,75)
Vereinigte Stahlwerke		97,5	25	100	6,5	
Öffentliche Kreditanstalten, Private Handelsgesellschaften						
Deutsche Rentenbank-Kreditanstalt	88[8]	93	25	100	7	8,13[9]
Rudolph Karstadt	88	97	5	100	7	10,12
Religionseinrichtungen						
Katholische Kirche in Bayern	84,53	93,5	20	100	6,5	8,07
Katholische Wohlfahrtseinrichtungen	90	98,5	20	100	7	8,01
Innere Mission der evangelischen Kirche	90	98	20	0	7	8,01

[1] Amerikanischer Abschnitt.
[2] Durchschnitt aller Serien.
[3] Übernahmepreis 90,6.
[4] Auf Übernahmepreis 7,95.
[5] Übernahmepreis 89⅛.
[6] Auf Übernahmepreis 8,65.
[7] 110—102,5.
[8] Fast 14% Disagio einschließlich Unkosten.
[9] Etwa 8⅓ % auf Reinerlös.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

2. Zinsendienst.

In der letzten Spalte der Tabelle auf S. 20 ist die Zinslast im Verhältnis zum Übernahmepreis (Reinerlös) berechnet worden, indem unterstellt wurde — was für fast keinen einzigen Fall zutrifft —, daß sämtliche Schuldverschreibungen am gleichen Tage fällig würden. Es ist also für jede Anleihe die Mindestzinslast angegeben, das heißt die Zinslast für den Teil der Anleihe, der erst am letzten Fälligkeitstag zurückzuzahlen ist. Diese Mindestzinslast schwankt zwischen 6,84% und 10,12% und, bei Außerachtlassung einerseits der Anleihe des Eschweiler Bergwerk-Vereins, anderseits der Anleihe von Rudolf Karstadt, zwischen 7,24% und 8,94%. Aber diese Mindestzinslast bleibt in den meisten Fällen erheblich hinter der tatsächlichen Zinslast für die Gesamtanleihe zurück. So ist als Mindestzinslast für den amerikanischen Abschnitt der Reparationsanleihe 8,69% eingetragen, weil dies die Zinslast für die am letzten Fälligkeitstage zurückzuzahlende Kapitalrate ist. Für die Gesamtanleihe ergibt sich aber eine Zinslast von nicht weniger als 9,5%[8].

Höher als 9% war die tatsächliche Zinslast zum Beispiel auch bei den ersten Anleihen der Allgemeinen Elektricitäts-Gesellschaft, der Siemens-Gesellschaften und der Hamburgischen Elektricitäts-Werke, sowie bei den Anleihen an Karstadt, Gutehoffnungshütte, Tietz, Elektrizitätswerk Sachsen-Anhalt, Ilseder Hütte, Oberpfalzwerke, Deutsch-Atlantische Telegraphengesellschaft. Für viele andere Anleihen ist jedoch der Zinsendienst weit weniger kostspielig. Wie hoch sich schließlich die tatsächliche Zinslast im Durchschnitt aller Anleihen stellt, wage ich auf Grund meines immerhin dürftigen Materials nicht zu entscheiden. Man wird sie aber auf annähernd 9% des Reinerlöses schätzen dürfen.

3. Nebenkosten des Schuldendienstes.

Außer den Begebungskosten (Bankkommissionen usw.) und den für die Obligationäre bestimmten Zahlungen hat der deutsche Schuldner noch mannigfache andere Kosten zu tragen, die in ihrer Gesamtheit oft eine sehr beträchtliche zusätzliche Last bedeuten. Einer dieser Posten

[8] Vgl. Kuczynski, Deutsche Anleihen im Ausland 1924—1927 (deutsche Ausgabe von „American Loans to Germany," The Institute of Economics, Washington), Berlin-Schlachtensee 1928, Verlag der Finanzpolitischen Korrespondenz, S. 57.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ist die 10%ige Kapitalertragsteuer, die auch von Auslandsanleihen erhoben wird, falls nicht ausdrücklich Befreiung durch den Reichsminister der Finanzen erfolgt. Diese Befreiung ist in vielen Fällen zugestanden worden; in anderen Fällen ist die Steuer dadurch umgangen worden, daß der Schuldner die Teilschuldverschreibungen nicht selber ausgab. Immerhin gibt es eine erhebliche Zahl von Anleihen, bei denen der Schuldner die Schuldverschreibungen ausgegeben hat, ohne daß ihm Steuerfreiheit gewährt worden wäre, und in diesen Fällen hat er in der Regel den Obligationären die Kapitalertragsteuer zurückzuerstatten. Wenn also in der letzten Spalte der Tabelle auf S. 20 zum Beispiel für die 7%igen, zu 90 übernommenen Anleihen der kirchlichen Wohlfahrtseinrichtungen als Mindestzinslast 8,01% eingetragen ist, so ist zu beachten, daß allein durch die von den Schuldner zu tragende Kapitalertragsteuer die Mindestzinslast auf 8,81% steigt.

Andere Nebenkosten des Schuldendienstes, die zum Beispiel für in Amerika aufgelegte Auslandsanleihen in Frage kommen, sind:

1. die Unterhaltung eines Übertragungs- und Eintragungsbureaus in New-York;
2. die Gebühren für die Notierung der Obligationen an der New-Yorker Börse;
3. die Erstattung der tatsächlichen Auslagen des Zahlungsagenten, Treuhänders usw., insbesondere
   a) Veröffentlichung und Versendung von Ankündigungen,
   b) Rechtsberatung für den Zahlungsagenten, Treuhänder usw.,
   c) Untersuchungen durch den Treuhänder,
   d) Prüfung der Bücher des Schuldners,
   e) Vollziehung von Urkunden durch den Treuhänder;
4. die Entschädigung des Zahlungsagenten, Treuhänders für seine Dienste.

4. Gesamtlast.

Die finanziellen Verpflichtungen der Schuldner sind so mannigfaltig und im ganzen so schwer in Zahlen zu messen, daß es unmöglich ist, sie genau zusammenzufassen. Als Beispiel sei nur erwähnt, daß die 25jährige 6½% Kölner Anleihe, die dem Zeichner eine Rendite von 7,64% bringt und eine Mindestzinslast von 8,23% auf den

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

übernahmepreis bedeutet, eine Gesamtlast von 9,2 % auf den Reinerlös darstellt. Dabei ist die Kölner Anleihe nicht sichergestellt; es entfallen also alle Unkosten für Treuhänder, Eintragung von Hypotheken usw. Die Kölner Anleihe ist recht groß; die festen Unkosten sind also verhältnismäßig gering. Auch ist die Kölner Anleihe von der Kapitalertragsteuer befreit. Jedenfalls dürfte man kaum fehlgehen, wenn man für den Durchschnitt aller deutschen Auslandsanleihen die jährliche Gesamtlast — Begebungskosten, Zinsen (einschließlich Aufgeld) und Nebenkosten des Schuldendienstes — auf reichlich 9½ % des Reinerlöses und reichlich 8½ % des Nennwertes schätzt.

Der gesamte Nennwert aller bis 30. Juni 1928 im Ausland aufgelegten deutschen Anleihen ist auf 6490660977 *RM* beziffert worden. Der Reinerlös betrug etwa 5,8 Milliarden Reichsmark. Der gesamte Schuldendienst, einschließlich Rückzahlung des Kapitals und Nebenkosten, ist für das nächste Vierteljahrhundert auf etwa 12 Milliarden Reichsmark zu veranschlagen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die Bedeutung des Auslandskredites für die deutschen Gemeinden.

Von

Dr. Oskar Mulert,
Präsident des Deutschen Städtetages.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Inhaltsverzeichnis.

Seite

I. Der Kapitalbedarf der deutschen Gemeinden 27
II. Die Deckung des Kapitalsbedarfs 32
III. Das Problem des kommunalen Auslandskredites 39
IV. Anleihekontrolle 44

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

I. Der Kapitalbedarf der deutschen Gemeinden.

Die Bedeutung des Auslandskredits für die deutschen Gemeinden läßt sich nur dann zutreffend beurteilen, wenn man Stellung und Aufgabenkreis der deutschen Gemeinden kennt. Von jeher waren diese anders geartet als in anderen Ländern, und zwar sowohl was das Verhältnis zum Staate, d. h. in Deutschland zu Reich und Ländern, wie auch was das Verhältnis zur Privatwirtschaft anlangte. Es handelt sich hier um einen lang andauernden geschichtlichen Entwicklungsprozeß. Nachdem die großen Reformgedanken des Freiherrn vom Stein zur Begründung der Selbstverwaltung zunächst der preußischen Städte durch die Städteordnung vom Jahre 1808 geführt hatten, hat die kommunale Selbstverwaltung in Deutschland an Ausdehnung, Umfang und Bedeutung ständig zugenommen. Von wenigen Ausnahmen abgesehen, besitzen die deutschen Gemeinden heute die Universalität der Zuständigkeit, d. h. sie haben das Recht, alle aus dem örtlichen Zusammenwohnen der Menschen sich ergebenden Aufgaben in den Kreis ihrer Betätigung einzubeziehen, soweit diese nicht durch Gesetz einer anderen Stelle vorbehalten sind. Die staatliche Aufsicht hat neben der freiwilligen mitberatenden Funktion vor allem die Aufgabe, die Einhaltung der Gesetzmäßigkeit der Verwaltung zu kontrollieren. Dieser grundsätzlich unbegrenzt weite Rahmen für die Betätigung der deutschen Gemeinden hat nach und nach auch praktisch eine immer weitere Ausfüllung erfahren. Das Recht der Betätigung der Gemeinden verwandelte sich im Laufe der Zeit in vielen wichtigen Beziehungen in eine durch Reichs- oder Landesgesetz festgelegte Pflicht. Nicht minder große Veränderungen aber erfuhr die kommunale Betätigung durch die freie Initiative der Selbstverwaltung. Bestimmt aber wurden letzten Endes beide Entwicklungsreihen durch die Wandlung der wirtschaftlichen und sozialen Verhältnisse und Anschauungen der großen Mehrheit des deutschen Volkes. Auch die Verhältnisse der Kriegs- und Nachkriegszeit haben in dieser Entwicklung keine grundlegende Änderung gebracht. Sie haben lediglich das Tempo beschleunigt. Ein solches Ergebnis aber erscheint selbstverständlich, wenn man die Verwüstungen der Menschen- und Wirtschaftswerte dieser Zeit be-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

denkt. Die Schwächung weitester Kreise durch Krieg und Inflation änderte die wirtschaftliche und soziale Struktur von Grund auf. Entsprechend der historischen Entwicklung wurde es selbstverständliche Aufgabe der Gemeinden, mit ihren gegenüber dem einzelnen unvergleichlich größeren und leistungsfähigeren Kräften die wirtschaftliche Produktion durch mannigfache Maßnahmen zu fördern, den wirtschaftlich Schwachen aber, die aus eigener Kraft nicht bestehen konnten, durch soziale Fürsorge beizustehen.

Diese Maßnahmen fanden in weitem Umfange ihre Bestätigung durch die Reichsgesetzgebung. Die deutschen Gemeinden sind von jeher sowohl Träger einer öffentlichen Hoheitsverwaltung, wie auch öffentliche Wirtschaftskörper gewesen. Die Gesetzgebungstätigkeit in Reich und Ländern, die den Gemeinden immer neue Pflichtaufgaben auferlegte, verursachte unmittelbar eine Vermehrung der Aufgaben der Gemeinden überhaupt. Die Durchführung dieser Aufgaben mußte also zur Ausdehnung wirtschaftlicher Betätigung der Gemeinden sowohl auf dem Gebiete der Hoheitsverwaltung wie dem der Wirtschaftsverwaltung führen.

Hierzu trat für die Städte ein weiterer besonderer Belastungsfaktor, der eine fortgesetzte Steigerung ihrer Aufgabenbelastung ergeben mußte. Die volle Durchführung der Freizügigkeit mußte im Zusammenhang mit der Umwälzung der wirtschaftlichen und sozialen Verhältnisse, nicht zuletzt auch der andauernden Krise in der Landwirtschaft, zu einem steigenden Zuzug weiter Kreise, insbesondere der mittellosen Bevölkerung, zu den Städten führen, in denen sie, wenn auch irrtümlich, leichtere Arbeitsgelegenheit oder Unterhaltung erhofften. So betrug dieser Wanderungszuwachs in der Zeit von 1919 bis 1928 z. B. für Berlin 372 000, Hamburg 121 000, Köln 50 000 Personen. Neben die Sorge für die ortsansässige Bevölkerung trat die Fürsorge für diese der öffentlichen Hilfe in der Regel besonders bedürftigen Zugewanderten.

Alle wichtigen Gebiete kommunaler Betätigung mußten so eine Ausdehnung erfahren, in erster Linie das große Gebiet der sozialen Fürsorge. Die laufenden und noch mehr die außerordentlichen Aufwendungen für das Wohlfahrtswesen nahmen derartig an Umfang zu, daß nach den Feststellungen der Reichsfinanzstatistik 1925 rund 46 % des Gesamtzuschußbedarfs der Gemeinden allein auf diesen Verwaltungszweig entfielen gegenüber rund 26 % im Jahre 1913. Zu den

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

laufenden Ausgaben für die Unterstützungsempfänger der allgemeinen Fürsorge, der Erwerbslosen- und Krisenfürsorge traten insbesondere Ausgaben für außerordentliche Notstandsmaßnahmen hinzu, die im Rahmen der produktiven Erwerbslosenfürsorge in Angriff genommen werden mußten. Alle Arten von Erdarbeiten, die es ermöglichen, eine große Anzahl von Handarbeitern zu beschäftigen, kommen hier in erster Linie in Betracht. In ähnlicher Art weisen auch die meisten anderen Zweige der Fürsorge neben den laufenden einmalige oder außerordentliche Ausgaben auf, so die heilende und vorbeugende Fürsorge für die Kranken und Gebrechlichen, die Kinder der ärmeren Schichten und dementsprechend der Bau, die Einrichtung und Erweiterung von Anstalten, wie Krankenanstalten und Kliniken, Alters- und Rentnerheimen, Geschlechtskrankenanstalten, Heimen und Tagesstätten für Kinder, Arbeits- und Werkstätten für Erwerbsbeschränkte u. dergl.

Auf dem Gebiete der Schule haben die deutschen Gemeinden besonders große Aufgaben sowohl pflichtmäßiger wie freiwilliger Art. Ist doch eine gute Ausbildung in der Schule erste Voraussetzung für spätere Qualitätsleistungen bei Hand- und Geistesarbeitern. Neben der Sorge für ein hochstehendes Volksschulwesen hat in neuerer Zeit der Ausbau von gewerblichen, kaufmännischen und hauswirtschaftlichen Berufsschulen, von kunstgewerblichen und Handwerkerfachschulen und dergl. erhöhte Bedeutung gewonnen. Für eine weiterführende Allgemeinbildung der männlichen und weiblichen Jugend sorgen die zahlreichen höheren und mittleren Schulen der Gemeinden. In weitestem Umfange liegen die finanziellen Verpflichtungen auf dem Schulgebiet den Gemeinden ob, so insbesondere auch hinsichtlich der äußeren Schulangelegenheiten, zu denen vor allem auch die Beschaffung und Ausrüstung der Schulgebäude gehört. Die ständig wachsende Bevölkerungszahl bedingt auch hier natürlich oftmals große einmalige Ausgaben.

Starke Verpflichtungen belasten die Gemeinden auch auf dem Gebiete der Polizei, insbesondere der Verwaltungspolizei, weil hier das Schwergewicht in einer vorsorgenden Betätigung liegt, wie z. B. der Siedlungs-, Bau- und Wohnungspolizei, der Markt-, Nahrungsmittel-, Gesundheits-, Viehseuchenpolizei, der Verkehrs- und Gewerbepolizei, der Feuerpolizei usw.

Aufgaben von außerordentlicher Größe sind den Gemeinden vor

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

allem in der Nachkriegszeit auf dem Gebiete des Wohnungsbaues und des Siedlungswesens zugewachsen. Hier hat der natürliche Zuwachs, sodann aber auch der Wanderungsüberschuß die Gemeinden im Zusammenhang mit den großen Schwierigkeiten der Nachkriegszeit vor Aufgaben von gewaltigem Ausmaß gestellt. Auskömmliches Wohnen ist auf die Dauer, besonders aber bei einer kulturell hochstehenden Bevölkerung, eine der wichtigsten Voraussetzungen wirklich produktiver Arbeitsleistung. Aufgelockerte Siedlungen, Anlage von Grünflächen und Erholungsplätzen, Straßenbau und Kanalisation, Verkehrsanlagen, vor allem aber die Herstellung der Wohnungen selbst sind hier die wichtigsten kommunalen Aufgaben, die ganz außerordentlich hohe Aufwendungen erfordern. Auch auf diesem Gebiet handelt es sich zum erheblichen Teil, wenn nicht um gesetzliche Pflichtaufgaben der Gemeinde, so doch um solche Aufgaben, denen sich die deutsche Gemeinde bei der Dringlichkeit der Aufgabe und der drängenden Not weitester Kreise der Bevölkerung schlechterdings nicht entziehen kann. Reich und Land auf der einen Seite, die Masse der Bevölkerung auf der anderen Seite, erwarten in gleicher Weise von den Gemeinden Initiative und Betätigung.

Das ganze Ausmaß der gemeindlichen Verwaltungstätigkeit spiegelt sich am besten in den Größenverhältnissen der erforderlichen allgemeinen Deckungsmittel wider. Vom Gesamtzuschußbedarf der öffentlichen Verwaltung des Reichs, der Länder und Gemeinden (ohne Hansestädte und ohne äußere und innere Kriegslasten des Reichs und Wehrmacht) entfällt nach der Reichsfinanzstatistik 1925 47,6 % auf die Gemeinden, während Reich und Länder mit 18,4 % bzw. 34,0 % partizipieren.

Handelt es sich bei der gekennzeichneten Betätigung auf dem Gebiete der sozialen Fürsorge, der Schule und der Polizei mehr um wirtschaftliche Auswirkungen sogenannter Hoheitsaufgaben, stellt auch das Gebiet des Wohnungs- und Siedlungswesens noch ein Grenzgebiet in dieser Hinsicht dar, so ist es klar, daß die eigentliche, unmittelbare wirtschaftliche Betätigung der Gemeinden noch in ganz anderem Maße finanzielle Aufwendungen bedingt. Die Gemeinden sind in ihrer wirtschaftlichen Betätigung Teile des gesamten Wirtschaftskörpers und deshalb in vollem Umfange auch dessen Gesetzen und Lebensbedingungen unterworfen. In höherem Maße noch als in der Privatwirtschaft waren die industriellen Anlagen der Gemeinden nach Beendigung

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

der Kriegs- und Inflationszeit überaltert, abgenutzt und damit zum Teil unproduktiv geworden. Die zehnjährigen rapiden Fortschritte der Technik waren nicht ausgenutzt. Die Größe der Anlage hatte mit der Steigerung des Bedarfs nicht Schritt gehalten. So galt es, Versäumtes in weitem Umfange nachzuholen, und zwar machte es hier keinen Unterschied, ob die wirtschaftlichen Anlagen der Gemeinde in erster Linie mehr der unmittelbaren Steigerung der Produktion dienten oder mehr die Versorgung der breiten Schichten der Bevölkerung insbesondere auf den Gebieten mit monopolartigem Charakter zum Ziele hatten. Zu der ersten Aufgabengruppe, die die Befriedigung lebenswichtiger Bedürfnisse der privaten Wirtschaft zum Ziele hatte, gehört vor allem die Lieferung von Gas, Wasser und elektrischer Kraft, die Förderung des Verkehrswesens, gleichviel, ob es sich dabei um Wege- und Straßenbau, um Straßen- oder Kleinbahnen, Kanäle, Häfen, Kraftwagen- und Luftfahrlinien und dergl. handelt. Auch die durch wirtschaftliche Bedürfnisse bedingte Verkehrswerbung sowie das Ausstellungs- und Messewesen gehören hierher. In die zweite Gruppe rechnen vor allem ebenfalls die großen Versorgungsbetriebe für Gas, Wasser und Elektrizität, die somit auch im engeren Sinne des Wortes kommunale Aufgaben erfüllen, die in der Nachkriegszeit besonders bedeutungsvoll geworden sind. Sie stellen die Versorgung der breiten Schichten der Bevölkerung, das unentbehrliche Lebensbedürfnis sicher und tragen — neben dem sozialen ein wichtiger finanzpolitischer Gesichtspunkt — zu der Finanzierung des durch eine ungünstige Gestaltung des Finanzausgleichs stark angespannten allgemeinen Haushalts der Gemeinden bei. Höchste Rationalisierung ist bei diesen Betrieben mit monopolartigem Charakter nicht nur eine innere Verpflichtung des Monopolinhabers, sondern auch im Interesse der Bevölkerung ganz unerläßlich. Nur auf diesem Wege ist es möglich, bei sinkenden oder mindestens nicht steigenden Preisen gleichbleibende oder wachsende Einnahmen für den Gemeindehaushalt zur Entlastung des Steuerdrucks zu erzielen. Die Gemeinden, und insbesondere die größeren und mittleren Städte, standen hierbei — abgesehen von der Notwendigkeit einer weitgehenden technischen Umstellung — wie auch auf anderen Gebieten insofern noch unter einem besonderen Zwang, als gerade hier der rapid wachsende Konsum dringliche Befriedigung erforderte. So hat sich der deutsche Elektrizitätskonsum von 1913 bis 1926 etwa vervierfacht, in ähnlicher, wenn auch nicht ganz so starker Weise sind die

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Verbrauchszahlen für Gas und Wasser gestiegen. Nur Kapitalinvestitionen größten Umfangs konnten hier einen wirklichen Ausgleich schaffen.

Es ist klar, daß solchen zum Teil zehn Jahre lang zurückgehaltenen Bedürfnissen gegenüber nun der Bedarf mit erhöhtem Nachdruck hervortrat und Befriedigung heischte, daß infolgedessen auch der Bedarf an Anlage- und Ausbaumitteln weit größeren Umfang als in der Vorkriegszeit annehmen mußte, dies um so mehr, als bei einem Vergleiche mit der Vorkriegszeit die Steigerung der Indexziffer um mehr als 50% für gleiche Leistungen höhere Nominalbeträge in Mark erforderte.

II. Die Deckung des Kapitalbedarfs.

Die Beschaffung der Mittel für außerordentliche Aufwendungen im Gemeindehaushalt kann theoretisch auf zwei Wegen geschehen.

Die natürlichste Deckungsart ist die durch außerordentliche Einnahmen, das heißt in erster Linie durch Schuldenaufnahme (Anleihen). Bei diesem Verfahren tritt zum Vorteil der Gegenwart eine Abwälzung der Belastung (Verzinsung und Tilgung) auf die Zukunft ein. Es kann unter bestimmten Voraussetzungen aber auch zweckmäßig, ja notwendig sein, zur Deckung außerordentlicher Aufwendungen einen anderen Weg einzuschlagen, nämlich laufende Mittel (Steuern) heranzuziehen, so daß im Gegensatz zu dem ersteren Verfahren eine verhältnismäßig starke Belastung der Gegenwart, insbesondere durch Steuererhöhungen, zugunsten künftiger Generationen die Folge ist.

Für die Frage, welche Ausgaben aus laufenden Einnahmen, also unter voller Belastung der Gegenwart, welche aus Anleihen, das heißt unter Heranziehung der Zukunft zu befriedigen waren, hatten sich in der Vorkriegszeit feste, nahezu allgemein anerkannte Grundsätze herausgebildet, die auch ihren Niederschlag in der Handhabung des staatsaufsichtsrechtlichen Genehmigungsverfahrens gefunden hatten. Danach sollten Kommunalanleihen nur aufgenommen werden zur Beschaffung der „Mittel für bestimmte unmittelbar bevorstehende außerordentliche Ausgaben zu gemeinnützigen, nicht bloß der näheren Gegenwart dienenden Zwecken, insbesondere für werbende Anlagen und für Ausgaben von dauerndem Nutzen, nicht aber für laufende oder sich alljährlich oder doch in kurzen Zwischenräumen wiederholende Ausgaben". Wenn es sich hierbei auch zunächst nur um preußische Grund-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sätze handelte, da die Genehmigung von Anleihen zur Zuständigkeit der Einzelstaaten gehörte, so galten materiell die gleichen Grundsätze im wesentlichen auch in den anderen Ländern, so daß man insofern von einem einheitlichen Zustande für Deutschland sprechen kann.

Die Verhältnisse lagen in der Vorkriegszeit verhältnismäßig einfach, da der Befriedigung des Kapitalbedarfs für die deutschen Gemeinden keinerlei Schwierigkeiten entgegenstanden. Einerseits waren, soweit Deckung durch laufende Mittel in Frage kam, weder Steuern noch Werktarife, gemessen an der heutigen Belastung, voll ausgeschöpft. Andererseits standen der weiteren Aufnahme von Anleihen durch die Gemeinden Bedenken weder vom allgemeinen noch vom kommunalpolitischen Standpunkt entgegen. Bei der durch Jahrzehnte andauernden — von den Konjunkturschwankungen abgesehen — gleichmäßig günstigen wirtschaftlichen Entwicklung schien überdies die teilweise Belastung der zukünftigen Generation im Wege der Anleiheaufnahme unbedenklich.

Für das letzte Vorkriegsjahr wird die Höhe der langfristigen Anleiheschulden sämtlicher deutschen Gemeinden und Gemeindeverbände ziemlich übereinstimmend auf annähernd 10 Milliarden ℳ geschätzt. Der jährliche Schuldenzuwachs hatte sich in den vorangehenden Jahren stark progressiv entwickelt (1911: Zugang 680 Millionen, 1912: 760, 1913: 850 Millionen ℳ). Im Gegensatz dazu war die Reichsschuld (1913 rund 4,9 Milliarden ℳ) in den letzten Vorkriegsjahren relativ konstant geblieben. Den absolut höchsten Schuldenstand zeigten 1913 die Länder (16 Milliarden), die vornehmlich mit den Eisenbahnanleihen belastet waren.

Einen Einblick in die Hauptverwendungsarten der Gemeindeanleihen der Vorkriegszeit gewähren die nachstehenden Angaben, die einer Schuldenstatistik für die deutschen Städte über 50000 Einwohner entnommen wurden[1].

Es entfielen in Prozenten rund

34 auf die sogenannten werbenden Anlagen im engeren Sinne (Gas-, Wasser-, Elektrizitätswerke, Hafenanlagen, Straßen- und Kleinbahnen usw.),

[1] Statistisches Jahrbuch deutscher Städte, 21. Jahrgang, S. 621: „Verwendungszwecke nach dem Schuldenstand von Ende des Rechnungsjahres 1912".

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

15 auf weitere, sich zum größeren Teil selbst tragende Anlagen (Markthallen, Vieh- und Schlachthöfe, Kanalisation, Badeanstalten usw.),

51 auf sonstige städtische Zwecke (Kulturaufgaben, reine Verwaltungsaufgaben usw.).

Die in ihren Anteilen recht bedeutungsvolle Sammelgruppe der „sonstigen städtischen Zwecke" umfaßte neben erheblichen Aufwendungen für kulturelle und dementsprechend nicht oder nur teilweise rentierliche Zwecke zu einem nicht unbedeutenden Teil auch Beträge, die für städtischen Grunderwerb aufgenommen wurden, einen Verwaltungszweig, welcher die Kosten für Verzinsung und Tilgung gleichfalls regelmäßig selbst trägt.

Das ständig wachsende deutsche Volkseinkommen und die daraus folgende ständig zunehmende Kapitalbildung ermöglichten es den Gemeinden, ihren Anleihebedarf neben Reich und Ländern in vollem Umfange auf dem Inlandsmarkt zu decken. Auch die damalige starke Zersplitterung des gemeindlichen Anleihewesens — an der Berliner Börse wurden im Jahre 1914 nicht weniger als rund 400 Anleihen notiert — und manche Mängel in der technischen Anleiheorganisation taten der leichten Unterbringungsmöglichkeit keinen Abbruch. Bei den Großstädten mit mehr als 100000 Einwohnern herrschte der 4%ige Typ, bei den mittleren und kleineren Städten mehr der 4½%ige Typ vor, bei einer Auszahlung nicht nennenswert unter pari.

Diese stetige und günstige Entwicklung wurde durch den Krieg jäh unterbrochen. Bei der Konzentration der gesamten Volkskraft auf die unmittelbar mit dem Kriege zusammenhängenden Aufgaben mußten die den Städten in Friedenszeiten obliegenden Aufwendungen, auch soweit sie dringlicher Natur waren, soweit als irgend möglich, zurücktreten. Der Kapitalmarkt vollends wurde, soweit es sich um langfristige Anlagen handelte, in vollem Umfange für die Bedürfnisse des Reichs reserviert. Diese sich aus der Gesamtsituation ergebende Auffassung wurde durch besondere Ersuchen und Äußerungen der maßgebenden Stellen, des Reichsbankdirektoriums sowie der preußischen Minister des Innern und der Finanzen, die die Kommunalaufsicht auf dem Anleihegebiet ausübten, unterstrichen. So standen den Gemeinden zur Befriedigung ihres außerordentlich herabgedrückten Bedarfs im wesentlichen nur kurzfristige Mittel zur

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Verfügung, deren Hergabe vorwiegend durch die öffentlichen Kreditinstitute, die Sparkassen, Girozentralen, Landesbanken, öffentlichrechtlichen Versicherungsanstalten und dergleichen erfolgte.

Mit der Beendigung des Krieges waren die einer Anleiheaufnahme der Gemeinden bisher entgegenwirkenden sachlichen Gründe und auch die formellen Bindungen zwar in Fortfall gekommen, die zerstörenden Auswirkungen der alsbald beginnenden Inflation verhinderten indessen jetzt in weitem Umfange eine langfristige Finanzierung des naturgemäß immer dringlicher auftretenden kommunalen Bedarfs. Auch der Notbehelf der Sachwert- und schließlich der Goldmarkanleihen brachte bei den geringen auf diese Weise zu erzielenden Mitteln keine nennenswerte Erleichterung. So mußte die Finanzierung der außerordentlichen Aufgaben in dieser Periode, soweit sie überhaupt möglich war, ähnlich wie bei der Privatwirtschaft, mehr und mehr aus laufenden Mitteln erfolgen. Das blieb so bis zur Stabilisierung der deutschen Währung; aber auch Anfang 1924 war an die Aufstellung eines regulären außerordentlichen Haushalts, der in der Vorkriegszeit durchschnittlich 25% des ordentlichen Etats ausmachte, noch nicht zu denken. Der Kapitalmarkt versagte sich allen größeren Kreditansprüchen vollständig. Erst im Laufe des Rechnungsjahres 1924 kamen nach und nach die wichtigsten außerordentlichen Projekte in Gang, was aber nur dem Umstande zu verdanken war, daß damals die unvorhergesehen reichlich fließenden Steuerquellen die Finanzierung einmaliger dringlicher Ausgaben gestatteten. Die damit parallel laufende steuerliche Überlastung der Wirtschaft führte dazu, daß der Ruf nach Erleichterung des Steuerdrucks immer lauter wurde. Außerordentliche Ausgaben zum größten Teil aus laufenden Einnahmen zu decken, ist ohne schwere volkswirtschaftliche Schäden eben nur in verhältnismäßig kurzen Übergangszeiten möglich. Die Belastung der Gegenwart war zu groß geworden. Zwei Wege standen zur Erleichterung der Lage offen, einmal die möglichste Einschränkung der außerordentlichen Ausgaben durch die Gemeinden, sodann die Übernahme der Deckung auf den außerordentlichen Etat durch Anleihen statt durch laufende Einnahmen. Dem erfolgreichen Beschreiten des ersten Weges waren enge Grenzen gezogen, denn es ist bereits darauf hingewiesen worden, daß die Zerrüttung der wirtschaftlichen und sozialen Verhältnisse auf Ausbau und nicht auf Abbau kommunaler Betätigung geradezu drängten. Zehn Jahre lang waren nennenswerte

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Kapitalinvestitionen in den kommunalen Anlagen nicht mehr vorgenommen, Erneuerungen und Erweiterungen erforderten im Interesse der gesamten Bevölkerung dringend Befriedigung. So sehr auch im einzelnen Fall Zurückhaltung geübt wurde, der dringlichste Bedarf mußte unter diesen Umständen nicht kleiner, sondern größer sein als in der Vorkriegszeit, in der ein fortschreitender Ausbau ohne Unterbrechung erfolgen konnte.

Die Gemeinden versuchten zunächst ihren Bedarf, wie auch früher, auf dem Inlandsmarkte zu befriedigen. Aber neben ihnen traten Reich, Länder, andere öffentlich-rechtliche Stellen und vor allem die Hypothekenbanken als Konkurrenten auf dem Inlandsmarkte auf, ganz abgesehen von der Privatwirtschaft und insbesondere deren Aktienemissionen. Einem solchen Ansturm konnte der Inlandsmarkt unmöglich gewachsen sein. So war ein Herantreten an den Auslandsmarkt unerläßlich; aber auch dieser Schritt ist zunächst durchaus zögerlich unternommen worden. Praktische und formelle Bedenken und Hemmungen verschiedener Art standen ihm entgegen. So ist die erste deutsche Kommunalanleihe im Auslande erst im Juli 1925 aufgenommen worden. Über die Entwicklung der Aufnahme kommunaler Anleihen im Auslande bis zum März 1928 unterrichtet die folgende Zahlenübersicht:

Auslandsanleihen, von Gemeinden aufgenommen.

1925	256,0	Mill. *RM*
1926	184,0	„ „
1927	108,0	„ „
1928 (bis Ende März)	2,0	„ „

Bis zum März 1928 beträgt die Gesamtaufnahme von Auslandsanleihen der deutschen Gemeinden 550 Millionen; demgegenüber stellt sich die Anleiheaufnahme der Länder auf 530 Millionen, die von Ländern und Kommunen insgesamt auf 1,1 Milliarde *RM*. Die Gesamtsumme der von Deutschland im Auslande aufgenommenen Anleihemittel (öffentliche Körperschaften und öffentliche und private Wirtschaft sowie Dawesanleihe von 960 Millionen) ist für den gleichen Zeitpunkt auf 5,6 Milliarden *RM* zu beziffern. Die von den deutschen Gemeinden aufgenommenen Auslandsanleihen betragen demnach rund 10% der von Deutschland aufgenommenen Auslandsanleihen überhaupt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Für die Beurteilung der obigen Zahlenübersicht ist noch bedeutungsvoll, daß der 1927 ausgewiesene Betrag von 108 Millionen *RM* im wesentlichen allein in den ersten neun Monaten des Jahres hereingenommen wurde. Ende September 1927 stellte die Beratungsstelle für Auslandsanleihen ihre Tätigkeit ein und machte dadurch die Aufnahme weiterer langfristiger Auslandskredite für die Kommunen unmöglich. Die Städte waren selbstverständlich nicht in der Lage, ihren vorhandenen Bedarf für begonnene Neuanlagen ohne weiteres abzudrosseln. Sie mußten daher im stärkeren Maße zu kurzfristigen Krediten greifen. Nach der neuesten Erhebung des Deutschen Städtetages machte am 31. März 1928 die kurzfristige Schuld der Städte mit mehr als 25000 Einwohnern 665 Millionen *RM* aus, ein Betrag, der ausnahmslos am Inlandsmarkt aufgenommen war. Dabei ist selbstverständlich nicht ausgeschlossen, daß den Geldgebern ihrerseits ausländische Kreditquellen zur Verfügung standen. Ein Teil der kurzfristigen Schulden wird durchaus als normal anzusehen sein, da es sich auch vor dem Kriege aus der kommunalen Wirtschaftsführung ergab, daß auf spätere langfristige Anleihen durch Hereinnahme kurzfristiger Kredite vorgegriffen wurde. Dagegen bedarf der Restbetrag der kurzfristigen Schuld, weil in den gekennzeichneten Ausnahmeverhältnissen begründet, einer baldigen Konsolidierung.

Für das Verhältnis von Inlands- und Auslandsverpflichtungen der deutschen Gemeinden und den Vergleich mit der Vorkriegszeit sind einige zahlenmäßige Angaben von Nutzen. Nach einer vom Deutschen Städtetag für den 31. März 1928 veranstalteten Erhebung, die erstmalig den Stand der Anleiheverpflichtungen, und zwar für sämtliche deutschen Städte über 25000 Einwohner, erfaßt, ergibt sich folgendes Bild:

Langfristige Anleiheschuld, Stand am 31. März 1928.

Inlandsanleihen		1397 Mill. *RM*
Auslandsanleihen	eigene Auslandsschulden der Städte	487 Mill. *RM*
	für vergesellschaft. Betriebe (100 % städtisches Kapital)	128 Mill. *RM* = 615 Mill. *RM*
	Zusammen	2012 Mill. *RM*

Für Großstädte mit mehr als 100000 Einwohner stellen sich die langfristigen Schulden auf:

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Inlandsanleihen		789 Mill. *RM*
Auslandsanleihen	eigene Auslandsschulden der Städte	418 Mill. *RM*
	für vergesellschaft. Betriebe (100 % städtisches Kapital)	122 Mill. *RM* = 540 Mill. *RM*
	Zusammen	1329 Mill. *RM*

Mithin machten die im Auslande aufgenommenen Anleiheschulden rund 41 % der gesamten langfristigen Anleiheverschuldung dieser Städtegruppe aus. Von dem absoluten Gesamtbetrage der Auslandsanleihen entfielen rund 88 % auf die Großstädte.

Beim Vergleich dieser Zahlen mit der Vorkriegsanleiheverschuldung, die für die Städte mit mehr als 25000 Einwohnern am Ende des Rechnungsjahres 1913 rund 6,2 Milliarden Vorkriegsmark ausmachte, muß die aus der Reichsrichtzahl sich ergebende Steigerung der allgemeinen Lebenshaltungskosten um rund 50 % mitberücksichtigt werden, so daß bei einer Umrechnung auf Reichsmark einem Vorkriegskopfbetrag von rechnungsmäßig rund 450 *RM* für die gesamte langfristige Anleiheverschuldung im Jahre 1928 ein Kopfbetrag von rund 120 *RM* gegenübersteht, von dem rund 37 *RM* auf die Auslandsverschuldung entfallen.

Von besonderer Bedeutung für die Beurteilung des Problems ist schließlich ein Überblick über die Verwendung dieser rund 615 Millionen langfristiger Auslandsschulden (das ist einschließlich der durch die vergesellschaften Betriebe mit 100 % städtischem Kapital aufgenommenen Anleihen), den die nachstehende Tabelle, getrennt für Inlands- und Auslandsanleihen ergibt. Wenn auch diese statistischen Erhebungen nur die Gemeinden bis zu 25000 Einwohnern erfaßt haben, so ist damit doch für die Gesamtheit der deutschen Gemeinden ein zutreffendes Bild gezeichnet, weil die von diesen Gemeinden aufgenommenen Auslandsanleihen rund 90 % der von deutschen Gemeinden überhaupt im Auslande aufgenommenen langfristigen Schulden ausmachen. (Siehe Tabelle S. 39.)

Danach sind rund 94 % dieser Anleihen den Versorgungsbetrieben (Gas-, Wasser-, Elektrizitätsanstalten) und den Verkehrsunternehmungen zugeführt worden. Geringfügige Teilbeträge der Auslandsanleihen haben in Übereinstimmung mit den betreffenden Genehmigungsurkunden für Kanalisation, Wohnungsbau, Schlachthöfe, Markthallen und Straßenbau Verwendung gefunden. Der bei der Gruppe „allgemeine Verwaltungszwecke" aufgeführte Betrag von 26,7 Mil-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

lionen ℳ betrifft Auslandsanleihen, die eine Anzahl von Städten während des Krieges für Kriegswohlfahrtszwecke im neutralen Ausland, insbesondere in der Schweiz, aufgenommen hatten. Die Zusammendrängung der Verwendung der Auslandsanleihen auf die im engsten Sinne sogenannten „produktiven" Betriebe ist also besonders hervorstechend. Der Unterschied in der Verwendung gegenüber den Inlandsanleihen wird deutlich erkennbar. Es zeigt sich, daß wichtigste kommunalpolitische Aufgaben lediglich durch die Inanspruchnahme des Auslandsmarktes für die Beschaffung des Kapitalbedarfs haben befriedigt werden können.

Verwendungszwecke der langfristigen Anleiheschulden. Stand am 31. März 1928.

Verwendungszwecke	absolut in 1000 ℳ		i. vom Hundert	
	Inland	Ausland	Inland	Ausland
Gasversorgung	38 986	59 333	2,8	9,7
Wasserversorgung	17 374	63 480	1,2	10,3
Elektrizitätsversorgung	67 786	316 126	4,9	51,4
Verkehrsunternehmungen (einschließlich Hafenbetriebe)	122 835	138 408	8,8	22,5
Kanalisation	64 122	1 809	4,6	0,3
Wohnungsbau und Siedlungswesen	393 513	2 730	28,2	0,4
Landwirtschaft	8 153	—	0,6	—
Schlachthöfe	15 632	321	1,1	0,1
Markthallen	2 243	2 414	0,2	0,4
Stadthallen	10 071	—	0,7	—
Übrige, den Schuldendienst selbst bestreitende Unternehmungen (Badeanstalten, Friedhöfe, Krematorien, Kiesgruben usw.)	64 319	3 255	4,6	0,5
Straßen-, Wege-, Brückenbau und Unterhaltung	190 682	66	13,6	0,0
Schulwesen	64 554	—	4,6	—
Krankenhäuser	42 094	—	3,0	—
Anstalten der Wohlfahrtspflege	9 742	11	0,7	0,0
Allgemeine Verwaltungszwecke und Sonstiges	268 390	26 738	19,2	4,4
Noch nicht verwendete Anleihereste	17 032	—	1,2	—
Zusammen:	1 397 528	614 691	100,0	100,0

III. Das Problem des kommunalen Auslandskredites.

Bei dieser Sachlage kann es verwunderlich erscheinen, daß das Problem der kommunalen Auslandsanleihen überhaupt Gegenstand so scharfer Auseinandersetzungen in der publizistischen und politischen Öffentlichkeit werden konnte, wie es im letzten Jahre tatsächlich der

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Fall gewesen ist. Gegenüber den von einzelnen Seiten in dieser Hinsicht geäußerten besonderen Bedenken muß zunächst erneut auf die verhältnismäßige Geringfügigkeit der kommunalen Auslandsverschuldung hingewiesen werden. Wie man sich auch zu dem Problem der gesamtdeutschen Auslandsverschuldung stellen mag, der Anteil der Gemeinden mit rund 10% der gesamten deutschen Auslandsverschuldung kann hierbei jedenfalls nicht ausschlaggebend ins Gewicht fallen. Nach Lage der Verhältnisse ist es aber von Bedeutung, sich, wenigstens in aller Kürze, mit den wichtigsten hierbei zur Erörterung kommenden Gesichtspunkten auseinanderzusetzen.

Wirtschaftliche, währungspolitische und reparationspolitische Bedenken sind gegen eine Auslandsverschuldung der deutschen Gemeinden ins Feld geführt worden. Mit besonderer Hartnäckigkeit wurde dabei immer erneut der Einwand erhoben, daß Auslandsanleihen nur für unmittelbar produktive Zwecke aufgenommen werden dürften. Unter „produktiv" wollte man hierbei teils nur solche Betriebe, die unmittelbar Devisen schaffen, teils solche verstehen, die eine privatwirtschaftliche Rentabilität nachwiesen. Die Unrichtigkeit beider Auffassungen ist heute weitgehend erkannt und anerkannt. Solche Bedenken verkennen, ganz abgesehen von der schiefen Auffassung der Beziehungen zwischen inländischem und ausländischem Kapitalmarkt, den inneren Zusammenhang allen volkswirtschaftlichen Geschehens. Auch die Exportbetriebe können nur dann richtig arbeiten, wenn die für ihre Existenz erforderlichen wirtschaftlichen Voraussetzungen gegeben sind, die erst durch zahlreiche andere Betriebe, die ihrerseits nicht unmittelbar Devisen schaffen, ermöglicht werden. Privatwirtschaftliche Rentabilität braucht sich aber vom Standpunkt der gesamten Volkswirtschaft in keiner Weise mit volkswirtschaftlicher Produktivität zu decken. So sind beispielsweise gute Schulen, insbesondere Fach- und Fortbildungsschulen, die unbezweifelbare Vorbedingung der Ausbildung des Qualitätsarbeiters und deshalb volkswirtschaftlich in höchstem Maße produktiv, wenn sie auch nicht privatwirtschaftlich „rentabel arbeiten", das heißt Verzinsung und Amortisation aus sich selbst heraus — etwa aus den Schulgeldern — aufbringen. Der gleiche Gedanke ließe sich für zahlreiche andere Zweige öffentlicher Betätigung durchführen, sei es, daß es sich um die polizeiliche Tätigkeit handelt, da Ruhe, Sicherheit und Ordnung die Grundlagen jeder wirtschaftlichen Arbeit überhaupt sind, oder um den großen Kreis

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sozialer Maßnahmen, die der Erhaltung, Gesundung und Ertüchtigung des Menschen, also der menschlichen Arbeitskraft, dienen.

Selbstverständlich ist dabei freilich, daß diese Aufwendungen sich in einem angemessenen Verhältnis zum Bedürfnis und zur Leistungsfähigkeit der Gesamtvolkswirtschaft halten müssen, und daß Sparsamkeit in allen den Fällen, in denen Verzinsung und Amortisation von Investitionen der öffentlichen Hand durch Steuern oder Beiträge aufgebracht werden müssen, besonders sorgsam gepflegt werden muß. Der statistisch nachgewiesene durchaus mäßige Umfang der kommunalen Auslandsanleihen und die Art ihrer Verwendung beweisen, daß diesen Erfordernissen Rechnung getragen worden ist. In den Grenzen sparsamer und rationeller Verwendung aber muß eine dem Nutzen der gesamten Volkswirtschaft dienende öffentliche Betätigung in gleichem Maße als produktiv anerkannt werden, gleichviel, ob sie in sich eine privatwirtschaftliche Rentabilität aufweist oder nicht. Der Bau einer wirtschaftsfördernden Fachschule, der Bau von dringend erforderlichen Arbeiterwohnungen ist, volkswirtschaftlich betrachtet, ganz gewiß weit produktiver als die Errichtung eines Vergnügungsparks oder Tanzpalastes, selbst wenn letzterer privatwirtschaftlich eine noch so gut rentierende Unternehmung darstellt. Hieraus ergibt sich, daß ein Unterschied zwischen Inlands- und Auslandsanleihen unter wirtschaftspolitischen Gesichtspunkten überhaupt nicht gemacht werden kann. Mehr und mehr ist denn auch dieser Zusammenhang erkannt worden, und das Hervorkehren jenes mißverstandenen Merkmals der „Produktivität" ist eigentlich im wesentlichen zu einer Handhabe geworden, die Zahl und Höhe der Anträge auf Befürwortung von Auslandsanleihen herabzusetzen. Daß die Handhabung eines solchen untauglichen Mittels schließlich in „freies Ermessen" unter Umständen in „Willkür" ausarten muß, wird sich bei den weiteren Erörterungen noch zeigen.

Ziel aller Kreditpolitik muß zugleich sein, die innere deutsche Kapitalbildung soweit zu kräftigen, daß sie in möglichst kurzer Zeit in der Lage ist, den Kapitalbedarf Deutschlands zu decken. Dieser erstrebenswerte Zustand kann nur erreicht werden auf dem Wege einer Intensivierung der deutschen Wirtschaft, die wiederum abhängig ist von der Vermehrung des ihr zur Verfügung stehenden Kapitalvorrats, da das andere Produktionselement, die Arbeitskraft, in ausreichendem Maße gegeben ist. Bestimmend für die Hereinnahme von Auslands-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

kapital sollte also die Erwägung sein, in welchem Umfange Auslandskredite für den Wiederaufbau der deutschen Wirtschaft nötig sind und wieweit sich durch Kapitaleinfuhr die produktiven Möglichkeiten direkt oder indirekt weiter steigern lassen. In diesem Gedankengang liegt zugleich auch ein wesentliches konjunkturpolitisches Moment: die Kapitaleinfuhr hat die natürliche Tendenz, die Konjunktur zu beleben und zu unterhalten, also das Ziel einer jeden Konjunkturpolitik, einen möglichst hohen Beschäftigungsgrad der Volkswirtschaft, erreichen zu helfen.

Unter dem Gesichtspunkt vorteilhafter Kreditversorgung der deutschen Gesamtwirtschaft ist aber gerade auch in der Aufnahme von Auslandskrediten durch die Gemeinden ein überaus wertvoller Faktor deshalb zu erblicken, weil die Gemeinden als Geldnehmer, wie die Erfahrung gezeigt hat, besonders günstige Anleihebedingungen im Auslande, besonders in Amerika, erhalten und deshalb in der Lage sind, der deutschen Volkswirtschaft den billigsten Kredit zu vermitteln.

Neben der wirtschaftspolitischen Seite sind die besonderen Auswirkungen des Auslandskredits auf die Währung und die Reparationspolitik zu beachten. Beide Fragen haben in letzter Zeit eine ausführliche Erörterung in Wissenschaft und Fachwelt gefunden. Die überwiegende Meinung geht dabei dahin, daß die Auslandsanleihen die Währung nicht gefährden können, da die Festigkeit der Währung wesentlich von der Begrenzung des Zahlungsmittelumlaufs abhängt und die durch die Umwandlung von Anleihedevisen in Reichsmark erfolgende Umlaufserweiterung sich von selbst korrigiert. Diese Tatsache ist durch die Vorgänge der letzten Jahre bestätigt worden. Die passive Handelsbilanz ist eine notwendige Begleiterscheinung der Auslandskredite. Sie wird einer Aktivierung Platz machen, sobald nach genügender Steigerung der Produktivität der deutschen Wirtschaft keine Auslandskredite mehr hereingenommen werden. Bedenklich, wenn auch weniger nach der währungspolitischen Seite, sondern wegen der Gefährdung des Wirtschaftslebens ist allerdings eine übermäßige Aufnahme kurzfristigen Auslandskredits, die aber gerade durch die übermäßige Drosselung der langfristigen Anleihen gefördert wird.

Bei Untersuchung der Zusammenhänge zwischen Auslandskrediten und Reparation muß unterschieden werden zwischen der Aufbringung der Reparationsleistungen und ihrer Übertragung an die Gläubiger. Die Aufbringung der Reparationslasten wird durch die Aufnahme von

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Auslandsanleihen niemals gefährdet werden können. Bei der Stärkung der Leistungsfähigkeit der Gesamtwirtschaft, die der Erfolg einer verständigen Aufnahme von Auslandskredit ist, wird im Gegenteil die Möglichkeit, Reparationszahlungen zu leisten, verstärkt. Würde man die Möglichkeit, Auslandskredite hereinzunehmen, unterbinden, so wäre die Verminderung der Leistungsfähigkeit der deutschen Wirtschaft auch für Reparationszahlungen die Folge.

Auch das Bedenken, daß durch die Aufnahme von Auslandsanleihen die Auszahlung der nach dem Dawesplan fälligen Annuitäten an die Gläubiger in ausländischem Gelde, der „Transfer", zum Nachteil der deutschen Volkswirtschaft zu sehr erleichtert würde, kann bei richtiger Auslegung nicht stichhaltig erscheinen. Nach dem Dawesplan muß der Reparationsagent bei seinen Transferierungen Rücksicht nehmen auf den Stand der deutschen Währung. Die Anschaffung von Devisen darf nur in dem Umfange stattfinden, als es ohne Gefährdung der Stabilität der Reichsmark möglich ist. Darüber hinaus müssen, um die deutsche Wirtschaft nicht zu gefährden, ausreichende Devisenreserven vorhanden bleiben, die dem Bedarf der deutschen Wirtschaft genügen, also auch den Dienst der Auslandsanleihen ermöglichen. Dieser Standpunkt entspricht durchaus dem Sinne des Dawesplanes, der davon ausgeht, daß Deutschland erst die Mittel für seinen eigenen Unterhalt haben muß, ehe es Reparationszahlungen leisten kann. Die Fähigkeit Deutschlands zum Reparationstransfer wird also bei richtiger und verständnisvoller Auslegung der maßgebenden Bestimmungen und der wirtschaftlichen Zusammenhänge niemals allein nach dem Maße der infolge von Auslandsanleihen zufällig verfügbaren Devisen, sondern lediglich nach der wirklichen Leistungsfähigkeit der Gesamtwirtschaft beurteilt werden können. Diese Zusammenhänge liegen hier so klar, daß auch das vorübergehende Angebot der aus Auslandsanleihen herrührenden Devisen auf dem Inlandsmarkt eine Verdunkelung nicht gut herbeiführen kann. Die Gesichtspunkte, die sich aus diesen Überlegungen ergeben, sind im übrigen — dies muß besonders betont werden — eine Sache der deutschen Gesamtkreditwirtschaft, sie können nur in engem Zusammenhang mit dieser, nicht aber einseitig hinsichtlich der kommunalen Kreditwirtschaft allein erörtert werden. Bei diesem innigen und unlösbaren Zusammenhang ist deshalb auch eine Ausnahmebehandlung des kommunalen Anleihebedürfnisses schlechterdings nicht zu rechtfertigen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

IV. Anleihekontrolle.

Bei der vorgeschilderten Sachlage bedarf die Frage der Prüfung, ob das jetzige Verfahren bei der Bewilligung von kommunalen Auslandsanleihen den allgemeinen wie den kommunalpolitischen Gesichtspunkten gerecht wird. Auslandsanleihen bedürfen, wie kommunale Anleihen überhaupt, nach dem geltenden Verwaltungsrecht der deutschen Länder, abgesehen von der Beschlußfassung durch die städtischen Körperschaften, der Genehmigung der zuständigen staatlichen Stellen (in Preußen der Genehmigung des Bezirksausschusses), die Ausgabe von Inhaberanleihen außerdem nach § 795 BGB. der Genehmigung der Landeszentralbehörde (in Preußen: Minister des Innern und der Finanzen). Darüber hinaus besteht seit Anfang 1925 die in der Öffentlichkeit viel erörterte Einrichtung einer besonderen Beratungsstelle für Auslandsanleihen beim Reichsfinanzministerium. Die Beratungsstelle für Auslandsanleihen ist ein Organ zur maßgeblichen Begutachtung aller öffentlichen Anleihevorhaben, das auf dringliche Initiative des Reichsfinanzministeriums im Wege einer festen, zur Zeit für zwei Jahre laufenden Vereinbarung der Länder geschaffen worden ist. Die Länder haben sich durch diese Vereinbarung verpflichtet, alle einzelnen Anleiheanträge ihrer Kommunen — ebenso wie ihre eigenen — der Beratungsstelle zur Begutachtung vorzulegen und bestimmte Richtlinien für die Aufnahme von Auslandskrediten innezuhalten. Von der zustimmenden Begutachtung durch die Beratungsstelle wird die Genehmigung der Anleihe durch die Landesbehörde abhängig gemacht, so daß praktisch dem Votum der Beratungsstelle ein schlechthin ausschlaggebendes Gewicht beigemessen wird. Nach den erwähnten Richtlinien werden die Anleiheanträge hinsichtlich ihrer „Produktivität" und Dringlichkeit, hinsichtlich der übernommenen Anleihebedingungen (Höchstbelastung), ferner aber auch unter Berücksichtigung der allgemeinen wirtschafts- und währungspolitischen Verhältnisse einer Prüfung unterzogen. Die Beratungsstelle setzt sich zusammen aus je einem Vertreter des Reichsfinanzministeriums, des Reichswirtschaftsministeriums und des Reichsbankdirektoriums, dem Präsidenten der Preußischen Staatsbank sowie dem Präsidenten der Bayerischen Staatsbank. Zu diesen ständigen Mitgliedern tritt als sechstes Mitglied ein Vertreter des Landes, das den Antrag für sich oder eine Kommune stellt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Nicht näher erörtert zu werden brauchen im vorliegenden Zusammenhang die staatsrechtlichen und formalen Grundlagen dieser Einrichtung. Die Beratungsstelle ist, wenn auch Ländervertreter in ihr mitwirken, der Sache nach eine Reichseinrichtung. Es handelt sich in Wirklichkeit darum, daß auf einem sehr wichtigen Verwaltungsgebiet eine weitgehende Einschränkung der bisherigen Zuständigkeit der Länder zugunsten des Reichs stattgefunden hat. Die Art zentraler Zwangsbewirtschaftung, wie sie in der Tätigkeit der Beratungsstelle zutage getreten ist, erscheint auf alle Fälle überaus anfechtbar. Es soll nicht geleugnet werden, daß für eine gewisse Übergangszeit ein reichsseitiges Eingreifen auf dem Gebiet der öffentlichen Auslandsanleihen von Nutzen gewesen ist. Die Einschaltung starker Hemmungen bei der Aufnahme von Auslandskrediten hat in der Zeit der Desorganisation des inländischen und auch teilweise der ausländischen Geld- und Kapitalmärkte einen wahllosen Ansturm auf den Auslandsmarkt, der ungünstige Auswirkungen auch auf die Geldgeberseite haben mußte, verhindert.

Auf der anderen Seite haben aber die Erfahrungen der letzten Jahre bei diesem ganzen System eine Fülle von Mängeln und Schäden erwiesen, die die erreichbaren Vorteile weitaus überwiegen und angesichts derer die Frage aufgeworfen werden muß, ob nicht das erstrebenswerte Ziel einer zurückhaltenden Anleihepolitik der öffentlichen Körperschaften auf andere Weise als durch die von der Beratungsstelle ausgeübte zentralistische Zwangswirtschaft erreicht werden kann.

Zunächst hat sich, allgemein kommunalpolitisch gesehen, eine vom Verwaltungsstandpunkt aus höchst unzweckmäßige Doppelaufsicht, ein Nebeneinander von Reichs- und Länderverwaltungen herausgebildet mit dem Ergebnis, daß die daraus entstehenden außerordentlichen Erschwernisse und Verzögerungen sich zum Schaden der anleiheheischenden Gemeinden auswirkten. Durch das Dazwischentreten der Beratungsstelle tritt eine außerordentliche Verzögerung des ganzen Verfahrens ein. Dies gilt auch dann, wenn die Beratungsstelle nicht, wie dies im vergangenen Winterhalbjahr geschehen ist, einfach ihre Arbeit einstellt und damit eine Lahmlegung aller Anleiheverhandlungen überhaupt herbeiführt. Die Folge ist, wie die Erfahrung immer wieder gezeigt hat, daß der richtige Zeitpunkt zur Begebung der Anleihen versäumt wird. Dies hat sich mit besonderer Stärke auch bei der Auf-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

legung der letzten deutschen kommunalen Auslandsanleihen im Mai dieses Jahres gezeigt. Die Praxis der Beratungsstelle führt also vielfach gerade zum Gegenteil rationeller Anleihepolitik und muß deshalb im Erfolge eine Mehrbelastung der deutschen Gemeinden bei den Anleihebedingungen zur Folge haben.

Es stellt sich eben heraus, daß eine derart zentralisierte und bureaukratisch organisierte Kontrollstelle in ihrer Organisation den ihr gestellten Aufgaben auch bei vollem Bemühen und bei aller Sachkunde ihrer Mitglieder nicht gerecht werden kann. Auf der einen Seite ist es für sie im Grunde doch ganz unmöglich, die Bedürfnisse jeder einzelnen Gemeinde, die ihr persönlich unbekannt sind, richtig zu beurteilen. Auf der anderen Seite hat sich aber auch gezeigt, daß eine solche Zentralstelle auch gegenüber der feinen Empfindlichkeit und dem schnellen Wechsel des internationalen Geldmarktes letzten Endes versagen muß. Der Vorschlag des Deutschen Städtetages, diese Mängel wenigstens in etwas durch den Eintritt eines mit den praktischen Verhältnissen ständig vertrauten und mitverantwortlichen Vertreters der kommunalen Selbstverwaltung auszugleichen, ist leider abgelehnt worden.

Der Hauptfehler der gegenwärtigen Anleihekontrolle liegt aber darin, daß dabei eine einheitliche Kapitalmarktpolitik überhaupt unmöglich ist. Man hat einen Mittelweg zwischen freiem Spiel der Kräfte auf dem Geld- und Kapitalmarkt und staatlicher Planwirtschaft einzuschlagen versucht.

Die öffentlichen Anleihen unterliegen der Kontrolle der Beratungsstelle, die Kreditaufnahme durch Privatpersonen oder juristische Personen des Privatrechts dagegen nicht. Eine solche Trennung verkennt den inneren untrennbaren Zusammenhang zwischen Privatwirtschaft und öffentlicher, insbesondere kommunaler Wirtschaft. Sie verkennt ebenso die enge Verbindung der Geldmärkte des In- und des Auslandes. Kein Teil der Volkswirtschaft muß zur Unterstellung unter eine Planwirtschaft als ungeeigneter angesehen werden als gerade der sich jedem reglementierenden Zwange seinem Wesen nach entziehende Geld- und Kreditverkehr. So muß das Schaffen von Hemmungen an einer Stelle lediglich Verschiebungen an anderer Stelle zur Folge haben. Der gerade Weg wird unterbrochen zugunsten eines anderen, häufig weniger wirtschaftlichen Umweges. Die Folge ist mit Notwendigkeit eine Verteuerung des Auslandskredits für die deutschen

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Gemeinden und damit eine Mehrbelastung der gesamten Volkswirtschaft. Die Verschiebung der Finanzierung einer kommunalen Unternehmung von der Gemeinde auf die Lieferfirma ist nur ein Beispiel unter vielen, die einen solchen verteuernden Umweg andeuten. Eine künstliche Absperrung des Inlandsmarktes vom Auslandsmarkt hat sich als völlig unmöglich erwiesen. Die Verbundenheit der internationalen Geld- und Kapitalmärkte, das Fluktuieren der Kapitalströme bewirkt, daß das Auslandsgeld trotz aller Hemmungen hereinströmt, wenn ihm die Anlage auf dem deutschen Markte gewinnbringend erscheint. Es kommt dann nur in anderen Formen herein und wesentlich teurer. Die Einfuhrsperre hat sich andererseits auch in einer Reihe von Fällen insofern als praktisch unwirksam erwiesen, als die Zeichnung oder der Ankauf von deutschen Inhaberschuldverschreibungen durch das Ausland eben doch nicht verhindert werden konnte. Die Verhinderung langfristiger Anleihen durch die von der Beratungsstelle letzthin fast ein Jahr hindurch geübte Anleihesperre führte, wie bereits ausgeführt, zu dem Anschwellen der kurzfristigen Kredite. Diese aber sind sowohl für die Kreditnehmer wie schließlich auch für die Entwicklung der Wirtschaft und der Währung wesentlich gefährlicher als der fundierte langfristige Kredit.

Eine weitere schädliche Folge der zwangswirtschaftlichen Absperrung der Gemeinden vom Auslandsmarkt ist die übermäßige Abdrängung ihres Kapitalbegehrs auf den Inlandsmarkt. So richtig es ist, das auf dem Inlandsmarkt vorhandene Kapital heranzuziehen, so nachteilig muß eine übermäßige Inanspruchnahme, die diesen Markt wieder zur Erschöpfung bringt, für die gesamte Volkswirtschaft sich auswirken.

Das jetzige System mit dem ihm anhaftenden Mängeln erscheint auf die Dauer nicht haltbar. Eine Ausdehnung der bestehenden zentralen Zwangsbewirtschaftung, sei es auf die Privatwirtschaft, sei es auf den Inlandsmarkt, ist schlechterdings unmöglich. Die geschilderten Nachteile würden vervielfacht werden. Endziel einer Reform wird daher die Beseitigung der Anleihezwangswirtschaft in ihrer bisherigen Gestalt sein müssen. Inbetreff der Auslandsanleihen der Gemeinden muß davon ausgegangen werden, daß die dezentralisierte Kontrolle, wie sie in dem allgemeinen kommunalrechtlichen Genehmigungsverfahren enthalten ist, ausreichend erscheint, und daß die Schaffung weiterer zusätzlicher zentralbehördlicher Kontrolleinrichtungen abzu-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

lehnen ist, weil sie den Verwaltungsreform- und Rationalisierungsbestrebungen zuwiderläuft.

Der Weg zu diesem Ziel muß bis zur Wiederherstellung eines normalen Gleichgewichtszustandes auf dem Kapitalmarkt über eine vorsichtige Verständigung aller hauptbeteiligten Kapitalmarktinteressenten gehen. Dieser Weg ist bereits in der Praxis weit erfolgreicher beschritten, als im allgemeinen bekannt ist. Die große Mehrzahl der Gemeinden nimmt nicht mehr Einzelanleihen auf, sondern beteiligt sich an Sammelanleihen der Deutschen Girozentrale und der anderen kommunalen Kreditinstitute. Darüber hinaus muß aber auch ein Benehmen mit denjenigen Gemeinden eintreten, die auf Grund besonderer Leistungsfähigkeit selbständig auf den Anleihemarkt gehen. Weiterhin aber muß, um eine zu starke und stoßweise Beanspruchung des Geldmarktes zu verhindern, eine Fühlungnahme hergestellt werden des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes und seiner Bankanstalt mit allen anderen für Emissionen in Frage kommenden öffentlichen und privaten Bankanstalten. Eine solche Anregung ist gerade in den letzten Wochen von dem Präsidenten der Deutschen Girozentrale in der Öffentlichkeit bereits gegeben. Darüber hinaus wird der Einfluß der gemeindlichen Selbstverwaltung und der kommunalen Spitzenverbände sich im gleichen Sinne auswirken. Die Gemeinden verschließen sich nicht der Notwendigkeit einer sparsamen und zurückhaltenden Kreditpolitik und einer freiwilligen und planmäßigen Rationalisierung der Kreditversorgung. Die Spitzenverbände der Gemeinden, insbesondere der Deutsche Städtetag, haben ihren Einfluß in diesem Sinne geltend gemacht.

Nur auf diese Weise erscheint eine einheitliche und zielbewußte Kapitalmarktpolitik möglich, nicht dagegen auf dem Wege schematisierenden und drosselnden Zwanges. Mit wachsender Konsolidierung der Geldmarktverhältnisse im In- und Auslande, mit gleichmäßigerem Auftreten der Nachfrage und einem zunehmenden Ausgleich gegenüber dem Angebot wird dann der Geldmarkt, seinem inneren Wesen entsprechend, wieder seine normalen Funktionen übernehmen können.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Belgien und die internationalen Kapitalbewegungen 1919—1927.

Von

Dr. jur. Léon Dupriez, Löwen.
Licencié en sciences politiques et sociales.

(Übersetzt von W. Lotz.)

Schriften 174 III.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Inhaltsverzeichnis.

Seite

Einleitung: Rückblick auf die Lage vor dem Kriege 51
Das Eingreifen des Staates gegenüber der Kapitalbewegung seit 1919 53
Die Reparationseinnahmen 54
Die Kreditbewegungen auf lange Frist für private Rechnung 56
Die kurzfristigen Kapitalanlagen 65
Schluß 66

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Einleitung: Rückblick auf die Lage vor dem Kriege.

Von den durch den Krieg und die nachfolgende Zeit des Wiederaufbaues im belgischen Wirtschaftsleben herbeigeführten Wirren kann man sich eine richtige Vorstellung nicht machen, ohne kurz an die Stellung des Landes auf dem Kapitalmarkte vor 1914 zu erinnern. Die belgische Beteiligung an internationalen Kapitalanlagen war ein so wichtiges Element der Zahlungsbilanz des Landes gegenüber dem Ausland, daß man zuerst hieran denken muß, wenn man gerecht die Tragweite des Phänomens würdigen will, welches wir im folgenden die „Nationalisierung" des Emissionsmarktes von 1920 bis 1926 nennen wollen.

Die Zusammensetzung des belgischen Besitzes an fremden Wertpapieren während mehrerer Jahrzehnte bis 1914 war mit seinen industriellen Interessen eng verknüpft; die Führer seiner Schwerindustrie, welche für die Ausfuhr ausgerüstet war, bildeten Belgiens Absatzmärkte im Ausland aus, indem sie dort Unternehmungen schufen, welche das belgische Material verwerteten; dies gibt die Erklärung für den überwiegenden Anteil der Belgier an den Eisenbahnunternehmungen und noch mehr an den Straßenbahnen in der ganzen Welt.

Diese methodische Expansion hatte in der Form der Schaffung von im Ausland tätigen belgischen Gesellschaften stattgefunden; es genügt, einen Blick auf den Kurszettel der Effektenbörse von Brüssel zu werfen, um die ganze Bedeutung dieses Umstandes zu würdigen. Herr Baudhuin, der eine sehr fein gearbeitete Studie über unsere industrielle Entwicklung[1] verfaßt hat, stellte für 1913 belgische im Ausland arbeitende Gesellschaften mit einem Nominalkapital von 2136 Millionen Franken fest; gleichzeitig stellten die industriellen und kaufmännischen Gesellschaften mit Geschäftsbetrieb in Belgien selbst ein Kapital von 2465 Millionen dar. Auf jeden Fall muß man den Anteil ausländischer Interessen an den außerhalb des Landes arbeitenden belgischen Gesellschaften berücksichtigen.

Gestützt auf die Statistik des Commissaire des Monnaies[2] kann man

[1] F. Baudhuin, Le capital de la Belgique et le rendement de son industrie avant la guerre, p. 168, Louvain, Fonteyn, 1924.

[2] Ch. Legrelle, Rapport du Commissaire des monnaies pour 1913, p. 63, *Bruxelles, Van Buggenhout, 1914.*

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

diese Beteiligungen an den Emissionen der verschiedenen Epochen von 1890 bis 1913 auf ungefähr 50% schätzen.

Die belgischen Kapitalien wanderten auch auf einem anderen Weg nach dem Ausland aus, nämlich durch Zeichnung fremder Wertpapiere. Wir besitzen in dieser Hinsicht präzise Angaben, da eine einprozentige Steuer 1913 auf fremde Wertpapiere, die auf den belgischen Markt kamen, geschaffen wurde; während einer Frist von einigen Monaten konnten die bereits vorhandenen Wertpapiere zum ermäßigten Steuersatz von 1 vom Tausend abgestempelt werden; nun wurden für einen Betrag von 6400 Millionen Franken nominal Effekten zur Stempelung präsentiert. Nach Vornahme verschiedener notwendiger Korrekturen schätzte Herr Baudhuin unseren Besitz an ausländischen Wertpapieren auf 7 Milliarden Franken.

Dieser bedeutenden Kapitalausfuhr kann man nur die viel beschränkteren Beteiligungen von Ausländern an den in Belgien arbeitenden Gesellschaften gegenüberstellen; das Land hatte es nicht nötig, seine Kapitalien im Ausland zu suchen. Man gelangt zur Feststellung, daß bei den Gründungen von Gesellschaften mit Geschäftsbetrieb in Belgien, die etwas weniger Kapitalien als die übrigen in Anspruch nahmen, sich das Ausland mit 12% im Jahre 1890 und mit 22% im Jahre 1913 beteiligte[3]. Der Staat und die öffentlichen Körper schritten seit längerer Zeit nicht mehr zu Auslandsanleihen; eine Anleihe von 12 Millionen Pfund Sterling anfangs 1914 macht die einzige Ausnahme.

Ein so bedeutender Besitz an ausländischen Wertpapieren mußte in der Zahlungsbilanz dauernde Rückwirkungen ausüben. Immer nach Herrn Baudhuin, mußte das Erträgnis hiervon ungefähr 350 Millionen Franken betragen, während die Kapitalexporte durch belgische Gesellschaften und die Ankäufe von ausländischen Wertpapieren mindestens 270 Millionen und vielleicht selbst 350 Millionen erreichten; Herr Legrelle stellt fest für 1910 bis 1913, daß die Inländer allein an der Begründung von belgischen Gesellschaften mit Geschäftsbetrieb im Ausland sich jährlich mit durchschnittlich 91 Millionen beteiligten; nun nahmen die Kapitalerhöhungen, für welche eine gesonderte Schätzung der inländischen und ausländischen Beteiligungen nicht gemacht werden konnte, den gleichen Kapitalbetrag in Anspruch; dazu muß man noch den Erwerb ausländischer Wertpapiere hinzurechnen.

[3] Cfr. Baudhuin, op. cit. p. 25.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Das Eingreifen des Staates gegenüber der Kapitalbewegung seit 1919.

Unmittelbar nach dem Waffenstillstand mußte der belgische Staat Fürsorge treffen für eine Reihe neu aus dem Kriege hervorgegangener Bedürfnisse, nämlich zuerst für schnelle Wiederherstellung des wirtschaftlichen Lebens und für Gewähreng verschiedener Unterstützungen, dann für die großen Kosten des Wiederaufbaus. Für die unmittelbaren Bedürfnisse benutzte er Vorschüsse verschiedener fremder Regierungen: die Vereinigten Staaten, Großbritannien, Frankreich liehen ihm Summen, die hauptsächlich dem Ankauf von Lebensmitteln und Werkzeugen in den bezüglichen Ländern gewidmet wurden; dies war der einzig mögliche Weg für ein Vorgehen im Jahre 1919, angesichts des Umstandes, daß das Land, vollkommen entleert, dringenden Bedarf hatte und dem Ausland keine Gegenleistung in Waren liefern konnte. Dagegen hörten von 1920 ab die Regierungskredite auf und wurden dadurch ersetzt, daß man sich an den Kapitalmarkt wendete.

Veränderungen des Bestands der auswärtigen öffentlichen Schuld[4] (in Tausenden Dollars).

Jahr	Öffentliche Emissionen	Veränderungen des Schuldbestands		
		Schuldaufnahmen	Tilgungen	Ergebnis
1919	—	294 175	—	+ 294 175
1920	50 000	105 954	1 432	+ 104 522
1921	30 000	37 303	8 128	+ 29 175
1922	—	58	35 529	— 35 471
1923	24 100	31 210	14 652	+ 16 558
1924	30 000	36 557	39 829	— 3 272
1925	100 000	143 479	65 523	+ 77 956
1926	100 000	180 044	94 474	+ 85 570
1927 (Jan. bis Sept.)	—	—	15 061	— 15 061

Wenn man die Jahre 1919 und 1920 ausnimmt, während deren das Land die unentbehrlichste Ausrüstung für seine Produktion wieder schaffen mußte, war die Inanspruchnahme der Auslandsmärkte durch die belgische Regierung nicht so bedeutend, wie es die öffentlichen Emissionen anzuzeigen scheinen. Diese letzteren dienten zum Teil dazu,

[4] Ausschließlich der Maßnahmen zur Konsolidation von Kriegsschulden, die zu keinen Kapitalbewegungen Anlaß geben.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

schwebende Schulden zu konsolidieren, und wurden in einem gewissen Maße durch schnelle Schuldtilgungen aufgewogen. Dies geht aus der nachfolgenden Tabelle hervor, in welcher wir die Veränderungen der auswärtigen öffentlichen Schuld zusammengefaßt haben, unter Umrechnung der verschiedenen Geldarten in Dollars zum mittleren Jahreskurs. Die Ziffern können nur annähernd die wirklichen Kapitalbewegungen darstellen, welche die Wechselkurse beeinflussen konnten, besonders da sie sich auf Nominalwerte beziehen, die zum durchschnittlichen Wechselkurs berechnet sind.

Wie man sieht, waren die Änderungen im Bestand der Kapitalien für Rechnung des Staates nur bedeutend zuerst während der Jahre 1919, 1920 und nachher 1925 bis 1926; ferner wurden die Kredite von 1919 und 1920 unmittelbar Ankäufen an Ort und Stelle gewidmet und beanspruchten kein Devisenmaterial. Was die Anleihe von 100 Millionen Dollars von 1926 betrifft, so diente sie zur Deckung des fiduziären Umlaufs und wurde mit Rücksicht hierauf nicht in belgische Franken umgewandelt. Nur die Kapitalzuflüsse von 1925 waren bedeutend.

Es scheint demnach nicht, daß die für Staatsrechnung bewirkten Kapitalzuflüsse fühlbar, wo nicht augenblicklich, die Wechselkurse seit 1921 beeinflussen konnten; die schwachen Mehrbeträge finden in Wirklichkeit einen Gegenposten in der wachsenden Zinslast; aber die Bedeutung der in diesen Jahren angehäuften äußeren Schuld genügt, um ein neues Element in die Zahlungsbilanz einzuführen, nämlich die Zinsen und die Annuitäten für Tilgung. Diese zwei Posten machen 1928 40,5 Millionen Dollars aus und bleiben höher als diese Summe bis 1938, um langsam dann abzunehmen.

Die Reparationseinnahmen.

Belgien kam in die Lage, daß ihm durch den Friedensvertrag ein Vorzugsanspruch von 2 Milliarden Goldmark auf das Ergebnis der Reparationen, nach Abzug der Besatzungskosten, zuerkannt wurde. Der Eingang dieser Beträge vollzog sich viel langsamer, als man gehofft hatte, wie dies die Verschiedenheit zwischen den budgetmäßigen Veranschlagungen und den Rechnungen des Schatzes beweist. Erst 1926 schöpfte Belgien tatsächlich seinen Vorzugsanspruch aus.

In den zwei ersten Nachkriegsjahren gab es eine genugsam wichtige Warenbewegung von einer besonderen Art: 1. die Rücklieferungen in

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

natura von aus Belgien weggenommenen Gütern; 2. die Erstattungen durch Ersatz in natura von Fabrikausrüstungsgegenständen, Verkehrsmitteln, Vieh, wovon das Land entblößt worden war und deren es zur Wiederaufnahme jeder wirtschaftlichen Tätigkeit bedurfte. In keinem Fall kann man eigentlich von Kapitalbewegungen sprechen, die für die Zahlungsbilanz in Betracht kommen; es war nur die allerdings unvollkommene Wiederherstellung — in natura und ohne Entgelt — des früher erworbenen Besitzes. Die Kapitalbewegungen, zu welchen wir einerseits die Geldübertragungen, andererseits die Ankäufe neuer für Reparationskonto bestellter Waren rechnen, waren wenig zahlreich; die belgischen Staatsrechnungen weisen hierfür 10 Millionen Einnahmen 1919 und 214 Millionen 1920 nach. Dagegen umfaßt Ende 1921 der belgische Sollsaldo bei der Reparationskommission, welcher die Wiedererstattungen durch Ersatz in natura umfaßt, 904 Millionen Goldmark, angesichts des Umstandes, daß die Einnahmen mit einer beträchtlichen Verzögerung gutgeschrieben werden.

Keine Statistik erlaubt, wenn auch annähernd, auf die einzelnen Jahre die 1921 bis 1926 empfangenen Reparationen zu verteilen. Die Gutschriften zu Lasten des Reparationskonto vollziehen sich mit großen Verzögerungen, indem umstrittene Summen auf einmal nach mehreren Jahren eingegangen sind; die belgischen Rechnungen teilen auch nicht die Einnahmen dem Jahr zu, in welchem sie tatsächlich eingingen. Wir sind daher gezwungen, für diese Jahre eine annähernde Gesamtrechnung aufzustellen, indem wir die Aufmerksamkeit auf die Tatsache lenken, daß die Einnahmen hauptsächlich aus der Zeit 1921 bis Mitte 1923 stammen und nach einem Stillstand 1924 langsam wieder 1925 zunehmen:

Belgische Staatsrechnungen 1921—1926 . . . . . 6662 Millionen frs.
Lastschriften auf Reparationskonto 1922—1926 . . . 1574 Millionen Goldmark.

Der belgische Vorzugsanspruch war am 1. September 1926 erschöpft. Seitdem bezieht Belgien seinen normalen Anteil an den Einnahmen aus dem Dawesplan, nämlich außer den Besatzungskosten seinen Prozentanteil und die Beteiligung Deutschlands an der belgischen Kriegsschuld gegenüber den Vereinigten Staaten. Nachfolgend die Voranschlagsziffern in dieser Hinsicht (in Millionen Franken):

	Eigentlicher belgischer Anteil	Für die Schuld gegenüber den Vereinigten Staaten	Markkurs bei der Umrechnung
1927	468	77,5	8,50
1928	646	105,0	8,57

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die Kreditbewegungen auf lange Frist für private Rechnung.

Ohne Zweifel hat der Krieg auf dem Gebiete des privaten Geschäftslebens die tiefsten Rückwirkungen hinsichtlich der internationalen Kapitalbewegungen gehabt. Außerdem ist der Übergang plötzlich gewesen, während die Belastung durch die öffentlichen Anleihen sich nur allmählich fühlbar gemacht hat. Man kann das Phänomen nicht besser charakterisieren, als durch die Bezeichnung einer „Nationalisation des Emissionsmarktes"; von 1919 bis 1926 sind die belgischen Ersparnisse fast ausschließlich in Belgien und in der Kolonie angelegt worden, während die belgischen Unternehmungen sich für ihren Kapitalbedarf mit dem nationalen Markt begnügten. Prüfen wir dieses Phänomen näher.

Wir haben früher ausgeführt, daß Belgien vor 1914 jährlich einen beträchtlichen Betrag von Kapitalien exportierte, den Herr Baudhuin auf nicht unter 270 Millionen Franken schätzte und der wahrscheinlich viel stärker war; am Vorabend des Kriegs mußten seine Interessen im Ausland gegen 8 bis 9 Milliarden ausmachen. Die Ereignisse wirkten natürlich dahin, diese Summe beträchtlich zu vermindern. Zunächst trat der russische Bankrott ein: Die belgischen Ersparnisse hatten sich diesem Land mit demselben Enthusiasmus und leider mit denselben Enttäuschungen zugewendet wie die französischen Ersparnisse. Der Ausschuß zur Verteidigung der belgischen Interessen in Rußland hat für 2350 Millionen Franken industrielle Kapitalanlagen, für 640 Millionen Staatsanleihen, für 510 Millionen[5] verschiedene Forderungen festgestellt; diese Ziffern beziehen sich auf die angelegten Gelder (Kapital und Reserven) der belgischen Gesellschaften; sie müssen also vermindert werden um die ausländischen Beteiligungen und um die vor dem Krieg erlittenen Verluste. Man wird den überragenden Anteil bemerken, den, gegenüber Frankreich, die industriellen Kapitalanlagen und besonders die Aktien einnahmen; die Orientierung unserer Sparkraft war fast immer verknüpft mit der Ausdehnung unserer kommerziellen Absatzmärkte. Die von dem belgischen Kapital in Rußland geschaffenen Fabriken, Bergwerke und Unternehmungen bestehen ohne Zweifel weiter, und die Möglichkeit gewisser Entschädigungen darf

[5] Cfr. Eug. Witmeur, „Les interêts belges en Russie", Revue Economique Internationale, mai 1922.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

nicht ausgeschlossen werden; jedenfalls ist vom Standpunkt der zehn verflossenen Jahre, die uns allein beschäftigen, der Verlust vollständig.

Der Export des Besitzes an ausländischen Wertpapieren vollzog sich während des Krieges nur in einem notwendig beschränkten Maße. Das angegriffene Land konnte sich dieses Besitzes nicht bedienen, um im Ausland für seine Bedürfnisse, selbst zu Ernährungszwecken, Gebrauch zu machen. Im Ausland verwertbare Effekten wurden an der Brüsseler Börse für Rechnung der Besatzungsmacht angekauft. Aber der größte Teil des Wertpapierbestandes war immobilisiert, und für Erwerb des an den Markt kommenden Teiles traten die deutschen Käufer mit der Nachfrage der Belgier selbst in Wettbewerb. Dank der vollständigen Liquidation der Warenvorräte, dank auch der latenten Inflation waren die Barreserven tatsächlich bedeutend.

Diese unbeschäftigten Reserven erschienen 1919 und anfangs 1920 auf dem Markt; sie waren es, die den Industriellen erlaubten, in einem von allen wirtschaftlichen Reserven entblößten Land sich bedeutende Kapitalien zu verschaffen: trotz der Anleihe zur Währungssanierung, welche 1450 Millionen aus dem Umlauf zwecks Deflation zog, konnten 1919, in dem Jahre, während dessen die Inflation hauptsächlich potentiell war (der Dollar notierte im Durchschnitt 7,36 belgische Franken gegenüber einer Parität von 5,19), die Gesellschaften vom belgischen Markt in Form von Aktien und Obligationen 2177 Millionen erlangen, während 1913 die Emissionen nur 803 Millionen betragen hatten.

Demgegenüber war es wegen der Unsicherheit unserer wirtschaftlichen Lage nur unter drei Formen möglich, im Ausland Kredite zu erhalten:

1. Durch Verkäufe ausländischer Wertpapiere. Eine ernsthafte Schätzung der Exporte 1919 und 1920 ist nicht möglich.

2. Durch Kredite auf kurze oder mittlere Frist, welche von ausländischen Werkzeugfabriken an ihnen bekannte Industrielle, um die Wiederingangsetzung von deren Fabriken zu erleichtern, gewährt wurden.

3. Durch Devisenkäufe mit Hilfe des Erlöses belgischer Emissionen, wobei als Gegenposten Spekulationskäufe des Auslandes in belgischen Franken eine Rolle spielten. Keine Schätzung dieses Postens ist möglich; jedenfalls ist sicher, daß der bedeutendste Teil der Immobilisationen des Jahres, die durch Emission in Belgien gedeckt wurden, nur mittelst Warenlieferungen des Auslandes ermöglicht wurde; die

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Gegenposten müssen in der Form von Effektenverkäufen oder von Wechselkrediten vorliegen.

Die Isolierung verschärfte sich von Anfang des Jahres 1921 ab, indem verschiedene Umstände hierauf hinwirkten:

1. Das Schwanken der Devisenkurse hinderte die Industriellen, Darlehensverträge im Ausland in Dollars und Pfund Sterling abzuschließen. Sie hatten die begründete Besorgnis, Lasten zu übernehmen, die beim Fall des Frankenwertes in gewissen Augenblicken übermäßig sein könnten und in jedem Fall mit der Kurssteigerung des Pfund Sterling bei Inanspruchnahme der gewohnten Bankverbindung, nämlich London, drückend werden mußten. So zogen sie vor, sich hiervon fernzuhalten. Die Bedeutung dieser Erwägung wird durch die Tatsache bewiesen, daß 1922 die Regierung selbst intervenierte, um einer Reihe von Textilunternehmungen Devisenkredite zu sichern.

2. Besonders seit 1923 war bei den Industriellen die Neigung mehr verbreitet, selbst Guthaben im Ausland zu halten, die sie als Reserven flüssiger Mittel betrachteten, um der Geldentwertung zu entrinnen. Selbst die Kassakredite wurden durch Bankguthaben im Ausland ersetzt. Wir werden in kurzem auf diesen Punkt zurückkommen.

3. Die Devisenreglementierung: Obwohl diese unmittelbar die Kapitalexporte im Auge hat, hemmt sie gleichzeitig die Einfuhr, einmal dadurch, daß die belgischen Kapitalien für die Bedürfnisse des Landes reserviert werden, dann mit Rücksicht auf die Unsicherheit, welche die häufig geänderten und in allen Fällen während der kritischen Perioden verschärften Bestimmungen schaffen.

4. Im allgemeinen war kein besonderer Anreiz für das Ausland gegeben, Geld in belgischen Aktien anzulegen. Deren Erträgnisse in Gold waren unsicher; die Gesellschaften waren gezwungen, bedeutende Reserven zurückzulegen, um den Gefahren der Wechselkursschwankungen und den Substanzverlusten zu begegnen; nur sehr langsam paßten sie ihre Dividenden den neuen Währungsbedingungen an; andererseits waren die Spekulationen auf Kursdifferenzen in Wirklichkeit Spekulationen auf Wechselkursschwankungen.

Die Interessen und Befürchtungen der belgischen Geschäftsleute und der ausländischen Kapitalisten haben sich somit vereint, um Inanspruchnahme von Kapitalien auf lange Frist fernzuhalten. Man muß ebenso die besondere Lage der Märkte der Gläubiger berücksichtigen: Die Fähigkeit Londons, Kredite zu gewähren, war so lange beschränkt,

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

als die Bedürfnisse der Kolonien und Europas wuchsen; was Neuyork, den neu emporgekommenen Markt, betrifft, so begnügte es sich fast ausschließlich für seine europäischen Anlagen mit öffentlichen Anleihen.

Betrachten wir nunmehr die andere Seite des Problems, nämlich den Export von Kapitalien durch Belgien. 1919 waren die inneren Bedürfnisse so dringend, daß augenscheinlich die Anlage neuer Kapitalien im Ausland nicht in Frage kommen konnte. In den folgenden Jahren mußte man dagegen darauf rechnen, eine Neigung zu neuen auswärtigen Kapitalanlagen auftauchen zu sehen. In der Tat mußte es unter den zahlreichen belgischen Unternehmungen im Ausland solche geben, die emporblühten und sich auszudehnen wünschten, indem sie von den alten Aktionären die Mittel in Anspruch nahmen; die Amputation des russischen Portefeuille bildete hier eine ernsthafte Beschränkung. Andererseits setzte sich der belgische Besitz an auswärtigen Wertpapieren zum größeren Teil aus Aktien zusammen; nun können die Aktionäre, ohne ernsthafte Verluste zu erleiden, nicht davon absehen, bei den neuen Emissionen zu zeichnen, im Gegensatz zu den Besitzern von Staatsanleihen oder Obligationen. Schließlich mußten natürlich die belgischen im Ausland tätigen Geschäftsleute geneigt sein, durch Begründung neuer Geschäfte ihre Tätigkeit auszudehnen.

Tatsächlich wurden diese Tendenzen ernsthaft durch die Devisenreglementierung durchkreuzt. Diese wurde von 1918 ab eingerichtet, 1921 und 1922 stark gemildert, endlich in viel strengerer Art am 11. August 1923 wiederhergestellt. Artikel 2 der kgl. Verordnung von diesem Tag bestimmt: „Es ist verboten, auf Kasse oder auf Termin fremde Devisen zu kaufen, außer zur Bezahlung von wirklich nach Belgien importierten Materialien oder Waren, und zwar unter Ausschluß aller Werte, die eine kurzfristige oder langfristige Kapitalanlage im Ausland begründen. Jeder Ankauf für irgendeinen anderen Zweck muß im voraus vom Finanzminister autorisiert werden."

Es genügt, den Kurszettel der Brüsseler Börse anfangs 1919 und im Oktober 1926 zu vergleichen, um sich einen Begriff zu machen von dem Stillstand, den die Ausdehnung der belgischen Geschäfte nach dem Ausland erlitt; es gibt wenig neue Zulassungen. Der Stillstand ist vollständig, abgesehen von wenigen Kapitalvermehrungen im Bereich der Eisenbahnen und Straßenbahnen, die in der Vorkriegszeit die größte Bedeutung gehabt hatten und seitdem die stärksten Ver-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

luste erlitten hatten; abgesehen vom Jahre 1920 gilt das gleiche von den Immobiliargesellschaften; diese haben zudem einen großen Teil ihrer Kapitalanlagen in den Jahren 1922 und 1923 liquidiert und die Gelder wieder in Belgien angelegt. Die einzigen wichtigen Veränderungen beziehen sich auf Zink, Blei und Minen, Petroleum, Kautschuk, Zuckerindustrie. Auf dem Gebiet der eigentlichen ausländischen Aktien ist der Status quo vollständig, abgesehen davon, daß eine Reihe holländischer Kautschukwerte und luxemburgischer metallurgischer Werte zur Börsennotiz zugelassen wurden.

Der Eindruck, den der Börsenkurszettel hinterläßt, wird bestätigt durch die Prüfung der eingehenderen finanziellen Berichte und der Effektenbestände der Großbanken; einerseits haben die belgischen Gesellschaften mit Betrieb im Ausland seit 1914 selten sich um frische Kapitalien beworben und noch viel seltener seit 1921, andererseits enthalten die Wertpapierbestände der Banken wenig Aktien von neuen ausländischen Gesellschaften.

Der Sinn der Kapitalexporte, die trotz allem stattfanden, ist anders, als er ehemals war. Rußland kommt nicht in Frage, Südamerika und Ostasien spielen kaum eine Rolle. Rumänien ist es, welches durch seine Petroleumgeschäfte und vor allem durch seine Zuckerproduktion das meiste beansprucht; ihm folgt Polen, wo die Belgier neue Interessen aufnehmen und in Schlesien wie in dem alten Russisch-Polen ihre Geschäfte entwickeln; ebenso wenden sich die Kapitalien einigen großen spanischen Unternehmungen zu. Schließlich beteiligen sich die Banken und die belgische Industrie erheblich an einer gewissen Zahl von Industrien von Nordostfrankreich, Luxemburg, Holland. Man schließt sich hier zum Teil den Bewegungen an, die aus dem Streben der großen internationalen Industrien entstehen, dauernden Wertpapierbesitz zu begründen und gegenseitig an ähnlichen Betrieben der anderen Länder sich zu beteiligen (z. B. Viscoseseide); immerhin glauben wir, daß damit nicht alles erklärt ist.

Noch charakteristischer ist die Veränderung, die sich in der Art der Industrie vollzog, welcher sich die belgischen Ersparnisse widmen. Die im Ausland geschaffenen oder erworbenen neuen Unternehmungen sind in der Hauptsache nicht mehr Verbraucherinnen unserer eigenen Ausfuhrartikel. Es sind teils Erzeugerinnen von Rohstoffen, welche Belgien einführen muß, z. B. Petroleum, Kautschuk, Zink, Blei und verschiedene Mineralien, teils und noch häufiger Fabriken, ähnlich denen des

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Mutterlandes; aus verschiedenen Gründen, besonders wegen der Unmöglichkeit, die Zollschranken bestimmter Länder zu überschreiten, haben unsere Industriellen ihre eigene Industrie in das Ausland verpflanzt.

Wenn die belgische Kapitalauswanderung nach dem Ausland von 1919 bis 1926 eine beschränktere Entwicklung als vor 1914 nahm, ohne übrigens vernachlässigenswert zu sein, so beruht dies vorzüglich darauf, daß das Land außerhalb seines europäischen Gebiets in Afrika ein gewaltiges Tätigkeitsfeld gefunden hat; der Kongo hat nach dem Waffenstillstand eine Industrialisierungspolitik angenommen, und ganz neuerdings sind dort wichtige landwirtschaftliche Unternehmungen entstanden. Auch hat der Kongo von 1919 bis Ende 1926 frische Kapitalien im Betrag von 143 Millionen Franken (Nominalbetrag der Emissionen), d. h. 8% der Privatemissionen, aufgesaugt. Diese mit Recht von den verantwortlichen Stellen ermutigten Kapitalanlagen konnten keinen direkten Einfluß auf die Wechselkurse haben. Die Währungspolitik der Kolonie hatte die Wirkung, den Kongo-Franken vom belgischen Franken sich nicht loslösen zu lassen, und die beiden Geldarten bilden vom Standpunkt der internationalen Zahlungen eine Einheit.

Wir haben früher gesagt, daß keine ernsthafte Schätzung bezüglich der während des Krieges oder 1919 und 1920 ausgeführten fremden Wertpapiere möglich ist. Alles, was man sagen kann, ist, daß ein wichtiger, aber nicht bestimmbarer Teil davon in den Händen der Belgier verblieben ist. Seit 1921 hat es sicher keine Wertpapierauswanderung in großem Maße mehr gegeben, da die Tendenz — wenn auch durch die Devisengesetzgebung gehemmt — vielmehr im umgekehrten Sinn sich geltend machte. Dies wird durch die Statistik bestätigt, welche über die durch Abzug an der Quelle mit der Mobiliarsteuer herangezogenen Erträge vom Finanzministerium aufgestellt ist.

	In Millionen Franken					
	1920	1921	1922	1923	1924	1925
Dividenden von belgischen Aktiengesellschaften, die von im Ausland oder in der Kolonie erzielten Gewinnen herrühren	200	160	60[6]	125	263	427
Erträge von ausländischen Aktien, Obligationen und öffentlichen Anleihen	220	510	345	416	414	568

[6] Vermindernd wirkt die Tatsache, daß die vorher besteuerten Dividenden dann noch im Augenblick der Auszahlung besteuert werden.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die erste Gruppe von Posten muß bedeutende Reduktionen erleiden, weil die den Ausländern gehörigen Wertpapiere besteuert werden und weil diese Gruppe auch die aus der Kolonie herrührenden Dividenden (186 Millionen im Jahre 1925) umfaßt. Dagegen ist die zweite Gruppe ungefähr zuverlässig; die Leute, welche sich den Steuern entziehen wollen, sind in Wirklichkeit durchaus interessiert, die Kupons im Ursprungsland und nicht in einem dritten Land zwecks Vermeidung von Doppelbesteuerung zu präsentieren. Man kann sogar sagen, daß die wirklichen Erträge aus ausländischen Papieren viel beträchtlicher sind angesichts der Leichtigkeit und der anziehenden Wirkung der Steuerhinterziehung. Herr Baudhuin trägt kein Bedenken, die offiziellen Ziffern für 1924 und 1925[7] um mindestens 50% zu erhöhen, was bei einem Kapitalisierungssatz von 4½% ein Kapital von ungefähr 20 Milliarden Franken im Jahre 1925, d. h. 5 Milliarden Goldfranken, für den Bestand an eigentlichen ausländischen Papieren ergeben würde.

Wie dem auch sei, aus den Vergleichen mit der Vorkriegszeit, die mit viel Vorsicht aufzunehmen sind, ist die Zunahme seit 1922 (1921 war durch die außerordentlichen Gewinne des Jahres 1920 beeinflußt) auffallend; sie zeigt eine Tendenz zur Wiederherstellung des ausländischen Besitzes an und ist die Einleitung der Bewegung, die sich von der Währungsstabilisierung an ausbreiten wird.

Die Stabilisierung des belgischen Geldes zum Satz 175 Franken gleich ein Pfund Sterling mit ihren Begleiterscheinungen, der Freigabe des Devisenhandels und der Rückkehr der Sicherheit, wirkten unmittelbar darauf hin, wichtige Kapitalbewegungen nach Belgien zu veranlassen: Die Wiederanpassung der Effektenkurse an den neuen Geldstand, die bedeutenden Kapitalbedürfnisse, welche durch Wiederherstellung der Vorräte und des Betriebskapitals erzwungen wurden und durch eine bedeutende Bewegung zur Rationalisierung und Konzentration ebenfalls veranlaßt wurden, bedeuteten außerdem neue Anlockungen. Alle diese Umstände haben seit 1½ Jahren die Börse von Brüssel zum beliebtesten Kapitalmarkt Europas gemacht, zu dem Markt, nach welchem die fremden Kapitalien mit der größten Leichtigkeit strömten und von dem sie ebenso abströmen konnten. Bedenkt man diese Anziehungskraft und stellt man dies fortwährende Kommen und Gehen fest, so heißt dies aussprechen, daß es unmöglich ist, quantitativ

[7] Vgl. Baudhuin, „La stabilisation et ses conséquences", P. 200. Bruxelles, Dewit, 1928.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

den Anteil der Belgier an den Käufen und Verkäufen von Wertpapieren zu bestimmen. Während es eine anerkannte Tatsache ist, daß für fremde Rechnung in allen Arten belgischer und ausländischer Wertpapiere Einkäufe stattgefunden haben, haben die Kapitalemissionen für im Ausland gelegene Unternehmungen eine ausnahmsweise Bedeutung. Die Emissionen allein der belgischen Aktiengesellschaften (in Millionen Franken) verteilen sich folgendermaßen:

Gesellschaften mit Betrieb	Gesamtsumme	Gründungen	Kapitalerhöhungen	Obligationen
in Belgien	2 760	1 218	1 449	93
in Belgien und im Ausland oder nur im Ausland . .	2 274	505	1 634	134
im belgischen Kongogebiet .	1 293	955	287	50
Gesamtsumme	6 327	2 678	3 371	278

Hierzu muß man die eigentlichen ausländischen Anleihen hinzufügen, aber keine Vergleichung erlaubt festzustellen, welchen Anteil die Belgier an den oben erwähnten Unternehmungen genommen haben. Es ist nun sicher, daß im Jahre 1927 die belgischen Ersparnisse beträchtlich gewesen sind und daß sie sich gemäß ihren früheren Überlieferungen in starkem Maß auswärts betätigt haben.

Andererseits interessieren sich die fremden Börsen für die belgischen Werte; Teilbeträge von Emissionen belgischer Eisenbahnaktiengesellschaften sind nach Amsterdam und Basel gegangen, und seit kurzer Zeit wird der Kurs in New York notiert, andere Wertpapiere sind in gleicher Art in Holland eingeführt, und die Schweiz interessiert sich für belgische Werte. Die belgischen Gesellschaften wenden sich selbst für erhebliche Emissionen an fremde Märkte; abgesehen von speziellen Gründen gemeinsamen Interesses usw. handelt es sich ausschließlich um Obligationen, die vor allem in Holland (496 Millionen Franken Oktober 1926 bis Juni 1928) und in England (656 Millionen), aber auch in gleicher Weise in der Schweiz (145 Millionen) und in den Vereinigten Staaten (64 Millionen) placiert worden sind. Das anfänglich herrschende Mißtrauen gegen Wertpapiere mit festem Ertrag, dann auch die fortwährende Kurssteigerung der Aktien haben in Belgien die Emission von Obligationen unmöglich gemacht. Man kann also in diesen Emissionen, die übrigens viel weniger bedeutend sind als die belgischen Kapitalanlagen im Ausland, nicht eine Bewegung sehen, die den Vorgängen in Deutschland analog ist.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Sofort nach der Währungsstabilisierung hat die belgische Industrie eine Periode des Kapitalhungers — ähnlich, aber weniger intensiv, wie die deutsche Industrie — durchgemacht. Jedenfalls hat die belgische Volkswirtschaft, im Gegensatz zur deutschen, Gelegenheit, sich ohne Krisis von 1921 bis 1926 zu erholen; sehr bald nach dem kurzen Wirbelsturm März bis Oktober 1926 wurden die belgischen Ersparnisse bedeutsam und genügend, um den Bedürfnissen zu entsprechen. Verschiedene Ursachen trugen tatsächlich dazu bei, daß nach der Stabilisierung der den geschäftlichen Bedürfnissen gewidmete Teil des Einkommens stark stieg:

1. Die Tätigkeit der Schuldentilgungskasse, die 1527 Millionen vom Juli 1926 bis Dezember 1927 zur Heimzahlung innerer Schulden verwendete und noch einer außerordentlichen Dotation von 1200 Millionen Franken (außer den etwa 500 Millionen vertragsmäßigen Zuwendungen) für Abzahlung aller inneren und äußeren Schulden bis 1930 sicher ist;

2. die Überschüsse der Schatzverwaltung, welche dem Staat vorläufige Heimzahlung von einigen Hunderten von Millionen Franken öffentlicher Schuld gestatteten, die später der Schuldentilgungskasse anzurechnen sind (Vorauszahlungen von 694 Millionen am 30. September 1927);

3. die Hochkonjunktur, durch günstige Produktionskosten aller Exportindustrien verursacht. Es gab eine große Geschäftstätigkeit und gute Gewinne für Export- und Produktivgüterindustrien, weil, wegen der unter Nr. 4 entwickelten Umstände die Aufnahmefähigkeit des inneren Marktes bei zurückgehendem Verbrauch nachließ;

4. die hemmungslose Wiederanpassung zunächst der inneren Preise an die auswärtigen Preise, dann wieder der Löhne und Berufseinkommen an die inneren Preise; daß diese Wiederanpassung der Preise und Löhne sich allzu hemmungslos vollzog, hat zeitweilig fühlbar die Lebenshaltung weiter Bevölkerungsschichten im Jahre 1927, als die Produktion gewaltig und das Einkommen der industriellen Unternehmungen groß war, zurückgeschraubt.

5. Endlich haben die Ereignisse des Monats Juni gezeigt, daß erhebliche Mengen Effekten ohne Gelddeckung durch das Publikum von den Maklern gekauft waren. Diese Überfüllung des Kapitalmarktes mußte in den folgenden Monaten durch liquide Sparmittel aufgesaugt werden.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die kurzfristigen Kapitalanlagen.

Zu diesem Wachstum der Ersparnisse trat die Rückwanderung liquider Kapitalien hinzu, welche insbesondere 1923 bis 1926 geflüchtet waren und in laufender Rechnung in London, Amsterdam und Neuyork zur Verfügung gehalten wurden, um die Gefahren der Wechselkursschwankungen zu vermeiden. Nach ihrer Rückkehr wurden diese Kapitalien zum Einkauf von Betriebsausrüstung verwertet oder auf den Emissionsmarkt geworfen, um dort von der allgemeinen Kurssteigerung Nutzen zu ziehen. Alle diese Umstände legen die Annahme nahe, daß, trotz der bedeutenden Ankäufe für fremde Rechnung, die Finanzierung des belgischen Marktes im Jahre 1927 und anfangs 1928 hauptsächlich mittelst belgischer Kapitalien sich vollzogen hat.

Es ist viel schwieriger, sich von den Bewegungen kurzfristig angelegter Kapitalien Rechenschaft zu geben; beim Fehlen ziffernmäßiger Angaben kann man nur allgemeine Eindrücke darüber wiedergeben. In den Jahren 1919 und 1920 finden die Industriellen leicht genug Kredite auf kurze oder mittlere Fristen bei den ausländischen Lieferanten, die ihnen eine neue Ausrüstung für ihre Werke liefern; diese Kredite werden in den Jahren 1920 und 1921 in langfristige Kredite umgewandelt oder zurückbezahlt. Während der folgenden Jahre mißtrauen die belgischen Geschäftsleute den Lasten, die sich für sie aus Krediten in fremder Währung im Fall einer Krise der Wechselkurse ergeben könnten; statt im Ausland zu entleihen, ist die allgemeine Neigung, soweit die Devisenkontrolle dies erlaubt, verfügbare Guthaben im Ausland zu erwerben; die Bewegung beschleunigt sich in den Augenblicken einer Devisenkrise, z. B. im März und April 1924 und März bis Juni 1926; in diesen Zeiten der Panik werden sogar die für die laufenden Geschäfte notwendigen flüssigen Mittel in Menge auf den Markt geworfen, weil man für die künftigen Bedürfnisse sich Devisen verschaffen wollte.

In den letzten Jahren hat eine andere Strömung sich geltend gemacht; die Industrien, welche ihr Rohmaterial vom Ausland beziehen müssen, mußten Abschlüsse in fremden Währungen machen; mehrere hatten vor der Stabilisierung in ihren eigenen Geschäften mit ihrer Kundschaft, den Industrien der Fertigfabrikate, die Pfund-Sterling-Rechnung eingeführt.

Diese Gewohnheiten verlieren sich natürlich allmählich; sie hatten sich vornehmlich dank dem Umstand entwickelt, daß in Belgien Filialen

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

mehrerer großer amerikanischer und englischer Banken eingerichtet wurden, bei denen die Umsätze in laufender Rechnung sich vollziehen konnten. Das Hauptziel ist hier, die Operationen der Einfuhr und Ausfuhr im Verkehr mit den Ursprungsländern und mit Übersee zu finanzieren. Diese Banken legen auch zeitweilig bedeutende Summen auf kurze Fristen an und betreiben die internationale Arbitrage; aber es scheint nicht, daß sie eine dauernde Kapitalbewegung nach dem belgischen Markt hin hervorgerufen haben.

Die bedeutenden belgischen Ersparnisse, die Einnahmen aus der erfolgreich voranschreitenden Ausfuhr, die spekulativen Kapitalanlagen des Auslandes in belgischen Werten, die Heimkehr belgischer Auslandsguthaben haben seit der Währungsreform einen großen Geldüberfluß auf dem belgischen Markt geschaffen. Die starke Bewegung kurzfristiger Kapitalien, welche den drei letztgenannten Ursachen verdankt ist, wirkte zurück auf die Haltung der Belga, die regelmäßig gegenüber den meisten Goldgeldarten Aufgeld erzielt. In dieser Hinsicht ist bedeutsam, daß es der Banque Nationale de Belgique gelungen ist, seit dem 1. Januar 1927 mehr als 1 Milliarde Goldfranken und Devisen an sich zu ziehen.

Schluß.

Wir glauben, durch die bisherigen Ausführungen die Begriffsformulierung „Nationalisierung des Kapitalmarktes", die wir für die Periode 1921 bis 1926 aufstellten, gerechtfertigt zu haben. In der Tat kann man drei Perioden unterscheiden:

1. 1919 und 1920: Bedeutende Bemühungen um den Kredit des Auslandes, besonders in Form von Waren, ohne Anleiheemissionen; Verkauf eines Teiles unseres ausländischen Wertpapierbesitzes; zunehmende Neigung zu neuer Entwicklung belgischer Geschäfte im Ausland.

2. 1921 bis Oktober 1926 Nationalisierung des Kapitalmarktes; immer geringere Inanspruchnahme ausländischen Kredits; zunehmende Einschränkung der belgischen Geschäfte mit dem Ausland; bedeutende Kapitalanlagen in der Kolonie; Flucht kurzfristiger Kapitalien, vor allem in den Zeiten von Wechselkurskrisen.

3. Oktober 1926 bis 1928: Belgien wird ein Mittelpunkt internationaler Spekulation; verschiedene Anzeichen legen die Annahme nahe, daß das Land großenteils selbst seine bedeutenden Kapitalemissionen einschließlich der erheblichen Kapitalanlagen im Ausland finanziert.

Juni 1928.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die Niederlande und ihre Kredite an das Ausland.

(Abgeschlossen Anfang März 1928.)

Von

Dr. Theodor Metz,

Geschäftsführender Syndikus der Niederländischen Handelskammer für Deutschland in Frankfurt a. M.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Inhaltsverzeichnis.

Seite

I. Wie erklärt es sich, daß Holland imstande war, Kredite in großem Maße an das Ausland zu geben? 69

Der Eigenbedarf der Niederlande. — Der Kapitalzuwachs und seine Verwertung.

II. Form und Höhe der holländischerseits gewährten Kredite . . 78

Die staatlichen Kredite. — Der einfache und der kompliziertere Handelskredit, der Akzeptkredit, der Amsterdamer Akzeptmarkt, Leihdevisen und andere kurzfristige Kredite. — Beteiligungen, Hauskauf. — Hypotheken und Schiffshypotheken. — Die Emissionen.

III. Die Stellungnahme Hollands gegenüber diesen Krediten . 96

Die Aufwertung. — Die Frage der Zulassung deutscher Fonds zur offiziellen Börsennotiz. — Die Auslandsbanken in den Niederlanden. — Die Förderung des Akzeptmarktes.

IV. Versuch, den Einfluß der an das Ausland gegebenen Kredite auf die niederländische Volkswirtschaft festzustellen. 104

Der Diskont, die Prolongationssätze. — Der Staatskredit, der Kredit der Kommunen und der privaten Wirtschaft, die Konversionen, die Spartätigkeit. — Die allgemeine Wirtschaftslage, der Außenhandel, die Durchfuhr. — Zahlen zur Zahlungsbilanz: die Zinsverpflichtungen des Auslandes, speziell Deutschlands, die Einnahmen des Fiskus. — Änderung in der Art der holländischen Volkswirtschaft.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

I. Wie erklärt es sich, daß Holland imstande war, Kredite in großem Maße an das Ausland zu geben?

Nach dem Krieg hatte auch in den Niederlanden eine ausgabenfreudige[1] Finanzwirtschaft eingesetzt. Die Verschuldung des Staates hatte infolgedessen stark zugenommen. Die Abschlüsse des Staatshaushalts zeigen dies deutlich. Der Höhepunkt dieser Erscheinung liegt in den Jahren 1921 und 1922.

Die Defizite des Staatshaushaltes (Gesamtbudget) betrugen in den Jahren:

1919	85445497,81	Gulden,
1920	175229265,57	„
1921	296906615,64	„
1922	206909795,55½	„
1923	92364577,14	„
1924	96196929,72½	„[2]

Die Staatsausgaben auf den Kopf der Bevölkerung zeigen ein analoges Bild. Sie betrugen:

1913	39,—	Gulden,
1918	156,—	„
1921	143,—	„
1922	155,—	„
1923	109,—	„
1924	97,—	„
1925	91,—	„
1926	94,—	„
1927	86,—	„
1928	84,—	„

(nach dem Budgetentwurf[3]).

---

[1] Das soll kein Werturteil sein. Ohne die Ausgabenfreudigkeit wäre es den Niederlanden nicht gelungen, eines der wichtigsten sozialen Probleme, die Wohnungsfrage, in so vorbildlicher Weise zu lösen.

[2] „Monatsberichte der Rotterdamsche Bank-Vereeniging", im folgenden kurz „Robaver" genannt, 1925, S. 223.

[3] „Wirtschaftsdienst" 1927, S. 147.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Während der Staat so etwas ausgabenfroh wirtschaftete, setzte nach der kurzen Blüte der niederländischen Volkswirtschaft von 1919/1920 sehr schnell der Umschwung ein. Die Wirtschaftszeitung „In- en Uitvoer" charakterisiert diese Zeit mit folgenden Worten[4]: „Zuerst enorme Vermehrung der kurzfristigen Schulden des Reichs, später auch der konsolidierten; starke Vermehrung der Kreditgesuche bei der Niederländischen Bank nach dem äußerst niedrigen Stand von 1918; die Nachfrage erreicht ihren Höhepunkt im Jahre 1920, um dann unregelmäßiger zu werden und zur Abnahme zu neigen; anhaltende Steigerung der kurzfristig kündbaren Schulden der Zentral-Notenbank; Verminderung des Goldvorrats nach 1918, als die Kreditnachfrage zu steigen anfing; Vermehrung der Einlagen Dritter bei den Banken bis 1921, alsdann Verminderung; Übertreibung der Kreditgewährung durch die Banken bis 1921; Einschränkung danach; außergewöhnliche Betriebsamkeit auf dem Emissionsmarkt, und zwar von Aktien in den Jahren von 1919 und 1920, von Obligationen in den Jahren 1920 und 1921 und plötzlich schnell eingeschränkte Tätigkeit danach."

Die Krise, dadurch verschärft, daß man zulange den niedrigsten Diskont auf der ganzen Welt aufrechterhalten hatte[5], nahm für Holland ungewöhnlich scharfe Formen an. Die Kursverluste an der Amsterdamer Börse allein in der Zeit vom 1. Januar bis Ende Oktober 1921 berechnet man auf 1491 Millionen Gulden[6]. Als Tiefpunkt der Depression darf man wohl den Beginn des Jahres 1923 bezeichnen. Das holländische Volksvermögen zeigt nach den Schätzungen gleichfalls im Jahre 1922/23 einen Tiefstand. Die Schätzungen lauten für das Jahr:

1920/21 auf 13589 Millionen Gulden,
1921/22 „ 13284 „ „
1922/23 „ 12324 „ „[7]

Dazu kam, daß auch der Gulden selbst ins Wanken geriet, aus Gründen, die aus dem oben Angeführten hervorgehen. 1922 setzte auch in Holland eine Flucht vor dem Gulden ein, allerdings in einem für deutsche Begriffe nur bescheidenen Umfang. Trotzdem behauptete sich der Gulden 1922 noch ziemlich gut, und zwar wegen des starken Zu-

[4] 1924, S. 480.
[5] Vgl. auch „In- en Uitvoer" 1924, S. 584.
[6] „Robaver" 1922, S. 13.
[7] „Robaver" 1924, S. 109.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

flusses fremder Kapitalien (vor allen Dingen deutscher, die damals in Holland eine inflationssichere Zuflucht suchten) und wegen der Unterbringung großer Staatsanleihen in Amerika[8]. 1923 steht es wesentlich schlechter um die niederländische Währung. Der Gulden gerät stark in Depression. Der Dollar zeigt bei einer Parität von 2,48¾ gegenüber dem Gulden im Jahre 1923 als tiefsten Kurs 2,51¼, als höchsten Kurs 2,71¾. Erst zu Ende des Jahres 1924 ist der Gulden wieder wirklich sicher gefestigt; er ist dann sogar eine Zeitlang höchstbewertete Währung Europas; 29. April 1925 wurde der Goldstandard wieder eingeführt. Dabei war während der ganzen Zeit der Guldengefährdung zufolge der durch die Krise freiwerdenden Gelder der Prolongationssatz niedrig[9]. Doch blieb begreiflicherweise der Zinsfuß für Prima-Obligationen hoch und betrug 1922 für erstklassige inländische Obligationen 6%.

Während der Krisis waren Kredite an das Ausland in größerem Maßstabe natürlich nicht denkbar. Sie treten, von einzelnen Ausnahmen abgesehen — Ausnahmen machten vor allem kurzfristige Handelskredite —, in beachtenswertem Maßstabe erst auf, nachdem die Krise überwunden ist. Welche Faktoren dann in erster Linie dazu geführt haben, die große Kreditgewährung an das Ausland möglich zu machen, soll im folgenden untersucht werden.

Zunächst betrachtete es der Staat nunmehr als seine vornehmste Aufgabe, durch rücksichtslose Ersparung das Budget auszugleichen. In der obengenannten Tabelle über die Ausgaben auf den Kopf der Bevölkerung zeigt sich bereits die Einschränkung. Die Thronrede des Jahres 1924 erklärt, daß sich zum ersten Male für 1925 die ordentlichen Ausgaben und Einnahmen im Staatsvoranschlag ausgleichen[10]. Das gleiche gilt für Niederländisch-Indien. Denn auch Niederländisch-Indien hatte denselben Fehler begangen, hatte beim Mutterland große Schulden gemacht, und zwar bis zu einer Höhe von 350 Millionen Gulden, die aber bei gleichfalls energischer Ersparungswirtschaft im Laufe des Jahres 1923 zurückbezahlt wurden und im Jahre 1924 endgültig getilgt sind. Das Mutterland hatte für diese Kredite und auch für die eigenen Bedürfnisse bei der Niederländischen Bank

[8] Vgl. auch „Econom. Statist. Berichten" 1922, S. 832.

[9] „Prolongatie" heißt die in Holland bisher üblichste kurzfristige Geldanlage: Einmonatsgeld gegen Effektenunterpfand (an der Börse gehandelt).

[10] „Robaver" 1924, S. 257.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

erhebliche Beträge in kurzfristigen Staatspapieren diskontieren lassen, Beträge, die

im Jahre	1921/22	sich bis auf	1261	Millionen	Gulden,
für	1922/23	„	698	„	„
für	1923/24	„	567	„	„[11]

beliefen.

Dementsprechend lassen nunmehr die Bedürfnisse des Staates an Kredit nach starker Inanspruchnahme des Marktes schnell nach. Wir finden in den Jahren 1922/23 noch folgende Staatsanleihen des Niederländischen Staates:

1922a	150	Millionen	Gulden[12]
1922b	150	„	„[12]
1923a	100	„	„
1923b	85	„	„
1923c	40	„	„[13, 14, 15].

Niederländisch-Indien hat folgende Anleihen aufgenommen:

1921a			75	Millionen	Gulden,
1921b			56	„	„
1921c . .	5	Millionen £	= 60,5	„	„[16]
1921d . .	25	„ $	= 62,2	„	„[17]
1922a . .	40	„ $			
1922b . .	40	„ $	zus. = 248,78	„	„[17]
1972c . .	20	„ $			
1923a			65	„	„

[11] „In- en Uitvoer“ 1924, S. 480.

[12] Je die Hälfte in Amerika untergebracht.

[13] In Amerika untergebracht und erst April 1924 aufgelegt.

[14] „Robaver“ 1924, S. 199.

[15] Auch die kurzfristigen Kredite des Staates, die nicht den Kapitalmarkt, sondern den Geldmarkt in Anspruch nehmen, sind im Laufe der letzten Jahre dauernd und sehr erheblich zurückgegangen. Ihr Umlauf betrug bei Beginn des Jahres

1922 . .	781 700 000	Gulden,	1926 . .	234 397 000	Gulden,
1923 . .	682 182 000	„	1927 . .	149 081 000	„
1924 . .	605 356 000	„	1928 . .	132 416 000	„
1925 . .	297 213 000	„	„Robaver“ 1928, S. 34.		

[16] In England untergebracht.

[17] In den Vereinigten Staaten untergebracht.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

1923 b . .	6 Millionen	£	= 72,6	Millionen	Gulden
1923 c . .	25 „	$	= 62,2	„	„[17]
1923 d			75	„	„[18 19]

Nach 1923 bzw. 1924 nahmen weder der niederländische Staat noch Niederländisch-Indien den Kapitalmarkt in Anspruch. Indien konvertierte nur einige höher verzinsliche Anleihen. Der niederländische Staat selbst gab die erste Konversionsanleihe erst Anfang März 1928 aus, nachdem im Februar 1928 eine andere Anleihe aus eigenen Mitteln zurückgezahlt worden war. Die Provinzen und Kommunen haben auch in den Jahren 1925/27 den Kapitalmarkt wohl noch in Anspruch genommen, aber überwiegend nur zu Konversionen, zu denen sie auch durch die Anleihebedingungen im Gegensatz zu denen des Staates imstande waren. Von insgesamt im Zeitraum 1. Mai 1924 bis 1. November 1927 emittierten Provinzial- und Gemeindeanleihen in Höhe von 931630000 Gulden waren 507775000 Gulden Konversionsanleihen[20, 21].

Das Jahr 1924 bringt nun endlich allgemein Erholung. Das Staatsbudget ist in Ordnung, der Gulden stabil. Die Vertrauenskrise, vor allen Dingen die gegenüber den öffentlichen Körperschaften, geht zu Ende. Nachdem in den Jahren 1921 bis 1923 noch große Teile der Staatsanleihen in Amerika begeben werden mußten, wird die indische Anleihe 1923d, die August 1924 in Holland aufgelegt wird, wieder

[18] Erst August 1924 aufgelegt.

[19] „Robaver" 1924, S. 205.

[20] „Econom. Statist. Berichten" 1928, S. 152.

[21] Die Zahlungsbilanz wird übrigens bereits im Jahre 1923 als annähernd im Gleichgewicht befindlich erachtet. Bei einem Einfuhrüberschuß von zirka 700 Millionen Gulden taxiert man den Ausgleich auf 665 Millionen Gulden, sich zusammensetzend:

145	Millionen	Gulden	aus	Schiffahrtseinnahmen,
40	„	„	„	Hafenverkehr und Durchfuhr, sowie Rheinschiffahrt,
275	„	„	„	Gewinn aus ausländischen und kolonialen Kapitalanleihen (hoher Gewinn der Pflanzungen),
155	„	„	„	Ausgaben der indischen Regierung in Holland,
10	„	„	„	Werterhöhung der Diamanten durch Bearbeitung in Holland,
40	„	„	„	diversen Dienstleistungen, vor allen Dingen des Zwischenhandels und des Kapitalverkehrs. („Robaver" 1924, S. 51.)

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

vielfach überzeichnet. Am 13. Dezember 1924 kann, nachdem Niederländisch-Indien seine schwebenden Schulden an das Mutterland abgetragen hat, die Niederländische Bank ihren Diskont um ½ % ermäßigen. Schon setzt eine gewisse Flüssigkeit auf dem Kapitalmarkt ein. Der Status der Niederländischen Bank ist erleichtert. Einen Monat später setzt sie bereits den Diskont um ein weiteres ½ % herab[22].

Die Erstarkung des Kapitalmarktes zeigt sich, außer in dem Erfolg der indischen Anleihe, schon darin, daß selbst vor der faktischen Stabilisierung des Guldens die in Amerika und England herausgegebenen holländischen und niederländisch-indischen Anleihen großenteils wieder nach Holland zurückgekauft sind[23].

Macht also der Staatshaushalt in der von uns zu besprechenden Periode keine Ansprüche an den niederländischen Kapitalmarkt, sind die Provinzial- und Kommunalanleihen, dem nominalen Werte nach, zu 55 % Konversionsanleihen, so sind die Ansprüche, die Hollands Handel und Industrie an den Amsterdamer Kapitalmarkt stellen, auch nicht übermäßig hoch. Der verhältnismäßig geringe Kapitalbedarf der eigenen Wirtschaft ist eine alte holländische Erscheinung. Die Kapitalneubildung übertraf schon seit langen Jahren den eigenen Bedarf der Wirtschaft, und nur so ist auch der Erfolg zu erklären, den alle die russischen und amerikanischen Eisenbahnanleihen und die sonstigen fremden — meist staatlichen — Papiere auf dem Amsterdamer Markt gefunden haben. Auch die flotte Entwicklung der eigenen Industrie der letzten Jahrzehnte ändert an dieser Tatsache nichts. Im Jahre 1921 betragen zum Beispiel die Emissionen der öffentlichen Körper in den Niederlanden allein über 250 Millionen Gulden von insgesamt 467 Millionen Gulden,

im Jahre 1922 312 Millionen Gulden von 447 insgesamt,
im Jahre 1923 215 Millionen Gulden von 245 insgesamt[24].

---

[22] Der Zinssatz der Niederländischen Bank: 1. Juli 1915 bis 18. Juli 1922 4½ %, 18. Juli 1922 bis 23. Dezember 1923 4 %, 23. Dezember 1923 bis 13. Dezember 1924 5 %, 13. Dezember 1924 bis 15. Januar 1925 4½ %, 15. Januar 1925 bis 3. Oktober 1925 4 %, 3. Oktober 1925 bis 13. Oktober 1927 3½ %, ab 13. Oktober 1927 4½ %.

[23] Vgl. auch „Robaver" 1924, S. 197.

[24] „Robaver" 1922, S. 67 und 1924, S. 39.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Als nunmehr im Jahre 1924 der Bedarf der öffentlichen Körper durch Wegfall des Staatsbedarfs und zufolge der Ersparungswirtschaft auch bei den anderen öffentlichen Haushaltungen sich wesentlich verringerte und ein vermehrter Bedarf der eigenen Wirtschaft bzw. ein vermehrtes Interesse für inländische Industriewerte sich kaum bemerkbar machte, blieb natürlich für das Ausland um so mehr übrig.

Oben war bereits darauf hingewiesen worden, daß Deutschland in den Jahren der deutschen Inflation große Guthaben-Saldi in Holland besaß. Diese deutscherseits in Holland lagernden Mittel trugen erheblich dazu bei, die Unterbringung der holländischen und niederländisch-indischen Staatsanleihen zu erleichtern. Der Grund für die Flucht nach Holland ist in erster Linie in der Wertbeständigkeit der holländischen Währung zu suchen, die während der deutschen Inflation Sicherheit gegen Entwertung bot. In der zweiten Hälfte 1923 verließ ein großer Teil der deutschen Saldi Holland, mit der Deflationskrise folgte der Rest. Dafür strömen nun vor allen Dingen belgische und französische Guthaben, aber auch die anderer Länder mit entwerteter Valuta ein. Ab 1926 läßt sich allerdings ein Abwandern auch dieser Saldi wieder feststellen, ohne daß sie ganz verschwunden sind[25]. Dafür tritt dann Beteiligung fremder Mittel an holländischen Finanzgeschäften mit dem Ausland, vor allem an den Emissionen in Holland auf. Wir erwähnen hier zum Beispiel erhebliche deutsche Zeichnungen auf deutsche Emissionen in Holland, teilweise vielleicht zum Zweck der Vermeidung der Kapitalertragsteuer, teilweise auch mit der Absicht, die größere Sicherheit, die für Auslandsanleihen verlangt wird, mit zu genießen. Daß die Beteiligung ausländischer Mittel am holländischen Kreditgeschäft mit dem Ausland bedeutend sein muß, zeigt die Gesamthöhe der holländischen Neuanlagen, die wohl über das hinausgeht, was Holland an Kapitalzuwachs jährlich zu verzeichnen hat. Dieser wird gelegentlich wohl auf eine halbe Milliarde Gulden geschätzt. Allein die Summe der Emissionen abzüglich der Konversionen betrug aber zum Beispiel 1927 fast so viel, nicht zu sprechen von anderen Neuanlagen.

Zu beachten ist auch die Teilnahme des Auslandes an holländischen Industrieunternehmungen (Kunstseide, Ver. Blikfabrieken, Handels-

[25] „In- en Uitvoer", Sondernummer Oktober 1927, S. 33.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

vereeniging „Amsterdam", Kolonialwerte u. a.). Auch dies mag indirekt zur Aufnahmefähigkeit Hollands für fremde Werte beitragen.

Ziemlich parallel mit der Krise im Mutterlande hatte auch Niederländisch-Indien eine schwere Krise durchzumachen. Zugleich mit der Stabilisierung im Mutterland setzte nun aber auch ein Aufschwung in Niederländisch-Indien ein, der dann sogar wesentlich dazu beigetragen hat, das Ende der Krise im Mutterland zu beschleunigen. Der Aufschwung in Indien selbst hat seinen Grund in Ersparungen der niederländisch-indischen Regierung, in erster Linie jedoch in dem ungeheuren Aufschwung, den der Markt der wichtigsten indischen Exportprodukte, vor allen Dingen von Kautschuk und Zucker genommen hat.

Die Gewinne, die das Mutterland aus den Kolonien zieht, dürfte man in vier Hauptgruppen teilen können. An erster Stelle stehen die Dividenden der großen indischen Gesellschaften. Diese führen seit dem Jahre 1925 wieder erhebliche Beträge in der Form von Dividenden an das Mutterland ab. Mr. J. Gerritsen, der frühere Direktor der Javaschen Bank, der indischen Zentralnotenbank, schätzte in einer am 15. Mai 1927 gehaltenen Rede die Summe der in Form von Dividenden nach den Niederlanden gehenden Beträge auf jährlich 250 Millionen Gulden. Andere Schätzungen kommen ungefähr zum gleichen Resultat.

Ein zweiter Faktor sind die Pensionen, die den ehemaligen niederländisch-indischen Beamten, Offizieren und Privatangestellten, die meistens in den Niederlanden ihren Altersitz haben, gezahlt werden.

Drittens siedeln sich jährlich zahlreiche Leute in Holland an, die in Indien Reichtümer erworben haben. Bei aller Variation des Erwerbs, der Bildung und Anlage dieser Vermögen bedeutet ihr Transport nach Holland irgendwie Kapitalzuwachs. Meist vermehren sie in erster Linie den holländischen Besitz an Zinsen oder Dividenden tragenden indischen Effekten.

Schließlich werden in Holland jährlich große Summen am Handelsverkehr, das heißt am Transport und am Handel von und nach Indien nicht nur Hollands sondern auch anderer Länder verdient, einschließlich der Kommissionsgewinne.

Führten diese Faktoren zu der Möglichkeit, daß Holland an das Ausland in großer Höhe Kredite erteilen konnte, so sei im folgenden untersucht, warum man sich gerade diesen Auslandskrediten und speziell

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

auch den nach Deutschland zugewandt hat. Der wichtigste Faktor war natürlich der der höheren Verzinsung. Aber es lockte nicht nur die höhere Verzinsung, es lockte vor allen Dingen auch der Kursgewinn. Wie wäre es sonst auch zu erklären, daß im Jahre 1927 eine 4½ %ige Pariser Stadtanleihe glückt, während eine zu gleicher Zeit emittierte 4½ %ige Rotterdamer Stadtanleihe einen erheblich geringeren Erfolg hat[26].

Zur Einschränkung der Staatsausgaben hatte die Regierung auch eine Reduktion der Bezüge der Staatsbeamten durchgeführt von durchschnittlich 10 %, die aber infolge Staffelung die höheren Beamten am stärksten traf. Diese, nicht imstande, mit ihren neuen Bezügen die alte Lebenshaltung aufrecht zu erhalten, wandten sich mit dem Vermögen, das sie meistens besitzen, den höher verzinslichen, vor allen Dingen deutschen Papieren zu, die ihnen vielfach auch bei geringeren Gehaltsbezügen die Möglichkeit des alten Aufwands gewährten. Was für sie zutrifft, kommt mutatis mutandis auch für alle die Vermögen in Frage, die, wie in holländischen Rentnerkreisen der Vorkriegszeit vielfach üblich, großenteils in russischen, deutschen und österreichischen Werten angelegt waren und nun durch die Währungskatastrophen stark gelitten hatten. Hier hemmte zunächst wohl die gemachte schlechte Erfahrung zum Beispiel mit der Papiermark. Aber die Not, vor allem der älteren Besitzer, ließ zum höher verzinsten Papiere greifen. Gefördert wurde der Kauf hoch verzinslicher Papiere auch durch die hohe Einkommensteuer, die manchen vorsichtigen Kapitalisten überzeugte, daß es besser sei, sein Vermögen mit 7 % fest zu verzinsen, als das Risiko eines Betriebes zu laufen mit der Aussicht, bei etwas größerem Gewinn leicht die Hälfte wieder in Form von Steuern abgeben zu müssen.

Andererseits ist Deutschland mit dem Gulden schon aus der Inflationszeit stark vertraut. Anfangs 1924 wird der deutsche Besitz an niederländischen Banknoten auf etwa 200 Millionen Gulden geschätzt[27]. Der Gulden war in der Inflationszeit in Deutschland vielfach Wertmesser, Wertobjekt und Umlaufmittel, und genoß unbegrenztes Vertrauen, schienen doch seine Schwankungen in kritischster Zeit dem an Marksprünge Gewohnten lächerlich. Hieraus erklärt sich u. a. auch das Interesse, das Deutschland als Kreditnehmer gerade am holländischen

[26] „In- en Uitvoer" 1927, S. 67.
[27] „In- en Uitvoer" 1924, S. 260.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Kapitalmarkt hatte, wodurch es dem holländischen Kapitalisten auf halbem Wege entgegen kam.

Gefördert wurde das Interesse für die ausländischen Emissionen in Holland durch die Tatsache, daß sie fast ausnahmslos Obligationsanleihen waren. Die Jahre der kurzen Blüte 1919/1921 hatten mit ihrer unnatürlich entwickelten Unternehmungstätigkeit viele Aktienemissionen gebracht, mehr als man in Holland gewohnt war. Viel, sehr viel hiervon war in der Zeit der Krise schnell wieder wertlos geworden. Schlechte Erfahrungen, vor allen Dingen auch mit großen Kriegs- und Nachkriegsgründungen — Compania Mercantil u. a. —, führten zu großer Skepsis gegenüber Aktien. Um so freudiger warf man sich auf hoch-, aber festverzinsliche Papiere.

Holland war von jeher bedeutender Lieferant Deutschlands, vor allen Dingen für Rohstoffe, Lebensmittel und Kolonialwaren. Die Verarmung Zentraleuropas und vor allem die Deutschlands machte die alten Handelsmethoden unmöglich. Wollte man die führende Stellung im deutschen und sonstigen zentraleuropäischen Importhandel wahren, wollte man seine starke Position nicht an die Amerikaner verlieren, dann war es nötig, daß man große und zum Teil auch nicht zu kurze Kredite gewährte. Dies die wichtigste Ursache für das Interesse des holländischen Kaufmanns und Bankiers am kurzfristigen Kredit, vor allen Dingen am Warenkredit insbesondere nach Deutschland, aber auch am industriellen Wiederaufbaukredit mit längeren Tilgungsfristen.

II. Form und Höhe der holländischerseits gewährten Kredite.

Von den Krediten, die gewährt wurden, zeichnet sich von vornherein, auch von den anderen ähnlichen Krediten an andere Staaten, sowohl wegen des frühen Termins der Gewährung, als auch wegen seiner Höhe der vom niederländischen Staat der deutschen Wirtschaft gewährte Kredit vom 31. Juli 1920 aus.

Dieser bestand in einem einmaligen Lebensmittelkredit von 60 Millionen Gulden und einem sich immer wieder erneuernden industriellen Aufbaukredit von 140 Millionen Gulden, wozu noch ein Kredit der Internierungskosten in Höhe von einigen Millionen Gulden kam. Wegen der Verpflichtung der deutschen Schuldner, Rückzahlung in wertbeständiger Valuta bei sinkenden Goldmarkpreisen der deutschen

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Produkte zu leisten, wurde indessen der industrielle Kredit anfangs nur zögernd in Gebrauch genommen. Am 2. Oktober 1922 ist das Gesamt-Debet-Saldo aller Kreditnehmer bloß 31 Millionen Gulden[1]. Doch nimmt allmählich die Benutzung zu, einerseits wegen der an sich günstigen Bedingungen, andererseits, weil der Kredit im Gegensatz zu dem sonstigen Zustand in Deutschland eine leichtere Möglichkeit der Beschaffung der für die Rohstoffversorgung notwendigen Devisen bringt und die Devisenbeschaffung für die Zins- und Rückzahlung von der deutschen Behörde begünstigt wurde. Später, als in der Deflationszeit in Deutschland Kredite fast nicht mehr zu haben sind, steigt natürlich das Interesse an dem billigen Kredit sehr erheblich.

Ende 1924 und 1925 finden wir folgende Benutzung[2]:

a) Lebensmittelkredite:

Gewährte Gesamthöhe	Benutzung Ende 1924	Ende 1925
60 000 000 Gulden	2 361 655 Gulden	3 402 756 Gulden

b) Industr. Wiederaufbaukredite:

Gewährte Gesamthöhe	Benutzung Ende 1924	Ende 1925
140 000 000 Gulden	115 651 426 Gulden	117 271 472 Gulden

c) Internierungskosten:

Gewährte Gesamthöhe	Benutzung Ende 1924	Ende 1925
—	1 546 096 Gulden	18 350 Gulden

Eine weitere, sehr wichtige Form des Kredits, die in der Öffentlichkeit im allgemeinen unterschätzt wird, ist die des einfachen Warenkredits. Schon die Summen, die gleich nach dem Kriege holländischerseits kurzfristig, meist als Importkredit, Deutschland zur Verfügung gestellt wurden, sind beachtenswert. Viele Holländer gewährten Geschäftsfreunden und Verwandten jenseits der Grenze, selbst auf die Gefahr hin, durch den Fall der Mark Verluste zu erleiden, Unterstützungen in Form von Krediten. Die zwar zögernde, aber doch steigende Kreditgewährung in dieser Form wird Anfang des Jahres 1923 durch die Ruhrbesetzung wiederum auf ein Minimum eingeschränkt. Nach Stabilisierung der deutschen Währung setzt sie dann stark und steigend wieder ein. Interessant ist Anfang 1924 ein Ver-

[1] „Econom. Statist. Berichten" 1922, S. 898.
[2] „Robaver" 1926, S. 40.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

such von Kreisen, die der Niederländischen Handelskammer für Deutschland in Frankfurt a. M. nahestehen, durch Schaffung einer Treuhandorganisation, die bei holländischen Banken beleihbare Lagerscheine herausgab, dieses Kreditsystem zu fördern. Interessant vor allem darum, weil, bevor die Niederländische Treuhand-Gesellschaft m. b. H. dieses System in größerem Umfang in Tätigkeit bringen konnte, das Vertrauen bereits so weit gewachsen war, daß eine besondere Vertrauenszwischenstelle sich erübrigte, vor allen Dingen, wo alte Geschäfts- oder Verwandtschaftsbeziehungen vorhanden waren. Schließlich wird dieser Handelskredit von größter Bedeutung. Uns scheint es ein ganz besonderes Verdienst der Niederlande, gerade diese kurzfristigen Kredite auch an kleinere Firmen in Deutschland in so großer Zahl gewährt und dadurch den Wiederaufbau der deutschen Wirtschaft, ohne ausschließliche Begünstigung der großen Konzerne wie bei den amerikanischen Krediten, erleichtert zu haben. Es handelt sich hierbei um Blankokredite, Kredite mit Zahlung gegen Frachtbrief, Kredite gegen Pfand und Sicherung bis zu den verschiedenen und kompliziertesten Formen des Akzept- und Rembourskredits[3]. Schwankungen in der Gewährung dieser Kredite sind festzustellen; vor allen Dingen ein Zurückhalten, als eine Zeitlang die Geschäftsaufsicht in Deutschland von unwilligen Schuldnern stark ausgenutzt wurde, auch als rigorose Bestimmungen deutscher Banken ihren Kunden den Bezug von Rohstoffen mit längeren Auslandskrediten erschwerten. Doch war dies nur vorübergehend. Nur im Tabakhandel fand es in den Kreditkonditionen der Amsterdamer Tabakhändler Deutschland gegenüber bis heute dauernden Niederschlag. Im allgemeinen sind holländischerseits sicher durchweg gute Erfahrungen gemacht worden.

Überwiegen bei diesen Handelskrediten im allgemeinen die einfachen Formen, so wird das kompliziertere Akzept- und Remboursgeschäft durch die Banken gemacht. Zunächst finden wir bei den holländischen Banken allerdings starke Zurückhaltung gegenüber dem deutschen Risiko. Anfang 1924 kommt mit der wirtschaftlichen Stabilisierung in Holland und der Währungsstabilisierung in Deutschland der Umschwung, gekennzeichnet vor allen Dingen durch die Gründung der drei großen internationalen Amsterdamer Akzeptbanken, der „Nederlandsche Accept-

[3] Vgl. auch Dr. Wilhelm Mautner, „Die jüngste Entwicklung des niederländischen Bankwesens" im Niederl. Jahrbuch 1924, München, S. 25.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Maatschappij" mit einem Kapital von 5000000 Gulden (wovon eingezahlt 1000000 Gulden), der „Internationale Bank" mit einem Kapital von 20000000 Gulden (wovon eingezahlt 10000000 Gulden) und der „Internationale Crediet Compagnie" mit einem Kapital von 20000000 Gulden (wovon eingezahlt 11000000 Gulden); die erste mit niederländischer und deutscher, die zweite mit niederländischer, deutscher, schwedischer und englischer und die dritte mit niederländischer, deutscher, schwedischer, englischer und schweizer Beteiligung gegründet[4].

Die Niederländische Bank gewährte diesen Institutionen die Diskontfähigkeit ihres Akzeptes und ihres Indossements[5].

Den allgemeinen Akzeptbanken schließen sich an: die „Wol Financierings Mij.", die auch Anfang 1924 gegründet wurde, und weitere derartige Gründungen, die sich speziell dem Branchenkredit zuwenden. Fördernd für diese Bewegung war der Umstand, daß eine Anzahl kapitalkräftiger deutscher Handelsfirmen, die früher in Antwerpen ansässig waren, sich inzwischen in Amsterdam niedergelassen hatte[6]. Aus dem ersten Jahresbericht der später aus der obengenannten Finanzierungs-Gesellschaft hervorgegangenen „N. V. Wolbank" geht hervor, daß das Bestreben, die Finanzierung des Wollimportgeschäftes in Gulden über Holland zu leiten, großenteils geglückt ist. „Gegenwärtig macht bereits ein großer Teil der hier arbeitenden Wollhandelshäuser und der mit ihnen in Verbindung stehenden Industrien in Europa regelmäßig von unseren Diensten für die Finanzierung ihrer Wolltransaktionen Gebrauch."[7]

So war allmählich der Boden für die Entstehung eines Wechselmarktes in Amsterdam geschaffen. Ursprünglich war es, wie oben gesagt, Gewohnheit des Holländers, verfügbare Gelder in sogenannten „Prolongationen" an der Börse anzulegen. Als nun größere Mittel in Holland frei wurden und in der eigenen Wirtschaft nicht genügende Verwendung fanden, wurde man sich der Bedeutung bewußt, die ein Akzeptmarkt für ein Durchfuhrland, wie es Holland von Natur aus ist, haben kann. So fing man an, sich mehr und mehr der Finanzierung zunächst der Rohstoffbezüge Zentral- und Westeuropas zu widmen. Im Herbst 1927 schätzte man den Gesamtbetrag der Bank-

[4] Vgl. auch Mautner, ibidem, S. 8.
[5] Vgl. auch Mautner, ibidem, S. 9.
[6] Vgl. auch Mautner, ibidem, S. 25.
[7] „Robaver" 1926, S. 126.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

akzepte in den Portefeuilles der Amsterdamer Banken drei- bis fünfmal so groß wie vor dem Krieg[8]. Noch ist in Holland vorläufig das Akzeptgeschäft fast nur ein Bankgeschäft. Das Publikum fängt erst zögernd an, sich hierfür zu interessieren, wenn man sich auch bereits heute, wie weiter unten dargestellt werden wird, auf der Effektenbörse Sorge über die zu große Entwicklung des Akzeptmarktes macht.

Welche Rolle spielen nun hierbei die deutschen Banken, die nach dem Krieg in Holland entstanden sind? Sie brachten im Anfang große Mittel aus Deutschland mit, die in Holland Anlage suchten und sich auch auf dem Devisenmarkt betätigten. Später, als der Rückzug des deutschen Kapitals eingesetzt hatte, sind sie im wesentlichen nur Vermittler für mit nichtdeutschem Geld gewährte Akzept- und andere Kredite. Seit dann ihr Wechsel zum Diskont bei der Niederländischen Bank zugelassen wurde, was, wie weiter unten vermerkt werden wird, stufenweise erfolgte, nehmen sie eine stets wachsende Stellung ein, und heute ist das Akzeptgeschäft wahrscheinlich der wichtigste Teil ihrer Tätigkeit überhaupt, ferner ist auch ihre Stellung als Akzeptbanken in Holland ihre wichtigste, mit Ausnahme vielleicht von Mendelssohn & Co., eine Firma, die auch als Emissionshaus heute eine führende Stellung einnimmt.

Zu den Akzeptkrediten kommen dann noch sehr erhebliche Beträge, die von niederländischen Banken fremden, vor allem deutschen Banken in der Form sogenannter „Leihdevisen" zur Verfügung gestellt werden. Die Entwicklung dieses Geschäfts ist in etwa analog der des Akzeptgeschäfts.

Über die Höhe aller dieser kurzfristigen Kredite bestehen keine sicheren Anhalte. Das Statistische Reichsamt schätzte zum 30. Juni 1925 die vom Ausland an Deutschland gewährten Kredite auf kurze Termine auf rund 1600 Millionen Reichsmark[9]. Als in den ersten Monaten 1927 Deutschland infolge der Haltung von Reichsbank und Regierung fast keine Emissionen im Ausland tätigte und daher die Zahl der vom Ausland gewährten kurzfristigen Kredite anschwoll, schätzte man deren Gesamthöhe auf 2 Milliarden Reichsmark[10]. In „Wirtschaft und Statistik" 1927, S. 1028, wird für Ende 1927 die Höhe

[8] „In- en Uitvoer", Sondernummer Oktober 1927, S. 17 ff.
[9] „In- en Uitvoer" 1925, S. 562.
[10] „In- en Uitvoer" 1927, S. 636.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

der nach Deutschland laufenden kurzfristigen Auslandskredite auf 4,6 bis 5,1 Milliarden Reichsmark geschätzt. Hiervon müßten unseres Erachtens auf das Konto Hollands etwa 0,8 Milliarden Reichsmark verbucht werden.

Nach sachverständigen Schätzungen betrugen die holländischen Akzeptkredite im Spätherbst 1927 durchschnittlich etwa 360 bis 370 Millionen Gulden, zur Zeit (das heißt Anfang März 1928) etwa 300 Millionen Gulden. Nimmt man an, daß hiervon Deutschland der größte Teil zufließt, also etwa 200 Millionen Gulden, so betragen diese also schon rund 340 Millionen Reichsmark, dazu kommen noch die anderen Warenkredite, von denen allein die Tabakkredite an Deutschland auf 40 Millionen Gulden geschätzt werden können, mit den ersten zusammen also rund 410 Millionen Reichsmark. Die Leihdevisen kann man wohl auf 200 Millionen Gulden schätzen = 340 Millionen Reichsmark. Die restlichen Warenkredite einschließlich der ganz kurzfristigen für die enormen Lieferungen an Butter, Käse, Gemüse, Eier u. a. mögen wohl die Gesamtsumme von 40 bis 50 Millionen Reichsmark erreichen.

An dieser Stelle sei auch auf Bankkredite holländischer Banken an deutsche Firmen verwiesen, die keine reinen Handelskredite, sondern meist Wiederaufbau- oder Betriebsvergrößerungskredite sind. Im wesentlichen werden sie auch erst wieder seit 1924/1925 erteilt. Oft sind sie nicht ganz kurzfristig, vielfach durch Sicherungshypotheken oder andere ähnliche Sicherheiten gedeckt. Über ihre Höhe läßt sich nichts feststellen.

In der Inflationszeit waren es zwei Formen, in denen Kreditierung in der Form von Beteiligung an deutschen Betrieben stattfand. Es entwickelte sich eine Zeitlang ein sehr erheblicher Markt für deutsche Aktien auf der Amsterdamer Börse. Ursprünglich auf der allgemeinen Produktenbörse, später auch auf der Effektenbörse. Die Aktien und Kuxe wurden stückweise in Gulden gehandelt. Vorwiegend handelte es sich um ein Spekulationsgeschäft; da aber später teilweise Dauererwerb eintrat, ist auch hierin ein für die Zahlungsbilanz wichtiges Moment, Guthabenerwerb Deutschlands durch Verkauf von Aktien an Niederländer, zu sehen.

Wichtiger als diese Beteiligung in Form des Aktienkaufs an der Börse war die bewußte Beteiligung von holländischen an speziellen

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

deutschen Firmen während der Inflationszeit[11]. Vor allen Dingen in der Textilindustrie findet man diese Kreditform vielfach. Als Gründe wirkten:

1. Die Kreditgewährung an in Schwierigkeiten befindliche Geschäftsfreunde oder Verwandte, gelegentlich auch die Gefahr, beim Imstichlassen noch mehr zu verlieren.
2. Die Unmöglichkeit, anders als auf diese Weise auf die Dauer während der Inflationszeit Markbestände einigermaßen wertbeständig zu verwerten.
3. Die Möglichkeit der Schaffung eines, vor allem in der Inflationszeit, billiger arbeitenden Zweigbetriebs.
4. Spekulation auf Wertsteigerung.
5. Machtausdehnung zwecks Sicherung des Absatzes oder der Versorgung mit Rohstoffen und Halbfabrikaten.
6. Schaffung einer bei großem Risiko gut verzinslichen Kapitalanlage.
7. Anlehnung an technisch vollkommenere Betriebe zwecks Anlernung.

Über die Höhe der Gesamtbeteiligungen läßt sich auch schätzungsweise nichts sagen, eine Vermehrung in nennenswertem Maße hat in den letzten Jahren nicht stattgefunden, stellenweise ein Abbau.

Der bedeutendste Fall holländischer Beteiligung der letzten Jahre ist die Transaktion Koninklijke Petroleum-Rhenania-Ossag.

An dieser Stelle ist auch der Erwerb deutscher Immobilien zu erwähnen. Er wurde in der Inflationszeit von volkswirtschaftlicher Bedeutung. Im Anfang war der Hauskauf der Holländer meist nur die letzte Rettung vor dem Wertverfall von in Deutschland lagernden, aus Warenlieferung stammenden Papiermarkguthaben. Stellenweise geschah der Kauf durch eigens dazu gegründete Institutionen (holländische Banken mit Papiermarkkapital, eigene Hauserwerbs-A.-G. nach holländischem Recht usw.). Später aber wurde der Hauskauf vielfach Selbstzweck. Erworben wurden Zinshäuser vor allem in den niederrheinischen Großstädten, in Hannover, Berlin, Hamburg, Frankfurt a. M., Wiesbaden und kleineren Orten an der holländischen Grenze. Aller Hausbesitz in diesen Städten wurde aber übertroffen durch den holländischen Besitz in Düsseldorf. Diese Stadt erfreute sich aus gewissen Gründen besonderer Beliebtheit bei den Inflationshäuser kaufenden Holländern. Von mehreren Hundert durch die Nieder-

[11] Vgl. hierzu meine Ausführungen im Niederl. Jahrbuch II, 1924, München, „Die gegenseitige Durchdringung Deutschlands und der Niederlande in Form von Beteiligung und Firmengründung usw. ...“ S. 49 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ländische Handelskammer für Deutschland bearbeiteten Fällen betrafen etwa 80 % in Düsseldorf gelegene Häuser.

Da die Holländer diesen Inflationskauf ihrer Landsleute im allgemeinen mißbilligten, hat sich die niederländische Öffentlichkeit mit dem Problem des Erwerbs deutscher Häuser nie befaßt. So fehlte jeder Ausgleich gegen die wirtschaftlich nicht begründete Bevorzugung einer niederrheinischen Großstadt, so fehlt aber auch jede Möglichkeit einer Schätzung der Größe des holländischen Besitzes. Nur aus eigenen praktischen Erfahrungen kann der Verfasser berichten, daß große Teile des Spekulationserwerbs inzwischen wieder abgestoßen wurden, meist ohne große Gewinne. Der Erwerb geschah nämlich vielfach durch gänzlich Unorientierte, vielfach nicht einmal die deutsche Sprache genügend Beherrschende; die Verträge wurden sorglos abgeschlossen, an die Aufwertung der Hypotheken wurde selten gedacht, und diese entstanden daher meistens zu Lasten des Neuerwerbers wieder. Der heutige holländische Hausbesitz in Deutschland dürfte nur noch ein Bruchteil dessen sein, was in der Blütezeit (1923) in holländischen Händen war. Sehr viel Rente ist während der Dauer des deutschen Mieterschutzgesetzes holländischerseits aus den Häusern nicht gezogen worden. Mit der Zeit kann und wird sich dies aber wohl ändern.

Vor dem Kriege war die hypothekarische Beleihung deutscher Immobilien durch holländische Kapitalisten ein normales Geschäft. Der Landeszinsfuß differierte meist um etwa 1 %. Das Vertrauen in Deutschland war unbegrenzt. Inflation und vor allen Dingen die Aufwertungsgesetze haben dieses Geschäft vernichtet. Nur sehr zögernd entstand es wieder. 1925 werden wieder die ersten Hypotheken gegeben. Zunächst nicht durch holländische Hypothekenbanken, sondern durch Private. Die ersteren, die statutarisch das Land ihrer Tätigkeit festzulegen pflegen, hatten nie nach Deutschland gearbeitet und infolgedessen auch in den Satzungen das Deutschland-Geschäft nicht vorgesehen. Erst Neu- und Umgründungen schufen Hypothekenbanken, die auch nach Deutschland arbeiten. Im ganzen dürften von etwa vier in Frage kommenden Hypothekenbanken und etwa vier weiteren Institutionen, die ebenfalls Hypotheken nach Deutschland geben, nach fachmännischer Schätzung in den Jahren 1925 bis 1927 rund 15000000 Gulden in Hypothekenform nach Deutschland geflossen sein, eine Zahl, die durch die privaten Hypotheken etwa auf das Doppelte vermehrt sein dürfte. Die Verzinsung schwankt zwischen 7½ und 9 % bei durch-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

schnittlich fünfjähriger Dauer und einer Auszahlung von 94 bis 98 %. Meist wird eine Garantieversicherung verlangt, die 1 bis 1½ % jährlich kostet. Als Beleihungsgrenze dürfte man ein Maximum von 40 % des Verkaufswertes annehmen können. Hinderlich für die Entwicklung war zeitweilig die Erhebung deutscher Steuern von den Zinsen dieser Hypotheken. Hier trat erst im Frühjahr 1928 eine Erleichterung durch die Verordnung des Niederländischen Finanzministers betr. Vermeidung der Doppelbesteuerung ein.

Ein altes Geschäft ist auch die Beleihung deutscher Schiffs-Kasken durch holländische Schiffshypothekenbanken; vor allen Dingen die Beleihung von Rheinschiffen. In der Inflationszeit brachte die Frage der Zinszahlung dieser Hypotheken, deren persönliche Schuld in wertbeständiger Valuta lautet, Schwierigkeiten. Andererseits hat ihre Neuausgabe nie ganz gestockt. Nach der Stabilisierung der deutschen Währung kam sie bald wieder in Schwung, vor allen Dingen am Rhein, aber auch in Norddeutschland. Der Zinsfuß betrug durchschnittlich 6 bis 6¼ %, in vereinzelten Fällen auch 5¾ sowie 6½, Auszahlung zu 97 bis 98 %; Beleihungsquote bei neuen Schiffen bis zu 60 %. Dauer im allgemeinen fünf Jahre. Meist ist Amortisierung vorgesehen, und zwar zwei Drittel der Summe bis Ablauf der Hypothek. Von den am 31. Dezember 1926 im ganzen ausstehenden Krediten der Niederländischen Schiffspfandbriefbanken in Höhe von etwa 80 Millionen Gulden dürften schätzungsweise etwa 40 Millionen Gulden auf deutsche Schiffe gegeben sein.

Am bekanntesten von allen holländischen Krediten, vor allen Dingen in der deutschen Öffentlichkeit, sind die großen Emissionen, die ganz oder teilweise in Holland untergebracht wurden. Bevor auf Einzelheiten eingegangen werden soll, mögen einige Bemerkungen vorausgeschickt werden. Zunächst der Hinweis darauf, daß alle Emissionsstatistiken darunter leiden, daß die Emissionen des Auslandes, die in Holland angeboten wurden, ohne daß ein bestimmter Betrag für den holländischen Markt reserviert wurde, nicht aufgeführt sind, gleichfalls nicht die Kapitalerhöhungen ausländischer Unternehmungen, wo Bezugsrechte in Holland befindlicher Aktien geltend gemacht wurden. Ferner fehlen unter der Hand begebene kleinere Anleihen, besonders zum Beispiel die katholischen, von denen aber noch zu reden sein wird, Pfandbriefemissionen, deren Höhe oft nicht bekannt ist, und niederländische Beteiligungen an Emissionen im Auslande. Umgekehrt sind

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

die sehr bedeutenden Zeichnungen des Auslands bei Emissionen in Holland auch nicht berücksichtigt. Nur mit diesen Einschränkungen also, die dazu führen, daß die einzelnen Aufstellungen stark voneinander abweichen, kann das Folgende gesagt werden.

Als erste Auslandsanleihe in Amsterdam nach dem Kriege finden wir die des Staates Sao Paulo. Sie mußte 1922 noch mißglücken. Der tschechischen Anleihe vom 10. April 1922 — ½ Millionen £ zu 8 % — sowie den chinesischen 8 %igen Schatzanweisungen vom 12. April 1922 ging es kaum besser[12]. Dann kommt im Juni 1923 die 5 %ige österreichische Völkerbundsanleihe, von der 3 Millionen Gulden zu 80 % in Holland emittiert werden und im Februar 1924 eine Tranche einer japanischen Anleihe. Die erste deutsche Anleihe ist im Oktober 1924 die Dawes-Anleihe, die auch für das Jahr 1924 die einzige deutsche Anleihe bleibt. Von ihr wurden 2500000 £ in Holland begeben zu 92 % englischer Usance, was bei dem Kursstand des Guldens 88 % in Gulden bedeutet. Sie wurde vielfach überzeichnet. Nach ihrer Ausgabe setzte dann die Zeit der Ausgabe der großen Auslandsanleihen ein.

Die Gesamtemissionstätigkeit auf dem Amsterdamer Markt zeigt folgende Zahlen in 1000 Gulden:

1919	1182,106
1920	1168,873
1921	472,869
1922	435,574
1923	237,320
1924	364,705
1925	498,768[13]
1926	900,186[14]
1927	539,525[15], [16].

Die Summe der ausländischen Emissionen in Holland gibt die „In- en Uitvoer"-Sondernummer Oktober 1927 (S. 5) mit folgenden Ziffern an:

[12] „In- en Uitvoer" 1922, S. 537.
[13] Nach Abzug der Konversionsanleihen bleiben noch 263768000 Gulden.
[14] Nach Abzug der Konversionsanleihen bleiben noch 458961000 Gulden.
[15] Nach Abzug der Konversionsanleihen bleiben noch 490894000 Gulden.
[16] „Robaver" 1928, S. 34.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

1922	. . . .	16	Millionen Gulden
1923	. . . .	11	„ „
1924	. . . .	48	„ „
1925	. . . .	140	„ „
1926	. . . .	282	„ „
1927	. . . .	346	„ „[17]

Der Anteil der Auslandsemissionen an den Emissionen in Holland überhaupt betrug 1925: 44%, 1926: 64%, 1927: 69%[18]. Der Anteil Deutschlands an diesen ist:

1925	mit	66 755 000 Gulden	= 55%
1926	„	103 170 000 „	= 35%
1927	„	127 280 000 Gulden	= 37%[19]

Den Anteil Hollands an der langfristigen Kreditentnahme Deutschlands aus dem Ausland überhaupt zeigt folgende Tabelle (in Millionen Reichsmark ausgedrückt):

Kreditgebende Länder:	1924	1925	1926	1927
Vereinigte Staaten .	42,0	923,0	1107,9	885,0
Niederlande . . .	—	126,4	186,3	240,8
England	—	122,2	140,8	152,8
Schweiz	—	67,9	66,2	51,5
Schweden	—	10,3	43,4	51,5
Übrige Länder . . .	—	—	31,1	2,3
	42,0[20]	1249,8	1575,7	1383,9[20a]

Die wichtigsten, in Holland begebenen deutschen Anleihen sind bis Ende 1927 die folgenden:

1924	7%	Deutsches Reich	2 500 000 £
1925	7%	Friedrich Krupp A.-G.	1 000 000 $
	7%	Siemens-Halske A.-G. und	750 000 „
	7%	Siemens-Schuckert G. m. b. H. . . .	750 000 „

[17] „Robaver" 1928, S. 26.

[18] „In- en Uitvoer" 1928, S. 28. Man sieht, daß alle diese Statistiken erheblich differieren.

[19] „In- en Uitvoer" 1928, S. 26.

[20] Außerdem die Dawesanleihe, nominal 960 Millionen *RM*.

[20a] („In- en Uitvoer" 1928, S. 63.) Gemeint können nur sein: die langfristigen Kredite in Form der Ausgabe von Obligationsanleihen oder Aktienmissionen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

1925	7 %	Katholische Kirche in Bayern . . .	3 000 000	fl.
	6½ %	Stadt Köln	2 000 000	$
	7 %	Stadt Bremen	1 500 000	„
	7 %	Deutsche Rentenbank-Kreditanstalt . .	3 500 000	„
	6½ %	Freistaat Bayern	2 000 000	„
	7 %	Berliner Städtische Effektenbank . .	8 000 000	sfrs.
	7 %	Stadt Dresden	1 250 000	$
	7 %	Osram-Kom. G. m. b. H. a. Aktien .	2 000 000	„
1926	7 %	Rhein-Elbe-Union	3 500 000	„
	7 %	Deutscher Sparkassen-Giroverband .	1 500 000	„
	7 %	Stadt Leipzig	1 000 000	„
	6½ %	Oblig. Freistaat Baden	7 000 000	sfrs.
	7 %	Carl-Zeiß-Stiftung	3 500 000	fl.
	8 %	Continent. Caoutschouc & Gutta-percha Co.	5 000 000	*RM*
	7 %	Robert Bosch A.-G.	1 500 000	$
	7 %	Deutsches Kalisyndikat	500 000	£
	7 %	Ilseder Hütte	1 000 000	$
	6½ %	A.-G. Sächsische Werke	2 000 000	„
	7 %	Vereinigte Stahlwerke A.-G. . . .	12 500 000	*RM*
	6½ %	Oblig. Freistaat Preußen	2 500 000	$
	8 %	Preußische Zentralstadtschaft	5 000 000	*RM*
	6½ %	Siemens-Halske A.-G. & Siemens-Schuckert G. m. b. H.	3 600 000	$
	6½ %	Gesellschaft für Elektrische Hoch- und Untergrundbahnen	3 000 000	$
	6½ %	Berliner städtische Elektrische Werke .	2 000 000	„
1927	7 %	Ruhrverband	3 000 000	fl.
	7 %	Mitteldeutsche Stahlwerke	5 000 000	*RM*
	6 %	Friedrich Krupp A.-G.	15 000 000	„
	6 %	Eschweiler Bergwerksverein	8 000 000	fl.
	6 %	Bank der Ostpreußischen Landschaft .	1 250 000	$
	6 %	Preußische Hypotheken-Aktienbank . .	6 000 000	*RM*
	6½ %	Gewerkschaft Carl-Alexander . . .	6 875 000	fl.
	6½ %	Gewerkschaft Carolus Magnus . .	7 000 000	„
	6 %	Deutsche Rentenbank-Kreditanstalt .	3 000 000	$
	6½ %	Preußische Zentral.-Bodenkredit-A.-G.	5 000 000	*RM*
	6 %	Ruhrverband	6 000 000	fl.
	6½ %	Bayrische Hypotheken- und Wechselbank	3 000 000	*RM*
	6½ %	Bayrische Vereinsbank	3 000 000	„

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

6½%	Preußische Zentralstadtschaft	5 000 000 *RM*
6%	Rhein.-Westf. El. W. A.-G.	1 500 000 $
6½%	Ver. Stahlwerke A. G.	4 750 000 „
6¾%	„ „ „	1 000 000 „
6%	Deutsche Bank	3 000 000 „
6%	Freistaat Preußen	4 300 000 „
6%	Elektr. A. G. vorm. W. Lahmeyer. .	6 000 000 sfrs.
6½%	Gewerkschaft „Viktor" Stickstoffwerke .	8 000 000 fl.[21] [22]

Zu diesen großen Emissionen kommen dann noch die kleinen Emissionen. Diese tragen meist kirchlichen, und zwar katholischen Charakter. Nach einer Aufstellung von Reelick[23] sind diese bis Ende 1927 auf rund 70 Millionen Reichsmark zu schätzen, einschließlich allerdings einer großen, in der anderen Aufstellung bereits enthaltenen Anleihe von rund 12 Millionen Reichsmark. Holland hat sich für derartige Anleihen in den letzten Jahren als ein sehr offener Markt erwiesen. Vor allen Dingen seit der Auswanderung der portugiesischen Klöster nach Holland und seit der Entwicklung der katholischen Industrie in den Niederlanden ist katholisches Kapital reichlich vorhanden, sowohl für eigene wirtschaftliche Zwecke (zum Beispiel für die fast ausschließlich katholische Konfektionsindustrie) als auch für katholische Zwecke auf der Welt überhaupt.

Über die Verteilung der Länder, die den holländischen Kapitalmarkt in den letzten beiden Jahren in Form von großen Emissionen in Anspruch genommen haben, gibt folgende Statistik Auskunft[24]:

---

[21] „Robaver" 1925, S. 30; 1926, S. 36; 1927, S. 38; 1928, S. 38/39.

[22] Wegen genauer Aufstellung vgl. man auch „Overzicht der na 1919 hier te lande geëmitteerde en geïntroduceerde Buitenlandsche Leeningen" 1927. Samengesteld door A. C. J. Reelick en G. van der Snoek, 's-Gravenhage, gibt auch Auskunft über die emittierenden Banken und Bedingungen; ferner: Gebr. Arnhold, Dresden-Berlin, „Deutsche Auslandsanleihen". Januar 1928.

[23] „Gids voor R. K. Duitsche Kerkelijke Obligaties" A. C. J. Reelick bei F. H. van Lamoen, 's-Gravenhage, gibt auch Auskunft über die emittierenden Banken usw.

[24] „Robaver" 1928, S. 41 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

	1927	1926
	Betrag in Gulden:	
Deutschland	126 540 837	102 572 615
Frankreich	56 819 750	54 181 250
Belgien	35 740 250	30 918 344
Vereinigte Staaten	20 320 000	15 916 875
Ungarn	13 616 650	—
Dänemark	11 850 000	25 478 000
Brasilien	10 314 000	21 763 125
Peru	9 315 625	2 509 375
Polen	9 200 000	—
Italien	9 166 875	—
Neu-Südwales	6 073 437	—
Danzig	5 968 500	—
Finnland	4 704 000	—
Chile	3 478 000	8 159 375
Kolumbien	3 478 000	—
Schweden	3 400 000	—
Saargebiet	3 342 500	—
Schweiz	2 692 800	—
Bolivien	2 468 750	—
Argentinien	2 393 750	5 242 400
Estland	2 316 000	—
Großbritannien	1 759 500	—
Österreich	1 406 250	—
Marokko	—	9 450 000
Uruguay	—	6 031 250
Bulgarien	—	2 790 000
Kanada	—	2 437 500
Luxemburg	—	2 312 500
Südwestafrika	—	281 250

Über Einzelheiten des holländischen Emissionsmarktes für ausländische, speziell deutsche Anleihen noch das Folgende:

Im Januar 1925 finden wir die ersten Teilanleihen deutscher, in Amerika ausgegebener Anleihen für private Schuldner. Diese, sowie auch die im Februar herausgegebenen, werden erheblich überzeichnet; doch vermutete man damals vielfach in Holland, daß das Publikum bereits dieser Werte etwas müde sei, eine Vermutung, die sich nicht bewahrheitet hat. Als im Juli 1925 ein großer Ansturm holländischer

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Konversionsanleihen entstand, traten die ausländischen zurück, während sich allerdings die katholischen gut behaupteten.

Der Zinsfuß für die im Jahre 1925 begebenen deutschen Anleihen beträgt 7 bis 7½ % bei nicht unerheblich unter pari liegenden Emissionskursen[25].

Gegen Anfang 1926 scheint es gelegentlich auch, als ob der holländische Markt überfüllt sei, gleichzeitig kann man aber feststellen, daß Holland seinerseits auch außerhalb der holländischen Abschnitte in Amerika deutsche Anleihen gekauft hat[26].

Im Jahre 1926 sank der Zinsfuß für prima deutsche Werte bis auf 6½ %, während die französischen 7 %, die dänischen 5 % und die südamerikanischen Schuldner 6 bis 7½ % zahlen mußten.

Im ersten Vierteljahr 1927 ist beim Nachlassen der deutschen Anleihen eine Zunahme der französischen und belgischen festzustellen, vor allen Dingen auf Grund der guten Erfahrungen (Kursgewinn), die mit Deutschland gemacht sind. Der Vorsprung der französischen Anleihen gegenüber den deutschen wird aber im Laufe des Jahres wieder wettgemacht.

Als der Diskont der Niederländischen Bank, nachdem er zwei Jahre sich in gleicher Höhe behauptet hatte, am 12. Oktober 1927 um 1 % erhöht wurde, trat naturgemäß zunächst Stagnation in der Gewährung deutscher Anleihen in Holland ein. Fünf bereits abgeschlossene Anleihen werden gleich nach der Erhöhung noch aufgelegt; mit geringem Erfolg allerdings. Grund für die Zurückhaltung des holländischen Publikums ist aber nicht nur die Diskonterhöhung, sondern mindestens ebensosehr das Memorandum des Reparationsagenten, dessen privatwirtschaftlicher Gesichtspunkt gegenüber dem mehr volkswirtschaftlichen der holländischen Mentalität stark entspricht[27]. Deutlich ist auch der Rückgang der Kurse der deutschen Anleihen nach dem Konflikt des Reichsbankpräsidenten mit den deutschen Städten. Die Krupp-Anleihe, die im Jahresbeginn zu 93½ % ausgegeben war, notiert am Anfang Dezember 1927 12 % niedriger[28]. Die Nettoverzinsung überschritt im Jahre 1927 für deutsche Anleihen meist 6½ %, für die fran-

[25] „Robaver" 1926, S. 33.
[26] „Robaver" 1926, S. 12.
[27] „Wirtschaftsdienst 1927, S. 1871.
[28] „In- en Uitvoer" 1927, S. 871.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Kurse am Ende des Monats	Währung	Emissionskurs	1926 Januar	1926 Februar	1926 März	1926 April	1926 Mai	1926 Juni	1926 Juli	1926 August	1926 Septbr.
Staats- und Provinzanleihen.											
6½ % Baden 1926	s. frs.	90½	—	—	—	93	91⅜	91½	95¼	96	95 7/16
6½ % Bayern 1926	$	94	—	—	—	—	—	—	—	97 3/16	97⅜
7 % Deutschland 1924	£	92 Ldn.	101⅛	103¼	102⅞	102 13/16	102⅞	104⅞	105 7/16	105⅛	104
6½ % Preußen 1926	$	95½	—	—	—	—	—	—	—	—	98¾
7 % Ruhrverband 1927	hfl.	100¼	—	—	—	—	—	—	—	—	—
6 % Ruhrverband 1927	hfl.	95½	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Städtische Anleihen.											
6½ % Danzig (Tabakmonopol) . . .	£	91 Ldn.	—	—	—	—	—	—	—	—	—
6½ % Köln 1925	$	87½	84¾	86⅜	86 7/16	88⅜	87 15/16	91 3/16	92⅜	93⅜	94½
7 % Dresden 1925	$	94	94	94	93 7/8	93⅜	93⅛	95	96 15/16	97¼	97¾
7 % Ver. Deutsche Städte-Anleihe 1926	$	98¾	—	—	95 7/16	97⅞	97⅛	98½	99⅜	99½	100⅜
Bankobligationen.											
6 % Deutsche Bank (notes) 1927 . .	$	99½	—	—	—	—	—	—	—	—	—
7 % Deutsche Rentenbank 1925 . . .	$	93	96⅞	97 1/16	97 5/16	98⅜	98 1/16	100⅝	100½	100 3/16	100⅝
7 % Landesbank der Rheinprovinz 1926	hfl.	97½	—	—	—	—	97⅛	97⅜	98⅝	98½	97 15/16
Industrielle Anleihen.											
6½ % Berl. Städt. Elektr.-Werke 1926	$	98¼	—	—	—	—	—	—	—	—	—
6½ % Carolus Magnus (Gewerksch.) 27	hfl.	96½	—	—	—	—	—	—	—	—	—
7 % Gute Hoffnungshütte 1925 . . .	$	91½	94	94½	94¼	93⅜	93	95¾	96½	95⅜	95 15/16
7 % Rhein-Elbe-Union cum option 1926	$	94	—	94 9/16	96	96 15/16	98¾	104 15/16	106	109 9/16	110⅛
dto. ex option . .		—	—	—	—	—	—	—	—	99	99
7 % Rhein.-Westfäl. Elektr.-Werke 1925	$	94	94⅛	97¼	96	96⅜	96 5/16	97¾	100⅝	100⅞	100⅞
6½ % Sächsische Werke 1926	$	91½	—	—	—	—	—	—	93 5/16	92⅞	93⅛
6½ % Siemens & Halske 1926 [1] . .	$	99	—	—	—	—	—	—	—	—	—
7 % Verein. Stahlwerke cum option 26	G.M.	98	—	—	—	—	—	—	98¼	102⅜	102
dto. ex option . .		—	—	—	—	—	—	—	—	—	97⅝
7 % Karl Zeiß 1926	hfl.	95	—	—	—	—	94 15/16	97½	100 7/16	101½.	101 15/16

[1] 50 % eingezahlt, gewinnbeteiligt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Kurse am Ende des Monats	Währung	Emissionskurs	1926 Oktober	1926 Novbr.	1926 Dezbr.	1927 Januar	1927 Februar	1927 März	1927 April	1927 Mai	1927 Juni
Staats- und Provinzanleihen.											
6½ % Baden 1926	s. frcs.	90½	97⅝	96¹⁵/₁₆	97½	100¾	103⅜	100¼	100¼	98⁹/₁₆	99¼
6½ % Bayern 1926	$	94	99⅜	98¾	99½	102	100½	102⅛	101⅝	101½	100⅞
7 % Deutschland 1924	£	92 Ldn.	104⁵/₁₆	104½	104¾	105½	105⅜	105¼	105	105	104⅞
6½ % Preußen 1926	$	95½	99	99⅞	100⅜	101⁹/₁₆	101¾	101⅛	101½	100½	100⅛
7 % Ruhrverband 1927	hfl.	100¼	—	—	—	102	101¾	102¹³/₁₆	102½	104⅜/₁₆	104⅛
6 % Ruhrverband 1927	hfl.	95½	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Städtische Anleihen.											
6½ % Danzig (Tabakmonopol)	£	91 Ldn.	—	—	—	—	—	—	—	—	—
6½ % Köln 1925	$	87½	97⅛	97	97⁵/₁₆	100¹¹/₁₆	100¼	100⁹/₁₆	101¼	100	98⅝
7 % Dresden 1925	$	94	99½	100	100¹³/₁₆	102¹⁵/₁₆	102¾	103⅝	102½	102½	102⅝
7 % Ver. Deutsche Städte-Anleihe 1926	$	98¾	101	100⅜	100¾	102⅝	102	102⅝	102½	102⅛	100⅝
Bankobligationen.											
6 % Deutsche Bank (notes) 1927	$	99½	—	—	—	—	—	—	—	—	—
7 % Deutsche Rentenbank 1925	$	93	100⅞	100¹⁵/₁₆	101¹⁵/₁₆	103⅞/₁₆	103¹³/₁₆	104	103¾	103⅜	102⅞/₁₆
7 % Landesbank der Rheinprovinz 1926	hfl.	97½	98	98¹⁵/₁₆	99¼	101¼	101³/₁₆	101	101	101⅜/₁₆	100⁹/₁₆
Industrielle Anleihen.											
6½ % Berl. Städt. Elektr.-Werke 1926	$	98¼	—	—	97⅝	99	98⅝	98⅞/₁₆	98³/₁₆	97⅞	96¼
6½ % Carolus Magnus (Gewerksch.) 27	hfl.	96½	—	—	—	—	—	—	—	—	96⅛
7 % Gute Hoffnungshütte 1925	$	91½	97⅜	97¹¹/₁₆	99	102¹¹/₁₆	102¾	103⅞/₁₆	102½	102¾	101³/₁₆
7 % Rhein-Elbe-Union cum option 1926	$	94	116¾	113½	119	125	120⅛	125	126¼	115	117½
dto. ex option		—	98¼	98⁵/₁₆	100⁵/₁₆	103¼	101¾	102	101⁵/₁₆	101½	100¼
7 % Rhein.-Westfäl. Elektr.-Werke 1925	$	94	101	101½	101⅞	104⅜/₁₆	104½	104½	104¹⁵/₁₆	103⅜	104¼
6½ % Sächsische Werke 1926	$	91½	94½	95¾	96⅜	98½	98⅛	98¼	98¼	98	97
6½ % Siemens & Halske 1926 [1]	$	99	101⅛/₁₆	100⅜/₁₆	100⅛	105	111	110⁹/₁₆	113	108¾	109¼
7 % Verein. Stahlwerke cum option 26	G.M.	98	106¼	104	107¾	115	112⅛/₁₆	109½	110¼	104¼	103
dto. ex option		—	96⅜	94	95½	100	99⅝	98⅞/₁₆	98⅛/₁₆	95	94⅞
7 % Karl Zeiß 1926	hfl.	94	102⅞/₁₆	102⅜/₁₆	101¹¹/₁₆	102¼	103¹³/₁₆	104⅛	105¾	105	105⅜

[1] 50 % eingezahlt, gewinnbeteiligt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Kurse am Ende des Monats	Währung	Emissionskurs	1927 Juli	1927 August	1927 Septbr.	1927 Oktober	1927 Novbr.	1927 Dezbr.	1928 Januar	1928 Februar	1928 8. März
Staats- und Provinzanleihen.											
6½ % Baden 1926	s. frs.	90½	99⅜	99⅝	99⅞	96⅝	96	98½	99	97½	97⅞
6½ % Bayern 1926	$	94	100	101 1/16	100¾	97¼	95¼	96½	98¾	98⅞	98¾
7 % Deutschland 1924	£	92 Ldn.	106 1/16	106⅛	105⅜	104¼	102⅛	102¾	104½	104 5/16	104⅛
6½ % Preußen 1926	$	95½	100 3/16	100¼	100⅝	97¼	94¾	95⅜	98⅜	98⅞	98 15/16
7 % Ruhrverband 1927	hfl.	100¼	103⅛	102¾	102¾	101	100½	101½	103 7/16	103¼	103⅛
6 % Ruhrverband 1927	hfl.	95½	95⅜	95 5/16	95⅛	92½	91¾	94⅜	96½	96 7/16	95
Städtische Anleihen.											
6½ % Danzig (Tabakmonopol)	£	91 Ldn.	92⅞	91 7/16	91 15/16	89¼	88½	89	90 11/16	91 1/16	91 7/16
6½ % Köln 1925	$	87½	99¾	100 3/16	100 3/16	96⅞	95¼	96⅛	99	99 7/16	98⅞
7 % Dresden 1925	$	94	101⅝	102¼	102¾	102¼	99⅛	100	101⅜	103	101½
7 % Verein. Deutsche Städte-Anleihe 26	$	98¾	100⅞	102¼	102 1/16	99¼	98	98½	100½	100½	100 9/16
Bankobligationen.											
6 % Deutsche Bank (notes) 1927	$	99½	—	—	—	98¼	98	98⅛	99	99⅛	99 3/16
7 % Deutsche Rentenbank 1925	$	93	102½	103⅛	102⅞	100¾	98¾	99 13/16	101¼	101¼	101¼
7 % Landesbank der Rheinprovinz 1926	hfl.	97½	101	100 15/16	100 15/16	99¾	98¾	98¾	100⅜	100⅛	99⅞
Industrielle Anleihen.											
6½ % Berl. Städt. Elektr.-Werke 1926	$	98¼	98⅛	98¾	98 15/16	96⅛	94¼	95	97½	97⅜	97½
6½ % Carolus Magnus (Gewerksch.) 27	hfl.	96½	95	94 5/16	94¼	93½	91¼	90⅜	93½	92¾	92½
7 % Gute Hoffnungshütte 1925	$	91½	101½	102⅞	102¼	99⅝	98½	99¾	101 13/16	100¾	100¾
7 % Rhein-Elbe-Union cum option 1926	$	94	116	114¼	113⅛	106	107	112	110⅜	110	109½
dto. ex option		—	101¾	102⅜	102¼	99⅜	98 11/16	99⅛	101¼	101¾	101
7 % Rhein.-Westfäl. Elektr.-Werke 1926	$	94	103⅝	104	104⅜	101½	100	95	101⅞	101¾	101⅝
6½ % Sächsische Werke 1925	$	91½	97⅛	97¾	97 15/16	94⅞	94¼	95	96¾	96¼	95 11/16
6½ % Siemens & Halske 1926 [1]	$	99	110	110¼	110½	103 15/16	104¼	109⅞	114	113⅝	112¼
7 % Verein. Stahlwerke cum option 1926	G.M.	98	102¾	100¼	97½	91	90⅛	93	92⅝	91⅜	91⅜
dto. ex option		—	95⅝	94½	93¼	88¼	87 9/16	89¼	90⅜	89	89½
7 % Karl Zeiß 1926	hfl.	94	103⅛	102¼	105 3/16	101	102 1/16	103¼	105⅛	104¼	103¾

[1] 50 % eingezahlt, gewinnbeteiligt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

zösische betrug sie etwa 6½ %, für Dänen 5 %, Südamerikaner 6 bis 7 %, Osteuropäer mindestens 7 %[29].

Im übrigen ist bereits bei Beginn des Jahres 1928 wieder ein steigendes Interesse für deutsche Papiere auf dem Amsterdamer Markt festzustellen[30]. Schon im Januar, vor allem aber im Februar werden wieder verschiedene große deutsche Anleihen mit großem Erfolg plaziert, Anfang März 1928 sogar einmal drei an einem Tage. Bis Ende Februar sind bereits wieder für über 40 Millionen Gulden deutsche Emissionen in Holland aufgelegt[31].

Die Kursentwicklung einiger der wichtigsten in Amsterdam gehandelten Papiere zeigen die Tabellen auf Seite 93—95.

III. Die Stellungnahme Hollands gegenüber diesen Krediten.

Im allgemeinen war der Boden für deutsche Kredite in Holland sehr schlecht vorbereitet. Das Vertrauen, das durch die Inflation stark erschüttert war, wurde durch die Aufwertungsgesetzgebung nicht vergrößert. Die Valorisationsgesetze Deutschlands sind für Holland eine schwere Enttäuschung gewesen, um so mehr, als große Mengen holländischer Markguthaben im Kriege aus Nahrungsmittellieferungen entstanden waren, Markbestände, die zwangsweise in Deutschland bleiben und so die Entwertung der Währung mitmachen mußten. Wenn man auch Deutschlands Notlage voll verstand, so hinterließ doch die Aufwertungsgesetzgebung bei den einzelnen Kapitalisten eine für Deutschland unerfreuliche Stimmung. Gemildert wurde diese ungünstige Stellungnahme durch die Aktion der Niederländischen Handelskammer für Deutschland dadurch, daß man das holländische Publikum über die Aufwertung, ihre Gründe und Einzelheiten unterrichtete und dadurch, daß man die holländischen Interessen gegenüber deutschen Schuldnern wahrzunehmen suchte. Wo Möglichkeiten bestanden, Verhandlungen neben dem Gesetz zu führen, wurden diese ausgenutzt. Konnte von einem energischen Widerstand Hollands gegenüber den deutschen Aufwertungsgesetzen keine Rede sein und hatte der Beschluß, auch weiterhin keine Ausländer zur Effektenbörse zuzulassen, im

[29] Vgl. auch „Robaver" 1928, S. 35.
[30] Vgl. auch „Robaver" 1928, S. 54.
[31] „Frankfurter Zeitung", 5. III. 28.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

übrigen rein prinzipielle Bedeutung, ohne eine besondere Spitze gegen ein Land, etwa Deutschland, zu haben, und konnte er eine wirkliche Behinderung der deutschen Banken in Holland nie bilden, so schien es doch, als ob die Mißstimmung in Holland die Ausgabe deutscher Emissionen in Amsterdam erschweren könnte. Die „Vereeniging voor Effecten-Bescherming", ein Verein zum Schutz der Interessen von Effektenbesitzern, stemmte sich nämlich mit aller Gewalt gegen die Zulassung der deutschen Effekten zur offiziellen Notiz an der Amsterdamer Börse, und auch der Börsenvorstand selbst nahm mit Ausnahme der Dawesanleihe, für deren Zulassung die Regierung einen sanften Druck ausgeübt hatte, zunächst eine streng ablehnende Haltung ein.

Dagegen entstand aber allenthalben Opposition. Hatte noch im Jahre 1924 die Regierung für die Zulassung der Dawesanleihe auf die politische Notwendigkeit und die Bedeutung für den Amsterdamer Börsenplatz hinverweisen müssen[1], so zeigte sich, daß mehr und mehr nicht nur die interessierten Banken, sondern auch weitere, nicht direkt interessierte Kreise, im Interesse der Bedeutung des Amsterdamer Finanzplatzes für ein Nachgeben eintraten. Vor allen Dingen die Niederländische Handelskammer für Deutschland in Frankfurt a. M. legte in einem mündlich erstatteten Gutachten dem Amsterdamer Börsenvorstand klar, daß eine nachträgliche Änderung der Aufwertungsgesetze in Deutschland doch nicht zu erreichen und daß es dem Interesse Hollands nicht dienlich sei, länger die Zulassung zur offiziellen Notiz zu verweigern. Zögernd zwar hat der Börsenvorstand allmählich dem Druck nachgegeben. Der Bericht der „Robaver" schildert die Entwicklung ungefähr folgendermaßen:

Am 21. September 1925 hatte die Leitung der „Vereeniging voor den Effectenhandel" beschlossen, keine einzige Anleihe des Deutschen Reiches, der deutschen Staaten oder Gemeinden oder von deutschen Privatunternehmungen zur Notiz zuzulassen.

Am 30. November 1926 wurde dieser Beschluß dahin geändert, daß er nur mehr auf Anleihen Anwendung finden sollte, deren Schuldner von den Bestimmungen der Aufwertungsgesetzgebung in Deutschland für ältere Anleihen Gebrauch gemacht und diesbezüglich mit den Besitzern der Obligationen keine Regelung getroffen haben.

Schon ein Vierteljahr später, am 5. Februar 1927, wurde auch

[1] Vgl. „Robaver" 1925, S. 66.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

diese Stellungnahme dahin ausgelegt, daß es sich um niederländische Besitzer von Obligationen handeln müßte, zu deren Nachteil die deutschen Schuldner von der Aufwertung Gebrauch gemacht hatten. Zugleich wurde bekannt gegeben, daß sich die Leitung des Börsenvereins das Recht vorbehielt, zu erklären, daß auch die Aufwertung als billige Regelung anzusehen sei. Seither wurden an das niederländische Publikum, sobald die Aufnahme einer Anleihe in die offizielle Notiz beantragt wurde, Aufrufe gerichtet, damit sich die Besitzer, die sich geschädigt erachteten, melden könnten. Das geschah nur in ganz vereinzelten Fällen, und hieraus hat die „Vereeniging voor den Effectenhandel" den Schluß gezogen, daß das niederländische Publikum sich mit der Aufwertungsgesetzgebung abgefunden hat.

Aus diesem Grund beschloß der Börsenvorstand im November 1927, die Zulassung von Anleihen von deutschen öffentlich-rechtlichen Körperschaften künftig nicht mehr abzulehnen. Über die Anleihen privater Schuldner, von denen zwar zahlreiche zur offiziellen Notiz zugelassen wurden, ist damit noch keine endgültige Entscheidung getroffen[2].

Tatsächlich ist seither für prima deutsche Anleihen die Zulassung zur offiziellen Börsennotiz offen. Andere Behinderungen als die Verweigerung der offiziellen Notiz haben überhaupt nicht bestanden. Übrigens hatten in der Zeit vor der Zulassung zur offiziellen Notiz die Emissionsbanken die Einführung ihrer Werte beim holländischen Publikum durch Herausgabe von Sammelzertifikaten gefördert.

Durch das Börsengesetz vom Jahre 1914[3] war dem Minister für Handel, Industrie und Landwirtschaft — später übernahm der Finanzminister diese Aufgabe — die Entscheidung über die Zulassung zur offiziellen Notiz übertragen. Er hat von diesem Recht immer nur einen sehr zurückhaltenden Gebrauch gemacht und dem Börsenvorstand faktisch den Entscheid überlassen. Immerhin hielt er es für angebracht, als die Frage der Bedeutung der ausländischen Anleihen für Holland immer aktueller wurde, eine Kommission einzusetzen, welche die Frage der Einflußnahme der Regierung auf die Börsenzulassung mit Rücksicht auf die eigene Volkswirtschaft prüfen sollte. Das Resultat der „Commissie van Doornink" ist jedoch in kurzen Worten dies ge-

[2] „Robaver" 1928, S. 3/4.

[3] Vgl. hierzu meine Ausführungen im Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik, 1915, 2. Kriegsheft, „Die Maßnahmen der Niederländischen Regierung zum Schutze der Staatswirtschaft im Kriege ..."

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

wesen, daß man im allgemeinen der internationalen Kapitalbewegung freien Lauf lassen müsse, daß man jedoch vorschlage, der Regierung in Ausnahmefällen das Recht der Entscheidung über die Zulassung zur offiziellen Notiz zu geben, während bei einer Verweigerung der Zulassung durch den Börsenvorstand eine Berufung an eine höhere Instanz möglich sei und dadurch die autonome Stellung des Börsenvorstandes eingeschränkt werden solle.

Auch die Haltung gegenüber den deutschen Banken spielt zum mindesten indirekt eine Rolle bei der Beurteilung der Haltung der Niederlande gegenüber den ausländischen Krediten[4].

[4] Die deutschen Banken in den Niederlanden im Jahre 1923, im Jahre ihrer größten Ausdehnung. Entnommen Dr. Mautner, „Die jüngste Entwicklung im niederländischen Bankwesen" im Niederländischen Jahrbuch 1924, S. 5:

Name:	Vertreten durch:
Deutsche Bank, Berlin	Eigene Filiale.
Dresdner Bank, Berlin	Pröhl & Gutmann.
Direkt. d. Discontoges., Berlin	Handel Mij. H. Albert de Bary & Co.
Darmstädt. und Nat.-Bank, Berlin	N. V. Hamburgers Bankiers Kantoor.
S. Bleichröder, Berlin	Amsterdamsche Cred. Mij.
Mendelssohn & Co., Berlin	Mendelssohn & Co.
S. Schönberger & Co., Berlin	S. Schönberger & Co.
Commerz- und Privatbank, Berlin	N. V. Hugo Kaufmanns Bankiers Kantoor.
A. Schaafhausenscher Bankverein, Köln	Handel Mij. H. Albert de Bary & Co.
Lisser & Rosenkranz, Hamburg	Lisser & Rosenkranz.
Leopold Singer	N. V. Leopold Singers Bank- en Handelsvergg.
Bank f. Textilindustrie, Berlin	Alg. Industrie- en Bankvergg.
Barmer Bankverein, Barmen	Disconto- en Effekten-Bank.
Allgemeine Deutsche Kredit-Anstalt, Leipzig	Amsterdamsche Cred. Mij.
L. Behrens & Söhne, Hamburg	N. V. Bank van L. Behrens & Söhne.
Thyssen-Konzern	Continentale Handelsbank u. a.
Arons & Walter, Berlin	Centrale Bank & Handelmij.
Willy Seligmann, Hamburg	M. Frank & Zonen.
Michael Frank, Frankfurt/M.	Bank voor Handel en Scheepvaart.
Delbrück, v. d. Heydt & Co., Köln	Rhodius-Königs Handel, Mij. A. & F. Rhodius, Königs, Günther & Co., Succ. Handel Mij.
v. d. Heydt-Kersten Söhne, Elberfeld	N. V. von der Heydts' Bank, Disconto- en Effectenbank.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Während man im Anfang etwas zurückhaltend gegenüber den deutschen Banken war, ging man doch im Jahre 1923 dazu über, eine Provisionsberechnung für Effektenumsätze für alle in Holland arbeitenden ausländischen Banken durchzuführen, durch welche diese bei Innehaltung einiger Bedingungen die gleichen Sätze genießen konnten wie die holländischen Provinzbanken. Wenn auch eine Zulassung der Auslandsbanken überhaupt zur Börse bisher noch nicht stattgefunden hat, so ist man doch auch mit weiteren Maßnahmen den ausländischen Banken stets weiter entgegengekommen. Vor allen Dingen auch wegen der wichtigen Geschäfte, sowohl im Wechselgeschäft als auch im Emissionsgeschäft, die mit diesen und besonders den deutschen Banken zu machen waren. Im übrigen hat man in diesem klassischen Land des Freihandels ja von jeher dem Ausländer nicht nur ein freies Asyl gewährt, sondern ihm auch wirtschaftlich und rechtlich stets die gleichen Rechte wie dem Inländer gegeben. Als die Zuwanderung deutscher Banken eine Form angenommen hatte, welche die Allgemeinheit zu interessieren begann, wurde auch in der Öffentlichkeit immer wieder an die Zuwanderung der Hugenotten und der portugiesischen Juden im 16. und 17. Jahrhundert erinnert, denen man ja auch ein gastfreies Asyl gewährt habe, eine Handlungsweise, die Holland zum großen Segen geworden sei. So müsse man auch jetzt den deutschen Banken, die zwar aus anderen Motiven gekommen seien, alle Freiheit gewähren; sie werde sich gewiß auch für Holland lohnen. Eine Auffassung, die sich inzwischen wohl bewahrheitet hat.

Der Bildung eines Akzeptmarktes in Amsterdam war man von vornherein in weiten Kreisen günstig gesinnt. Die Niederländische Bank und vor allem ihr genialer Leiter, Mr. Vissering, traten stets für die Schaffung eines solchen Marktes ein. Ihre Haltung war schließlich entscheidend. Schon 1924 gewährte sie den drei neu gegründeten internationalen Akzeptbanken die Diskontfähigkeit ihrer Akzepte und Giri. Im März 1925 kam sie dem Wechselgeschäft dadurch noch entgegen, daß sie die Bestimmung fallen ließ, daß ausländische Wechsel nur dann diskontiert werden dürften, wenn ein besonderer Vorteil der Niederlande mit dem Geschäft verbunden sei. An deren Stelle trat die Bestimmung, daß nur das allgemeine holländische Interesse durch die kreditgewährende Bank zu wahren sei, auch aus der betreffenden Trans-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

aktion kein Nachteil für die holländische Volkswirtschaft entstehen dürfe[5].

Im März 1926 folgt ein weiteres Entgegenkommen. Die Grundsätze lauten dann wie folgt:

„A. Erfordernisse für die Diskontfähigkeit der Akzepte:

1. Der Akzeptant muß seinen Sitz in den Niederlanden haben und Niederländer sein oder als niederländische Firma oder Gesellschaft eingetragen sein.

2. Vor Abgabe jedes Akzeptes muß mit der Nederlandsche Bank das Einvernehmen gepflogen werden. (Die Nederlandsche Bank läßt indessen die Möglichkeit zu, für kleinere Beträge eine Abmachung zu treffen, gemäß welcher die Mitteilung von der Akzeptierung der Wechsel genügt.)

3. Die Wechsel müssen reine Rembourswechsel zur Finanzierung der Einfuhr in das Land dessen, für wessen Rechnung akzeptiert wird, sein. (Sie dürfen somit keine Erneuerung von anderen Wechseln darstellen und auch nicht zur Finanzierung der Ausfuhr aus dem Lande des Verkäufers, für dessen Rechnung akzeptiert werden müßte, sein oder für Einlagerung oder Betrieb dienen.)

4. Der Nederlandschen Bank müssen auf Wunsch die Nachweise, daß ein Akzept den obigen Vorschriften entspricht, vorgelegt werden. (Auf Verlangen der Nederlandschen Bank muß zugestanden werden, daß sie eventuell im Bureau des Akzeptanten in alle benötigten Belege Einsicht nimmt.)

5. Von jedem grundsätzlich diskontablen Wechsel muß sofort bei Akzept der Nederlandschen Bank unter Angabe von Datum, Betrag usw. sowie der Warentransaktion, die der Abgabe des Wechsels zugrunde lag, Mitteilung gemacht werden.

6. Der Akzeptant muß seine Bilanz-, Gewinn- und Verlustrechnung mit einer entsprechenden Erläuterung der Nederlandschen Bank einsenden. Bei der grundsätzlichen Erklärung der Diskontfähigkeit irgendeines Akzeptes läßt die Nederlandsche Bank die Bonität der auf dem Wechsel vorkommenden Unterschriften außer Betracht; die diesbezügliche Entscheidung wird in dem Augenblick getroffen, wo ihr die Wechsel angeboten werden; dagegen wird auf das Verhältnis der eigenen Mittel des Akzeptanten zu der Gesamtsumme seiner Akzepte geachtet.

[5] „Robaver" 1925, S. 89.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

B. Erfordernisse für die Zulassung zum Diskont von (girierten) Wechseln.

1. Der den Wechsel zum Diskont Anbietende muß seinen Sitz in den Niederlanden haben, Niederländer oder als eine niederländische Firma oder Gesellschaft eingetragen sein.

2. Er muß sich verpflichten, der Nederlandschen Bank regelmäßig seine Bilanz- und Gewinn- und Verlustrechnung mit entsprechender Erläuterung vorzulegen. (Die Nederlandsche Bank darf eventuell im Bureau des Betreffenden bestimmte Bücher oder Papiere einsehen.)

Bis zu welchem Betrag die Nederlandsche Bank Wechsel in Diskont nehmen wollen wird, wird mit von den eigenen Mitteln des die Wechsel zum Diskont Anbietenden abhängen; eine Garantie für die Verpflichtungen des Betreffenden, die von dritter Seite übernommen wird, wird darauf von Einfluß sein können.

Die Nederlandsche Bank behält sich das Recht vor, zum Diskont angebotene Wechsel ohne Angabe von Gründen abzulehnen. Gründe für eine Ablehnung könnten unter anderen folgende sein:

a) zu geringe Änderungen in den Beträgen und den auf dem Wechsel vorkommenden Namen;

b) die Bonität der Unterschriften am Tage der Anbietung des Wechsels;

c) zu große Einseitigkeit des Diskontomaterials[6]."

Im Januar 1927 folgte ein weiterer Schritt, indem die Bank in bestimmten Fällen auch aus dem Exportgeschäft stammende Rembourswechsel der in Holland arbeitenden Auslandsbanken zuließ, während bisher nur die aus dem Importgeschäft herrührenden Wechsel zugelassen waren[7].

Schließlich fielen im Mai 1927 die letzten Beschränkungen gegenüber der Zulassung der Akzepte und Giri der in Holland arbeitenden Auslandsbanken zum Diskont. Die Banken brauchten sich nicht mehr vor Akzeptierung oder Diskontierung die Gewißheit der Rediskontierbarkeit durch die Notenbank zu verschaffen, und es wurden grundsätzlich diskontfähig erklärt:

1. Wechsel, die zur Finanzierung der Einfuhr nach den Niederlanden oder Niederländisch-Indien dienen und von dem Exporteur auf die betreffende Bank gezogen sind;

[6] „Robaver" 1926, S. 119.

[7] „Robaver" 1927, S. 48.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

2. Wechsel, die aus einem Einfuhr- oder Ausfuhr-Rembours-Kredit entstanden sind;

3. Wechsel, die sich auf die Einfuhr von Waren nach den Niederlanden beziehen und aus dem Auslande auf die betreffenden Importeure gezogen, von diesen akzeptiert und von den Bankinstituten in Diskont genommen sind.

Neben einzelnen Ausführungsbestimmungen bleibt die einzige Reserve der Niederländischen Bank die des Vorbehaltes der Stellungnahme zu der Größe der einzelnen und der gesamten Verpflichtungen[8].

Den letzten Ausdruck der Gleichberechtigung finden die deutschen Akzepte auf dem Amsterdamer Wechselmarkt durch die Teilnahme der deutschen Banken an der Gründung der „Vereeniging voor den Wisselhandel". Dieser Verein, der sich die Pflege der Interessen des Wechsel-, Devisen- und Valutenhandels zur Aufgabe gestellt hat, wird wohl in Zukunft bei der Förderung des Amsterdamer Akzeptmarktes eine wichtige Rolle zu spielen haben, vielleicht den Kern für eine eigene Wechselbörsenorganisation bilden. Daß in diesem Verein, im Gegensatz etwa zum Effekten-Börsenverein[9], die ausländischen Institutionen in Amsterdam gleichberechtigt als Gründer mit auftreten, zeigt, daß man ebenso wie in der Öffentlichkeit, auch in den Kreisen der eigenen niederländischen Konkurrenz die deutschen Banken nicht als Eindringlinge betrachtet, sondern daß man Wert darauf legt, in ihnen sich auch weiterhin die Vermittler großer, gern gesehener Akzeptgeschäfte zu erhalten.

So sehen wir denn also heute, daß Hindernisse für die Kreditgewährung an das Ausland, insbesondere an Deutschland, außer den in den Fluktuationen des Marktes begründeten, nicht mehr bestehen. Weder für den einfachen Warenkredit und Hypothekarkredit, für die sie nie bestanden haben, noch für den Bankkredit, soweit er auf den Rediskont bei der Niederländischen Bank angewiesen ist, noch für Emissionen erstklassiger Anleihen. In der niederländischen Öffentlichkeit ist man im allgemeinen überzeugt, daß man der Entwicklung des Geld- und Kapitalmarktes in Amsterdam keine Hindernisse in den Weg legen muß, daß im Gegenteil diese Entwicklung für die niederländische Volkswirtschaft eine segensreiche sei.

---

[8] „Robaver" 1927, S. 155.

[9] Die Organisation der Effekten-, Kaffee-, Tabak- usw.-Börsen ist in den Niederlanden die eines ganz privaten Eingetragenen Vereins.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Im folgenden soll nun ein Versuch gemacht werden, zu untersuchen, welchen Einfluß die Kreditgewährung an das Ausland auf einzelne Erscheinungsformen der niederländischen Volkswirtschaft gehabt hat.

IV. Versuch, den Einfluß der an das Ausland gegebenen Kredite auf die niederländische Volkswirtschaft festzustellen.

Die folgenden Ausführungen sind nur ein Versuch, sich mit ungenügenden Hilfsmitteln einem fast unergründlichen Problem zu nähern[1]. Daß er trotz dieser Erschwerung unternommen wird, hat darin seinen Grund, daß selbst die so erzielten zweifelhaften Resultate interessant genug sind und vielleicht dazu dienen können, der Lösung dieses Problems doch etwas näher zu kommen.

Im allgemeinen wird man sagen können, daß, wenn ein Land dem Ausland mehr Kapital zur Verfügung stellt, als sein eigener Kapitalzuwachs beträgt, dies dann in den Wechselkursen zum Ausdruck kommen muß, mit der Einschränkung jedoch, daß ein Anziehen der ausländischen Wechselkurse im Zusammenhange mit einer großen Emissionstätigkeit an sich noch keine genügende Antwort auf die Frage gibt, ob der Kapitalexport zu groß war, weil auch noch andere Faktoren den Wechselkurs beeinflussen.

Am 29. April 1925 war der Goldstandard des Gulden wieder eingeführt. Der Rückzug der deutschen Guthaben aus Holland in den Jahren 1923 und 1924 ist ohne große Erschütterung des Geld- und Kapitalmarktes und ohne Bedrohung des Gulden vonstatten gegangen. Die feste Behauptung des Guldens nach Rückkehr zur Goldwährung trug dann auch noch besonders dazu bei, der Deflation in Holland eine derartige ruhige Entwicklung zu geben, daß ein schädigender Einfluß nicht entstand[2].

Der Zinsfuß, der am 3. Oktober 1925 von 4% auf 3½% herabgesetzt worden war, konnte sich auf dieser Höhe länger als zwei Jahre, nämlich bis zum 13. Oktober 1927, behaupten. Die Erhöhung am 13. Oktober 1927 auf 4½% ist jedoch nicht allein und direkt durch die Anspannung des Marktes infolge der ausländischen Emissionen be-

[1] Berücksichtigt sei insbesondere hier auch die kurze Frist, die zur Fertigstellung dieser Arbeit zur Verfügung stand.

[2] Vgl. auch „Robaver" 1926, S. 72.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

einflußt, auch nicht allein und direkt durch diese im Zusammenhang mit der Zulassung der Akzepte der deutschen Banken in Holland zum Rediskont bei der Niederländischen Bank, sondern hatte auch internationale Gründe. Vor allem die kurz vorhergegangene Diskonterhöhung der Deutschen Reichsbank war nicht ohne Einfluß[3]. Die Diskonterhöhung hat natürlich die Kapitalhingabe an das Ausland, vor allen Dingen in der Form von Emissionen, aber auch in der von Bankakzepten gehindert. Eine Reihe von größeren Emissionen, die gerade vor der Diskonterhöhung abgeschlossen waren und nach der Erhöhung begeben wurden, hatten auch nur geringen Erfolg[4]. Auch die Handelskredite sind zeitweilig eingeschränkt worden[5]. Doch darf man diesen Rückgang in dem vorliegenden Zusammenhang nicht überschätzen, da er zusammenfiel mit der Diskussion über die Frage der Priorität der Reparationsverpflichtungen bzw. der Anleihezinsen und auch mit der Auseinandersetzung zwischen dem deutschen Reichsbankpräsidenten und den deutschen Städten, die den Absatz jener Werte im Auslande stark hemmte. Man vergleiche auch die Entwicklung nach Schluß dieser Diskussion!

Für die in der Tat auffällige Tatsache, daß der Guldenkurs während der ganzen Periode der großen Auslandsemissionen, bis auf wenige Ausnahmen, wie zum Beispiel gerade die beschriebene Periode im Herbst 1927, sich erstaunlich stabil gehalten hat, gibt der Präsident der Niederländischen Bank, Mr. Vissering, folgende drei Faktoren an:

„1. Der Gesamtbetrag der in Holland plazierten Auslandsanleihen war zwar ein sehr erheblicher, der Erlös dieser Anleihen ist jedoch nicht in seiner Gesamtheit nach dem Auslande abgeflossen; ein Teil dieser Beträge wurde von den Geldnehmern zur Tilgung von Schulden in den Niederlanden verwandt. Die auf diese Art und Weise verwandten Beträge haben naturgemäß auf die Zahlungsbilanz keinen Einfluß ausgeübt.

2. Die Einschreibungen auf einige der ausländischen Anleihen stammten in nicht unbedeutendem Ausmaße von Ausländern, die, teilweise im Hinblick auf die ungeordneten Währungsverhältnisse des eigenen Landes, ihre flüssigen Mittel in Werten anzulegen wünschten,

[3] »Finanzwirtschafts-übersicht d. Amsterdamsche Bank«, Januar 1928, S. 14 und „Wirtschaftsdienst" 1927, S. 1216.

[4] Vgl. auch „Robaver" 1927, S. 286.

[5] Vgl. auch „Robaver" 1927, S. 281.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

die auf holländische Gulden lauten. Sofern dies der Fall war und die Einschreibungen nicht bezahlt wurden mit Geldern, die sich bereits in Holland befanden und die sonst in den Niederlanden geblieben wären, haben die ausländischen Emissionen also die Zahlungsbilanz gleichfalls unbeeinflußt gelassen.

3. Der reichliche Zufluß von Überschüssen aus Niederländisch-Indien hat während des vergangenen Jahres den Kurs des holländischen Guldens in bedeutendem Umfange gestützt. Sofern die ausländischen Emissionen die Tendenz hatten, die Wechselkurse in einem für Holland ungünstigen Sinne zu beeinflussen, wurde die Wirkung dieses Faktors wahrscheinlich ganz oder doch zum mindesten doch so gut wie ganz neutralisiert durch den günstigen Einfluß, den die indischen Überschüsse auf die holländische Zahlungsbilanz ausübten[6]."

Ganz so ruhig, wie die offiziellen Diskontsätze der Niederländischen Bank angeben, ist indessen auch die Entwicklung vor Oktober 1927 nicht gewesen. Die Niederländische Bank hat stets versucht, den niedrigen Bankzins zu halten, um den Diskontmarkt zu fördern. Hätte sie das Ziel nicht verfolgt, so wäre doch vielleicht gelegentlich eine vorübergehende Diskonterhöhung erfolgt. Ohne Erhöhung des Diskontes wurden im Februar 1927 zum Beispiel die Beleihungssätze für Effekten erhöht, da infolge der Auslandsemissionen zu große Effektenbeleihungen stattgefunden hatten[7]. Im April 1927 sehen wir die Notenbank genötigt, im großen Maße Auslandswechsel und ausländische Guthaben zur Verfügung zu stellen, um vor allen Dingen einer weiteren Steigerung des Pfundkurses entgegenzutreten, eine Absicht, die durch die Diskontermäßigung der Bank von England erleichtert wurde[8].

Im Sommer 1927 finden wir, daß der Privatdiskont über dem Bankdiskont steht und infolgedessen der Niederländischen Bank zahlreiche Inlandswechsel zum Diskont angeboten werden, wodurch Mitte des Jahres 1927 ihr Inland-Portefeuille rund 100 Millionen Gulden höher ist als das im Dezember 1926[9].

Die Prolongationssätze, ein anderes Symptom der Einwirkung auf die holländische Volkswirtschaft, zeigen im Jahre 1925—1926 niedrigen Stand, 1927 eine Erhöhung, vor allem im letzten Quartal. Ihre Ent-

[6] „In- en Uitvoer" Sondernummer, Oktober 1927, S. 5/6.
[7] Vgl. auch „Robaver" 1927, S. 73.
[8] „Robaver" 1927, S. 130.
[9] „Robaver" 1927, S. 218.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

wicklung ist daher im allgemeinen wohl der des Diskontsatzes analog und spiegelt ebenso wie dieser den Zustand auf dem Kapital- und Geldmarkt wieder.

Die Prolongationssätze in Amsterdam:

	1925	1926	1927
I. Quartalsdurchschnitt:	2,2593%	2,7405%	3,376%
II. „	2,7459%	2,9328%	3,745%
III. „	2,9959%	2,6736%	3,486%
IV. „	3,5053%	3,2929%	4,606%
Gesamtjahresdurchschnitt:	2,8766%	2,9099%	3,806%[10]

Für Februar 1928 ist der Prolongationssatz wieder auf etwa 3,8% im Monatsdurchschnitt gesunken, nachdem er im Dezember 1927 noch 4,83% und im Januar 1928 noch 4,13% betragen hatte.

Im allgemeinen kann man also wohl sagen, daß, soweit dies in den Zinssätzen zum Ausdruck kommt, die niederländische Wirtschaft die Gewährung von Krediten ans Ausland gut vertragen kann, wenn auch Schwankungen vorgekommen sind. Gegen Ende des Jahres 1927 ist eine gewisse Sättigung wohl zu spüren. Von einem Dauerschaden kann wohl keine Rede sein, denn trotz zahlreicher neuer deutscher und anderer ausländischer Emissionen im Anfang des Jahres 1928 ist der Gulden Ende Januar 1928 wieder die höchstbewertete Währung der Welt[11]. Der holländische Kapital- und Geldmarkt verlangt wieder nach Betätigung. Bei verstärktem Andrang ausländischer, speziell deutscher Emissionen zu Ende Februar und Anfang März erweist er sich als durchaus aufnahmefähig.

Hat also eine Dauerschädigung der Gesamtwirtschaft, soweit sie in den Bankraten zum Ausdruck kommt, nicht stattgefunden, so fragt es sich doch, ob die Befriedigung der Kreditbedürfnisse der eigenen Volkswirtschaft nicht wesentlich beeinflußt ist. Die Entwicklung des Diskontsatzes gab selbst schon in gewisser Beziehung eine Antwort auf diese Frage, doch keine vollständige. Die Deckung des Kreditbedürfnisses des niederländischen Staates und auch der niederländischen Wirtschaft ist noch von anderen Faktoren, als dem des Standes der Zentralnotenbank, abhängig. Betrachten wir die Lage des Kredit-

[10] »Robaver« 1927, S. 50.

[11] Vgl. auch „Robaver" 1928, S. 58.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

marktes für holländische, inländische Kreditbedrüfnisse, so sehen wir 1922 bereits die erste Kommunalanleihe, die von 7% auf 5½% konvertiert. Der Staat[12], der 1924 seine letzte Teilanleihe ausgab, konnte nicht konvertieren, da dies in den Bedingungen der Staatsanleihen nicht vorgesehen war. Er beginnt erst Anfang 1928 mit der vorzeitigen Rückzahlung der 6%igen Anleihe 1923a aus eigenen Mitteln und mit der Ausgabe einer 4½%igen Konversionsanleihe zur verfrühten Ablösung der 6%igen Anleihe 1923b, Niederländisch-Indien konnte wohl konvertieren und hat hiervon auch Gebrauch gemacht. Was im Jahre 1924 von Staat und Gemeinde emittiert wurde, ist durchweg, trotz der ausländischen Anleihen, gut abgenommen worden. Von der Erweiterung des Marktes konnten diese inländischen Anleihen vollen Gebrauch machen. Anfang 1925 finden wir zahlreiche Konversionsemissionen von Kommunen, Provinzen und bereits auch schon von privaten Unternehmungen. Der Zinsfuß, auf den konvertiert wird, beträgt im allgemeinen 5%[13].

Auch der Herbst 1925 zeigt wieder zahlreiche Konversionsanleihen, vor allen Dingen holländischer Städte und Provinzen, jetzt schon den 4½%igen Typus. Auch das Jahr 1926 bringt zahlreiche weitere Konversionsanleihen, worunter auch eine niederländisch-indische Staatsanleihe, die eine Konvertierung von 6 auf 4½% bringt. Im Herbst hört man dann gelegentlich auch wohl von einem nachteiligen Einfluß der Auslandsemissionen. Nicht alle inländischen Emissionen hatten um diese Zeit vollen Erfolg[14], so daß zum Beispiel im November 1926 eine 4½%ige Konversionsanleihe der Stadt 's-Gravenhage, deren Anleihen sonst sehr beliebt sind, nicht ganz erfolgreich war. Im ganzen wurden aber im Jahre 1926 für über 441 Millionen Gulden inländische Konversionsanleihen in Holland untergebracht, gegen 235 Millionen Gulden im Jahre 1925. Anfangs 1927 erwartete man wegen der deutschen Diskontherabsetzung weniger deutsche Anleihen in Holland. Wenn man hieraus auch eine günstige Wirkung für die inländischen Papiere erwartete, ebenso wie gelegentlich der Kontroverse: Repa-

[12] Die Kreditgewährungen an fremde Staaten, vor allen die beträchtliche an Deutschland im Jahre 1920, haben damals den eigenen Staatskredit wohl ungünstig beeinflußt, handelte es sich doch um eine sehr große, bisher unbekannte Belastung des holländischen Staatshaushalts.

[13] „Robaver" 1925, S. 144.

[14] „Robaver" 1926, S. 238.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

rationsagent – Reichsbank – Reichsregierung, während welcher deutsche Obligationen nur zögernd gekauft wurden, so zeigt sich doch auch gerade in diesen Zeiten, daß der Markt der inländischen Anleihen in Holland unabhängiger von den Schwankungen des Marktes der ausländischen ist, als man schlechthin annehmen sollte. Einer der wichtigsten Gründe hierfür ist das Vorhandensein einer Gruppe öffentlicher und halböffentlicher Einrichtungen, Versicherungsgesellschaften usw., die nun einmal auf niederländische Fonds angewiesen sind und zum Beispiel auch bei Konversion die neue Anleihe mit niedriger Verzinsung nehmen müssen[15]. Wo nun neues Kapital durch die niederländischen öffentlichen Körperschaften nicht stark benötigt wird, dagegen bei jenen Instituten ein gleichmäßiges, ziemlich starkes Anlagebedürfnis besteht, ist ein regelmäßiger Absatz für prima Inlandsanlagefonds möglich und die Tendenz für Erhöhung der Rente nicht sehr groß[16].

Im Herbst 1927, wo wir ja schon den störenden Einfluß der ausländischen Kredite feststellen konnten, finden wir allerdings auch hier ein Stocken. Große Emissionen von 4½ %igen Werten mit nicht viel unter pari liegendem Emissionskurs hatten vielfach nicht das gewünschte Ergebnis[17].

Doch zeigt sich schließlich immer wieder, daß auch bei starker Nachfrage nach hochverzinsten Auslandspapieren immer noch eine solche nach niedrig verzinsten inländischen besteht[18].

Im ganzen wurden 1927 nur 48600000 Gulden Konversionsanleihen ausgegeben[19]. Den Grund für den starken Rückgang finden wir ausschließlich darin, daß 1926 fast alle die Konversionen, die möglich waren, durchgeführt worden sind und nur für wenige das Jahr 1927 als Konversionstermin vorgesehen war. Der Zinsfuß war im Jahre 1927 für holländische öffentlich-rechtliche Körperschaften 4½ %, für Private 5 % [20].

Daß keine tiefgreifende Verschlechterung des Marktes der erstklassigen inländischen Anleihen durch die ausländischen Emissionen und die

[15] Vgl. „In- en Uitvoer" 1927, S. 47.
[16] Vgl. auch „In- en Uitvoer" 1927, S. 47.
[17] „Robaver" 1927, S. 259.
[18] „Robaver" 1927, S. 281.
[19] „Robaver" 1928, S. 36.
[20] „Robaver" 1928, S. 33.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

anderen Kredite an das Ausland stattgefunden hat, mögen beispielsweise die Emissionskurse der in den Jahren 1926 und 1927 herausgegebenen 4½ %igen Rotterdamer Stadtanleihen zeigen:

1926	4½ %	Rotterdam	für	9 855 000	zu	97⅝ %
	„	„	„	1 320 000	„	98¾ %
1927	„	„	„	7 600 000	„	98 %
	„	„	„	9 570 000	„	97¾ %
	„	„	„	9 800 000	„	98¼ %
	„	„	„	9 770 000	„	97¼ %[21]

Dasselbe zeigt auch ein Vergleich der Kurse einer Reihe führender niederländischer Papiere am Anfang und Ende des Jahres 1927, wobei unter Berücksichtigung der Diskonterhöhung vom Oktober 1927 tatsächlich noch in vielen Fällen eine relative Steigerung des Kurses festzustellen ist.

Börsenkurse für einige wichtige inländische Staats-, Provinz- und Gemeindeanleihen:

	Name	Kurs am	3. Jan. 1927	30. Dez. 1927
6 %	Staat der Niederlande .	1922	106	105 13/16
5 %	„ „	1918	101 9/16	102 1/2
4½ %	„ „	1916	100 3/8	100 1/2
4 %	„ „	1916	96 3/8	96 1/4
6 %	Stadt Amsterdam . .	1920	102 1/4	101 3/4
5 %	„ „ . .	1925	101 1/2	101 1/4
5½ %	Stadt Arnhem . . .	1925	102 1/8	102
6 %	Provinz Friesland . .	1920	103 1/4	102 3/4
6 %	Stadt 's-Gravenhage .	1921	105 3/4	105 1/2
4 %	„ „ .	1908/1914	96	94 3/4
5 %	Stadt Rotterdam . .	1915	101 1/8	101 1/2
4 %	„ „ . .	1900/1913	93 1/2	92 3/4
5 %	Provinz Utrecht . .	1925	101 1/4	101 1/4.

Auch die Sachverständigen der Staatskommission van Doorninck äußern sich im gleichen Sinne: „Die niederländischen Körperschaften des öffentlichen Rechtes können, außer wenn ihre finanzielle Position sie nicht voll kreditwürdig erscheinen läßt, ohne viel Mühe ihre Anleihen im Inland zu 4½ bis 5 % unterbringen, was im Augenblick

[21] „In- en Uitvoer" 1928, S. 26.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

außer in der Schweiz und den U.S.A. nur in Holland möglich ist. Und dies trotz des sehr großen Kapitalexports hierzulande in den letzten Jahren[22]."

Anfang März 1928 gelingt es der niederländischen Regierung, ohne Schwierigkeit unter der Hand eine 4½ %ige Anleihe von 84 Millionen Gulden zum Kurse von 99,312 % zur Rückzahlung noch umlaufender Beträge der 6 %igen Anleihe 1923b (83,18 Millionen Gulden) bei verschiedenen öffentlichen Fonds unterzubringen.

Von einer wesentlichen Verschlechterung der Kreditmöglichkeit der eigenen niederländischen Wirtschaft durch die ausländischen Kredite kann man also wohl nicht sprechen. Damit soll nicht gesagt sein, daß das öffentliche und private Kreditbedürfnis nicht leichter zu decken gewesen wäre, wenn keine Kapitalausfuhr möglich gewesen wäre. Aber das wäre eine irreale Bedingung. Kapitalausfuhr war in Holland stets möglich; und die Zeit der 3 %igen Staatspapiere war ja schon längst vorbei. Wären die genannten Anlagemöglichkeiten nicht gewesen, dann hätten die holländischen Kapitalisten andere Wege gewählt. Ob in den 2 Jahren angespanntester Auslandskreditierung eine tiefgreifende Verschlechterung der eigenen Kreditbedingungen eintrat oder nicht, war das, was zu untersuchen war.

Zum Schluß dieser Betrachtung noch ein kurzer Vergleich mit anderen kapitalreichen Ländern:

Ein Vergleich mit der Schweiz zeigt, daß der Zinsfuß in Holland für gute inländische Papiere selbst in der kritischsten Zeit der großen Anspannung des Amsterdamer Marktes niedriger ist als in diesem Lande.

Kurse Ende November 1927:

Schweiz: Diskont 3½ %.				
	4½ %	Eidgenössische Staatsanleihe	1926	95,75
	5 %	Stadt Zürich	1915	100,25
	5 %	Bundesbahnen	1924	101,25
Holland: Diskont 4½ %.				
	4½ %	Staat. d. Niederlande . .	1916	100⅜
	5 %	Amsterdam	1915	101,5
	5 %	Niederländische Staatsbahn-Gesellschaft		101,5

[22] Bericht der „Commissie van advies in zake de toelating van buitenlandsche Emissies" (Staatskommission van Doorninck), S. 11.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Auf dem Geldmarkt waren die Sätze in der Schweiz 1926 bis Oktober etwa ½ % unter den holländischen, dann aber höher, 1927 im allgemeinen etwas niedriger. Die Schweizer Nationalbank konnte 1927, als die Niederländische Bank ihren Diskont heraufsetzte, den Satz von 3½ % behaupten. Der Franken notiert 1926—1927 vor der niederländischen Diskonterhöhung stets etwas über der Parität gegenüber dem Gulden, dann aber erheblich darunter[23].

Zieht man dagegen Großbritannien und U.S.A. zum Vergleiche heran, so zeigt sich ein erheblich günstigerer Stand des Staatskredits der genannten Länder gegenüber den Niederlanden. Andererseits ist der Verlauf der Kurse während der kritischen Jahre 1926 und 1927 bis März 1928 gegenüber Großbritannien nicht ungünstig. Während der Zeit der stärksten Inanspruchnahme des Amsterdamer Marktes tritt keine Verschlechterung gegenüber diesem Lande ein, wohl gegenüber den Vereinigten Staaten. Hier liegt der Höhepunkt der Divergenz im Frühjahr und Herbst 1927, um dann wieder zu verflachen. Börsenkurse eines niederländischen, englischen und amerikanischen 4 %igen Staatspapiers:

	1926 Januar	1926 Februar	1926 März	1926 April	1926 Mai	1926 Juni
4 % Niederlande 1916 . .	95 3/4	96 13/16	95 11/16	95 1/2	96 1/8	96 3/8
4 % English War Loan 1917	101	101 1/2	99 3/4	100	100 1/4	100 1/4
4 % U. S. Treasury Bonds 1944—1954	103 20/32	104 6/32	103 30/32	104 12/32	104 7/32	104 12/32

	1926 Juli	1926 August	1926 Septbr.	1926 Oktober	1926 Novbr.	1926 Dezbr.
4 % Niederlande 1916 . .	97 3/16	97 3/8	97 7/16	97	96	96 1/4
4 % English War Loan 1917	100 3/4	101 1/2	99 3/4	100	100 1/4	100 3/4
4 % U. S. Treasury Bonds 1944—1954	104	103 28/32	103 22/32	102 15/32	105 25/32	105 19/32

	1927 Januar	1927 Februar	1927 März	1927 April	1927 Mai	1927 Juni
4 % Niederlande 1916 . .	96	94 1/4	95	95 7/16	94 13/16	96 1/4
4 % English War Loan 1917	101 1/2	101 1/4	99 3/4	100 1/4	100 1/4	100 1/2
4 % U. S. Treasury Bonds 1944—1954	106 20/32	107 2/32	108 14/32	108 9/32	109 5/32	108 5/32

[23] Vgl. auch „Geschäftsbericht der Schweiz. Nationalbank" 1926, S. 12; 1927, S. 14.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

	1927 Juli	1927 August	1927 Septbr.	1927 Oktober	1927 Novbr.	1927 Dezbr.
4% Niederlande 1916 . .	97	96 3/4	96 15/16	94 5/8	95 7/16	96 1/4
4% English War Loan 1917	101	101 3/4	100	100 1/4	100 3/4	101
4% U. S. Treasury Bonds 1944—1954	108 14/32	108 18/32	108 24/32	109 13/32	110 26/32	110 28/32

	1928 Januar	1928 Februar	1928 8. März
4% Niederlande 1916	97 15/16	97 3/4	97 1/2
4% English War Loan 1917 . . .	101	101 1/2	101 13/16
4% U. S. Treasury Bonds 1944—1954	110 3/32	110 16/32 24. Februar	—

Die Gesamtentwicklung zeigt leichte Schwankung der holländischen Kurse bei zum Schluß erhöhten Kursen neben einem allerdings starken Kursgewinn der Amerikaner. Diese Entwicklung konnte Holland nicht mitmachen, es konnte aber in der Periode seine Kurse nicht nur halten, sondern schließlich nach Schwankungen doch verbessern. Eine Verschlechterung fand nicht statt. Holland hatte im ganzen wohl leichter die Gelegenheit, Kapitalien, die im Lande entbehrlich sind, im Ausland Betätigung finden zu lassen, während in Amerika einem großen Kapitalzuwachs nicht die gleichmäßig leichte Anlagemöglichkeit über dem in der eigenen Wirtschaft Notwendigen hinaus gegenüberstand[24]. Ob auch starke Käufe des Staates den Kurs des amerikanischen Papiers beeinflußten, entzieht sich meiner Kenntnis.

Um auch weitere Symptome des Einflusses der Auslandskredite auf die niederländische Volkswirtschaft zu würdigen, sei ein Blick auf die Einlagen Dritter bei den großen Banken geworfen.

Die Einlagen Dritter bei den großen Banken betrugen in Millionen Gulden:

	Amsterdamsche Bank	Incasso Bank	No. Ba. Ver.	Twentsche Bank
1. Jan. 1924:	220,69	70,56	—	193,43
1. „ 1925:	250,98	82,98	195,50	176,10
1. „ 1926:	267,30	82,44	180,92	183,85
1. „ 1927:	268,62	95,04	186,43	204,97[25]

[24] Vgl. „Maatschappij Belangen“ 1928, S. 27.

[25] Bericht der Staatskommission van Doorninck, S. 51 zitiert aus „In- en Uitvoer“, Minderheitsbericht.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Hier ist also im allgemeinen eine ständige Zunahme festzustellen. Dies ist ein Grund mehr zur Annahme, daß die Auslandskredite keinen wesentlichen Einfluß zuungunsten der eigenen Wirtschaft in Holland ausgeübt haben.

Daß das Interesse für ausländische Effekten nicht die sonstige Spartätigkeit beeinflußt hat, also keine krankhaften Erscheinungen erzeugt hat, zeigt auch die Entwicklung der Reichspostsparbank. Die Guthaben der Sparer betrugen 1926 321 Millionen Gulden, das heißt fast 10 Millionen Gulden mehr als im Vorjahre und rund 15 Millionen Gulden mehr als im Jahre 1924. 1927 zeigt eine Vermehrung der Anzahl der Sparbücher um 38000 und eine Verminderung des Guthabens pro Sparer (157,02 Gulden gegen 159,87 Gulden), in summa eine Vermehrung der Gesamteinlagen um etwa 25000 Gulden[26]. Schließlich kommen diese Ersparnisse natürlich wieder den inländischen Anlagewerten zugute. Der kleine Mittelstand interessiert sich anscheinend für die ausländischen Anleihen noch wenig.

Auch die niederländischen Pfandbriefinstitute haben in den letzten Jahren ihre Pfandbriefe im allgemeinen ohne nennenswerte Schwierigkeiten unterbringen können.

Sieht man sich im übrigen die Gesamtwirtschaftslage Hollands an, so ist sie Anfang 1928 günstiger als je seit der Krisis. Die Entwicklung im Jahre 1927 zeigt allenthalben Rekordzahlen[27]. Ein Einfluß der Kreditgewährungen an das Ausland, die eine gewisse Änderung in der Struktur eines Gliedes der Volkswirtschaft bringen, darf an dieser Stelle erwähnt werden. Es ist das Erstarken des Wechselmarktes, das seinen Ausdruck im Beschluß des Vorstandes der Effektenbörse findet, Wechselmakler, die bisher Zutritt zu der Börse hatten, ab 1. April 1928 nicht mehr zuzulassen. Ein Beschluß, der mit Platzmangel begründet wird, aber zweifelsohne dadurch verursacht ist, daß größere Mittel des Amsterdamer Geldmarktes sich dem Diskont- und nicht mehr dem Prolongationsmarkt zuwenden[28].

Hier handelt es sich aber um eine bewußte, von der Niederländischen Bank geförderte Entwicklung, die man dortseits, wenn auch nicht gerade

[26] „Robaver" 1928, S. 72; vgl. auch Bericht der Staatskommission van Doorninck, S. 51: Minderheitsbericht.

[27] „Wirtschaftsdienst" 1928, S. 145.

[28] Vgl. auch „Robaver" 1928, S. 18.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

mit der genannten Konsequenz, als wünschenswert erachtet. Es ist auch nicht einzusehen, wieso eine Einschränkung des Prolongationsmarktes zugunsten des Wechselmarktes die niederländische Volkswirtschaft schädigen konnte, da die Funktionen des ersten auch für das Inland durch letzten leicht zu ersetzen sind. Übrigens dürfte das Ausscheiden der Wechselmakler aus der Effektenbörse den Wechselmarkt bei dessen Eigenart kaum beeinflussen. Daß der Wechselmarkt selbst durch das Emissionsgeschäft gefördert wird, ist anzunehmen, da nicht sofort abgerufene Kupongelder und Emissionserlöse usw. zur Flüssighaltung des Amsterdamer Geldmarktes beitragen können[29].

Wenn die Niederländische Bank die Förderung des Wechselmarktes in Amsterdam betrieb, so tat sie dies nicht nur unter dem Gesichtspunkte des direkten Gewinnes der Volkswirtschaft, sondern außerdem, weil sie darin ein Mittel zur Förderung des Transithandels sieht. Diese Förderung ist auch ohne Zweifel eingetreten. Man hat nun vielfach den Wunsch geäußert, die Kreditgewährung auch als handelspolitisches Machtmittel zu gebrauchen. Dies scheitert im allgemeinen an der internationalen Konkurrenz. Etwas anderes ist es, wenn zum Beispiel ein Unternehmen einem von ihm kaufenden Unternehmer Kredit gewährt oder wenn eine Bank einen längeren Kredit an eine Firma gibt und dann daran Bedingungen knüpft, wie zum Beispiel, daß das ganze Auslandsgeschäft der betreffenden Firma über deren Konto bei der kreditgebenden Bank laufen muß. Aber sonst ist Einfluß kaum möglich.

Im Sommer 1927 verlangte die Handelskammer Maastricht Maßregeln der Regierung dagegen, daß die ausländische Konkurrenz durch holländische Kredite gefördert werde, und in der ersten Kammer der Niederländischen Generalstaaten klagte der sozialdemokratische Senator Henri Polak über die gleiche Erscheinung. Die Möglichkeit zu einem Druck ist indessen nur bei dem Staatskredit gegeben, der dann auch als Verhandlungsobjekt bei dem Abschluß des Deutsch-Niederländischen Handelsvertrages im Jahre 1925 gedient hat, und vor allen Dingen zur Herabsetzung der deutschen landwirtschaftlichen Zölle gute Dienste getan und damit dem wichtigsten holländischen Exportgewerbe die Einfuhr nach Deutschland erleichtert hat.

[29] Vgl. auch „In- en Uitvoer" Sondernummer, Oktober 1927, S. 56.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Ist sonst der holländische Handel durch die Kredite an das Ausland beeinflußt, ist die Auslandskonkurrenz wirklich fühlbar gestärkt worden? Diese Frage ist natürlich nicht leicht zu beantworten. Es läßt sich feststellen, daß im holländischen Außenhandel der Einfuhrüberschuß in den letzten Jahren eine sinkende Tendenz hatte. Er betrug:

1922	806	Millionen	Gulden,
1923	706	„	„
1924	702	„	„
1925	647	„	„
1926	692	„	„
1927	649	„	„ [30].

Auch der Durchfuhrhandel als solcher, der in der Ein- und Ausfuhrstatistik nicht enthalten ist, zeigt in den letzten Jahren Rekordziffern.

Er betrug:

1927 mit 92 217 179 to (zu 1000 kg),
5 222 357 to mehr als 1926
und 14 799 256 to mehr als 1925 [31]

Die Niederlande sind auch 1927 wieder das Land mit der weitaus größten Ausfuhr — ohne Durchfuhr-Ausfuhr! — pro Kopf der Bevölkerung (250 Gulden)[32].

Der Handel speziell mit Deutschland zeigt auch eine Zunahme. Vor allen Dingen konnte die Ausfuhr nach Deutschland sich nach der deutschen Inflation wieder sehr stark beleben. Ein zeitweiliger Rückgang infolge der deutschen Zollerhöhungen wurde bald wieder eingeholt.

Die Ausfuhr nach Deutschland betrug (ohne Durchfuhr-Ausfuhr):

1923	187	Millionen	Gulden,
1924	470	„	„
1925	469	„	„
1926	381	„	„
1927	465	„	„ [33].

[30] Zusammengestellt aus „Robaver" 1927, S. 61 und „Industrie- und Handelszeitung" 1926, 20. Januar 1928.

[31] Vgl. auch „Robaver" 1927, S. 66 und 1928, S. 73.

[32] „Robaver" 1928, S. 69.

[33] „Maandstatistiek v. d. In-, Uit- en Doorvoer", Dezember 1927.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Auch gerade bei den Waren, bei denen der holländische Bankkredit eine gewisse direkte Rolle spielt, zeigt sich der Handel durch günstige Entwicklung aus. Schon vom Jahre 1923 auf 1924 ist eine Zunahme zum Beispiel des Wollhandels festzustellen, die man auch auf die Finanzierung zurückführen zu dürfen glaubt[34].

Das gleiche gilt von Kaffee, von dem bereits Anfang 1926 festgestellt wird, daß wiederum zahlreiche Mengen von den verschiedensten Produktionszentren auf holländische Rechnung direkt nach fremden Häfen verschifft worden sind[35].

Wenn der Jahresbericht der Amsterdamer Kaffeebörse für das Jahr 1927 darauf hinweisen kann, daß die Anfuhren und Ablieferungen an Kaffee in Holland größer waren, als in irgendeinem anderen Kaffee-Handelszentrum[36], ungeachtet der für holländische Rechnung nicht über Holland gehenden Mengen, so ist dies großenteils dem holländischen Kredit zu danken, der das beste Konkurrenzmittel des holländischen Kaffeehandels ist.

Man muß natürlich mit Schlußfolgerungen sehr vorsichtig sein. Die holländische Wirtschaft erlebt gegenwärtig anscheinend den Beginn einer Blütezeit, unter anderem infolge konsequenten Freihandels, billiger Produktionskosten und einer Steuerpolitik, die Steuern während der Produktion nicht erhebt und die Produkte daher, wenigstens solange faktisch Freihandel herrscht, steuerlich nicht belastet. Holland würde also auch ohne diese Kredite wahrscheinlich seine Ausfuhr vermehrt haben. Ob auch in der Richtung nach Deutschland nach der deutschen Zollerhöhung so schnell wieder eine Hebung des Exportes ohne Kredite hätte stattfinden können, ist zu bezweifeln. Aus eigener Erfahrung ist uns auch bekannt, daß holländische Ware in Deutschland wegen der damit verbundenen Kreditmöglichkeit wohl auch mal bei höheren Preisen gekauft wird.

Im Zusammenhang hiermit sei auf die oft wiederkehrende Behauptung verwiesen, daß die holländischen Schiffshypotheken die Konkurrenz des holländischen Schiffsbaues gegenüber dem deutschen begünstigten. Man darf aber diese Behauptung nicht übertreiben. Immerhin mag nach dem Kriege der eine oder andere Auftrag auf diese Weise nach Holland gekommen sein, wenn auch der Hauptfaktor der erfolgreichen holländischen Konkurrenz bei anderen Produktionsfaktoren

[34] „Robaver" 1925, S. 96.
[35] „In- en Uitvoer" 1926, S. 36.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

(Dumping der rohstofffliefernden Länder usw.) liegt. Gelegentlich aber mögen auch diese Kredite, wie auch andere Hypothekar- und andere Darlehen, zu für Holland günstigen Handelsabschlüssen geführt haben. Unzweifelhaft ist indessen die holländische Ausfuhr nach Deutschland zwangsläufig teilweise die sichtbare Form der holländischen Kapitalübertragung an Deutschland überhaupt. Allerdings nicht die einzige; denn die Mittel, die Holland dem Auslande zur Verfügung stellt, entstehen großenteils aus Forderungen eines anderen Landes, Niederländisch-Indiens, an dritte Länder und aus Forderungen Hollands selbst an andere Länder. Diese finden daher als Warenbewegungen zum Beispiel in der Richtung auf Deutschland in dem Export anderer Länder ihren Ausdruck.

Bei Gewährung des Staatskredits an Deutschland machte die Niederländische Regierung Verschiffung über Holland nicht zur Bedingung, aber man erklärte sie für wünschenswert, und manche Handelskredite machen Verschiffung über holländische Häfen, ja auch Transport auf holländischen Schiffen, stellenweise auch Versicherung bei holländischen Gesellschaften zur Bedingung. Transport auf holländischen Schiffen, gezwungen oder freiwillig — bei Bezug niederländisch-indischer Waren auch ohne Vertragsbedingung fast unvermeidbar —, Versicherung bei holländischen Gesellschaften und Transport über holländische Häfen, Eisenbahnen und Rheinschiffe haben der niederländischen Wirtschaft erhebliche Vorteile gebracht, die in Zahlen nicht erfaßbar sind.

Ein Kredit, von dem dieses kaum gesagt werden kann, ist der holländischerseits Deutschland gegebene Kredit, der von Deutschland wiederum an Rußland weitergegeben worden ist. Im ganzen aber läßt sich sicherlich sagen, daß die holländische Kredithilfe beim Wiederaufbau Deutschlands sich für Holland nicht nur direkt, sondern vielleicht noch mehr indirekt als ein gutes Geschäft erwiesen hat.

Ein Versuch, festzustellen, wie nun durch diese Auslandskredite die Zahlungsbilanz der Niederlande beeinflußt wird, muß natürlich an der Unmöglichkeit, über einiges brauchbares Zahlenmaterial zu verfügen, scheitern. Nur folgendes sei erwähnt:

Reine Gewinne sind die zahlreichen ausländischen Beteiligungen an Emissionen in Holland, die reine Provisionsgewinne einerseits, fast

[36] „Veereniging voor den Koffiehandel, Jaaroverzicht 1917", S. 16.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ohne Gegenleistung, außer daß die Emissionsorganisation und besondere Beziehungen zur Verfügung gestellt werden, und dem Fiskus andererseits noch obendrein Stempelgebühren eintragen. Genau so ist es mit der Betätigung ausländischer Mittel auf dem Amsterdamer Akzeptmarkt. Die Freiheit des holländischen Finanzmarktes von jedem Embargo, Kapitalausfuhrverbot oder Verletzung des Bankgeheimnisses bringt es mit sich, daß das Ausland sich gern am holländischen Finanzmarkte beteiligt und daß die Beteiligungen des Auslandes sicherlich einen erheblichen Anteil am holländischen Geld- und Kapitalmarkte einnehmen[37].

Als Beweis hierfür sieht man auch die Unterbringung großer neuer Aktienemissionen zu Ende des Jahres 1927, trotz des Rückganges der Gewinne aus Indien an[38]. Daß vermutlich unter den ausländischen Zeichnungen sich viele deutsche befinden, ist bereits oben erwähnt.

Will man einen Versuch machen, die Zins- und sonstigen Zahlungen des Auslandes an Holland auf Grund der Kredite Hollands zu berechnen, so stößt man auf die unüberwindliche Schwierigkeit, daß für die meisten Berechnungen gar keine Anhaltspunkte, für die anderen nur annähernde Schätzungsmöglichkeiten vorliegen. Die folgenden Aufstellungen dienen daher nur dem Zweck, einen allgemeinen Eindruck zu geben. Jede andere Verwertung entspräche nicht der Absicht des Verfassers.

I. Kredite an das Ausland überhaupt[39].

a) Laufende Einnahmen.

1. Zinsen aus Anleihekrediten, soweit sie 1924—1927 in Holland emittiert sind:

	Millionen Gulden
816 Mill. Gulden, von denen 600 Mill. als in holländischem Besitz gerechnet sind, zu 6½ % gerechnet	ca. 39,0
hierzu die katholischen Anleihen mit 34,5 Mill. Gulden zu 7½ %	„ 2,6

[37] Vgl. auch „In- en Uitvoer" 1927, S. 272.

[38] Bericht d. Amsterdamsche Bank, 1928, S. 18.

[39] Es ist ein fingiertes Jahr 1928 angenommen, während dessen der Stand der Kredite dauernd dem des 31. Dezember 1927 entspräche. Alle Zahlen sind stark nach unten geschätzt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

	Millionen Gulden
2. Zinsen aus Handelskrediten, Leihdevisen u. dgl. . dieses insgesamt auf 550 Mill. Gulden angenommen bei 5% [40]	ca. 27,5
3. Zinsen aus Bankkrediten ohne ausgesprochenen Handelskreditcharakter und Einkünfte aus Hausbesitz	?
4. Zinsen aus Hypotheken. Auch hier ist eine Berechnung nicht möglich, da jeder Anhalt über die Höhe, vor allem der privaten Auslandshypotheken, fehlt	?
5. Zinsen aus Schiffshypotheken; auch hier fehlt jeder Anhalt für eine Berechnung.	?
6. Aus den Staatskrediten; ihre Inanspruchnahme sei mit 150 Mill. Gulden angenommen bei 5% Verzinsung	„ 7,5

b) Einmalige Einnahmen für die Zeit von 1924—1927.

Abschlußprovisionen; sie sind nicht zu schätzen.

c) Einnahmen des niederländischen Fiskus, soweit sie vermutlich zu Lasten des Auslandes gehen.

	Millionen Gulden
a) Effektenstempel bei 816 Mill. Gulden nominal und 8‰ Stempel + 25% = 1% [41, 42]	ca. 8,2
b) Umsatzstempel für den ersten Umsatz (die weiteren Umsätze in Holland werden meist nicht mehr zu Lasten des Auslandes sein) = 1‰	„ 0,8
c) Wechselstempel; hier wird der Einfachheit halber angenommen:	

[40] Größtenteils sind die einfachen Warenkredite unverzinslich. Dann ist aber im allgemeinen der Zins im Preis einkalkuliert, also darf man ihn hier wohl mit in Betracht ziehen.

[41] Leider liegen Belegzahlen noch nicht vor. Nur für 1925 und 1926 läßt sich feststellen, daß die Stempelabgabe für Auslandsobligationen u. ä. 2399812 und 5209173 Gulden („Jaarcijfers" 1925/26 und 1926/27 je S. 310) erbrachte. 8,2 Millionen Gulden für die Zeit 1924—27, ist also sicher nicht zu hoch gegriffen.

[42] Nur die wichtigsten Stempelsteuern sind in Betracht gezogen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

1. daß es sich nur um große Stücke zu je 10000 Gulden oder mehr handeln soll, 2. eine durchschnittliche Dauer der Laufzeit von drei Monaten und 3. einen Anteil des Wechselkredits am Handelskredit von 0,3 Milliarden Gulden (siehe oben genannte Schätzung); das gibt also $4 \times 0{,}3$ Milliarden = 1,2 Milliarden Gulden zu 5‰ . . . . . ca. 0,6[43]

Millionen Gulden

II, Einen ein wenig festeren Boden hat man bei der Betrachtung der **deutschen Verpflichtungen aus den Krediten an die Niederlande** unter den Füßen. Bei Ausschaltung aller ganz unkontrollierbaren Verpflichtungen und unter übrigens gleichen Gesichtspunkten kommt man hier zu folgenden Annahmen:

a) Laufende Einnahmen.

	Millionen Gulden
1. Zinsen aus Anleihekrediten, soweit sie 1924 bis 1927 in Holland begeben worden sind, das heißt 327,20 Mill. Gulden, von denen 250 Mill. Gulden als in holländischem Besitz gerechnet sind, zu 7%	ca. 17,5
Hierbei muß man noch hinzuzählen die 34,5 Mill. Gulden katholischer Anleihen zu 7½%	„ 2,6
2. Zinsen aus Handelskrediten, Leihdevisen u. dgl.; diese auf 450 Mill. Gulden gerechnet zu 5% . .	„ 22,5
3. Zinsen aus Bankkrediten, ohne ausgesprochenen Handelskreditcharakter und Einkünfte aus Hausbesitz sind nicht irgendwie genau zu schätzen . .	?
4. Zinsen aus Hypotheken, angenommen auf 30 Mill. Gulden zu 9%	„ 2,7
5. Zinsen aus Schiffshypotheken, zirka 40 Mill. Gulden zu 6%	„ 2,4
6. Aus dem Staatskredit bei einer geschätzten Benutzung von 100 Mill. Gulden zu 5½%	„ 5,5

[43] a) und b) sind einmalige Einnahmen 1924—27, c) jährliche Einnahmen, berechnet auf ein Normaljahr nach dem ungefähren Stand vom 31. Dezember 1927.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

b) Einmalige Verpflichtungen für die Zeit 1924—1927. Abschlußprovisionen nicht zu berechnen;

c) Einnahmen des Fiskus, soweit sie vermutlich zu Lasten der deutschen Kreditnehmer fallen:

	Millionen Gulden
a) Effektenstempel, wie oben, bei 327,2 Mill. Gulden zu 1%	ca. 3,3
b) Umsatzstempel, wie oben, bei 327,2 Mill. Gulden zu 1‰	„ 0,3
c) Wechselstempel, wie oben bei 0,45 Milliarden Gulden Handelskredit seien 0,2 Milliarden Wechselkredit angenommen. Das ist bei 3-Monatslaufzeit ein Umsatz von 0,8 Milliarden Gulden zu 5‰ . . .	„ 0,4[44]

In Wirklichkeit wird im Jahre 1928 die Verpflichtung aus Zinszahlung wesentlich größer sein, da die Neuemissionen vorläufig die Rückzahlungen um ein Erhebliches übertreffen.

Noch viel weniger kann man die Höhe der anderen, die Zahlungsbilanz beeinflussenden Faktoren, die nur indirekt von den ausländischen Krediten abhängig sind, berechnen, wie die Einnahmen aus Schiffahrts-, Versicherungsgeschäften usw. Ob alle diese sehr großen Einnahmen weiterhin mit einem sinkenden Einfuhrüberschuß gepaart gehen werden, wird wohl auch davon abhängen, ob weiter, wie anscheinend bisher, die Kapitalneubildung größtenteils in neuen Auslandsguthaben angelegt wird. Vorläufig übertreffen ja auf jeden Fall die Neuanlagen in Krediten an das Ausland die Rückzahlungen einschließlich der Zinsen und anderer damit zusammenhängender Gewinne. Das Bild kann sich ändern, wenn einmal die Tilgung der langfristigen Kredite in großem Stile eintritt. Werden dann diese Summen gleichfalls wieder Anlage in Auslandsguthaben finden? Anzunehmen ist dies wohl, zugleich aber ist nicht ausgeschlossen, daß zum Beispiel auch bei zeitweiligem nachlassendem Bedürfnis nach langfristigen Krediten im Ausland sich die frei werdenden Mittel verstärkt dem Akzeptkredit zuwenden.

Zum Schluß noch ein Wort über die Frage, ob in der holländischen Wirtschaft innerlich vielleicht durch die große Kapitalleihe eine Strukturveränderung stattgefunden hat.

[44] Vgl. Anm. 43.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Oben sprachen wir bereits von dem Erstarken des Wechselmarktes innerhalb der Volkswirtschaft. Es scheint aber darüber hinaus, als ob eine gewisse Strukturveränderung auch insofern stattfindet, als nicht nur der Wechselmarkt, sondern überhaupt der Geld- und Kapitalmarkt in der Gesamtstruktur der holländischen Wirtschaft eine wachsende Bedeutung erhalten hat. „Wir sinken herab in die Rolle einer Kapitalistennation", schildert „In- en Uitvoer"[45] diese Entwicklung wohl etwas zu scharf.

Zahlenmäßig läßt sich eine solche Behauptung im Rahmen dieser kleinen Studie nicht untersuchen. Aber daß die Kapitalhingabe an ausländische Institutionen, die Beschäftigung der eigenen Mittel auf dem Effekten- und neuerdings auch auf dem Akzeptmarkt in Holland beim Publikum wachsendes Interesse findet und gewissermaßen gegenüber der Anlage im eigenen Geschäft an Bedeutung gewinnt, scheint dem mit der holländischen Wirtschaft Vertrauten keine unmögliche Entwicklung. Der Umstand, daß ein großer Teil der Kredite Handelskredit ist, hält allerdings das Interesse am Handel wach. Eine gewisse Umschichtung ist jedoch nicht zu leugnen. Das Wachstum des Interesses an der Geld- und Kapitalanlage ist jedenfalls auffallend.

Allerdings ist von vornherein eine gewisse Neigung zu einer solchen Entwicklung in Holland stets vorhanden, auch gefördert durch die sparsame Lebensführung des begüterten Holländers. Dafür ist ja auch die Blüte des Amsterdamer Marktes für ausländische Staats- und Eisenbahnfonds in früheren, normalen Zeiten ein Zeichen. Daß aber in letzter Zeit, trotz starker industrieller und kolonialwirtschaftlicher Expansion (Glühlampen, Radio, Petroleum, Margarine, Kunstseide, Rohgummi u. a.), die Bedeutung des Kreditmarktes stärker gewachsen ist, bleibt doch eine nicht zu leugnende Erscheinung, und es wäre lohnend, diese Entwicklung einmal eingehender zu untersuchen.

[45] Juli 1927, S. 67.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die Kapitalausfuhr Schwedens[1].

Von

Dr. Sven Helander,
Honorarprofessor an der Universität Kiel.

---

[1] Tabelle über die Kapitalausfuhr Schwedens am Ende des Aufsatzes.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die Industrialisierung Schwedens begann um die Mitte des vorigen Jahrhunderts. Es wurden zunächst die vorhandenen Naturreichtümer innerhalb des Landes herangezogen und wenig verarbeitet auf den Weltmarkt gebracht. Die Holzausfuhr vor allem nach England und in zweiter Linie nach Frankreich brachte die Kapitalien nach Schweden, die erst die weitere Industrialisierung ermöglichten. So wurde der schwedischen Industrie in den 1880er, aber besonders in den 1890er Jahren der Übergang zu kapitalintensiveren Industriezweigen ermöglicht. Es beginnt die Periode, während der in der Holzbranche die Erzeugung von Holzmasse und Zellstoff und später von Papier immer mehr an Bedeutung gewinnt. Die Eisenbranche beginnt mit der vielseitigen, jedoch besonders stark kapitalbeanspruchenden Maschinenindustrie, wobei besonders gewisse Spezialitäten, die oft auf schwedische Erfindungen zurückgehen, entwickelt werden. Aber die Kapitalgrundlage der schwedischen Volkswirtschaft selber wäre trotz der durch die Ausfuhr von wenig verarbeiteten Rohstoffen gewonnenen Kapitalien zu schmal für diese hochindustrielle Entwicklung gewesen. Fremdes Kapital wird vom Staat, von Gemeinden und Hypothekenbanken herangezogen, so daß unmittelbar vor dem Weltkrieg die Nettoverschuldung Schwedens an das Ausland etwa 1 Milliarde Kronen betrug. Daß es die zunehmende Industrialisierung ist, die besonders zu dieser Beanspruchung ausländischen Kapitals Anlaß gibt, ersieht man daraus, daß in der Periode 1898—1908, in der die industrielle Entwicklung besonders lebhaft war, durchschnittlich eine jährliche Zunahme der ausländischen Nettoverschuldung im Betrage von 53 Millionen Kronen festzustellen ist, während in dem vorangehenden, industriell ruhigeren Jahrzehnt, sogar eine Abtragung ausländischer Schulden möglich war. Das ausländische Kapital wurde vor allen Dingen in Obligationsform herangezogen, während für die unmittelbare Kapitalbeteiligung des Auslandes an schwedischen Industrieunternehmungen gesetzgeberische Hindernisse im Wege waren. Besonders die Überzeugung, daß die großen Naturschätze des Landes in Zukunft einen noch höheren Wert erhalten würden als bei ihrer unmittelbaren Verwendung auf dem Weltmarkt, veranlaßte jene Einschränkung der ausländischen Kapitalbeteiligung unter vollem ausländischen Risiko. Die Kapitalinvestitionen

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Schwedens im Auslande waren weit geringer; sie erfolgten aber umgekehrt meist in einer Form, daß Schweden das volle Risiko selbst übernahm. Besonders wichtig wurden in dieser Hinsicht die Tochtergesellschaften schwedischer Industrieunternehmen im Ausland.

Während der Kriegszeit kamen grundlegend neue Elemente in die Forderungsbilanz Schwedens dem Auslande gegenüber. Die relative Hochwertigkeit der schwedischen Valuta erleichterte den Rückkauf schwedischer Obligationen vom Ausland. Die Einfuhr von Wertpapieren aus dem Ausland, die nach der amtlichen Statistik in den Jahren 1914—1918 zusammen 359,1 Millionen Kronen umfaßt, bestand zu nicht weniger als 321,4 Millionen Kronen aus schwedischen, aus dem Ausland wieder eingeführten Wertpapieren. Der Warenhunger der kriegführenden Länder führte zu einem relativ schnellen Ansteigen der schwedischen Ausfuhr, so daß der Ausfuhrüberschuß in den Jahren 1914—1918 1345,2 Millionen Kronen betrug. Die Steigerung der Frachtsätze wurde ebenfalls relativ sehr wichtig: Die schwedische Handelsflotte erzielte im Verkehr mit dem Ausland und im Ausland eine Bruttoeinnahme an Frachten in der Höhe von 1676,3 Millionen Kronen. Jedoch darf die dauernde Bedeutung dieser Konjunkturentwicklung des neutralen Landes während der Kriegszeit nicht überschätzt werden. Ein Teil der durch die Ausfuhrüberschüsse und Frachteinnahmen verdienten Gelder wurde im Ausland gelassen, so daß später erhebliche Valutaverluste entstanden. Durch Beschlagnahme schwedischen Eigentums im Auslande, so besonders von seiten Englands im auswärtigen Handelsaustausch und von seiten Rußlands hinsichtlich dortiger, schwedischen Bürgern gehörenden Fabrikanlagen, sind erhebliche Verluste entstanden. Immerhin hat sich Schweden als neutrales Land — wenn die schweren Verluste der kriegführenden Länder berücksichtigt werden — eine relativ verbesserte internationale Wirtschaftsstellung sichern können. Eine zielbewußte Währungspolitik, die wenigstens teilweise getrieben wurde, und die zurückhaltende Zollpolitik konnten diese Stellung noch verbessern: Es gibt nur wenige Länder der Weltwirtschaft, deren Wirtschaftsleben in verhältnismäßig so gutem Zustand geblieben ist.

Noch stärker traten die Folgen dieser veränderten Stellung in der Nachkriegszeit hervor, trotzdem gerade diese Nachkriegszeit manche Schwierigkeiten brachte, die in den früher kriegführenden Ländern nicht oder wenigstens nicht sofort in Erscheinung traten. Die schwere

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Deflationskrise, die 1921 einsetzte, brachte dem gesamten schwedischen Wirtschaftsleben die schwersten Rückschläge, und zwar in solchem Ausmaße, daß Jahrhunderte alte Vermögen verloren gingen, — ja, diese Krise läßt sich überhaupt nur noch mit der Weltkrise von 1857 vergleichen. Die Deflationskrise verursachte besondere Schwierigkeiten allen verschuldeten Unternehmungen; vielfach waren dies gerade die Unternehmungen, welche während der Kriegszeit die größte Initiativkraft zur Schaffung neuer Betriebe entfaltet hatten.

Daneben zeigt sich aber, daß die großen Ausfuhrüberschüsse der Kriegszeit zum Teil nur eine statistische Täuschung waren, denn sie wurden durch starke Beanspruchung der vorhandenen Lagerbestände, teilweise sogar der Kapitalbestände ermöglicht. In den beiden ersten Nachkriegsjahren wurde infolgedessen eine besonders starke Einfuhr notwendig, so daß der Einfuhrüberschuß der Jahre 1919—1920 1994,1 Millionen Kronen ausmachte. Inzwischen verschlechterte sich der Geldwert weiter, so daß dieser Einfuhrüberschuß mit dem vorhin erwähnten Ausfuhrüberschuß der Kriegszeit nicht verglichen werden kann. Es ist jedoch selbstverständlich, daß diese umfangreiche Einfuhr nur durch stärkste Beanspruchung der während der Kriegszeit im Auslande angesammelten Kapitalreserven ermöglicht wurde. Die relativ hohen Frachteinnahmen der beiden ersten Friedensjahre brachten nicht nur einen Ausgleichsposten in die schwedische Zahlungsbilanz, sondern erlaubten sogar eine Fortsetzung des Rückkaufs schwedischer Wertpapiere aus dem Ausland.

Grundlegend für die Entwicklung der schwedischen Industrie in der Nachkriegszeit ist nun vor allem das relativ hohe Lohnniveau der schwedischen Arbeiter, das zu einer erheblichen Verbesserung des Realeinkommens der Arbeiterschaft geführt hat. In den Industrien, die für den heimischen Markt arbeiten, konnten die Arbeitslöhne mit größerem Erfolg hoch gehalten werden als in denjenigen Industrien, die dem vollen Druck des Weltmarktes ausgesetzt waren. Infolgedessen blieben die Lebenshaltungskosten in Schweden relativ hoch, so daß durch die zurückhaltende Schutzzollpolitik der Nachkriegszeit ihre Höhe nur wenig ausgeglichen werden konnte. Verstärkt auch dies hohe Lohnniveau an sich die Tendenz zur Substitution von Arbeitskraft durch Kapital und gleichzeitig die Tendenz zu einer Mehrbeanspruchung des einheimischen Kapitalmarktes, so standen doch erhebliche Hindernisse umfangreichen Kapitalinvestitionen im Wege; denn auf der

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

anderen Seite mußte das hohe Lohnniveau und die verkürzte Arbeitszeit die Rentabilität der Kapitalinvestitionen oft zweifelhaft machen. Die erhöhten Arbeitskosten der Industrie wurden deshalb zum Teil zu Lasten des Kapitals abgewälzt. Ferner wurde eine solche Abwälzung auch zu Lasten der Landwirtschaft deshalb möglich, weil die Landwirtschaft — international betrachtet — in der Nachkriegszeit die schwächere Partnerin im Austausch mit der Industrie war. Wenn Schweden in der Nachkriegszeit als kapitalausführendes Land hat auftreten können, so bot die aus dieser ganzen Lage erklärliche, relativ geringe inländische Kapitalbeanspruchung die immerhin recht schwankende Grundlage jener Kapitalausfuhr.

Es trat aber auch eine neue Grundlage für die Kapitalausfuhr Schwedens dadurch hinzu, daß sich ein nicht unerheblich großer Verkauf schwedischer Aktien an das Ausland mit der Kapitalausfuhr parallel entwickelte. Für die drei letzten Jahre gibt es Angaben über das Ausmaß der Wertpapierein- und Ausfuhr Schwedens. Diese Statistik wird mit Hilfe der schwedischen Banken aufgenommen; auch wenn sie nicht vollständig sein sollte, so gibt sie doch interessante Einblicke in die Struktur dieser internationalen Kapitalbewegungen.

Die schwedische Wertpapierein- und Ausfuhrstatistik zeigt folgende Entwicklung:

(In Millionen Kronen.)

Jahr	Einfuhr		Ausfuhr	
	insgesamt	davon ausländische	insgesamt	davon ausländische
1925	55,4	34,0	48,0	13,6
1926	102,1	84,1	58,2	25,6
1927	207,6	177,3	161,3	61,2
Zusammen:	365,1	295,4	267,5	100,4

Wie aus dieser Statistik ersichtlich, sind in jener Periode nicht weniger als 167,1 Millionen Kronen schwedische Wertpapiere an das Ausland verkauft worden. Gleichzeitig beträgt die Nettoeinfuhr von ausländischen Wertpapieren 195,0 Millionen Kronen. Auch wenn ein Nettoüberschuß der Kapitalausfuhr Schwedens von 97,6 Millionen Kronen übrigbleibt, so ist bei diesen Angaben die Vielgestaltigkeit der verschiedenen Kapitaltransaktionen besonders auffallend.

Um die Tätigkeit Schwedens als Kapitalausfuhrland zu verstehen, ist es notwendig, die gleichzeitige Ausfuhr schwedischer Wertpapiere an das Ausland zu analysieren. Diese Ausfuhr mag in gewissen Fällen

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

zur Entlastung des schwedischen Kapitalmarktes erfolgt sein, so z. B. die Ausfuhr der Aktien des Eisenerztrustes Grängesberg; denn hier hatten sich in den schwedischen Banken festgefrorene Kredite entwickelt. Aber das sind Ausnahmeerscheinungen. Viel wichtiger ist die Ausfuhr schwedischer Wertpapiere aus rein industriefinanziellen Erwägungen heraus. In gewissen Fällen mag die Ausfuhr schwedischer Industrieaktien zur Einführung schwedischer Aktien an ausländischen Börsen eher vorsorglich für die Zukunft erfolgt sein, so z. B. die der beiden sehr bedeutenden Unternehmungen der schwedischen Maschinenindustrie „Separator" (Milchentrahmungsapparate) und S. K. F. (Kugellager). Die Zufuhr von neuem Kapital, die in diesen Fällen von ausländischen Börsen her möglich wurde, war indessen nicht so groß, als daß jenes Kapital nicht mit Leichtigkeit in Schweden selbst aufzutreiben gewesen wäre. Man wollte aber vor allem die Möglichkeit anbahnen, in Zukunft größere, neue Emissionen unterzubringen, und insbesondere eine größere Gewißheit haben, daß dies durch die schon jetzt erfolgte Einführung jener Aktien an ausländische Börsen gelingen würde.

Das Beispiel, wonach diese Industrieunternehmungen sich richteten, war aber vor allem der schwedische Zündholztrust. Sein Siegeszug durch die ganze Weltwirtschaft wäre mit Hilfe von schwedischem Kapital allein nicht denkbar gewesen. Sogar wenn diese gewaltigen Kapitalien in Schweden selbst aufzutreiben gewesen wären, so war für eine derartig internationale Betätigung des Zündholztrustes vor allem wichtig, Mitinteressenten an ausländischen Finanzzentren zu erhalten, deren Mitarbeit zugunsten des Trustes schließlich zu dessen Erfolg nicht am wenigsten beigetragen hat. Schon für die umfangreichen Ankäufe von Zündholzfabriken in zahlreichen Ländern waren gewaltige Kapitalien erforderlich. Da nun aber der Zündholztrust dazu überging, gegen Gewährung von Krediten an fremde Staaten Zündholzmonopole oder besondere Vergünstigungen in diesen Staaten zu erwerben, mußten noch größere Kapitalien aufgebracht werden. Es ist eine gewaltige Wandlung, die sich, verglichen mit der Vorkriegszeit, vollzogen hat, als Schweden regelmäßig Kredit vom Ausland und nicht zuletzt von Frankreich aufnahm, während heute ein privates schwedisches Industrieunternehmen dem französischen Staat einen Kredit von 75 Millionen Dollar gewährt. Durch einen genialen Finanzaufbau ist es dem Leiter des Trustes, Ivar Kreuger, gelungen, mit Hilfe von verhältnismäßig ge-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ringen Kapitalien das ganze Milliardenunternehmen zu beherrschen. Die schwedische Finanzgesellschaft des Trustes Kreuger & Toll gab A-Aktien mit vollem Stimmrecht und B-Aktien mit je einem Tausendstel Stimmrecht heraus. Der Besitz der Majorität der A-Aktien von Kreuger & Toll genügt also, um dieses Unternehmen zu beherrschen. Damit wird aber ebenfalls der ganze Zündholztrust kontrolliert; denn der Zündholztrust selber hat ebenfalls A- und B-Aktien, von denen Kreuger & Toll zusammen mit nahestehenden Interessenten die Majorität der A-Aktien besitzen. Daß es möglich wurde, B-Aktien mit einem Tausendstel Stimmrecht zu emittieren und das Ausland fast ausschließlich auf diese Aktien zu verweisen, war natürlich nur dadurch denkbar, daß den ausländischen Aktionären Aussichten auf gute Dividenden und Kursgewinne geboten wurden.

Die Initiativkraft der schwedischen Unternehmer hat sich in der Nachkriegszeit mehr auf dem Weltmarkt als in Schweden betätigt. Verschiedene in Schweden selbst entstandene Schwierigkeiten trieben sie auf den Weltmarkt hinaus. Als die Grängesberggesellschaft durch ihre Verträge mit dem schwedischen Staat in steigendem Maße in ihrer Bewegungsfreiheit eingeengt wurde, nahm sie ein immer größeres Interesse an ausländischen Kapitalinvestitionen. So erwarb sie 1927 bedeutende Eisenerzlagerstätten in Nordafrika, und 1928 ging sie Verträge über den Abbau noch größerer Eisenerzbestände in Nordchile ein. Es wäre falsch, diese Transaktionen ausschließlich mit Bestrebungen zur Monopolisierung der hochprozentigen Eisenerzbestände der Welt zu erklären, sondern bedeutsam ist zweifellos auch der Gedanke, sich von der Umklammerung durch den Vertrag mit dem schwedischen Staat frei zu machen, was eben nur auf dem Weltmarkt zu erreichen ist. Wenn der Zündholztrust andererseits bewußt auf die Bildung eines Weltmonopols ausgegangen ist, um beim Vertrieb jenes kleinen Gegenstandes des täglichen Bedarfs besonders große Ersparnisse durch die Weltorganisation erreichen zu können, so sind aber auch andere Überlegungen nicht unwichtig gewesen. Eine relative Freimachung von dem hohen Lohnniveau des Arbeitsmarktes Schwedens und auch anderer Länder wird die selbstverständliche Folge, sobald diese Industrieentfaltung gehemmt wird und die Möglichkeit besteht, die Zündholzfabrikation nach irgendeinem anderen Lande zu verlegen.

Im Zusammenhang mit den zurückhaltenden Kapitalinvestitionen der letzten Jahre in Schweden, der stagnierenden schwedischen Be-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

völkerungszahl — die natürlich auch zu einer relativen Herabsetzung der notwendigen Neuinvestitionen in Schweden führt — und ferner im Zusammenhang mit der Ausfuhr schwedischer Aktien ins Ausland im Dienste weltumfassender industrieller Finanztransaktionen ist die Aufnahme ausländischer Wertpapiere auf dem schwedischen Kapitalmarkt möglich geworden.

Diese Beteiligung machte bei den großen internationalen Anleihen der letzten Jahre im allgemeinen etwa 2% des Gesamtbetrages aus. Die übernommenen Anteile konnten ohne Schwierigkeit in Schweden untergebracht werden. Für Nordeuropa ist Stockholm ohne Zweifel eine Art von Finanzzentrum geworden, was auch daraus hervorgeht, das Schweden nicht unbedeutende Anleihen an Finnland und Dänemark vergab. Das relativ geringe Angebot von einheimischen Obligationen — auch dies mit eine Folge der relativ geringen einheimischen Kapitalinvestitionen — führte dazu, daß die Nachfrage nach guten Obligationen in Schweden selbst nicht gedeckt werden konnte, die Zufuhr von ausländischen Obligationen also durchaus erwünscht wurde. Aber die Kraft zur Kapitalausfuhr ist verankert in einer volkswirtschaftlichen Situation, die noch durchaus unausgeglichen ist, da die jetzige Beteiligung der verschiedenen Produktionsfaktoren am Sozialprodukt Schwedens durchaus nicht als einer ausgeglichenen volkswirtschaftlichen Proportionalität entsprechend angesehen werden kann. Von der ferneren Entwicklung dieser volkswirtschaftlichen Gesamtlage ist es abhängig, wie jene Kraft zur weiteren Kapitalausfuhr sich entwickeln wird. Die im Verhältnis zur Vorkriegszeit hohen Frachteinnahmen vom Ausland, die erhöhten Einnahmen im Touristenverkehr, die günstigere Forderungsbilanz mit daraus folgender günstigerer Gestaltung der Zinseinnahmen vom Auslande — dies alles bedeutet neue Aktivposten der schwedischen Zahlungsbilanz, die die Kraft zur Kapitalausfuhr zu steigern vermögen. Daß die Ausfuhrwaren im Preise relativ mehr gestiegen sind als die Einfuhrwaren, bedeutet eine Erleichterung der schwedischen Handelsbilanz, die aber vielleicht nur vorübergehender Natur sein mag. Zu jenen Strukturwandlungen der Zahlungsbilanz treten jedoch noch die Folgen hinzu, die sich für die Kapitalausfuhrmöglichkeit aus der Disposition des Volkseinkommens und aus dessen Verteilung zu Konsumtions- und Investitionszwecken ergeben, Faktoren, die insbesondere von den oben analysierten Kräften abhängig sind.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Kapitalausfuhr Schwedens (in Millionen Kronen).

Jahr	Bankaktiven		Großhandelsindex	Einheimische Kapitalbeanspruchung			Verhältnis zum Auslande							
	Goldkasse der Schwed. Reichsbank	Nettoguthaben aller Banken im Auslande		Neuemissionen v. Obligationen in Schweden	Neuemissionen von Akt. i. Schweden	Nettokreditgebung aller Bank. einschl. Rediskontierung der Schwed. Reichsbank	Wareneinfuhr	Warenausfuhr	Einfuhr- (—) bzw. Ausfuhr-(+) überschuß	Bruttofrachteinnahmen vom Auslande	Wertpapiereinfuhr		Wertpapierausfuhr	
											Total	davon ausl.	Total	davon ausl.
1913	102,1	+ 143,6	100	123,8	217,5	733,8	846,5	817,3	— 29,2	138,8	—	—	—	—
1914	108,5	+ 132,4		189,6	153,4	732,9	726,9	772,4	+ 45,5	125,2				
1915	124,6	+ 288,7	145	215,8	206,7	615,2	1142,5	1316,4	+ 173,9	257,4	208,0	12,5	—	—
1916	183,5	+ 538,7	185	248,1	443,2	506,1	1138,6	1556,4	+ 417,8	438,7				
1917	244,5	+ 425,4	244	298,5	1146,1	665,7	758,6	1349,5	+ 590,9	303,5	131,2	22,8	—	—
1918	285,6	+ 634,8	339	288,5	1384,4	885,2	1233,3	1350,4	+ 117,1	551,5	19,9	2,4	—	—
1919	281,2	+ 542,8	330	352,5	921,7	1142,5	2534,0	1575,7	— 958,3	569,7	52,5	0,6	—	—
1920	281,8	+ 299,9	347	185,7	727,5	1566,3	3314,1	2278,3	— 1035,8	521,2	115,6	1,8	—	—
1921	274,7	+ 398,3	211	410,5	364,9	1226,0	1258,7	1097,3	— 161,4	204,8	82,0	5,2	—	—
1922	274,0	+ 356,6	162	233,7	342,8	990,5	1114,2	1153,7	+ 39,5	188,2	52,5	6,1	—	—
1923	271,8	+ 209,7	157	433,8	222,5	942,2	1294,5	1142,1	— 152,4	205,5	54,3	14,2	—	—
1924	237,0	+ 208,0	155	222,2	236,3	1002,0	1424,5	1261,0	— 163,5	204,6	42,4	16,7	—	—
1925	230,0	+ 295,8	157	128,8	191,9	983,4	1446,4	1359,8	— 86,6	214,2	55,4	34,0	48,0	13,6
1926	224,5	+ 282,9	144	146,6	156,4	964,1	1489,8	1419,5	— 70,3	244,5	102,1	84,1	58,2	25,6
1927	230,2	+ 483,8	141	247,8	262,1	746,1	1584,4	1616,6	— 32,2	—	207,6	177,3	161,3	61,2

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Kapital und Kapitalanlagen Großbritanniens seit dem Krieg.

Von

Francis W. Hirst in London.
(Übersetzt von W. Lotz.)

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Ich schreibe die folgenden Bemerkungen unter dem Druck anderer dringender Arbeiten; und ich möchte daher die Mitglieder des Vereins für Sozialpolitik um Nachsicht bitten für Unvollständigkeit und andere Unvollkommenheiten, deren ich mir schmerzlich bewußt bin.

Aber selbst wenn ich Zeit gehabt hätte, all die in Betracht kommenden Statistiken und Schätzungen zu sammeln und zu vergleichen, welche sich auf britische Kapitalexporte und Kapitalimporte nicht nur im Zusammenhang mit Emissionen und der Effektenbörse, sondern auch mit den Geld- und Kreditmärkten beziehen und auch die Handelsbilanz betreffen, so würde es doch nötig gewesen sein, die Leser dieses Aufsatzes zu warnen, daß wir uns mehr in den Regionen der Meinung und Mutmaßung als der Wahrheit und wissenschaftlichen Sicherheit bewegen.

Als Herausgeber des „Economist" von 1907 bis 1916 hatte ich andauernd mit dem Wachstum und den Bewegungen des Kapitals mich zu beschäftigen. In den Jahren 1909 und 1910, als die konservative Partei eine verzweifelte Anstrengung machte, bei zwei aufeinander folgenden allgemeinen Wahlen die liberale Regierung zu stürzen, ging eines der Argumente, welche man verwendete, dahin: Das Kapital werde aus dem Lande getrieben durch den Freihandel und durch Herrn Lloyd Georges Budget, welches eine kleine Supertax den großen Einkommen auferlegte und die Sätze der Erbschaftssteuern steigerte, um vermehrte Ausgaben für Rüstungszwecke und für die sogenannten sozialen Aufgaben zu decken. Blicke ich zurück auf das, was seitdem eingetreten ist, so bin ich noch mehr als damals erstaunt, daß ein fähiger und hervorragender Finanzmann, Lord Revelstoke, das Haupt des großen Cityhauses der Barings, ein Sinken der Konsolkurse, welches in 4 Jahren 5 Punkte ausmachte, fast als eine nationale Tragödie, einen Beweis wirtschaftlicher Verschlechterung und ein Anzeichen des Niedergangs darzustellen sich veranlaßt glaubte. In seiner Rede im House of Lords am 22. November 1909 wies Lord Revelstoke auf den neuerlichen Kurssturz öffentlicher Anleihen hin, die von einem mittleren Preis von ungefähr 103 im Jahre 1898 auf 88 im Jahre 1906 und dann langsamer auf ungefähr 83 im Herbst 1909 gesunken seien, und rief aus:

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

„Überrascht es, daß, angesichts solcher Zahlen, die Fachleute sich fragen und das Publikum sich wundert, was denn die dahin wirkenden Einflüsse sind? Dies ist keine plötzliche und gedankenlose Panik, kann ich das Publikum sagen hören. Dies ist kein Zusammenbruch einer hysterischen Spekulation, dies ist eine ständige und hoffnungslose Entwertung der Sicherheiten, auf die blindlings zu vertrauen die konservativsten Leute unter uns erzogen worden sind. Die Bestrebungen, denen kürzlich Minister Ausdruck gegeben haben, haben das Vertrauen in britische Anleihen in einem von dieser Generation noch niemals erlebten Maße untergraben. Britische Anleihen sind im großen Stil für auswärtige Sicherheiten und neue auswärtige Anleihen verschleudert worden; britische Ersparnisse sind im Begriff, von einer bedrohten Sphäre nach Gebieten zu flüchten, wo das Kapital wärmer bewillkommnet wird."

Es war merkwürdig, vom Vertreter eines Cityhauses, welches enorme Exporte britischen Kapitals nach Südamerika und große Anleihen an Rußland und andere fremde Regierungen finanziert hat, zu hören, daß Kapitalexporte eine „Flucht des Kapitals" darstellten und bewiesen, daß britische Bürger ihre eigenen goldgeränderten Sicherheiten unter dem Einfluß einer vernünftigen Furcht infolge der Taten und Reden eines liberalen Kabinetts aus ihrem Besitz abstießen. Tatsache war, daß, obwohl die Konsols seit 1906 ein wenig gefallen waren, das Gewerbe sich ausgedehnt hatte, die Beschäftigung zugenommen hatte und der Pauperismus sich verringert hatte. Die Zunahme unserer auswärtigen Kapitalanlagen (soweit sie durch Emissionen in London dargetan wird) von 63 Millionen Pfd. St. im Jahre 1907 auf 83 Millionen im Jahre 1908 und die noch bemerkenswertere Zunahme in den Darlehen an britische Kolonien und Besitzungen von 27 auf 58 Millionen waren sicherlich ein Anzeichen nicht von nationaler Angst und Verzagtheit bezüglich des heimischen Gewerbes oder bezüglich des öffentlichen Kredits, sondern ein starker Beweis, daß der jährliche Mehrbetrag an Ersparnissen und Gewinnen, der für ausländische Anlagen verfügbar ist, sozusagen der Überschuß, sich schnell vermehrte. Lord Revelstokes Pessimismus in dieser merkwürdigen Debatte wurde berichtigt durch Lord Rothschild, der seines Großvaters Ansicht zitierte, daß das Aufbringen auswärtiger Anleihen in London „wesentlich vorteilhaft für Gewerbe und Handel dieses Landes sei". Die Tarifreformer, welche die Einfuhr fremder Waren ausschließen oder wenigstens auf ein Minimum reduzieren möchten, argumentieren übereinstimmend mit Lord Revelstoke, daß der Abfluß britischen Kapitals nach fremden Ländern für die britischen Industrien Entkräftung bedeute. Aber Lord Grimthorpe, ein Bankier aus Yorkshire, der an der Debatte teilnahm, betonte, daß gewaltige Summen in britische Industrien hineingesteckt

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

worden seien für Beschaffung neuer Werke und Maschinen und für zeitgemäße Betriebsausrüstung. „Diese gewaltigen Summen", sagte er, „sind bezahlt worden, und doch ist davon bis jetzt in der Statistik nicht die Rede. Wer immer den Norden Englands kennt, weiß, daß keine Gelegenheit für eine gewinnreiche Unternehmung wegen Mangel an Kapital versäumt worden ist."

Die Wahrheit ist, und ich möchte dies Beobachtern der Kapitalbewegungen, die (wie sie es tun müssen) sehr genau die Emissionen öffentlicher Anleihen in London und anderen finanziellen Mittelpunkten kontrollieren, einprägen, daß die Bewerbungen um Kapitalien in London von vergleichsweise geringer Bedeutung für das britische Gewerbe sind. Heutzutage stellen Geldaufnahmen am heimischen Markt gewöhnlich Verschmelzungen von Gesellschaften dar, die keineswegs immer dem Gewerbe dienlich sind, obwohl sie gewöhnlich für die Finanziers, welche sie organisieren, und für alle diejenigen, die an der Finanzierung teilnehmen, recht gewinnreich sind. Begegnet eine gewinnreiche Chance für Kapitalanlagen in einer neuen Unternehmung oder in der Ausdehnung einer alten in Manchester, Liverpool, Glasgow, Birmingham, Leeds, Sheffield oder an irgendeinem anderen provinziellen Mittelpunkt, so gehen die beteiligten Leute selten nach London. Das Geld wird ohne Schwierigkeit an Ort und Stelle aufgebracht. In Fällen, in denen hinsichtlich der Unternehmung ein Zweifel an Ort und Stelle besteht, ist es gebräuchlich, daß deren Gründer das Geld in London aufzutreiben versuchen. Dies erklärt, weshalb ein großer Teil der Londoner Emissionen in öffentlichen (oft kommunalen) inländischen oder kolonialen oder ausländischen Anleihen besteht. Das Wachstum unserer auswärtigen Kapitalanlagen vor dem Kriege zeugte von der Schnelligkeit, mit der unser Wohlstand angesammelt wurde. Es handelte sich um entbehrliche Beträge und Überschüsse der jährlichen nationalen Ersparnisse nach Befriedigung der Bedürfnisse und Ansprüche der britischen Industrie und des Handels.

Vor dem Krieg wuchsen die Mehrbeträge an Ersparnissen der Nation, welche für Ausfuhr zur Verfügung standen, sehr schnell. Im Jahre 1910 wurden sie auf 153 und im Jahre 1913 auf 181 Millionen Pfd. St. geschätzt. Berücksichtigt man die Preissteigerung, so würde jetzt der entsprechende Betrag für die Ziffern von 1913 ungefähr 270 Millionen sein. In einem kürzlich erschienenen Artikel, der sich auf amtliche Schätzungen des Handelsministeriums stützt, berechnet der „Economist"

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

den verfügbaren Überschuß für 1927 auf etwas weniger als 100 Millionen Pfd. St. und fügt hinzu, daß dies die höchste Ziffer seit 1923 sei. So kann gesagt werden, daß infolge des Krieges das überschüssige Einkommen Großbritanniens, soweit es für ausländische Anlagen verfügbar ist, selbst nach 10 Jahren langsamen und mühsamen Wiederaufbaues nur wenig mehr als ein Drittel des Betrags von 1913 beträgt. Im Jahre 1926, dem Jahre des Kohlenstreiks, war es eine negative Größe. 1925 war es 54 Millionen und 1924 86 Millionen. Der „Economist" versucht, eine Ermutigung in dem Bewußtsein zu finden, daß wir mehr als vor dem Krieg im Inland investierten. Aber dies ist nichts als eine Vermutung. Das Colwyn Committee nahm an, daß im Jahre 1924 die im Inland angelegten Ersparnisse sich auf 500 Millionen beliefen, und der „Economist" fügte hinzu: „Selbst wenn wir keinerlei Zunahme seit 1924 in Rechnung ziehen, müssen wir 1927 mindestens 400 Millionen im Inland angelegt haben. Vor dem Krieg betrugen unsere gesamten Ersparnisse ungefähr 260 Millionen, wovon ungefähr die Hälfte oder höchstens 180 Millionen im Inland angelegt wurden. Demgemäß haben wir, wenn die Preissteigerung berücksichtigt wird, in Sachwerten im Inland mehr investiert, als in den Jahren vor dem Krieg. Dies ist ein befriedigendes Ergebnis; denn der Wiederaufbau alter Industrien und die Entwicklung neuer Industrien sind jedenfalls wesentlich, wenn man den großen industriellen Veränderungen neuerer Zeiten entsprechen will, und viel bleibt noch in dieser Hinsicht zu tun. Neue Statistiken für Amerika zeigen, daß entsprechend dem steigenden Niveau der Reallöhne in jenem Land eine große Zunahme des pro Kopf verwendeten Kapitals eingetreten ist. Wie allbekannt, hat ein ähnlicher Prozeß in der Modernisierung der Fabrikausrüstung sich in Deutschland vollzogen."

Es würde sehr viel mehr Beweismaterial, als ich gesehen habe, erforderlich sein, um mich zu überzeugen, daß die jährlichen nationalen Ersparnisse, die gegenwärtig in neueren Fabriken und Maschinerie usw. in Großbritannien angelegt werden, größer als in der Vorkriegszeit seien, nachdem man die nötigen Korrekturen wegen des Sinkens der Kaufkraft des Pfund Sterling vorgenommen hat. Wir müssen uns daran erinnern, daß nach der Schätzung des Schatzamts die Gesamtausgabe des Vereinigten Königreichs anläßlich des Kriegs — einschließlich der Kosten der Demobilisation usw. — zwischen August 1914 und November 1920 11196 Millionen Sterling betragen hat. Man muß auch bedenken, daß

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

nach der letzten Berechnung des Schatzamts die durchschnittliche Steuerlast pro Kopf der Bevölkerung von Großbritannien von 2 £ 11 sh 4 d im Jahre 1913 auf 14 £ 11 sh 8 d im Finanzjahr 1926/27 gestiegen ist. Die entsprechenden Ziffern für 1926 wurden vom Schatzamt folgendermaßen berechnet: Vereinigte Staaten 6 £ 3 sh pro Kopf, Frankreich 7 £ 6 sh 9 d, Deutschland 5 £ 10 sh 7 d und Italien 4 £ 7 sh 6 d. Im Fall der Vereinigten Staaten ist der durchschnittliche Wohlstand der Bevölkerung viel größer, und demgemäß ist die wirkliche Steuerlast, die auf einem britischen Bürger ruht, zweifellos drei- bis viermal größer als die, welche den Amerikaner trifft. Im Falle Frankreichs, Deutschlands und Italiens mag die wirkliche Belastung ebenso schwer oder sogar schwerer sein; denn während die Regierungen dieser Länder von der öffentlichen Schuld oder dem größten Teil derselben durch die Entwertung ihres Papiergelds frei geworden sind, ist so ziemlich die Hälfte der aus Steuern zu deckenden Ausgaben Großbritanniens dem Umstand verdankt, daß unsere Regierung die Währung revalorisiert hat und in vollwertigem Geld eine öffentliche Schuld verzinst, die elfmal größer als die Vorkriegsschuld ist. Freilich bleibt die Last unserer Kriegsschuld eine unproduktive Schuldlast auf lange Frist — eine Art Hypothek auf dem Gewerbe des Landes. Sicherlich sind wir besser daran, als wenn unsere Schuld durch eine offene Bankrotterklärung oder durch den verstohleneren Prozeß der Papiergeldinflation repudiiert worden wäre. Aber die Schuld ist da, und man kommt über die Tatsache nicht hinweg, daß jemand, der 2000 Pfund jährlich verdient, in England allein an Einkommensteuer ein Fünftel seines Einkommens zahlen muß, während ein sehr reicher Mann nahezu die Hälfte steuern muß. Die Erbschaftssteuern steigen ebenfalls bis zu 40 % und die indirekten Steuern sind viel höher als vor dem Krieg. Es würde in der Tat sehr überraschen, wenn die Ersparnisse unseres Volks nicht weit unter das Vorkriegsmaß gefallen sein sollten; es kann auch nicht behauptet werden, daß der Anreiz, Geld in ausländischen Industrien zu investieren, stärker als in den Vorkriegsjahren ist. Im Gegenteil, er ist schwächer, und zwar aus dem einfachen Grund, daß einige unserer Stapelindustrien — Kohle, Eisen und Stahl, Baumwolle und Leinen — sich in bedauerlicher Depression befinden. Zweifellos gibt es einige Industrien, wie zum Beispiel Kunstseide und einige Zweige der technischen Gewerbe (zum Beispiel Elektrizitätsindustrie), welche einen großen Betrag neuen Kapitals an sich gezogen haben. Aber die Maschinenbauindustrien klagen,

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

daß die inländische Nachfrage durchaus noch nicht auf normaler Höhe steht.

Die Schwierigkeit, hinsichtlich des Kapitalexports zu befriedigenden Feststellungen zu gelangen, wird anschaulich durch die verzweifelten Kunstgriffe und Neuerungen, zu denen das Handelsministerium in den letzten Jahren seine Zuflucht genommen hat, als es — zur Erklärung der ungünstigen Handelsbilanz — nötig gefunden hat, zu höheren Ziffern der unsichtbaren Ausfuhr zu gelangen. Wenn wir auf die Nettoausfuhr von Kapital zu sprechen kommen, müssen wir bedenken, daß ein großer Teil des Kapitals privatim für geschäftliche Zwecke exportiert wird, sowie daß auswärtige Wertpapiere, einschließlich neuer in New York untergebrachter Emissionen, fortwährend von Leuten, die in Großbritannien wohnen, gekauft werden. So stellen die Neuemissionen in London nur einen Teil unserer jährlichen Anlagen in ausländischen Werten dar. Anderseits ist es unsere Praxis, worauf uns der „Economist" in dem von mir bereits zitierten Artikel (11. Februar 1928) aufmerksam macht, daß wir fortwährend auswärtige und koloniale Wertpapiere verkaufen, während Ausländer und Bürger unserer Kolonien fortwährend britische Regierungsanleihen und Aktien britischer Gesellschaften zum Gegenstand von Käufen und Verkäufen machen. Es ist tatsächlich unmöglich zu sagen, wie weit diese verschiedenen Posten in der Zahlungsbilanz in einem gegebenen Jahre einander aufwiegen. Während des Krieges hatten wir, um die Wechselkurse zu stabilisieren, von gewaltigem Kapitalbesitz an amerikanischen Eisenbahnen uns zu trennen, und die Gesamtheit der auswärtigen britischen Kapitalanlagen ist seither erheblich geringer als vor dem Krieg. Während des letzten Jahres haben amerikanische Kapitalisten begonnen, britische Wertpapiere in beträchtlichem Maße zu kaufen, da sie sahen, daß die Rente von Konsols und britischen Regierungsanleihen jetzt mehr als 1% höher ist, als für Anleihen der Vereinigten Staaten, und daß die britischen Eisenbahnen ganz annehmbar sich rentieren.

Ein anderer wichtiger Faktor, der zweifellos einen ungünstigen Einfluß auf unseren Geldmarkt, wie auch auf die Wiederherstellung des internationalen Handels und Finanzwesens geübt hat, war der Vertrag über die Kriegsschuld, den mit den Vereinigten Staaten Herr Baldwin, damals Schatzkanzler, in Washington zu Beginn des Jahres 1923 abschloß und den später unter starken Widerständen das Ministe-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

rium des verstorbenen Herrn Bonar Law, der damals Premierminister war, ratifiziert hat.

Ich war einer der wenigen Publizisten, die damals der Ansicht waren, daß unsere Regierung in allzu großer Eile und zu großem Eifer sich betätigte, um ihre Bereitwilligkeit (vor den anderen Verbündeten) zu zeigen, daß sie den einseitigen und schwer belastenden Abmachungen zustimmen wolle, die von den amerikanischen Unterhändlern als „felsenfest begründete Bedingungen" bezeichnet wurden. Man versicherte uns, daß der Kongreß irgendwie besseren Bedingungen nicht zustimmen würde und daß den übrigen Verbündeten bessere Bedingungen nicht bewilligt werden würden. Augenscheinlich verdiente der Schuldner, der zuerst zahlte, wenn irgend etwas, eine Vorzugsbehandlung. Wenn dem so ist, so hatte Herr Baldwin vom Standpunkt gewöhnlicher Vorsicht aus lediglich darauf zu bestehen, daß in den Vertrag eine Meistbegünstigungsklausel eingefügt würde, so daß, wenn die Vertreter der Vereinigten Staaten zu guter Letzt (trotz ihrer mündlichen Zusicherungen) eine günstigere Vorzugsbehandlung Belgien, Frankreich, Italien usw. zugestehen würden, der Vertrag mit Großbritannien entsprechend geändert würde. Unglücklicherweise versäumte Herr Baldwin, dies auszubedingen. Die Einzelheiten der Abmachung wurden festgelegt in einem Vorschlag vom 18. Juni 1923. In diesem Vorschlag erbot sich die Regierung Sr. Majestät, 4600 Millionen Dollars Schuld einschließlich 629 Millionen aufgelaufener Zinsen und abzüglich gewisser Zahlungen in eine fundierte Schuld zu verwandeln. Die britische Regierung stimmte zu, die Zahlungen an Kapital und Zinsen in jährlichen Raten zu leisten — die Raten der Kapitalzahlungen sollten stufenweise in dem Maße, in welchem die Zinszahlungen sich verringerten, von 23 Millionen Dollars im Jahre 1923 auf 175 Millionen Dollars im Schlußjahr 1984 steigen.

Abgesehen vom Fehlen einer Meistbegünstigungsklausel sind die fehlerhaften und unbilligen Bestandteile des Vertrags: erstens, daß der Zinssatz von 3 auf 3½% im Jahre 1932 steigt, während es vernünftig gewesen wäre, daß er gefallen wäre. Der zweite und ernstere Mangel ist die Klausel, daß „die Schuldverschreibungen hinsichtlich Kapital und Zinsen in Goldmünzen der Vereinigten Staaten von dem gegenwärtigen Gewicht und Feingehalt oder im Gegenwert in Goldbarren bezahlt werden sollen". Dies bedeutet einen gewaltigen Zuschlag zu der wirklichen Last einer Schuld, die während zweier Inflationsjahre einge-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

gangen worden war. Bedenkt man, daß das, was Großbritannien tatsächlich entlieh, in Lebensmitteln und Munition (hauptsächlich für die kontinentalen Verbündeten) zu Kriegspreisen geliefert wurde, so erscheint es klar, daß, wenn in Gold Zahlungen geleistet werden sollen, die Zahlung jährlich nach den Indexziffern hätten korrigiert werden sollen, so daß die wirkliche Last der Schuld nicht durch die erhöhte Kaufkraft des Goldes erhöht werden dürfte. Die berechtigtere Lösung würde gewesen sein, die entliehenen Güter oder ihren Gegenwert in Waren zurückzuliefern. Eine andere sehr ernste und unbillige Eigentümlichkeit des Vertrags ist, daß, während „Kapital und Verzinsung aller demzufolge ausgegebenen oder noch auszugebenden Schuldverschreibungen von aller gegenwärtigen oder künftigen britischen Besteuerung befreit sein sollen", keine ähnliche Anordnung getroffen wurde, daß die Waren, in welchen diese riesigen Zahlungen, die sich über 60 Jahre erstrecken, zu leisten sind (wenn nicht Gold wirklich versendet wird), von Besteuerung durch Zollabgaben an den Häfen der Vereinigten Staaten befreit werden sollten. In der Tat wurde damals der schon hohe Tarif der Vereinigten Staaten gewaltig erhöht gegen britische Waren durch denselben Kongreß, welcher auf der vollen gesetzlichen Zahlung seiner Kriegsdarlehen bestand. Ich persönlich betrachte diese Art der Vereinigten Staaten, mit einem Kriegsschuldner zu verfahren, als Verstoß gegen die Grundsätze der Gerechtigkeit und Billigkeit. Ich behaupte, daß ein Gläubiger, der Rückzahlung einer Schuld beansprucht, nicht berechtigt ist, dieser gegenüber zu obstruieren, noch weniger sie zu besteuern. Wenn ich von jemand Rückzahlung einer Geldsumme verlange, bin ich nicht berechtigt, von ihm eine Eintrittsabgabe (in diesem Fall von etwa 30 bis 100 %) zu verlangen, wenn er in mein Büro kommt, um Zahlung zu leisten; und wenn ich ihm Waren geliehen habe und er die Waren durch Paketsendungen zurückerstattet, bin ich nicht berechtigt, von ihm außerdem 30, 50 oder 100 % des Werts des Pakets noch zu beanspruchen. Dies sollte jedermann einleuchten, einschließlich der Kongreßmitglieder, selbst wenn diese nicht den Vorzug einer juristischen Ausbildung besitzen sollten. Und wenn dieser Standpunkt bei privaten Schulden zutreffend ist, so trifft er sicher in gleicher Weise für öffentliche Schulden und nicht am wenigsten für Kriegsschulden und Kriegsverpflichtungen zu, bei welchen die Grundsätze formaler Gerechtigkeit durch höhere Erwägungen internationaler Moral und Zweckmäßigkeit modifiziert werden sollten. Aber die Vereinigten Staaten haben

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

nicht nur gegen die Zahlung der Schulden, die sie von ihren europäischen Verbündeten fordern, durch Erhöhung ihres bereits hohen Tarifs gegen europäische Fabrikate, das einzige Mittel, mit dem wir zahlen können, obstruiert, sondern sie haben (wie ich gezeigt habe) darauf bestanden, daß Schulden, die abgeschlossen wurden, als Gold billig war, in Gold zurückgezahlt werden sollten zu einer Zeit, in der Gold relativ teuer ist. Merkwürdig genug ist es, daß nach dem amerikanischen Unabhängigkeitskrieg Washington's Kabinett angesichts von Zahlungsverpflichtungen gegenüber seinen französischen Verbündeten und seinen britischen Feinden diese beiden Prinzipien verwertet hat. Die Verhandlungen waren in den Händen des damaligen Staatssekretärs Jefferson. Zur Entschuldigung dafür, daß man unterlassen hatte, britische Gläubiger zu bezahlen, führte Jefferson an, daß die britischen Handelsregelungen und prohibitiven Zölle die Zahlung amerikanischer Schulden an Großbritannien durch Obstruktion erschwert oder unmöglich gemacht hätten. Wenn, so argumentierte er, der Gläubiger selbst dem Schuldner die Mittel wegnimmt, so sollte „ihm sein Gewissen nicht erlauben, sich zu beklagen". Diese Antwort fand die Billigung von Washington und seinem Kabinett einschließlich des damaligen Schatzsekretärs Alexander Hamilton[1]. Wenn dies ein Präzedenzfall ist, den Herr Baldwin zu verwenden versäumte, braucht uns das jetzt nicht daran zu verhindern, philosophisch den Gegenstand zu erörtern, im Zusammenhang mit der allgemeinen Frage der Kriegsschulden, Entschädigungen und Reparationen, wenn demnächst eine allgemeine Konferenz einberufen wird, um diesen ungeheuer wichtigen Gegenstand, wahrscheinlich im Zusammenhang mit dem augenscheinlich revisionsbedürftigen Dawesplan zu behandeln. Es ist schwierig und wirklich unmöglich, bei der mir zur Verfügung stehenden Zeit und dem verfügbaren Raum im einzelnen, selbst wenn ich dazu kompetent wäre, auf die Störung des internationalen Handels, der Wechselkurse und der Geldmärkte einzugehen, die durch diese riesigen Zahlungen entstehen, welche infolge von Kriegsschulden und Entschädigungen aus den Steuerzahlern Deutschlands, Großbritanniens und anderer Länder herausgepreßt werden.

Die gegenwärtige Stellungnahme der britischen Regierung wurde von Herrn Churchill in seiner Budgetrede am 24. April 1928 folgendermaßen dargestellt:

[1] Ich habe diese Frage ausführlich behandelt in meinem Werk „Life and letters of Thomas Jefferson", IV. Buch, 3. Kapitel.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

„Bei Spezialanleihen und verschiedenartigem Einkommen haben wir die vermehrten Einnahmen zu verzeichnen, welche aus der Festlegung alliierter Schulden und aus den Reparationszahlungen gemäß dem Dawesplan sich ergeben. Es ist sehr interessant, daß jetzt diese wichtigen Posten im gegenwärtigen Jahr sich auf nahezu 32 Millionen Pfund Sterling summieren, was nicht sehr weit hinter den 33164000 Pfund Sterling zurückbleibt, die wir im kommenden Jahr an die Vereinigten Staaten von Amerika zu zahlen haben. Ich denke zurück an die erste Rede, die ich in diesem gegenwärtigen Parlament gehalten habe; und ich frage andere verehrliche Abgeordnete, die sich an jene Episode erinnern sollten, ob, wenn uns gesagt worden wäre, daß wir nahezu ein vollständiges Gleichgewicht zwischen dem, was wir im gegenwärtigen Jahr erhalten, und dem, was wir zu zahlen haben, erreichen, sie nicht in solcher Sache in vollem Freimut ungläubig gewesen wären. Ich bin sicher, daß der verehrliche Abgeordnete für Colne Valley (Herr Philip Snowden) in jener Zeit außerordentlich vergnügt und froh sich geäußert hätte, wenn er solch ein Ergebnis irgendwie hätte in Aussicht nehmen können. Besonderes Verdienst ist den Männern zuzuschreiben, die an dem Abkommen teilnahmen, welches den Dawesplan möglich machte."

Herrn Churchills Rede zeigt, wie wir trotz der gewerblichen Depression imstande sind, ohne ganz besondere Verlegenheiten für die jährlichen Goldzahlungen an die Vereinigten Staaten Vorsorge zu treffen. Aber der ständige Goldabfluß ist ein andauernder Faktor, welcher nicht nur darauf hinwirkt, den Geldmarkt von London künstlich teuerer als den von Neuyork zu machen, sondern den Federal Reserve Board veranlaßt hat, zu allen Arten von Kunstgriffen seine Zuflucht zu nehmen, um mit den riesigen Aufhäufungen entbehrlichen Goldes fertig zu werden, welche fortwährend Inflation drohen. Wie lange mit diesen Behelfen fortgefahren werden kann und wie lange die Vereinigten Staaten fortfahren werden, große Beträge von Kapital in Europa anzulegen, kann niemand prophezeien; aber eine so künstliche und unbefriedigende Lage veranlaßt im Interesse des internationalen Friedens und Handels drastische Revision. Ich kenne zum mindesten einen großen englischen führenden Industriellen, der als spezieller Kenner der Eisenindustrie und des Kohlenbergbaus überzeugt ist, daß unser normaler Wohlstand der Vorkriegszeit so lange nicht wiedergewonnen werden kann, als das Reparationssystem aufrechterhalten wird, unter welchem Deutschland

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

gezwungen wird, in künstlich starkem Maß auf Kosten seiner eigenen Bevölkerung zu exportieren.

Vielleicht müßte ich hier hinzufügen, daß nach der Regelung der Kriegsschuld gegenüber den Vereinigten Staaten im Haus der Gemeinen am 4. Juli 1923 eine Diskussion stattfand. Herr Baldwin, der damals Premierminister geworden war, erwiderte auf Kritiken. Er gab zu, daß die Bedingungen „etwas lästig" seien, mit Rücksicht auf die Tatsache, daß ein großer Teil der Schuld zu Inflationspreisen eingegangen worden sei. Er bemerkt: „Das ist unglücklicherweise nur zu wahr, nicht nur bezüglich dieser Schuld, sondern bezüglich jeder anderen während des Kriegs eingegangenen Schuld; und dies war zweifellos eine der großen Schwierigkeiten, denen die Nachkriegsarbeit gegenüberstand. Soll man aber schätzen, wie viel, wenn überhaupt etwas, solcher Inflation anzurechnen sei, so glaube ich, würde, dies auszusinnen, jenseits der Weisheit[2] der Menschen liegen, und kein Versuch in solcher Hinsicht ist gemacht worden, ebensowenig wie meines Wissens in irgendeinem Teil der Welt ein Versuch bisher gemacht worden ist, mit irgendwelchen inneren oder äußeren Schulden fertig zu werden. Was die Festlegung der Devisenkurse anlangt, so ist hierfür wieder soviel mehr in Amerika ausgegeben worden, daß es ganz unmöglich ist, exakt festzustellen, ob auf der anderen Seite ein spezieller Debetsaldo gefunden werden kann; aber ich halte es im allgemeinen für richtig, zu sagen, daß die Kosten der Festlegung der Devisenkurse während des Kriegs hauptsächlich von unserer Seite gedeckt wurden, und im allgemeinen denke ich, daß kaum ein Teil unserer Verschuldung gegenüber den Vereinigten Staaten hierauf zurückzuführen ist... Was immer über die vereinbarten Bedingungen gesagt werden mag, ich bin von zwei Dingen überzeugt. Erstens, daß es, vom geschäftlichen Standpunkt aus betrachtet, billige und ehrliche Bedingungen sind, und ich habe darüber keine Klage zu erheben. Zweitens, möchte ich jedes Mitglied des Hauses, welches hinsichtlich der Weisheit dessen, was wir taten, einen Zweifel hat, daran erinnern, daß, wenn die Schuld nicht fundiert worden wäre, wir verpflichtet gewesen wären, 5% Zinsen auf die ganze ausstehende Summe zu zahlen. Keine Maßregel, die die britische Regierung je mit Rücksicht auf die Vereinigten Staaten ergriffen hat, hat je dieselbe Wirkung wie diese Maßnahme in Amerika gehabt, dort besseres Verständnis als je zuvor

[2] Als ob Indexziffern nicht durch die Weisheit des Menschen erfunden wären!

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

für unser Land zu wecken und den Weg zu bahnen für ein besseres Einvernehmen der beiden Länder für die Zukunft oder Amerika geneigter als bisher zu machen — gerade wie wir es Amerika gegenüber heute sind —, miteinander Hand in Hand zu arbeiten, wo immer irgendeine Arbeit für den Wiederaufbau dieser Welt zu tun ist."

Was immer unsere Gefühle hinsichtlich der von Herrn Baldwin in Washington gespielten Rolle sein mögen, wir können alle seine Schlußgedanken mit Beifall begrüßen und seine Hoffnung teilen, daß zur rechten Zeit und ziemlich bald das Volk der Vereinigten Staaten, nachdem es jetzt seine Wirtschaftsblüte der Vorkriegszeit wieder erlangt und seine direkte Besteuerung auf ein Friedensmaß herabgesetzt und seine öffentliche Schuld verringert hat, es nicht an sich fehlen lassen wird, wenn es sich darum handelt, einen hochherzigen Plan für den Wiederaufbau der Welt zu verwirklichen.

Zum Schluß will ich mich wieder der Frage der britischen Emissionen seit dem Krieg zuwenden. Die riesige Zahl von 1063 Millionen Pfund Sterling für 1919 — ich benutze die Ziffern des „Economist" — war den Anleihen der britischen Regierung, die durch noch fortwirkende Kriegsausgaben verursacht waren, verdankt.

Von 1922 an wurden die Bedingungen normaler, und es mag nützlich sein, aus dem „Economist" vom 25. Februar 1928 eine Tabelle wiederzugeben, welche ungefähr die Gewährung neuer Anleihen an das britische Weltreich und an ausländische Schuldner in den Jahren 1922 bis 1927 — verglichen mit dem Durchschnitt der drei Jahre 1911, 1912 und 1913 — zeigt.

New Overseas Issues:

Destination	(000's Omitted)						
	Average 1911—13 £	Year 1922 £	Year 1923 £	Year 1924 £	Year 1925 £	Year 1926 £	Year 1927 £
British Empire . .	68 065	74 924	92 723	72 277	60 920	53 174	100 605
U.S.A. & Dependencies	24 413	nil	nil	60	600	500	3 947
Central and S. America	44 376	19 916	7 608	3 768	7 035	23 599	21 914
Far East	9 568	6 138	20 006	14 496	1 035	7 442	1 060
Europe	15 104	29 179	17 140	34 112	7 606	16 892	20 756
Total	161 526	130 157	137 477	124 713	77 196	101 607	148 282

Was aus diesen Zahlen, wenn sie durch die Inderziffer korrigiert sind, klar wird, ist, daß der Kapitalüberschuß, welcher jetzt für Kapital-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ausfuhr verfügbar ist, viel kleiner als vor dem Krieg ist, obwohl er wieder anwächst.

Es würde, so glaube ich, nicht von viel Nutzen sein, auf die Frage einzugehen, ob Touristen und Geschäftsleute aus dem britischen Weltreich und fremden Ländern mehr unsichtbare Einfuhr nach Großbritannien bringen, als britische Touristen und Geschäftsleute und Auswanderer jährlich als unsichtbare Ausfuhr aus dem Land herausnehmen. Diejenigen, welche über diese Gegenstände Berechnungen versuchen, bewegen sich in den Regionen bloßer Mutmaßungen und können nicht wissenschaftlicher Gewißheit nahe kommen.

London, den 14. Juni 1928.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Italien in seiner Stellung als Schuldner und Gläubiger innerhalb der Weltwirtschaft seit Kriegsende.

Von

Professor Dr. Benvenuto Griziotti, Universität Pavia.

(Übersetzt von Professor Dr. Walther Lotz.)

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

I.

Zwei Umstände beherrschen das italienische Wirtschaftsleben: die Bevölkerung nimmt zu, und die natürlichen Reichtümer genügen nicht für die Entwicklung dieser Bevölkerung. Das Gleichgewicht zwischen diesen beiden Faktoren wurde vom letzten Viertel des 19. Jahrhunderts an durch die europäische und überseeische Auswanderung und durch den Zufluß fremden Kapitals sowie durch die Geldsendungen der Auswanderer aufrechterhalten.

Die Auswanderung wurde vernichtet, soweit die Vereinigten Staaten von Amerika in Betracht kommen, und für den übrigen Teil der Welt ist sie zurückgehalten durch die demographische Politik des Fascismus.

Die auswärtigen Kredite waren für Italien eine starke Hilfe während der gesamten Kriegszeit und in den ersten nachfolgenden Jahren.

Mit ihrer Suspension im Jahre 1919 fällt der Zusammenbruch der Devisenkurse, die genugsam während der Kriegszeit gestützt worden waren, zusammen.

Kurs des Dollars in Lire.

	1914	1915	1916	1917	1918	1919	1920
1. Halbjahr . . .	5,18	5,73	6,49	7,24	8,79	7,08	18,47
2. Halbjahr. . . .	5,20	6,40	6,57	7,85	6,94	10,42	23,91

Für einige Jahre nach 1919 gab es eine Periode, in welcher Italien keine Anleihen im Auslande aufnahm, teils wegen der Schwierigkeit, zu günstigen Bedingungen Kredit zu erlangen, überwiegend aber wegen des Widerstands, der sich in Italien gegen die Tendenz erhob, fremdes Kapital ins Land einströmen zu lassen. Es herrschten in der italienischen Finanz, wie aus den Schriften ihrer führenden Männer hervorgeht, folgende Grundgedanken:

1. Es sei untunlich, im Ausland neue Schulden einzugehen, während man jene nicht zu bezahlen strebte, die schon während des Krieges gemacht worden waren.

Angesichts dessen werden sich der Widerstand gegen ausländische Anleihen und selbst die Haltung des Staates ändern nach Anerkennung

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

und Liquidation der Schulden gegenüber den Vereinigten Staaten und England.

2. Ein Eingreifen des Staates, um den Privatleuten Kredite zu verschaffen, erscheint untunlich, weil der den Kredit spendende Staat ein Opfer aller Begehrlichkeiten und aller Intrigen werden würde.

Mit der Entwicklung der neben dem Staat bestehenden halbautonomen Institute, die heute zahlreich sind, fällt dieser Einwand in sich zusammen.

3. Die nationalen Ersparnisse seien für die wirtschaftlichen Notwendigkeiten des Landes ausreichend, und es empfehle sich, diese Notwendigkeiten der Menge der nationalen Ersparnisse anzugleichen.

Diese Annahme steht im Widerspruch mit den Bedürfnissen unseres Landes.

Ferner:

4. Man hat die Besorgnis, daß die fremden Kapitalien eine Herrschaft über die nationale Wirtschaft ausüben würden:

Man muß über diese Möglichkeit wachen, damit sich der Schaden nicht verwirkliche. Aber häufig sucht das fremde Kapital die wirtschaftlichen Bestrebungen des Schuldnerlandes nicht einzuengen; diese Abhängigkeit dient manchmal dazu, zum gemeinsamen Besten die wirtschaftliche Tätigkeit des Gläubigerlandes und des Schuldnerlandes zu verbinden; es fehlt nicht an Mitteln, um den fremden Einfluß auszuschalten, wie das Dazwischentreten der neben dem Staat bestehenden halbautonomen finanziellen Institute zwischen dem Gläubiger und der nationalen schuldnerischen Unternehmung.

5. Man ist abgeneigt gegen die monetäre Revalorisation, die durch den großen Zustrom der fremden Kapitalien sich anbahnen könnte.

Vielleicht war dies der Gesichtspunkt, der vorherrschte, wenn man ihn auch oft nicht eingestand. Die industriellen Kreise werden, solange sie mit Hilfe der Inflation Kredit finden, den inländischen Kredit dem auswärtigen wegen der größeren Exportchance bei ungünstigem Wechselkursstand vorziehen.

Gegenwärtig nach der Stabilisierung der Lira fürchtet man, daß der Zustrom von Kapitalien aus dem Ausland das Gleichgewicht der Preise erschüttere und es unmöglich mache, die Lira bei der festgesetzten Parität zu erhalten.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

6. Man hat die Besorgnis, daß das Einströmen des ausländischen Kapitals eine augenblickliche Verbesserung der Devisenkurse hervorrufe und daß die allmähliche Abzahlung der Zinsen und Amortisationsquoten in der Folgezeit Anlaß zu einer unvermeidlichen Verschlechterung der Devisenkurse gebe.

Hierauf hat man jedoch geantwortet, daß die Behauptung für unproduktive, jedoch nicht für die Darlehen an die Industrien wahr ist; und zwar weil die Produktionssteigerung, welche jene dank dem Darlehen erreichen, an und für sich selbst hinreicht, um die für die Zinszahlungen und möglicherweise auch für die Kapitalrückzahlungen notwendigen Exporte zu decken, wobei auch der Druck irgendwie ausgeschaltet wird, der aus solcher Zahlung sonst sich auf die Devisenkurse erstrecken könne.

7. Ausländische Darlehen seien mit Lasten verbunden, soweit sie gegenüber den normalerweise in Italien bezahlten Zinsen höhere Zinssätze mit sich brächten.

Die auswärtigen Darlehen kosten schließlich sieben bis acht und mehr Prozent und die Kapitalien in Italien könne man in den verflossenen Jahren und schon jetzt, vor allem aber in der nächsten Zukunft zu einem niedrigeren Satze haben.

8. Schließlich erinnere man sich an die Besorgnisse des Institute of Economics hinsichtlich der Entwicklung der auswärtigen Verschuldung Italiens, auch soweit es sich um industrielle Zwecke handelt.

Die amerikanischen Volkswirte beschäftigen sich mit den Verpflichtungen, die die italienische Regierung übernommen hat, die früheren Kriegsschulden an die Vereinigten Staaten mittels 62 Annuitäten, deren Last mit dem Zeitablauf wächst, heimzuzahlen, und mit den aus der Liquidation der Schulden gegenüber England entstehenden Lasten. Diese Verpflichtungen erscheinen als groß genug für die finanziellen Kräfte Italiens, wenn man die Schwierigkeiten würdigt, die unser Land hat, um eine günstige Zahlungsbilanz herbeizuführen. Die Schwierigkeiten liegen in folgendem:

a) Keine nennenswerte Minderung kann sich in der Wareneinfuhr vollziehen, deren Wert zu 25 bis 30% aus Lebensmitteln besteht, die für ein Volk notwendig sind, dessen Ernährungsbilanz unterhalb des physiologischen Minimums steht, und zu 60% aus Rohstoffen und Halbfabrikaten, die für die nationalen Industrien unentbehrlich sind, und nur zu 15% aus Fertigfabrikaten.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

b) Unangemessene und unsichere auswärtige Absatzbedingungen wirken dahin, für Italien die Möglichkeiten des Exporthandels einzuschränken, je mehr Italien produzieren würde, um die großen Einfuhren abzudecken; man habe mit der internationalen Konkurrenz, mit den Zollabwehrbestrebungen der für Italiens Ausfuhr in Betracht kommenden Länder und damit zu rechnen, daß Italien die Mittel fehlen, um mit Kreditgewährung seine Ausfuhr zu unterstützen.

c) Was die sogenannten unsichtbaren Aktivposten unserer Zahlungsbilanz anbelangt, so kann eine Zunahme des Fremdenstroms die fortgesetzte Minderung aufwiegen, welche in den Geldsendungen der Auswanderer zu erwarten ist, während die Einnahmen aus der Handelsschiffahrt als gleichbedeutend anzunehmen sind. So kommt man zu einer Gesamtsumme von 1500 Millionen Goldlire, wovon die letztgenannte Kategorie von Einnahmen 300 und die beiden erstgenannten zusammen 1200 Millionen liefern.

Alles in allem genommen: wenn das Defizit der Handelsbilanz auf die Hälfte reduziert ist, gleicht sich für Italien der Stand der internationalen Zahlungsbilanz aus; in diesem Fall ist Italien imstande, den Verpflichtungen, die es übernommen hat, zu genügen. Andernfalls können leicht die geschäftliche Depression, die politische geringe Stabilität oder die Verschärfung der internationalen Konkurrenz es Italien unmöglich machen, seine Verpflichtungen ans Ausland durchzuhalten und sein finanzielles Gleichgewicht zu wahren[1].

Aber Italien ist ein erneuertes und im Aufstreben begriffenes Land, auf dem Wege des demographischen und wirtschaftlichen Aufstiegs; es kann deshalb in der Zukunft, wenn die augenblickliche Krisis überwunden ist, mit der Entwicklung seiner Industrien und seines Handels, mit einer Bevölkerung, die nach der in den letzten fünfzig Jahren waltenden und anscheinend heute noch nicht zur Erschöpfung bestimmten Entwicklungstendenz zahlreicher und wohlhabender geworden ist, mit stärkeren Energien die Last der auswärtigen Schulden tragen, welche heute seine Zahlungsfähigkeit zu erschöpfen scheinen.

Andererseits steht eine Politik finanzieller Isolierung durchaus im Widerspruch mit der Notwendigkeit des internationalen Wirtschaftslebens und mit den Methoden, die zur Überwindung der augenblicklichen Weltkrisis befolgt werden müssen.

[1] C. E. Guire, Italy's International Position, Kap. IX, New York, Macmillan 1926.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

In der Tat enthalten die großen, das italienische Wirtschaftsleben beherrschenden Probleme Umstände, die nicht von Italiens Willen abhängen. In Italien ist charakteristisch, daß der Bevölkerungsüberschuß außer Verhältnis zum natürlichen Bodenreichtum und zu den verfügbaren Kapitalien steht, ebenso wie auch die Tatsache seiner dauernd passiven Handelsbilanz charakteristisch ist.

Das demographische Problem muß entweder durch Auswanderung oder durch Beschäftigung der italienischen Hände im Vaterland gelöst werden. Um jedoch die Beschäftigung im Inlande zu entwickeln, müssen das fremde Kapital und die vermehrte Ausfuhr von Waren nach solchen Ländern zusammenwirken, welche mit ihrer Kaufkraft der italienischen Handarbeit und den Anforderungen des nach Italien vom Ausland importierten Kapitals Genüge leisten können. Jedenfalls, mag immer dieses Problem daheim oder draußen gelöst werden, es macht eine internationale Zusammenarbeit nötig, welche den Weg zur Versöhnung der Interessen und Bedürfnisse verschiedener Länder zu finden hat.

Das Problem ferner der Handelsbilanz, die durch die große Menge der Lebensmittel, Rohstoffe, Halbfabrikate und Fabrikate, die notwendig aus dem Ausland bezogen werden müssen, passiv ist, kann seinerseits soweit gelöst werden, als andere von der Weltwirtschaft abhängige Posten, wie die Geldsendungen der Auswanderer, der Aufwand der Fremden in Italien und die Frachteinnahmen der Handelsmarine zum Ausgleich der Zahlungsbilanz zusammenwirken.

Andere Länder, deren Besonderheit stark von Italien abweicht, sind nicht minder international abhängig.

So kann in den Vereinigten Staaten von Amerika die günstige wirtschaftliche Lage nur dann aufrechterhalten werden, wenn das den voraussichtlichen nationalen Bedarf übersteigende Kapital exportiert wird und wenn bei solcher Kapitalausfuhr die Ausfuhren sowohl von Rohstoffen wie von Fabrikaten nach neuen und aufnahmefähigeren Märkten fortdauern, während starke Zollsätze und harte Einwanderungsbeschränkungen sowohl die Produktion wie die Arbeit vor der auswärtigen Konkurrenz beschützen.

Nur mit diesem System der Beziehungen und Verteidigungsmaßnahmen auf dem internationalen Wirtschaftsgebiet werden die Gewinne, die Löhne und die Kapitalrente in den Vereinigten Staaten hochgehalten.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

In Argentinien und in anderen Republiken Lateinamerikas harren weite Territorien der Handarbeiter und der Kapitalien des Auslands, um verwertet zu werden, und die nationale Wirtschaft hängt wesentlich vom Auslande ab — sei es für die Einnahmen aus den zur Ausfuhr gelangenden landwirtschaftlichen Erzeugnissen, sei es für den Verbrauch der aus dem Ausland kommenden Fabrikate. Daher üben die Weltkrisen lebhafte Rückwirkungen auf die Wirtschaft dieser Länder, sei es durch das, was den Strom der Auswanderung angeht, sei es durch die Veränderungen der Preise und der Handelsströmungen.

In Rußland und anderen Ländern Osteuropas, vollends Asiens, bedürfen große natürliche Reichtümer, um verwertet zu werden, fremder Kapitalien und Unternehmer, und große Märkte sind seitens dessen, der Krediterleichterungen zuzugestehen vermag, mit Geräten, Maschinen, Fabrikaten zu beliefern.

Diese internationale Lage zeigt deutlich, daß die einzelnen nationalen Wirtschaften voneinander abhängig sind und sich gegenseitig ergänzen können.

So finden Italiens Probleme eine Lösung in jener gleichzeitigen und anschließenden Lösung der Probleme der Vereinigten Staaten, Argentiniens und Rußlands, wenn es gelingt, Strömungen aufgeklärten Vertrauens zwischen diesen Ländern zu schaffen, den armseligen nationalen Egoismus zu beseitigen, die Finsternis wegzuräumen, welche wechselseitig einem jeden die Kenntnis der Bedingungen und der Zukunft jeden anderen Landes verdunkelt.

Italien kann, wie wir besser im folgenden sehen werden, von den Vereinigten Staaten durch Kreditaufnahme sowohl Kapitalien wie Rohstoffe, Maschinen oder Fabrikate haben und so die Mittel erlangen, um die Beschäftigung seiner Handarbeiter lebhafter zu gestalten und seine Ausfuhren nach Ländern zu steigern, die es besser als Amerika kontrollieren kann und denen es, wie z. B. Rußland, den Balkanländern, Persien und auch den Ländern des Orients, seinerseits auf Kredit verkaufen kann. Oder es kann auch mit den Kapitalien der Vereinigten Staaten von Amerika der eigenen Auswanderung die Mittel zur Kolonisierung der Ländereien Lateinamerikas gewähren oder zur dortigen Entwicklung der Industrien, welche die Auswanderer beschäftigen und die Rohstoffe an Ort und Stelle verarbeiten würden.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

So wird die Wirtschaftsblüte Italiens gefördert, von der wieder die Zukunft der Nation abhängt. So wird Italiens demographisches Problem gelöst und die Handelsbilanz merklich geändert, indem der Wert der Ausfuhren mehr als der der Einfuhren steigt. Die Zahlungsbilanz konsolidiert sich, und selbst die an die Vereinigten Staaten und an England zu zahlende Kriegsschuld wird leichter tragbar.

Gleichzeitig wird den Interessen Amerikas entsprochen, welches mit der Kapitalausfuhr auch die Ausfuhr seiner Waren gerade durch die Wirkung der Kapitalübertragungen sichert.

Man arbeitet schließlich auf die Entwicklung Lateinamerikas und auf den Wiederaufbau Rußlands und der anderen Länder zusammen hin.

Das schließliche Ergebnis ist Vermehrung des Wohlstandes der Welt und der Kaufkraft Hunderter von Millionen Menschen.

Dies kommt noch besonders den reichen Ländern wie den Vereinigten Staaten von Amerika zugute, ohne daß man künstliche Maßnahmen, wie übermäßige Erleichterungen in den Verkäufen mit ratenweiser Abzahlung und Herabsetzung der wöchentlichen Arbeitsstunden vornimmt, Maßnahmen, welche in der neuen Welt den Verbrauch beleben sollen, aber gleichzeitig die Vergeudung begünstigen und die guten Grundsätze des Wirtschaftslebens preisgeben.

Das auf diese Weise erhaltene Ergebnis ist vollständig von den Schlußfolgerungen verschieden, denen sich Mc Guire unter Mitarbeit des Rats und Bureaus des Institute of Economics in der in vielen Hinsichten beachtenswerten und vom Direktor des Instituts selbst, Harold G. Moulton, geleiteten Veröffentlichung anschließt, die die weltwirtschaftliche Position unseres Landes unter dem Gesichtspunkte zu würdigen strebt, daß das wirtschaftliche Wohlergehen Italiens in besonderem Maße von den kaufmännischen und finanziellen Beziehungen zu anderen Ländern abhängig sei[2].

Die amerikanischen Volkswirte tragen vielleicht den seelischen Kräften, die statistischen Erhebungen nicht zugänglich sind, das heißt dem festen Willen unseres Volkes zum Erfolg, der zähen und harten Arbeit mit dem Ziel, um jeden Preis eine bessere Stellung in der Welt zu erringen, nicht genügend Rechnung und betonen die Schwierigkeiten zu sehr, unsere Ausfuhr nach Ländern zu steigern,

[2] Vgl. a. a. O., D. VII.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

wohin in größerer Menge die Erzeugnisse unserer Industrien strömen könnten, z. B. nach Osteuropa und nach der Levante, weil an diesen Märkten die Geschäfte dem zufallen, der zu den wohlfeilsten Bedingungen und mit den größten Erleichterungen Kredit anbietet[3].

Die Schlußfolgerung des Institute of Economics, daß Italien nicht zu weiterer auswärtiger Verschuldung seine Zuflucht nehmen dürfe, kann nicht gebilligt werden, weil sie nicht mit den tatsächlichen Voraussetzungen übereinstimmt, welche die internationale Lage charakterisieren:

1. Kapitalreiche Länder wie die Vereinigten Staaten von Amerika; 2. Länder mit Armut an Kapital und Reichtum an Arbeitskraft wie Italien; 3. Länder, die fähig sind, die italienische Produktion aufzunehmen, aber des Kredits bedürfen, wie die Länder Osteuropas und der Levante.

Das Problem, welches durch diese internationale Wirtschafts- und Finanzlage gegeben ist, muß mit internationalen Mitteln und zum Vorteil der ganzen Welt gelöst werden, indem man die finanziellen Schwierigkeiten überwindet, angesichts deren die Gelehrten des Institute of Economics keinen Ausweg sehen.

II.

In Wirklichkeit pflegen angesichts dieser Schwierigkeiten, welche im Grunde darin bestehen, der Weltwirtschaft wieder einen regelmäßigen Ablauf zu geben, gerade die Vertreter der privaten Initiative, sei es in Bankkreisen, sei es in Industriekreisen, sich zurückzuhalten, weil wir uns hier Problemen gegenübersehen, die Aufgaben und Pläne der Regierungen betreffen.

In einigen Fällen kann es genügen, daß die Regierung die Politik bekannt gibt, welche sie für die Entwicklung der nationalen Wirtschaft zu verfolgen wünscht.

In anderen Fällen handelt es sich darum, daß sie interveniert, wo die Schaffung, die Zusammenfassung oder die Vervollkommnung der mit dem Ausland arbeitenden Banken anzufeuern ist, entweder um den Export zu begünstigen oder um vorteilhaft die italienischen Arbeiter im Ausland unterzubringen. Vor allem erscheint dies nötig in Lateinamerika, wo die italienische Auswanderung und die italienische

[3] Vgl. a. a. O., 231—234.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Ausfuhr nicht eine ihrer Bedeutung entsprechende finanzielle Organisation vorfinden.

Schließlich kommt eine zielbewußte politische Tätigkeit der Regierung in Betracht, damit sich für Italien auf dem finanziellen internationalen Markt die Möglichkeit verwirkliche, über die Kapitalien zu verfügen, welche erforderlich sind, um in produktiven Operationen verwendet zu werden, die Italiens Ausfuhr und Einnahmequellen entwickeln mögen.

Nötigenfalls ist es wünschenswert, daß die Kreditaufnahmen mit der für öffentliche Anleihen angemessenen Garantie abgeschlossen werden, damit nicht nur das Spekulationskapital der Großbanken sich auf auswärtige Kredite einläßt, sondern auch die Spartätigkeit des Volks, die sich mit niedrigerem Entgelt begnügt.

Es ist erforderlich, daß die Emission der internationalen Kreditgewährungen mit Intervention der Regierungen sowohl des Gläubigerlandes wie des Schuldnerlandes sich vollziehe, welche ebensosehr zum Vorteil des den Kredit gebenden wie des ihn empfangenden Landes wirksam werden kann, wenn der Kredit bestimmt ist, ein für die beiden Länder gemeinsames geschäftliches Interesse zu fördern.

Man hatte bereits das Beispiel staatlicher Intervention während des Krieges und nachher, wenn es sich um finanzielle Unterstützung der Einfuhr und der Ausfuhr handelte.

Es ist nötig, daß der Nutzen dieser auf weltwirtschaftliche Geschäfte sich beziehenden finanziellen Politik in Italien und außerhalb Italiens besser verstanden werde und daß die Staaten nicht nur intervenieren, um zu genehmigen und zu verbieten, sondern auch, um für private Kreditaufnahmen Bürgschaft zu leisten und vor allem, um Operationen der öffentlichen Anleihen von Staat zu Staat zustande zu bringen:

1. Weil die öffentlichen Anleihen zu niedrigeren Zinssätzen als die privaten Anleihen gezeichnet werden, da sie auch bei den kleinen und mittleren Kapitalisten, die sich mit einem angemessenen Entgelt begnügen, sofern nur die Anleihe nicht gewagt erscheint, unterzubringen sind.

Die Möglichkeit, die auswärtigen Anleihen bei den kleinen Sparern unterzubringen, wird deutlich gemacht durch die Statistik der Zeichner der österreichischen (1923), japanischen (1925), argentinischen und belgischen (1925) Anleihen gemäß den von 24 amerikanischen mit der

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Firma J. P. Morgan & Co. verbundenen Banken gegebenen Angaben. Die Zeichnungen auf diese Anleihen bei diesen 24 Banken umfaßten 35,5 bis 21,3% des Gesamtemissionsbetrages, und 90 bis 86% bezogen sich auf Beträge von $ 5000 bis 10000, dagegen 5 bis 3% auf Zeichnungen über $ 10000[4];

2. weil nur die öffentlichen Anleihen, infolge der angebotenen festen Garantie, die technische Möglichkeit aufweisen, daß sie ohne bestimmten Verfalltermin abgeschlossen und nach Vermögen zu tilgen sind, wodurch sie dem Kreditbedarf gemäß den Bedingungen der im Ausland zu vollziehenden wirtschaftlichen Operationen sich anpassen.

III.

Die italienische Politik hat hinsichtlich der hier betrachteten Fragen in den letzten Jahren einige Veränderungen durchgemacht:

Nach 1920 herrschten in den Finanzkreisen und den Regierungssphären folgende Ideen vor:

1. Man dürfe nicht irgendeine Operation vornehmen, derzufolge die Devisenkurse sinken und der Kurs der Lira sich verbessern würde: die Industriellen und die Exporteure ließen der Regierung wissen, daß schon der Kurs von 20 Lire für einen Dollar als niedrig anzusehen sei.

2. Man dürfe den Selbstverwaltungskörpern nicht die Aufnahme von Anleihen im Ausland gestatten; dadurch wurden die Gemeinde Mailand und, wie ich glaube, auch andere Städte verhindert, dergleichen Operationen vorzunehmen.

3. Man solle den Zustrom ausländischer Kapitalien nach Italien nicht anreizen.

4. Es sei Italien nicht möglich, im Ausland Kapitalien zu finden.

Man hat aus diesen Gründen Gelegenheiten zurückgewiesen, die sich unserem Lande darboten, um die Mitarbeit der internationalen Finanzwelt zu erlangen. In der Folgezeit hat sich wenigstens teilweise die bei den Politikern und Finanziers vorherrschende Ideenströmung geändert. Schon auf der Konferenz von Genua im Jahre 1922 wurde eine neue Orientierung der italienischen Finanzpolitik

[4] „American investment in foreign bonds" in „The Economist" vom 8. Januar 1927, S. 47, 48 über von Dwight Morroo in „Foreign Affairs" berichtete Daten.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

— infolge des Widerstands unserer Regierung, die hierin mit den Regierungen Frankreichs und Belgiens einig ging — offenbar: man zielte auf eine Stabilisierung der Valuta ab.

Ein zweiter bemerkenswerter Schritt wurde vom Finanzminister Bertone vollzogen, indem er am 6. Juli 1922 der Kammer den Entwurf eines Gesetzes zur Freistellung der Zinsen von Schuldverschreibungen, die italienische Gesellschaften im Auslande unterbringen, von der Mobiliareinkommensteuer vorlegte.

In der Folgezeit bestimmte die Ausführungsverordnung vom 16. Februar 1923 zum Dekret Nr. 1634 vom 16. Dezember 1922, daß die Steuerbefreiung gewährt werden kann:

an nationale Gesellschaften jeder Art, die bereits bestehen oder die nach dem Tag der Veröffentlichung des vorgenannten Dekrets errichtet werden; an bereits bestehende oder neuerrichtete ausländische Gesellschaften, welche jedoch im Königreich ihren Geschäftssitz und das Hauptziel ihres Betriebes haben; an die Gemeinden und an die Provinzen; an andere rechtmäßig begründete Rechtssubjekte.

Die Befreiung erstreckte sich:

auf die Zinsen von gewöhnlichen oder hypothekarisch gesicherten Darlehen, die im Auslande entweder mit öffentlichen Urkunden nach italienischem Recht oder auch mit nach ausländischem Recht rechtsgültigen Urkunden stipuliert worden sind; auf die Zinsen von Obligationen im Ausland, deren Umlauf im Königreich ausgeschlossen ist.

Das Dekret vom 11. September 1925 Nr. 1635 schob für alles bis zum 31. Dezember 1928 die Frist hinaus, innerhalb deren sich die Darlehensoperationen und die Unterbringung der Schuldverschreibungen im Ausland vollziehen können.

Gleichzeitig bestimmte dies Dekret, daß den im Ausland aufgenommenen Darlehen und den im Ausland untergebrachten Schuldverschreibungen, außer der Freistellung von der Mobiliareinkommensteuer, noch Befreiung von folgenden Steuern zugestanden werden kann:

a) Abgabe für Eintragung der Versammlungsbeschlüsse bezüglich der Unterbringung der Schuldverschreibungen im Ausland;

b) Abgabe für Eintragung des Darlehnsvertrags oder der Hypothekbestellung;

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

c) Stempelabgabe von den Wechseln, die zur Deckung des Darlehns gegenüber dem ausländischen Übernehmer der Anleihe ausgestellt werden;

d) Abgabe für Eintragung der Hypothek, welche zur Garantie für die dem ausländischen Geldgeber übergebenen Obligationen oder Wechsel gewährt werden würde;

e) Abgabe für Herabsetzung oder Tilgung der oben bezeichneten Hypothek;

f) Quittungsabgabe;

g) Abgabe für Begebung der im Ausland zugeteilten Obligationen.

Mit dem königlichen Dekret Nr. 2162 vom 10. Dezember 1925 wird sogar schon die Möglichkeit der Kapitalaufnahme im Ausland reglementiert, da jeder öffentliche Körper, jede Handelsgesellschaft oder Firma, welche im Auslande unter irgendwelcher Form für mehr als ein Jahr Dauer Darlehen aufnehmen wollen, dies nicht verwirklichen dürfen, ohne zuvor die ausdrückliche Ermächtigung des Finanzministers erlangt zu haben.

Inzwischen hat gelegentlich der Regelung der Kriegsschulden gegenüber den Vereinigten Staaten die italienische Regierung zur Vorbereitung der Währungsstabilisierung eine Anleihe von nominell 100 (Erlös 90) Millionen Dollar aufgenommen.

Aber der Lirakurs verschlechtert sich im Jahre 1926. Damals, nach der am 18. August 1926 von Minister Mussolini in Pesaro im Sinne der Bekämpfung des Lirakursfalls und der Anbahnung einer Steigerung ihres Kurses gehaltenen Rede, wird der Zustrom von Kapitalien aus dem Ausland erleichtert.

Die Bodenkreditanstalten wurden ermächtigt zu Geschäften außerhalb Italiens, insbesondere soweit wichtige Gruppen von Italienern vorhanden sind, und durch das Dekret vom 13. Februar 1927 erlangen sogar die Bodenkreditanstalten das Recht, die Pfandbriefe in ausländischen Edelvaluten auszustellen.

Sehr wichtig und auch der Erinnerung wert ist das Dekret Nr. 1932 vom 14. November 1926. Dieses erkannte die Zweckmäßigkeit an, die Kreditoperationen im Ausland im Interesse von italienischen Unternehmungen zu erleichtern, deren Tätigkeit für die Arbeiter und die wirtschaftliche Produktivität des Landes Bedeutung hat und auf Ausfuhrsteigerung abzielt oder nationale Energien zur Verminderung der

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Einfuhr nutzbar macht, und ermächtigte den Finanzminister, bis zum Betrag von 100 Millionen Dollars den Erlös der in ausländischer Währung gewährten Darlehen zu erwerben und für die Darlehnsgeschäfte denselben Wechselkurs zu garantieren, zu welchem die Darlehnsvaluta übernommen wurde, mit Hilfe der Devisen, die erforderlich sind, um die Amortisationsquoten und die Zinsen für die Darlehnsoperationen zu bezahlen.

Gerade während dieser Zeit der Kurserholung der Lira haben sich die größten Kapitalzuflüsse vollzogen, gleichzeitig eine Wirkung und eine Ursache der Wertsteigerung der italienischen Währung.

Zwecks Überwachung der Wechselkursbewegung, und um diese vor dem zügellosen Spiel der Spekulation zu bewahren und die Schwankungen einzuschränken, wurde jedoch zur Schaffung und dann zur Neuordnung (durch das königliche Dekret Nr. 112 vom 13. Februar 1927) der nationalen Devisenstelle (Instituto Nationale dei Cambi) geschritten. Diese ist ein Körper des öffentlichen Rechts mit den Befugnissen einer juristischen Person und selbständiger Geschäftsführung unter Aufsicht des Finanzministers.

Sie hat als Aufgabe den Ankauf und Verkauf per Kassa und auf Termin von Devisen, überhaupt die Vornahme von Operationen, die im Zusammenhang mit ihrem Zweck der Erleichterung des italienischen Handels mit dem Ausland stehen[5].

Ihr Kapital beträgt 10 Millionen Lire (außer den ihr überlassenen Gebrauchsgegenständen), die von der Bank von Italien beschafft wurden.

Die Auffaugung von Devisen, für welche die Devisenstelle zu den angedeuteten Zwecken vorgesorgt hat, hat die Summe von vier Milliarden Lire überstiegen; und so konnte das Institut allmählich und ohne Druck eine Deckung durch Edeldevisen ansammeln, die zum Teil den Reserven der Bank von Italien überlassen wurden und zur größeren Sicherung ihres Notenumlaufs bestimmt waren.

Ein anderer bemerkenswerter Gesichtspunkt für die Operationen der Devisenstelle leitet sich ab von der Durchführung eines Vertrages zwischen dem Finanzministerium und dem Präsidium desselben Instituts, welcher betrifft:

[5] Vgl. das zitierte Dekret Art. I.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

a) die Verwaltung der Devisenstelle, welche dem Institut vom Staatsschatz seit dem 1. Februar 1927 überlassen wird;

b) die Übertragung jener Devisen auf das Konto desselben Schatzamts, die aus ausländischen Anleihen öffentlicher Körper und industrieller Organisationen herrühren[6].

Nachdem die teilweise Revalorisation der Lira eingetreten und die Stabilisierung derselben zu einer neuen Parität durch das Dekret vom 21. Dezember 1927 geregelt worden ist, hat die italienische Politik eine Neuorientierung erlangt.

Um den Erfolg der Reform sicherzustellen, hat sich die Bank von Italien für ein Jahr und mit der Möglichkeit der Verlängerung auf ein weiteres Jahr die Eröffnung zweier verschiedener Kredite im Ausland von je 125 Millionen Dollars gesichert, von denen man bisher keinen Gebrauch zu machen brauchte und über die man sich für die Zukunft die Verfügung wenigstens vorbehält.

Was aber Anleihen für die Konsolidierung und Ausdehnung der nationalen Volkswirtschaft angeht, trat nunmehr in den Vordergrund die Sorge, das Zuströmen auswärtigen Kapitals zu überwachen mit Rücksicht auf dessen Rückwirkungen auf den Geldumlauf, auf die Preise und auf die Wechselkurse.

Da andererseits auf der italienischen Wirtschaft in dem Zeitraum während und nach der Kurserholung der Lira infolge der Erschütterung des Gleichgewichts der Preise der Druck einer Krisis lag und es an einer entschiedenen Expansionspolitik fehlte, so daß unsere Warenausfuhr sich nicht entwickeln konnte und — wie z. B. nach Rußland — zurückgehen mußte infolge der Unmöglichkeit, die nötigen Kredite für viele auswärtige Märkte zu gewähren und zu versichern, so entstand beim Finanzministerium, beim Generaldirektor der Bank von Italien und bei den italienischen Finanziers der Eindruck, daß die gegenwärtigen Bedingungen des italienischen Marktes es nicht nötig erscheinen lassen, Fahrten nach dem Ausland zu unternehmen, um auf kürzere oder längere Fristen Golddarlehen anzustreben[7]. Indessen hat der italienische Markt begonnen, sich fähig zu erweisen, Emissionen

[6] Vgl. B. Stringher, Relazione del Direttore Generale della Banca d' Italia all' adunanza del 31 marzo 1928, Roma, Banca d'Italia, 1928, p. 67, 68.

[7] Esposizione finanziaria del Ministro delle Finanze, Conte Volpi, alla Camera dei Deputati, 25 mag. 1928 — Relazione del Direttore Generale della B. d' I. letta il 31/3 1928 — Roma 1928, p. 68.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

von industriellen Obligationen aufzunehmen, während im Rechnungsjahr 1927/28 keine Anleihen im Ausland aufgenommen worden sind, weder für die öffentlichen Verwaltungen noch für die Industrie, wenn man absieht von einigen Operationen von unerheblicher Bedeutung und von einigen industriellen Schuldaufnahmen, die bereits vor der im Juli 1927 verhängten Sperre genehmigt worden waren.

Nach der Währungsreform wurde die Anleihesperre aufgehoben und der Drang nach neuen Krediten mit größerer Strenge durch das Dekret Nr. 1 vom 5. Januar 1928 reglementiert. Dieses Dekret bestimmt:

Art. 1. Jeder öffentliche Körper, jede Handelsgesellschaft oder Firma, welche im Ausland in irgendwelcher Form oder für irgendwelche Frist Anleihen abschließen wollen, müssen zuvor die Ermächigung der Regierung erlangen.

Solche Ermächtigung muß durch einen dem Finanzministerium vorzulegenden Antrag nachgesucht werden. Der Antrag muß mit Belegen ausgestattet werden, aus denen der Zweck des Darlehens, die vorläufig vereinbarten Bedingungen und alle anderen für die Beurteilung wesentlichen Umstände zu ersehen sind.

Die obengenannte Ermächtigung ist nicht erforderlich für Handelspapiere, Eröffnung von Bankkredit, Gewährung von Zahlungsstundung für Warenkäufe, immer unter der Voraussetzung, daß die genannten Operationen ohne weitere Erneuerungen oder Stundungen in einer Frist unter 12 Monaten erledigt sind.

Art. 2. Jede wie immer vor dem Inkrafttreten des gegenwärtigen Dekrets gewährte Ermächtigung wird als verfallen angesehen, wenn die genehmigte Operation nicht schon abgeschlossen ist.

Art. 3. Über die Anträge zur Ermächtigung für Anleiheabschlüsse im Ausland entscheidet, ohne daß eine weitere Berufung zugelassen ist, der Finanzminister. Er hört vor dieser Entscheidung ein besonderes Komitee an, dessen Vorsitzender der Finanzminister selbst ist und an welchem teilnehmen:

der Wirtschaftsminister;
der Generaldirektor der Notenbank;
der Generaldirektor des Schatzes;
ein Mitglied der Devisenstelle, welches vom Präsidenten dieses Instituts bestimmt wird;

der Unterstaatssekretär des Innern wird an der Sitzung des Komitees immer teilnehmen, wenn der Bittsteller bei einer Schuldaufnahme auftretende öffentliche Körper zu den der Aufsicht oder dem Schutz des betreffenden Ministeriums unterstehenden Behörden gehört.

Die Obliegenheiten des Schriftführers werden von einem Beamten der Generaldirektion des Schatzes wahrgenommen werden.

Art. 4. Ermächtigung kann nur gewährt werden für Anleihen, welche für produktive Zwecke bestimmt sind und von allgemeinem Interesse sind oder auch welche bezwecken, den Arbeitsmarkt günstig zu beeinflussen, die Warenausfuhr zu vermehren oder die inländische Produktion von Waren zu entwickeln, deren Einfuhr vom Ausland bei mangelhafter Versorgung notwendig werden würde...

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Bei Gewährung der Ermächtigungen kann der Minister auch die geeigneten Sicherungsmaßregeln anordnen, damit der Zufluß auswärtiger Kapitalien, welche aus Anleihen stammen, nicht den Geldmarkt störe, und er kann im Einverständnis mit den zuständigen staatlichen Verwaltungen die nötigen Kontrollen veranlassen, um festzustellen, daß die erwähnten Kapitalien wirklich und ausschließlich für die Zwecke bestimmt sind, für welche Ermächtigung zur Darlehnsaufnahme gewährt worden ist.

Art. 5. Für die Gewährung der fiskalischen Erleichterungen werden die Grundsätze befolgt, welche in dem ministeriellen Dekret vom 16. Februar 1923 enthalten sind.

Im Ministerrat vom 23. Juli 1928 entwickelte der Ministerpräsident gegenüber dem neuen Minister, Herrn Mosconi, die Grundlinien der finanziellen Politik. Dabei führte er aus, daß von seiten des Staates oder der Selbstverwaltungskörper keine Anleihe im Auslande aufgenommen werden dürfe und daß die Darlehnsaufnahme Privater im Ausland streng überwacht werden müsse. So wurden die Grundsätze der bereits befolgten finanziellen Politik bestätigt.

IV.

Die Verzögerung im Zuströmen der ausländischen Kapitalien nach Italien wird nicht nur durch die Kontrolle und durch die Einschränkung verursacht, welche der Staat ausgeübt hat, sondern auch durch veränderte wirtschaftliche Umstände im Lande.

Außer den Wirren der nationalen Volkswirtschaft durch die Krisis, welche sie durchmacht, wirken auf Verringerung der Nachfrage nach ausländischen Kapitalien das Sinken des Zinsfußes und die Währungsstabilisierung hin.

Die italienischen Unternehmungen üben keine Nachfrage aus, weil — wie in der Kammer der frühere Finanzminister Volpi ausgeführt hat — die verfügbaren Mittel des Markts sich als genügend erweisen; der Markt hat beträchtliche Summen an Obligationen aufgesaugt, deren Unterbringung im Ausland zum größten Teil geplant war. Verschiedene sechsprozentige Effekten sind zum Kurs 475 für nominell 500 untergebracht worden. Zu diesen Bedingungen erhält Italien auch augenblicklich nicht Anleihen im Ausland.

Anderseits hat die gesetzliche Stabilisierung der Lira, die allgemein als definitiv hingenommen wurde, der Spekulation den Anreiz entzogen, Kapitalien nach Italien strömen zu lassen, um aus der Differenz der bei Aufnahme der Anleihe und bei Heimzahlung derselben

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

bestehenden Wechselkurse Gewinn zu ziehen. Diese Stockung kann in der Folgezeit durch allmähliche Entwicklung des Wirtschaftslebens behoben werden.

Wenn die Krise überwunden ist, werden sich Produktion und Export wieder beleben, und sie werden dann einen Druck auf dem Auslandsmarkt ausüben, um die Kapitalien zu erhalten, die durch die nationalen Ersparnisse nicht in genügendem Maße erlangt werden.

Aber das System des „laisser faire" vertagt die Entwicklung der Krisis und ist nicht mit den politischen Grundsätzen des fascistischen Regime vereinbar.

Dieses betrachtet den liberalen Staat als nicht für die Bedürfnisse Italiens genügend, es verlangt vom Staat eine männliche Tatkraft, um die Entwicklung Italiens zu fördern und um die Stellung zu erwerben, die es bisher nicht erringen konnte, da es zur Einheit und nationalen Stärke erst gelangte, als die anderen Mächte schon die besten wirtschaftlichen Positionen der Welt besetzt hatten.

Es liegt also in der Logik der augenblicklich Italien beherrschenden Politik, daß der Staat ein eigenes Programm auswärtiger Anleihen hat: für die Entwicklung sowohl der inneren Produktion unter dem Einfluß einer steigenden Ausfuhr, die einer Unterstützung durch starke und langfristige Kredite bedarf, wie auch zur wirtschaftlichen Expansion Italiens in der Welt.

Bis jetzt hat Italien am internationalen Wirtschaftsleben als eine proletarische Nation sich beteiligt, welche die Tür zehn Millionen Italienern weit geöffnet hat, die ihr Brot im Ausland unter Übernahme der härtesten Handarbeiten suchen.

Aber die Nationen verändern, wie die Menschen, mit steigender Entwicklung ihre eigene Tätigkeit. Anscheinend ist der Augenblick erreicht, in dem Italien sich der Welt als Unternehmernation zeigen kann und nicht nur mit den Händen seiner Arbeiter, sondern durch seine Techniker und durch seine eigenen führenden Unternehmer eine Initiative ausbreiten kann, welche über das nötige Kapital für die Umsätze und die Produktion verfügt.

Im Ausland finden sich Märkte, auf denen die Arbeit und der Unternehmungsgeist der Italiener genügend Gewinn erzielen können, um das Auslandskapital zufriedenzustellen. Aber es bedarf eines Willens einer Regierung, die mit einer geeigneten Finanzpolitik die Initiative der italienischen Bankiers, Industriellen und Kaufleute

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

unterstützt. In seiner Rede über den Haushalt des Auswärtigen Amts, die er am 5. Juni 1928 im Senat hielt, hat Ministerpräsident Mussolini die Ziffern angegeben, welche den Umfang des Austauschs zwischen Italien und Rußland angeben: Im Jahre 1925 149188000 Lire für die Einfuhr nach Italien und 171256000 Lire für die Ausfuhr aus Italien; im Jahre 1926 entsprechend 344851616 und 124511369 Lire; im Jahre 1927 vorläufig 394735633 und 43441401 Lire. Und er fügte hinzu, es ergebe sich hieraus, daß der Umfang des Austauschs bescheiden geblieben sei. Die Gründe sind bekannt. Sie beruhen nicht bloß auf dem staatlichen Monopol des auswärtigen Handels, sondern auch auf der Tatsache, daß Rußland nötig hat, auf Kredit zu kaufen. Jetzt kann Italien auf diesem Gebiet mit anderen Mächten, die bequem abwarten können, nicht wetteifern. Man hat versucht, solchem Mangel durch die Schaffung eines Finanzierungsinstituts zu begegnen, welches den italienischen Lieferanten die Summen vorschießt, die erforderlich sind für die Ausführung von Aufträgen, welche mit russischen Wechseln verschiedener Verfallfrist bezahlt werden.

Die Resultate der finanziellen Initiative, auf die der italienische Ministerpräsident hinwies, sind nicht bekannt.

Aber gerade Ministerpräsident Mussolini hat wenige Tage nachher, am 23. Juni, in der in Rom beim ersten Industriekongreß gehaltenen Rede darauf hingewiesen, daß unter den für die Beilegung der Krisis wesentlichen Umständen die mögliche Wiedergewinnung der großen Märkte Rußland, Indien, China in Betracht komme. Weitgehende Möglichkeiten der Ausdehnung des auswärtigen Handels sind also der italienischen Wirtschaft mit reichlich lohnendem Gewinn in Aussicht gestellt, aber gegenüber einem solchen Programm sind die italienischen Ersparnisse ungenügend, und nur das Auslandskapital vermag die Lücke auszufüllen. Aber mehr als um Aussichten der nächsten Zukunft, wenigstens hinsichtlich des russischen Markts, des Markts der nahen Levante, Persiens und zum Teil Indiens handelt es sich um Gelegenheiten, die man gut wahrzunehmen verstehen muß, um gegenwärtig in einer weisen Regierungspolitik, vermittelst kluger Arbeit der internationalen finanziellen Diplomatie, sie zu verwerten; es gilt dann, ein erwünschtes Einvernehmen mit den Regierungen der Länder herbeizuführen, die zu versorgende Märkte darstellen, ferner auch die Kapitalien da aufzunehmen, wo sie in Überfluß sind, um sie vereint mit der Arbeit und der Initiative

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Italiens dahin zu dirigieren, wo sie eine nutzbringende Verwendung finden können.

Demgemäß muß an die Stelle des absoluten Verbots der ausländischen Kapitaleinfuhr, welches in der zweiten Hälfte des Jahres 1927 die Regierung erließ, um eine weitere Kurssteigerung der Lira zu verhindern, und an die Stelle der maßvollen Kontrolle vom Jahre 1928 eine neue Periode treten, in welcher die Politik der Auslandsanleihen eine weitgehende Entwicklung zu finden hat.

Freilich wird der Wiederaufnahme der Einfuhr von Auslandskapitalien die Besorgnis entgegenstehen, daß damit trotz der Stabilisierung ein Einfluß auf den Lirakurs ausgeübt wird. Auf die italienische finanzielle Politik wird wieder der Schatten der Währungspolitik fallen. Die Stabilisierung beseitigte den Anreiz, welchen die Kurserhöhung der Valuta auf die Kapitaleinfuhr ausübte; die Aufrechterhaltung des durch das Gesetz festgelegten Kurses erregt Besorgnis gegenüber dem Einströmen ausländischer Kapitalien.

Augenblicklich macht Italien eine Produktionskrisis durch, bei der kaum eine Besserung zu erkennen ist, und einige Klassen betrachten noch die eingetretene Werterhöhung der Lira, welche Ministerpräsident Mussolini und besonders der frühere Finanzminister Graf Volpi, der mindestens den Kurs auf 110 Lire per £ stabilisieren wollte, den leitenden Finanzkreisen aufgenötigt haben, als eine der Hauptursachen der Krisis selbst. Gerade auf dem ersten italienischen Industriekongreß (Rom, 22. Juni 1928) haben Herr Benni, der Präsident des allgemeinen fascistischen Industriebundes, und der Ministerpräsident Mussolini eingegriffen, um zu dementieren, daß die italienische Regierung daran denke, den Stabilisierungskurs des Geldes im Sinn einer Verschlechterung zu revidieren, und um die Versuche für verbrecherisch zu erklären, welche in diesem Sinn mit Ausverkäufen von Lire unternommen worden seien.

Dies ist ein Beweis, daß man hinsichtlich der bisher verfolgten Geldpolitik eine Unbequemlichkeit empfindet. Aber mit einer eingehenden Auseinandersetzung und Beweisführung könnte dargelegt werden, daß die Schäden nicht schon dem Programm der Kursbesserung zuzuschreiben sind, sondern den angewendeten Methoden und Verfahren, die irrig, unangemessen, ungenügend waren. Man beschränkt und verteuert den Kredit, während schon gerade die Valutaverbesserung die Produktion schwierig und kostspielig machte. Man wollte die Aus-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

merzung der durch die Inflation entstandenen Unternehmungen erreichen und dies in einem Land, welches wegen des demographischen Drucks seine Initiative ausbreiten muß und die Folgen der Krisen des Krieges, der Nachkriegszeit und der Valutasanierung fühlt. Man legte nicht die Kosten der Valutasanierung der Kapitalistenklasse, welche die Steuerfähigkeit hatte, sie zu tragen, sondern den Unternehmern, dem Mittelstand und den Arbeitern auf.

Man verstand nicht, alle Preise dem neuen Gleichgewicht, welches im Begriff war, sich zu bilden, anzupassen.

Man ergriff nicht die Vorsichtsmaßregeln, welche zugunsten der Klassen erforderlich waren, die — wie die Exporteure — durch die im nationalen Interesse erfolgten Valutasanierung besondere ihre Kräfte übersteigende Schwierigkeiten durchzumachen hatten.

Man könnte im ganzen beobachten, daß dem Willen des Ministerpräsidenten, der die Wiederherstellung der Valuta wünschte, die Direktiven, die technischen Fähigkeiten und die Wahrnehmung der für die Valutabesserung geeigneten Maßnahmen auf Seiten seiner Mitarbeiter nicht entsprochen haben; letztere — tüchtige Fachleute — nährten Anschauungen, welche denen ihres Vorgesetzten entgegen waren, und verfügten nicht über die Geistesverfassung und das Augenmaß, welche eine Politik fordert, an der sie nicht voll teilnahmen und deren definitive Hemmung sie daher als erwünscht ansahen.

Wenn die Devalvation auf ein Viertel des Werts der Lira wirklich endgültig sein sollte, so würde dies bedeuten, daß der Wille der Hochfinanz über den des Ministerpräsidenten Mussolini gesiegt hat und noch kein gerechtes Gleichgewicht zwischen den Opfern der verschiedenen wirtschaftlichen Schichten des Landes erreicht wäre.

In der Tat hat keine Steuer während des Krieges oder nach dem Kriege in Italien so einschneidend gewirkt, wie die Entwertung der Lira, wobei erschwerend hinzukommt, daß die mittleren und niederen Klassen bei ihrer geringeren steuerlichen Leistungsfähigkeit betroffen wurden, ohne daß sie durch Steuervermeidung oder durch Steuerbetrug sich den Lasten entziehen konnten.

Aber nur die Zukunft wird entscheiden, ob der Ministerpräsident Mussolini beabsichtigt hat, die Lira mit dem Dekret vom 21. Dezember 1927 auf ungefähr 350 für 100 Lire ihrer Vorkriegsparität — statt auf 300 oder 250 — zu entwerten, oder ob nicht vielmehr die augenblickliche Stabilisierung bloß die erste Stufe andeutet, auf der

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

gegenwärtig die italienische Wirtschaft steht, um ins Gleichgewicht zu gelangen — in der Erwartung, daß man später höhere Stufen in den Wertsätzen der Lira erreichen kann.

Wenn diese zweite Hypothese sich bestätigen sollte, müßte die Politik der auswärtigen Anleihen voll ausgebildet werden, damit die fremden Kapitalien aus freien Stücken — durch die Spekulation auf den Geldwert angezogen — hereinströmen würden.

Im gegenteiligen Fall würde die Bewegung des für die Verfügung der italienischen Wirtschaft zuströmenden auswärtigen Kapitals langsamer und geringer sein.

Jedenfalls ist für die Interessen der italienischen Wirtschaft erforderlich, daß sich in folgender Weise das Eingreifen des Staates in die auswärtigen Finanzierungen verwirklicht:

a) für die eigentlichen finanziellen Operationen;

b) für die öffentlichen Operationen oder die privaten Operationen mit alleiniger Garantie des Staates.

Staatsanleihen im Interesse des Schatzes.

Wenn die italienische Regierung die Absicht haben sollte, in dem Prozeß der Revalorisierung der Währung fortzufahren, würde sie vielleicht die Möglichkeit haben, eine Finanzoperation durchzuführen, die darin besteht, die nationale Schuld in eine auswärtige Anleihe umzuwandeln, welche aufgenommen wird, während die Devisenkurse hoch stehen; diese auswärtige Schuld könnte wieder in eine nationale Anleihe umgewandelt werden, wenn die Devisenkurse heruntergegangen sind. Diese Operation hat den Zweck, daß der Schatz aus dem Gewinn Nutzen zieht, der sich aus der Verschiedenheit des Wechselkurses im Augenblick der beiden Umwandlungen ergeben würde.

Erläutern wir die Operation durch ein Beispiel:

Nehmen wir an, daß Italien im Jahre 1928 eine Anleihe von 100 Millionen Dollars zu 5% mit Eingreifen des Schatzes von den Vereinigten Staaten erlangt. Ein Darlehen von Regierung zu Regierung scheint mir möglich unter folgenden Bedingungen:

Augenblicklich beträgt der Wechselkurs 19 Lire. Die Anleihe wird dem Schatz 1900 Millionen einbringen, die zum Ankauf von konsolidierter Anleihe dienen sollen. Nehmen wir an, daß infolge solcher Nachfrage der Kurs der konsolidierten Anleihe auf 95 steigen wird,

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

so werden mit den 1900 Millionen Anleihestücke für den Nominalwert von zwei Milliarden erworben werden. Diese Schuldverschreibungen sind vom Umlauf zurückzuziehen und zu vernichten.

Wenden wir uns nun zu dem Augenblick, in welchem der Dollarkurs auf 10 Lire gefallen ist und die italienische Regierung die Rückzahlung der 100 Millionen Dollars anordnet. Zur Rückzahlung an Amerika wird es genügen, für eine Milliarde Lire Stücke der öffentlichen Schuld zu emittieren.

Das Gesamtergebnis der beiden oben beschriebenen Operationen ist folgendes:

Was das Kapital angeht, so sind zwei Perioden zu unterscheiden: vor und nach der Rückzahlung der Anleihe an das Ausland.

1. Während der Dauer der auswärtigen Schuld belaufen sich die Zinsen von 100 Millionen Dollars zu 5% auf 5 Millionen Dollars, d. h. 95 Millionen Lire, so lange der Wechselkurs 19 beträgt, und auf allmählich bis auf 50 Millionen abnehmende Summen, wenn der Wechselkurs durch aufeinanderfolgende Etappen der Erhöhung des Lirawerts und der Stabilisierung auf 10 Lire sich bessert. In jedem Fall gibt es eine Ersparnis, die je nach dem Wechselkurs zwischen 10 und 50 Millionen sich bewegt, wenn man bedenkt, daß 100 Millionen Zinsen für die zwei Milliarden konsolidierte Anleihe, die aus dem Umlauf gezogen sind, nötig gewesen wären.

Nach der Heimzahlung der auswärtigen Schuld und der Emission von konsolidierter Anleihe auf unserem Markt im Betrag von einer Milliarde Lire wird der Vorteil in der Gesamtrechnung ein doppelter sein:

a) weil die Verzinsung auf ein Kapital von 1 Milliarde statt auf 2 Milliarden zu leisten ist;

b) weil der Zinssatz, zu welchem man diese Milliarde öffentlicher Schuld in einem Augenblick besserer wirtschaftlicher Bedingungen, die auf die Devisenverbilligung auf 10 Lire zurückzuführen sind, emittieren wird, sicher weniger als 5%, vielleicht nur 4,50 oder gar nur 4% betragen wird. Wenn man hierzu gelangen würde, würde man ein Ergebnis erreichen, das man vergeblich von einer oder mehreren Rentenkonversionen erhoffen könnte, besonders da bis 1931 die konsolidierte Rente gegen die Möglichkeit von Konversionen gesichert ist.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Insgesamt wird die Zinslast 40 bis 50 Millionen gegenüber den 100 Millionen betragen, welche augenblicklich und mindestens bis 1931 die 2 Milliarden konsolidierte Kriegsanleihe belasten. Wenn die Anleihebedingungen besser oder schlechter, als die oben angenommenen, und die Devisenkurse mehr oder weniger günstig würden, können die Ergebnisse ziffermäßig sich verbessern oder verschlechtern; doch ist es aus den angestellten Berechnungen klar, daß sich immer für die Finanzen und für unsere Volkswirtschaft ein großer Gewinn ergeben wird. In der Tat ergeben sich folgende Vorteile:

A. Für den Staatsschatz:

1. Verminderung des Kapitals der öffentlichen Schuld;
2. Ermäßigung des Zinssatzes und des Aufwands für die Zinszahlungen;

B. Für die Volkswirtschaft:

3. Verminderung des für die auswärtige Anleihe zu zahlenden Devisenpreises;
4. Vermehrung der für die produktiven Anlagen des Marktes verfügbaren Kapitalien.

In der Tat erwirbt mit dem Erlös der auswärtigen Anleihe der Staat konsolidierte Schulden für 1900 Millionen, die nunmehr für produktive Anlagen auf dem Markt verfügbar bleiben. Auch später, wenn der Wechselkurs sinkt und der Staat bei Rückzahlung der auswärtigen Anleihe dem Markt eine Milliarde durch die Emission neuer öffentlicher Schuldverschreibungen entzieht, bleiben noch immer für die privaten Kapitalanlagen 900 Millionen von den 1900 Millionen verfügbar, welche bei Beginn der Aufnahme der auswärtigen Anleihe in öffentlicher Schuld angelegt und daher der Produktion entzogen waren.

2. Demgemäß kann sich auf dem Markt eine Zinsermäßigung durchsetzen, vermehrte Kapitalanlage in produktiven Unternehmungen, Entwicklung der Produktion, Verminderung der Arbeitslosigkeit, eine Milderung der Preise und der Krisis.

Wenn demgegenüber die Stabilisierung der Lira zum augenblicklichen Satz definitiv ist, wäre vielleicht die Zweckmäßigkeit der Operation zweifelhaft, welche ein erfahrener Mitarbeiter der Rivista Bancaria in Aussicht genommen hatte; sie bestand in Staatsdar-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

lehen, die dem Land Kapitalien liefern sollten. Um seinen Gedanken zu verdeutlichen, versichert der Verfasser, daß man mit ernsthaftem wirtschaftlichen Vorteil eine Staatsanleihe von z. B. 100 Millionen Dollars (immer vorausgesetzt günstige Stimmung des amerikanischen Markts) abschließen könnte, deren Nettoerlös von voraussichtlich 1600 Millionen Papierlire (zum Kurs 350 Papierlire gleich 100 Goldlire) dazu dient, eine Milliarde zurückzuzahlen, indem man am Markt eine entsprechende Menge — je nach Kursstand — von Liktorenanleihe, neunjährigen Schatzanweisungen oder konsolidierter Schuld ankauft und den Rest entweder zur Verstärkung des Kassenbetriebsfonds oder mit 500 Millionen für ein Rechnungsjahr zur Amortisation der Schatzanweisungsschuld gegenüber der Banca d'Italia oder zum Rücklauf — nach jeweiligem Börsenkurs — sonstiger öffentlicher Schulden verwendet.

Damit würde dem Staatshaushalt in Papierlire die Anleihe etwas mehr (und beim Verkauf neunjähriger Schatzanweisungen bedeutend weniger) kosten, als gegenwärtig der Teil der inneren Schuld kostet, welcher getilgt werden würde.

Zu den gegenwärtigen Kursen würde aus dem Effektiverlös der auswärtigen Anleihe nicht weniger als 140 % des Nennwerts der inneren Anleihen getilgt werden können.

Die derart dem Inland zufließenden Gelder würden in den privaten Wirtschaften den Kapitalmangel ausfüllen und mit der bedeutenden Aussaat von neuen Mitteln eine Ernte dazu von vermehrten beweglichen Ersparnissen fördern.

Wohlverstanden wäre es nötig, ausreichend Lire im Austausch gegen Dollars zu liefern. Die Lire würden, entsprechend der Erfahrung in ähnlichen Fällen, bei einem Zustand stabiler Währung dann doch nach Meinung des Verfassers in der Form von Depositen wieder zurückströmen.

Dieser Gedanke mag kühn erscheinen, besonders bei einem Mann, dem auswärtige Anleihen nicht sympathisch waren.

Aber für besondere Übel bedarf es besonderer Heilmittel.

Es handelt sich darum, den Mangel an beweglichen Ersparnissen Italiens zu heilen, in der Erwartung, daß diese Ersparnisse in alter Lebhaftigkeit wieder aufleben. Als Heilmittel von

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sicherer Wirkung gibt es nichts besseres, als die auswärtige Anleihe, und dieser wird Sympathie entgegengebracht, ja, sie wird geradezu gefordert[8]).

Eingreifen des Staates als Vermittler und Bürge für ausländische Anleihen.

Man muß auch die Politik revidieren, welche den Staat von jeglichem Eingriff zurückhalten will, der die Finanzierungsoperationen von öffentlichen Körpern und Privatpersonen begünstigen könnte; diese Politik wurde von der ehrlichen, aber übertriebenen Besorgnis beeinflußt, daß der Staat Gefahren und Verluste erleben könnte.

In zweierlei Art äußert sich heute das Eingreifen des italienischen Staatsschatzes für Zuweisung ausländischer Kredite an industrielle Firmen und an öffentliche Körper. Vor allem greift der Finanzminister ein mit Ermächtigungen zugunsten solcher Operationen, unter Berücksichtigung des Risikos und der gebotenen Vorsicht. Sorgfältig werden die Bedürfnisse der Firmen oder der Schulden aufnehmenden öffentlichen Körper gesiebt, vor allem unter dem Gesichtspunkt, ob es sich um produktive Zwecke handelt und ob eine Verbesserung der Handelsbilanz zu erwarten ist nach der Bestimmung der entliehenen Summen; auch alle anderen Bedingungen werden geprüft, welche den Erfolg jeder Emission sichern oder die Stärkung des Kredits auf fremden Märkten fördern können. Außerdem übernimmt bis zu 100 Millionen Dollars der Staatsschatz die Garantie für den Wechselkurs, entsprechend dem Dekret vom 14. November 1926, welches die durch Anleihen von italienischen Unternehmungen eingegangenen Summen zu seiner Verfügung stellt.

Aber der Staat müßte seinen Einfluß auch geltend machen, um von den fremden Regierungen zu erreichen, daß sie in ihrem Land Emissionen für Kapitalanlagen bei uns veranstalten, weil nur die öffentlichen nationalen Anleihen in weitgehendem Maße und zu günstigen Bedingungen von den Kapitalisten gezeichnet werden. Dies entspricht übrigens dem gemeinsamen Interesse der Staaten. Tatsächlich begünstigt die Kapitalausfuhr gleichzeitig das Gläubigerland und das Schuldnerland, weil früher oder später das Darlehen

[8] M. Mazzuchelli, Considerazioni sul conto del Tesoro, sul bilancio e sulla circolazione, Convenienza di prestiti esteri. — Rivista Bancaria, Luglio 1927, pag. 541.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

darauf hinwirkt, eine Nachfrage der Warenausfuhr aus dem Gläubigerland zu befördern.

Verschiedene Finanzinstitute, die bereits gut organisiert sind, können Anleihen entgegennehmen, welche im Ausland untergebracht sind, und dem Staate Bürgschaft anbieten für die Zahlung der Zinsen und die Heimzahlung der Kapitalien, wie z. B. das Kreditinstitut für Arbeiten von öffentlichem Nutzen, das Kreditkonsortium für öffentliche Arbeiten, das Kreditinstitut für die italienische Arbeit im Ausland, die Devisenstelle, außerdem die Banca d'Italia, die alten Notenbanken und die Bodenkreditinstitute, die Sparkassen, die hauptsächlichen eigentlichen Kreditbanken und die Versicherungsinstitute.

Auch müßte man mit Unterstützung aller dieser Institute ein besonderes Konsortium auf festesten Grundlagen für die Verwendung der eingeführten Kapitalien und für das sorgfältige und kluge Studium dieser Kapitalanlagen begründen. Man hätte so ein Institut für auswärtige Finanzierungen, dessen Aufgabe für die Privatunternehmungen dieselbe sein müßte, welche für die Unternehmungen von öffentlichem Nutzen und für die öffentlichen Arbeiten von den dafür geschaffenen Instituten oder Kreditkonsortien erfüllt wird; dies würde bedeuten, daß die Finanzierung mit fremden Kapitalien befördert würde, und daß die neue Organisation als Puffer diente, um eine Beherrschung der italienischen Unternehmungen durch fremdes Kapital fernzuhalten.

Die Finanzoperationen mit Hilfe dieser zwei Institute angesichts von Auslandskrediten unter staatlicher Garantie können die folgenden sein:

1. Darlehen für hydroelektrische Anlagen und für hydraulische und agrarische Meliorationen, welche vom Staat und den Selbstverwaltungskörpern in mannigfacher Art unterstützt werden und sich besonderer Privilegien erfreuen.

2. Darlehen für Häuserbau und Verschönerung von Aufenthaltsorten. Indem man im Ausland staatlich garantierte Pfandbriefe plaziert, oder indem man mit ausländischem Kapital in Italien von den Bodenkreditinstituten für Häuserbau ausgegebene Pfandbriefe erwirbt, könnte der Staat in großem Maße die Lösung der Wohnungsfrage erleichtern, ohne irgendeine Gefahr zu laufen und ohne die riesigen Lasten zu übernehmen, welche in der Gegenwart der Staat sich für Häuserbau aufgebürdet hat.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Ein umfassender Plan des Häuserbaus kann studiert werden, nicht nur um den Mangel an Wohnungen vor allem für die mittleren Klassen und für das ärmere Volk zu vermindern, sondern auch um unsere Städte zu verschönern und mit dem auszustatten, was für die Ansprüche des modernen Lebens nötig ist.

Dies ist erforderlich für unser Land, welches so reich an anziehenden Kunstwerken, an natürlichen Schönheiten und historischen Monumenten ist, um den Zuzug von Fremden zu befördern, die in Italien die Bequemlichkeiten wiederzufinden wünschen, welche sie in ihrer Heimat haben.

3. Kreditaufnahmen unter Garantie industrieller Werte. Das Institut für ausländische Finanzierungen, welches unter Mitwirkung der Banca d'Italia, der Cassa Depositi e Prestiti, der eigentlichen Kreditbanken, der Sparkassen und anderer Bankinstitute zu schaffen wäre, vor allem zur Förderung der nationalen Industrie und zur Umwandlung der Verpflichtungen in fremder Währung in langfristige Liraschulden und zur Ermöglichung der durch die Valutasanierung nötig gewordenen Amortisierungen, müßte ermächtigt werden, im Ausland staatlich garantierte Schuldverschreibungen zu emittieren oder in ausländischer Währung unter Beihilfe und mit Bürgschaft des Staates Anleihen abzuschließen.

4. Anleihen zur Finanzierung unserer reglementierten Auswanderung. Es gibt öffentliche Arbeiten im Ausland, sowohl in Europa wie auswärts, es gibt Kolonisierungen, die unsere Auswanderer mit Vorteil bewirken könnten, wenn sie über Kapitalien zu günstigen Bedingungen verfügen würden. Italienisches Kapital ist nur spärlich für den inneren Markt vorhanden und kann hierfür nicht hergegeben werden.

Auf verschiedene Art kann man daran denken, das nötige Kapital zu erlangen: entweder durch Finanzierung mit Hilfe von auswärtigen Anleihen von Kolonialbanken oder von Kreditinstituten für öffentliche Arbeiten oder für Arbeiten von öffentlichem Nutzen in den Ländern, nach welchen sich unsere Auswanderung und unsere Arbeitsinitiative lenkt. Es ist festzustellen, daß zur finanziellen Unterstützung der zehn Millionen Italiener, die sich im Ausland befinden, keine ausschließlich italienische Kreditorganisation vorhanden ist, außer wenn man hierher das junge Istituto di Credito per il lavoro italiano

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

all'estero rechnen will, welches nur 100 Millionen Lire Kapital hat und bis jetzt eine nennenswerte Tätigkeit nicht entfalten konnte.

5. Kredite für die Einfuhr und Ausfuhr von Waren. Unter allgemeiner Berücksichtigung der Einfuhren, welche aus Ländern stammen mit einem Finanzmarkt, der an Kapital Überfluß hat, müßte Italien seine Politik darauf einstellen, diejenigen Länder für die Einfuhr nach unserem Land zu bevorzugen, die uns für die eingeführten Waren langfristige Kredite zugestehen.

Mit derartig erlangten Krediten gewinnt man die Mittel, um in weitgehendem Maße unserer Ausfuhr Kredit zu gewähren, derart, daß sich die Formel der wirtschaftlichen und finanziellen Politik verwirklichen kann, auf Kredit Einfuhren zu erlangen und mit Kreditgewährung zu exportieren.

6. Anleihen für öffentliche Arbeiten, wie Eisenbahnen, Häfen usw., wofür besondere Konsortien mit Beteiligung und auch mit Garantie der öffentlichen Körper existieren.

7. Gemeindliche und provinzielle Anleihen für die Konsolidierung schwebender Schulden und für die wirtschaftliche und rentable Ausführung produktiver Arbeiten.

Auswärtige unmittelbare Kapitalanlagen in Italien. Man muß auch die unmittelbare Anlage von Kapitalien in Italien ermutigen, wenn es sich um fremde Unternehmungen handelt, die in Italien ihre industriellen Werke für die Produktion von Waren unter Beschäftigung vieler Handarbeiter begründen. Solche Betriebe sind erwünscht, sowohl für die nationale Versorgung, wie auch für die Ausfuhr.

Da die italienischen Handarbeiter nicht frei nach Amerika strömen können, wo die Einwanderung zur Aufrechterhaltung der hohen Löhne der amerikanischen Arbeiter beschränkt ist, kann das Kapital und die Initiative Amerikas nach Italien kommen, um von den vorteilhaften Bedingungen des italienischen Arbeitsmarktes Gewinn zu ziehen.

Man braucht nicht politische Besorgnisse gegenüber diesen fremden Unternehmungen zu haben, welche dazu beitragen, das vom politischen und wirtschaftlichen Standpunkt so wichtige Problem zu lösen, in Italien einer Bevölkerung Arbeit zu geben, welche wächst mit einer Flut von 440000 im Jahr, und welche nicht den nationalen Reichtum in dem Maße entwickelt sieht, in welchem sie zunimmt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Auch diese Form des Eingreifens der internationalen Finanz ist für die wirtschaftliche Expansion Italiens günstig und trägt zur schnelleren Beseitigung der Krisis bei, die noch Italien und die Weltwirtschaft belastet.

V.

Wenn wir jetzt dazu übergehen, Italiens Stellung in seinen internationalen Beziehungen als Schuldner und Gläubiger zu betrachten, müssen wir vor allem auf die Reparationen und auf die Kriegsschulden gegenüber den früheren Alliierten hinweisen.

Die Reparationsleistungen, welche Italien von deutscher Seite zu erwarten hat, werden gegenwärtig auf 4300 Millionen Goldlire der Vorkriegszeit oder auf ungefähr 660 Millionen Dollars geschätzt.

Gemäß den Abkommen von Washington und von London wird die Kriegsschuld Italiens gegenüber den Vereinigten Staaten und England in den einzelnen Fällen konsolidiert in $ 2,042 Millionen Kapitalschuld und $ 365 Millionen Zinsen und in £ 276,7 Millionen, beide Zahlungen innerhalb 62 Jahren zu leisten.

Der Dienst dieser Schulden und Forderungen ist der öffentlichen Schuldentilgungskasse anvertraut.

Die ersten Quoten dieser Zahlungen zeigen ein Überwiegen der Ziffern zugunsten Italiens.

	Schuld	Reparationen	Unterschied
	(in Millionen Dollars)		
1926—1927	15 (schon bezahlt)	29	14
1927—1928	25 (schon bezahlt)	42	17
1928—1929	25	60	35
1929—1930	26	60	34
1930—1931	26	60	34
1931—1932	26	60	34

Aber man muß bedenken, daß die Reparationen in ungefähr 37 Jahren erschöpft sein können, während die Schulden in 62 Jahren zu bereinigen sind.

Der Standpunkt der italienischen Regierung diesen Posten gegenüber ist, daß sie sich gegenseitig entsprechen müssen, und daß die Reparationen nicht geändert werden können, ohne daß gleichzeitig das Schicksal der Schulden gegenüber der alten Kriegsverbündeten entsprechend geändert wird.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

In der Nachkriegszeit hat Italien, hauptsächlich aus politischen Gründen und auch zur Förderung der Expansion wirtschaftlicher italienischer Interessen, sich an der Unterbringung folgender Anleihen unter den italienischen Sparern beteiligt (nach liebenswürdiger Weise von der Confederazione Generale Bancaria Fascista zur Verfügung gestellten Angaben):

Österreichische Anleihe $6^1/_2$ %	1923	Stücke zu nominell 500 Lire	in Italien emittierter Anteil	1200 Mill. Lire
Polnische Anleihe 7 %	1923	do.	do.	400 Mill. Lire
Ungarische Anleihe 7 %	1924	do.	do.	170 Mill. Lire
Deutsche Anleihe 7 %	1924	do.	do.	100 Mill. Lire
Griechische Anleihe 6 %	1924	do.	do.	400000 Lstlg.

So bescheiden noch die bis jetzt in Südamerika und den eigenen afrikanischen Kolonien auswärts angelegten Kapitalien sind, so muß doch das Istituto Nazionale di Credito per il lavoro italiano all'estero besonders erwähnt werden; wie sein Name sagt, ist es begründet, um von italienischen Auswanderern geleitete Unternehmungen zu finanzieren, wobei man sie fremder Ausbeutung zu entziehen und ihrer bloßen Arbeitskraft auch die des Kapitals hinzuzufügen sucht.

Dieses Institut wurde am 15. Dezember 1924[9] mit den folgenden Aufgaben begründet:

a) zur vollständigen oder teilweisen Finanzierung von Arbeitsunternehmungen oder von Kolonisierungen im Ausland, welche wenigstens vorwiegend italienische Handarbeiter beschäftigen;

b) zur Gewährung von Vorschüssen für Kautionen oder für Materialanschaffungen oder für Geräte, welche für Übernahme von Arbeitsaufträgen oder für Kolonisationsarbeiten nötig sind, mag es sich um kollektive oder um genossenschaftliche Unternehmungen vaterländischer Arbeiter handeln, ausnahmsweise auch für einzelne Kolonisten oder kleine gewerbliche Unternehmer im Ausland;

c) Zusammenstellung von Angaben und Berichten über Arbeiten oder Kolonisationen im Ausland, wobei erforderlichenfalls auch die

[9] R. D. 15 Dicembre 1924, Nr. 3148.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

in Betracht kommenden Pläne entworfen werden, ferner auch Zusammenstellung von Berichten über die Handelsbewegung und über die Lage der Märkte in Beziehung auf Verwendung italienischer Arbeiter;

d) Förderung, Verstärkung und Sammlung der Ersparnisse der Italiener im Ausland.

Die finanzielle Tätigkeit des Instituts — welches 100 Millionen Kapital in Aktien und Obligationen hat — will sich nach den Grundsätzen der privaten Bankunternehmungen richten.

Es handelt sich nicht um ein staatliches oder halbstaatliches Organ — trotz staatlicher Titel einiger Räte und Syndizi für einige Bezirke —, sondern um eine gewöhnliche handelsrechtliche Aktiengesellschaft.

Finanziert mit den Geldmitteln, welche die Auswanderung selbst im weiteren Sinn aufgebracht hat — nämlich durch die Abgabe, die die Auswanderungsunternehmungen für die Beförderung jedes Auswanderers an den durch die Geldsendungen der Auswanderer an die Heimat begründeten Fonds bezahlt haben —, könnte das „Istituto Nazionale di Credito per il lavoro italiano all' estero" ein Verteiler wahrer und echter Kredite für die auswandernden Handarbeiter sein.

Aber mehr als für die Begebung von Anleihen oder Kapitalien im Ausland sind die finanziellen internationalen Beziehungen Italiens beachtenswert, soweit es sich um die Kredite handelt, die auf auswärtigen Märkten erlangt wurden.

Der Zeitraum, in welchem sich solche Operationen ausbildeten, ist verhältnismäßig kurz, da die Bewegung Ende des Jahres 1925 begann, Mitte des Jahres 1927 durch das Verbot, welches die Regierung mit Rücksicht auf die Lirastabilisierung über neue Operationen verhängte, abbrach und mit Vorsicht im Jahre 1928 wieder aufgenommen wurde.

Die im Ausland zugunsten von Firmen oder öffentlichen Körperschaften Italiens aufgenommenen Anleihen belaufen sich im Februar 1928 insgesamt auf 6975 Millionen Lire, was 339 Millionen Dollars der Vereinigten Staaten, 3,049 Millionen Pfund Sterling, 44,69 Millionen Schweizer Franken, 4,225 Millionen holländische Gulden und 65 Millionen von den Vereinigten Staaten entliehene Lire bedeutet.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Doch muß darauf aufmerksam gemacht werden, daß in diesen Ziffern 2 Millionen Dollars und 12 Millionen Schweizer Franken enthalten sind, die Ende des verflossenen Jahres fällig wurden, und 3 Millionen Schweizer Franken und 250000 Gulden, die 1928 fällig sind.

Das von Amerika teils in Dollars, teils in Lire gelieferte Kapital ist fast vollständig in langfristigen Darlehen von 10 bis 30 Jahren angelegt; nur 25 Millionen betreffen Operationen bis zu 3 Jahren. Entsprechend stellen nur 50000 £ von den entliehenen Pfund-Sterling-Summen kurzfristige Darlehen dar. Anderseits ist das schweizerische Kapital fast ausschließlich in kurzfristigen Operationen dargeboten; 6 Millionen Franken sind auf zehn Jahre, 5 auf fünf Jahre, 3 zur Hälfte auf drei Jahre und zur anderen Hälfte auf fünf Jahre dargeliehen, während die übrigen 30 Millionen Franken ausschließlich Operationen von höchstens drei Jahren betreffen. Das holländische Kapital hat einen Mittelweg eingeschlagen: 1 Million Gulden ist auf 20 Jahre, 3 Millionen auf fünf Jahre dargeliehen; etwas weniger als 200000 auf kurze Frist.

Betrachten wir in der folgenden Übersicht den Betrag in italienischer Währung der langfristigen Kredite, das heißt der Anleihen mit mehr als ein Jahr Verfallfrist, welche 1927 im ganzen emittiert oder autorisiert worden sind, und die Gliederung der Institute oder der Industrien, welche von dem fremden Kapital Nutzen zogen.

Auswärtige Kredite.

(Millionen Lire.)

	1925	1926	1927		Insgesamt am 31. Dezember 1927
			1. Halbjahr	2. Halbjahr	
An den Staat oder die Gemeinden	1900	—	1114,0	—	3040,0
An Institute von öffentl. Nutzen	—	380,0	374,3	—	754,3
An Elektrizitätsgesellschaften . .	190	307,8	722,0	—	219,8
An chemische Gesellschaften . . .	—	100,7	228,0	—	328,7
An Maschinenbau- oder metallurgische Gesellschaften . . .	—	230,0	36,1	—	266,1
An Schiffahrtsgesellschaften. . .	—	91,2	119,7	—	210,9
An die Kunstseidenindustrie. . .	—	129,2	22,8	—	152,0
An Bodenkreditinstitute	—	—	—	95	95,0
An Finanzgesellschaften	—	—	76,0	—	76,0
An die Kautschukindustrie . . .	—	—	76,0	—	76,0
An die Textilindustrie.	—	25,0	15,2	—	40,2
An verschiedene Industrien. . .	—	19,0	21,8	—	41,8
Insgesamt	2090	1282,9	2832,9	95	6300,8

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Italienische Anleihen, die im Ausland emittiert wurden.

Zeitpunkt der Anleihe	Name	Nominalkapital in Dollars	Zinsfuß in Prozent	Stückelung in Dollars	Kupontermine	Heimzahlung[9] anfängliche	Heimzahlung[9] schließliche	Rückkaufsberechtigung von ab	Rückkaufsberechtigung Preis
1. 12. 1925	Regno d'Italia	100 000 000	7	1000 500 100	1. 6. 1. 12.	1926	1951	1941	Zum Nennwert
1. 12. 1925	Soc. Gen. Italiana Edison di Elettricitä (hypothekarisch gesichert)	10 000 000	6½	1000	1. 6. 1. 12.	1926	1955	1926	Aufgeld von 7 %, abnehmend in den folgenden Jahren
1. 1. 1926	Istituto di Credito per le Imprese di Pubblica Utilitá (hypothekarisch gesichert)	20 000 000	7	1000 500 100	1. 1. 1. 7.	1927	1952	1926	Aufgeld von 5 %, abnehmend in den folgenden Jahren
1. 1. 1926	Società Italiana per il Gas[10] (garantiert)	5 000 000	7	1000	1. 1. 1. 7.	1927 zu den in der letzten Spalte bezeichneten Bedingungen	1936	1626 1930 1932	Aufgeld von 5 % Aufgeld von 2½ % Aufgeld von 1 %
1. 2. 1926	Lloyd Sabaudo (hypothekarisch gesichert)	2 400 000	7	1000	1. 2. 1. 8.	1930	1941	1926	Aufgeld von 4 %, abnehmend in den folgenden Jahren
1. 5. 1926	Soc. An. Benigno Crespi (hypothekarisch gesichert): 21 000 000 ital. Lire	810 810	7	5000 ital. Lire	1. 5. 1. 11.	1931	1956	1936	Zum Nennwert
1. 7. 1926	Fiat	10 000 000	7	1000 500	1. 1. 1. 7.	1927 mit 5 % Aufgeld	1946	1927	Aufgeld von 5 %
1. 12. 1926	Soc. Lombarda per Distribuzione di Energia Elettrica[11] (hypothekarisch gesichert)	6 000 000	7	1000 500	1. 6. 1. 12.	1927	1952	1927	Aufgeld von 5 %, abnehmend nach 1931
	Übertrag	154 210 810							

[9] Zum Nennwert; im gegenteiligen Fall ist der Einlösungskurs besonders anzugeben. [10] Emittiert von der „International Power Securities Corporation". [11] Eine zweite Tranche von vier Millionen Dollars ist im März 1928 emittiert worden.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Italienische Anleihen, die im Ausland emittiert wurden (Fortsetzung).

Zeitpunkt der Anleihe	Name	Nominalkapital in Dollars	Zinsfuß in Prozent	Stückelung in Dollars	Kupontermine	Heimzahlung anfängliche	Heimzahlung schließliche	Rückkaufsberechtigung von ab	Rückkaufsberechtigung Preis
	Übertrag:	154 210 810							
1. 12. 1926	Unione Esercizi Elettrici (hypothekarisch gesichert)	6 000 000	7	1000	1. 6. 1. 12.	1927	1956	1927	Aufgeld von 5 %, abnehmend ab 1936
31.12.1926	Snis-Viscosa Soc. Naz. Industria Applicazioni Viscosa (hypothekarisch gesichert.) Lst. 1400000	6 813 000	7½	Lst. 1000 Lst. 500 Lst. 100	30. 6. 31. 12.	1929	1951	1934	Aufgeld von 3 %
1. 1. 1927	„Montecatini" Soc. Gen. per l'Industria Mineraria e Agricola	10 000 000	7	1000 500	1. 1. 1. 7.	1927 zu den in der letzten Spalte bezeichneten Bedingungen	1937	1927 1932	Aufgeld von 2 % Zum Nennwert
15. 1. 1927	Soc. Gen. Elettrica dell' Adamello[12] (hypothekarisch gesichert)	6 000 000	7	1000	15. 1. 15. 7.	1927	1952	1927 1931 1935 1939 1944	Aufgeld aon 5 % Aufgeld von 4 % Aufgeld von 3½ % Aufgeld von 3 % Aufgeld von 2½ %
1. 2. 1927	Soc. Gen. Italiana Edison di Elettricità[12] (hypothekarisch gesichert)	10 000 000	7	1000	1. 2. 1. 8.	1927	1957	1927	Aufgeld von 5%, abnehmend in den folgenden Jahren
1. 3. 1927	Consorzio di Credito per le Opere Pubbliche (garantiert)	4 500 000	7	1000	1. 3. 1. 9.	1927	1937	1927	Aufgeld von 2½ %
		7 500 000	7	1000	1.3., 1.9.	1927	1927	1927 1937	Aufgeld von 2½ % Zum Nennwert
1. 3. 1927	Consorzio di Credito per le Opere Pubbliche (garantiert)								
	Lst. 500 000	2 433 000	7	Lst. 500 100	1.3., 1.9.	1927	1937	1927	Aufgeld von 2½ %
	Lst. 1 100 000	5 353 000	7	Lst. 500 100	1.3., 1.9.	1927	1947	1927 1937	Aufgeld von 2½ % Zum Nennwert

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

1. 4. 1927	Città di Roma	30 000 000	6½	1000 500 100	1. 4. 1. 10.	1928	1952	1937	Zum Nennwert
1. 4. 1927	Città di Milano	30 000 000	6½	1000 500 100	1. 4. 1. 10.	1928	1952	1937	Zum Nennwert
1. 4. 1927	Società Meridionale di Elettricità (hypothekarisch gesichert)	12 000 000	7	1000 500	1. 4. 1. 10.	1928	1957	1927	Aufgeld von 3 %, abnehmend in den folgenden Jahren
1. 4. 1927	Società Adriatica di Elettricità (hypothekarisch gesichert)	5 000 000	7	1000 500	1. 4. 1. 10.	1933	1952	1932	Aufgeld von 2½ %, abnehmend in den folgenden Jahren
1. 5. 1927	Società Idroelettrica dell' Isarco (hypothekarisch gesichert)	5 000 000	7	1000 500	1. 5. 1. 11.	1930	1952	1932	Aufgeld von 5 %, abnehmend in den folgenden Jahren
1. 5. 1927	Società Italiana Pirelli	4 000 000	7	1000	1. 5. 1. 11.	1928 Aufgeld von 4 %	1952	1937	Aufgeld von 5 %, abnehmend in den folgenden Jahren
1. 6. 1927	Fabbrica Automobili Isotta Fraschini (hypothekarisch gesichert)	1 500 000	7	1000	1. 6. 1. 12.	1927	1942	1927	Aufgeld von 5 %
1. 10. 1927	Istituto di Credito Fondiario delle Venezie (hypothekarisch gesichert)	5 000 000	7	1000 500	1. 4. 1. 10.	1928	1952	1928	Zum Nennwert
	Insgesamt am 31. 12. 1927	305 309 810							
1. 1. 1928	Italian Superpower Corporation	20 250 000	6	1000 5000 und vielfacher hiervon	1. 1. 1. 7.	—	1963	1928	Aufgeld von 7½ %
1. 2. 1928	„Terni" Società per l'industrie e l'Elettricitá (hypothekarisch gesichert)	12 000 000	6½	1000	1. 2. 1. 8.	1928	1953	1928	Aufgeld von 3 %, abnehmend in den folgenden Jahren
	Summe	337 559 810							

[12] Emittiert von der „International Power Securities Corporation".

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

In den ersten zwei Monaten des laufenden Jahres wurden in Amerika italienische Anleihen im Betrag von weiteren 36,2 Millionen Dollars (oder 688 Millionen Lire) emittiert. Eine dieser Emissionen, die von der Italian Superpower Corporation von Dover (im Staat Delaware, USA.) veranlaßt wurde, verdient besondere Erwähnung, da sie von einem Investment-Trust ausging, der durch italienische Initiative und mit Unterstützung der amerikanischen Hochfinanz begründet wurde.

Seine Hauptaufgabe ist, ein Portefeuille von italienischen Elektrizitätseffekten anzusammeln, die nötigen Mittel werden durch Ausgabe besonderer Obligationen in den Vereinigten Staaten beschafft. Die erste Operation dieses Unternehmens ist durch die Emission von $ 20250000 Obligationen finanziert worden.

In dem Verzeichnis S. 185—187 finden sich die wesentlichen Angaben über alle Anleihen, die durch öffentliche Subskription untergebracht worden sind.

Aus den Korrekturbogen einer Veröffentlichung der Banca Commerciale Italiana, welche uns Herr Domenico Boffito, der Leiter des Studienbureaus genannter Bank, in liebenswürdiger Weise zur Verfügung gestellt hat, können wir, außer den eben mitgeteilten Ziffern, auch die folgenden Angaben über die einzelnen in den Jahren 1927 und 1928 abgeschlossenen Anleihen wiedergeben:

Italienische im Ausland emittierte Anleihen.

Zeitpunkt	Schuldner	Kapital	Emissionskurs / Zinsfuß	Einlösungskurs / Heimzahlungstermin	Kupontermine
1. 1. 1927	Montecatini-Società Generale per l' industria mineraria ed agricola, Mailand [14]	$ 10 Mill. [13]	96,50 7 %	100 1937	1. 1. 1. 7.

Stückelung: $ 1000, 500.

Einlösung: Ansammlung eines Amortisationsfonds, der hinreicht, um wenigstens die Hälfte der ausgegebenen Obligationen zurückzuzahlen. Berechtigung zum vor-

[13] Die unter Mitwirkung der Banca Commerciale Italiana Trust Co. emittierten Anleihen sind unterstrichen.

[14] Ein Teilbetrag der Anleihe ($ 1250000) wurde in England, Deutschland, Schweden, Holland und Schweiz emittiert.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

zeitigen Rückkauf, auch in Teilbeträgen, unter Innehaltung einer sechzigtägigen Kündigungsfrist, mit einem Aufgeld von 2 % (zuzüglich Zinsen) bis 1. Januar 1932, und zum Nennwert in jedem folgenden Zeitabschnitt. Jeder Obligation von 1000 Dollars entspricht ein Gutschein, der auch unabhängig von der Obligation veräußerlich ist und vom 1. Juli 1927 bis zum 30. Juni 1932 zum Ankauf von 50 Gesellschaftsaktien (25 für Obligationen zu 500 Dollars) berechtigt, und zwar zum Preis von 11,50 Dollars per Aktie, wenn die Option bis 30. Juni 1930, zu $ 12 per Aktie, wenn sie zwischen 1. Juli 1930 und 30. Juni 1932 ausgeübt wird.

Treuhänder: Guaranty Trust Company of New York.

Zeitpunkt	Schuldner	Kapital	Emissionskurs / Zinsfuß	Einlösungskurs / Heimzahlungstermin	Kupontermine
15. 1. 1927	Società General Elettrica dell' Adamello, Mailand	$ 6 Mill.	95,50 7 %	100 1952	15. 1. 15. 7.

(International Power Securities Corporation. Serie F.)

Stückelung: $ 1000.

Hypothekarische Sicherung: Erste Hypothek auf die Einrichtungen.

Einlösung: In 50 nahezu gleichen Halbjahrsraten (vom 15. Juli 1927 ab) mittels Auslosungen und mit dem Recht des Rückkaufs am Markt. Berechtigung zur vorzeitigen Heimzahlung der ganzen Anleihe bei jedem Halbjahrskuptontermin, mit 5 % Aufgeld bis 15. Januar 1931, 4 % bis 15. Januar 1935, 3,50 % bis 15. Januar 1939, 3 % bis 15. Januar 1944; 2,50 % an jedem späteren Zeitpunkt.

Treuhänder: Bankers Trust Company, New York.

Zeitpunkt	Schuldner	Kapital	Emissionskurs / Zinsfuß	Einlösungskurs / Heimzahlungstermin	Kupontermine
1. 2. 1927	Società Generale Italiana Edison di Elettricità, Mailand	$ 10 Mill.	96 3/8 7 %	100 1957	1. 2. 1. 8.

International Power Securities Corporation, Serie F.

Stückelung: $ 1000.

Hypothekarische Sicherung.

Einlösung: In 60 Halbjahrsraten (vom 1. August 1927 ab) mittels Auslosungen und mit dem Recht des Ankaufs am Markt. Berechtigung zu vorzeitigem Rückkauf aller umlaufenden Obligationen, unter Innehaltung einer sechzigtägigen Kündigungsfrist, mit 5 % Aufgeld bis 1. Februar 1932, 4 % bis 1. Februar 1937. In der Folgezeit vermindert sich alle fünf Jahre das Aufgeld um 1/2 % bis zum Mindestbetrag von 2 1/2 %, der bis zum Verfalltermin unverändert bleibt.

Treuhänder: Bankers Trust Company, New York.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Zeitpunkt	Schuldner	Kapital	Emissionskurs / Zinsfuß	Einlösungskurs / Heimzahlungstermin	Kupontermine
1. 3. 1927	Consorzio di Credito per le Opere Pubbliche, Rom	Lst. 0,5 Mill.	97,5	100	1. 3.
			7 %	1937	1. 9.
1. 3. 1927	do.	Lst. 1,1 Mill.	96,5	100	1. 3.
			7 %	1947	1. 9.

Stückelung: Lst. 500, 100.

Einlösung: Je nachdem in 20 und 40 Halbjahrsraten mittels Auslosungen vom 1. September 1927 ab. Berechtigung zu vorzeitigem Rückkauf unter Innehaltung einer fünfundvierzigtägigen Kündigungsfrist für alle vorhandenen Obligationen, zu 102½ % zuerst am 1. März 1937, zum Nennwert an jedem folgenden Zeitpunkt.

Empfangsberechtigte: Die staatlich unterstützten italienischen Schiffahrtsgesellschaften. Die von diesen erlangten Darlehen werden durch die vom Staat an dieselben Gesellschaften geschuldeten Annuitäten garantiert.

Agenten: Hambro's Bank, Ltd., Morgan, Grenfell & Co., N. M. Rothschild & Sons, London.

Zeitpunkt	Schuldner	Kapital	Emissionskurs / Zinsfuß	Einlösungskurs / Heimzahlungstermin	Kupontermine
1. 3. 1927	Consorzio di Credito per le Opere Pubbliche, Rom	$ 4,5 Mill.	96½	100	1. 3.
			7 %	1937	1. 9.
1. 3. 1927	do.	$ 7,5 Mill.	95½	100	1. 3.
			7 %	1947	1. 9.

Stückelung: $ 1000.

Einlösnng: Je nachdem in 20 und 40 Halbjahrsraten mittels Auslosungen vom 1. September 1927 ab. Berechtigung zum vorzeitigen Rückkauf unter Innehaltung einer fünfundvierzigtägigen Kündigungsfrist, zu 102½ % bis 1. März 1937; zum Nennwert an jedem späteren Zeitpunkt.

Empfangsberechtigte: Die vom Staat unterstützten italienischen Schiffahrtsgesellschaften. Die von diesen erlangten Darlehen werden durch die vom Staat an dieselben Gesellschaften geschuldeten Annuitäten garantiert.

Agenten: J. P. Morgan & Co, First National Bank, The National City Company, New York.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Zeitpunkt	Schuldner	Kapital	Emissionskurs / Zinsfuß	Einlösungstermin / Heimzahlungstermin	Kupontermine
1. 4. 1927	Città di Roma	$ 30 Mill.	91	100	1. 4.
			6½ %	1952	1. 10.

Stückelung: $ 1000, 500, 100.

Einlösung: In 50 Halbjahrsraten mittels Auslosungen vom 1. Januar 1928 ab, mit dem Recht des Ankaufs am Markt. Berechtigung zu vorzeitigem Rückkauf aller umlaufenden Obligationen unter Innehaltung einer fünfundvierzigtägigen Kündigungsfrist vom 1. April 1937 ab, zum Nennwert zuzüglich Zinsen.

Agenten: P. P. Morgan & Co., The National City Bank of New York.

Zeitpunkte	Schuldner	Kapital	Emissionskurs / Zinsfuß	Einlösungstermin / Heimzahlungstermin	Kupontermine
1. 4. 1927	Città di Milano	$ 30 Mill.	92	100	1. 4.
			6½ %	1952	1. 10.

Stückelung: $ 1000, 500, 100.

Einlösung: In 50 Halbjahrsraten mittels Auslosungen vom 1. Januar 1928 ab, mit dem Recht des Ankaufs am Markt. Berechtigung zu vorzeitigem Rückkauf aller umlaufenden Obligationen unter Innehaltung einer fünfundvierzigtägigen Kündigungsfrist vom 1. April 1937 ab, zum Nennwert zuzüglich Zinsen.

Agenten: Bankers Trust Company.

Zeitpunkt	Schuldner	Kapital	Emissionskurs / Zinsfuß	Einlösungskurs / Heimzahlungstermin	Kupontermine
1. 4. 1927	Società Meridionale di di Elettricità, Neapel[15]	$ 12 Mill.	95½	100	1. 4.
			7 %	1957	1. 10.

Stückelung: $ 1000, 500.

Hypothekarische Sicherung: Erste Hypothek auf die Werke der Meridionale und der Tochtergesellschaften.

[15] Eine Quote von $ 3500000 wurde in der Schweiz und eine weitere von $ 1900000 privatim in England und anderen europäischen Ländern untergebracht.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Einlösung: 60 Halbjahrsraten mittels Auslosungen vom 1. April 1928 ab, mit dem Recht des Ankaufs am Markt. Berechtigung zum vorzeitigen Rückkauf, auch in Teilbeträgen, zu jedem beliebigen Zinstermin, unter Innehaltung einer sechzigtägigen Kündigungsfrist, mit einem Höchstaufgeld von 3 %, welches nach 1932 abnimmt.

Treuhänder: The Chase National Bank of the City of New York.

Zeitpunkt	Schuldner	Kapital	Emissionskurs: Zinsfuß	Einlösungskurs: Heimzahlungstermin	Kupontermine
1. 4. 1927	Società Adriatica di Elettricità, Venedig	$ 5 Mill.	96	100	1. 4.
			7	1952	1. 10.

Stückelung: $ 1000, 500.

Hypothekarische Forderung: Erste Hypothek auf die Werke der Società per l' utilizzazione delle Forze Idrauliche del Veneto.

Einlösung: In 20 Halbjahrsraten mittels Auslosungen, vom 1. April 1932 ab, mit dem Recht des Ankaufs am Markt. Berechtigung zu vorzeitigem Rückkauf aller umlaufenden Obligationen jeweils 1. April von 1932 ab, unter Innehaltung einer sechzigtägigen Kündigungsfrist, vom 1. Mai 1932 ab, mit einem Höchstaufgeld von 2½ %, abnehmend in den späteren Jahren.

Treuhänder: The Chase National Bank of the City of New York.

Zeitpunkt	Schuldner	Kapital	Emissionskurs: Zinsfuß	Einlösungskurs: Heimzahlungstermin	Kupontermine
1. 5. 1927	Società Idroelettrica dell' Isarco, Rom	$ 5 Mill.	93,50	100	1. 5.
			7	1952	1. 11.

Stückelung: $ 1000, 500.

Hypothekarische Sicherung.

Einlösung: In 44 Halbjahrsraten mittels Auslosungen vom 1. November 1932 ab, mit dem Recht des Ankaufs am Markt. Berechtigung zu vorzeitigem Rückkauf an jedem Kupontermin, unter Innehaltung einer dreißigtägigen Kündigungsfrist, vom 1. Mai 1932 ab mit einem Höchstaufgeld von 5 %, welches in den späteren Jahren abnimmt.

Treuhänder: American Exchange Irving Trust Company.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Zeitpunkt	Schuldner	Kapital	Emissionskurs / Zinsfuß	Einlösungskurs / Heimzahlungstermin	Kupontermine
1. 5. 1927	Società Italiana Pirelli, Mailand	$ 4 Mill.	98	104	1. 5.
			7	1952	1. 11.

Stückelung: $ 1000.

Einlösung: In 49 Halbjahrsraten mittels Auslosungen, vom 1. Mai 1928 ab, mit dem Recht des Ankaufs am Markt. Berechtigung zu vorzeitigem Rückkauf aller umlaufenden Obligationen bei jedem Kuponternin, unter Innehaltung einer sechzigtägigen Kündigungsfrist, vom 1. Mai 1937 ab, mit einem Aufgeld von 5 % während der ersten fünf Jahre und zum Nennwert in jedem späteren Zeitraum.

Jede Obligation dieser Anleihe kann umgewandelt werden in Aktien der „Società Italiana Pirelli" zu folgenden Bedingungen:

in 25 Aktien in den 2 Jahren vom 1. Mai 1927 bis 30. April 1929 (zum Kurs von $ 40 per Aktie);

in 22½ Aktien in den 2 Jahren vom 1. Mai 1929 bis 30. April 1931 (zum Kurs von $ 45 per Aktie);

in 20 Aktien in den 2 Jahren vom 1. Mai 1931 bis 30. April 1933 (zum Kurs von $ 50 per Aktie).

Treuhänder: The National City Bank of New York.

Zeitpunkt	Schuldner	Kapital	Emissionskurs / Zinsfuß	Einlösungskurs / Heimzahlungstermin	Kupontermine
1. 6. 1927	Fabbrica Automobili Isotta Fraschini, Mailand	$ 1,5 Mill.[16]	95½	100	1. 6.
			7	1942	1. 12.

Stückelung: $ 1000.

Hypothekarische Sicherung: Erste Hypothek auf die Immobilien der Gesellschaft.

Einlösung: In 30 Halbjahrsraten vom 1. Dezember 1927 ab mittels Auslosungen, mit dem Recht des Ankaufs am Markt. Berechtigung zum vorzeitigen Rückkauf an jedem Kuponternin, unter Innehaltung einer sechzigtägigen Kündigungsfrist, mit 5 % Aufgeld.

Jeder Obligation entspricht ein Gutschein für den Erwerb von 30 Gesellschaftsaktien zum Preis von L. 200 pro Aktie oder dem dem Tageskurs des Dollars am Tage des Umtauschs entsprechenden Preis, jedoch nicht unter $ 10 pro Aktie.

Das Optionsrecht muß bis 31. Oktober 1932 ausgeübt sein.

Treuhänder: Chase National Bank of the City of New York.

[16] Eine weitere Emission von 250000 Dollars ist vorgesehen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Zeitpunkt	Schuldner	Kapitel	Emissionskurs: Zinsfuß	Einlösungskurs: Heimzahlungstermin	Kupontermine
1. 10. 1927	Istituto di Credito fondiario delle Venezie, Verona[17]	$ 5 Mill.	95 7	100 1952	1. 4. 1. 10.

Stückelung: $ 1000, 500.

Einlösung: In 50 Halbjahrsraten, mittels Auslosungen, vom 1. April 1928 ab, mit dem Recht des Ankaufs am Markt. Berechtigung zu vorzeitigem Rückkauf, auch in Teilbeträgen, an jedem Kupontermin, zum Nennwert und unter Innehaltung einer mindestens dreißigtägigen Kündigungsfrist.

Treuhänder: Central Union Trust Company of New York.

Was die für die auswärtige Finanzierung Italiens verwendeten Methoden anlangt, so kann man die folgenden Systeme feststellen:

1. vom Staat oder den Gemeinden mit direkten Garantien emittierte Anleihen;

2. Anleihen emittiert unter Mitwirkung eines ausländischen Instituts als Treuhänder (Trustee);

3. Anleihen ausgegeben mit hypothekarischer Sicherung;

4. Anleihen emittiert durch Begebung der Obligationen seitens eines Treuhandinstituts (International Power Securities Corporation und Italian Superpower Corporation in Dover);

5. Anleihen emittiert durch Begebung von Pfandbriefen in fremder Währung, indem besondere Garantie- und Reservefonds entsprechend jeder Emission begründet wurden gemäß dem königlichen Gesetzesdekret vom 15. Februar 1927, Nr. 187 (Anleihe des venetianischen Bodenkreditinstituts in Verona);

6. Anleihen emittiert durch Vermittlung des Kreditkonsortiums für öffentliche Arbeiten und des Konsortiums für Arbeiten von öffentlichem Nutzen, die geleitet werden von Herrn Professor Alberto Bene-

[17] Die Anleihe ist garantiert durch vom Institut emittierte und bei der Sparkasse von Verona hinterlegte Pfandbriefe (R. D. 3. März 1927, N. 270 und Ministerialdekret 20. März 1927).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

duce, ehemaligem Arbeitsminister, einer der ausgeprägtesten finanziellen Persönlichkeiten Italiens.

Wegen ihrer besonderen Eigentümlichkeiten und ihrer Wichtigkeit verdienen diese letzten beiden Kreditinstitute und speziell das zweite derselben, welches neueren Ursprungs ist (Gesetz vom 15. April 1915), Erwähnung. Das Kreditinstitut für die Unternehmungen von öffentlichem Nutzen übernimmt auf seine Rechnung die Anleihen, deren Erlös es dann nach und nach in dem Maße, wie die Herstellung der neuen Werke dies erfordert, in nationaler Währung den Gesellschaften auszahlt; es besorgt für seine Rechnung den Tilgungs- und Zinsendienst, indem es von den Schuldnern die bezüglichen Anteile einkassiert. Die große Bedeutung einer solchen Tätigkeit ist einleuchtend, da dadurch die unmittelbare fremde Einmischung in die Verwaltung unserer wichtigeren Gesellschaften vermieden wird und da dieses Institut auf dem Gebiet des industriellen Kredits eine sehr bedeutende Rolle spielt.

In der Tat hat das Institut statutengemäß die Aufgabe, „privaten italienischen Unternehmungen für die Vollendung von Arbeiten und den Ausbau von Werken Darlehen zu gewähren oder ihnen die Möglichkeit zu verschaffen, Konzessionen auszunützen, soweit es sich um Unternehmungen von anerkanntem öffentlichen Nutzen handelt". Im Sinne seines Statuts ist das Institut ermächtigt, solchen privaten Unternehmungen für solche Zwecke und „für einen Betrag, der die Hälfte des Verkaufswerts der erwähnten Arbeiten und Werke nicht übersteigt, Anleihen zu garantieren, vorausgesetzt, daß diese Arbeiten und Werke nicht bereits Träger irgendeiner Belastung oder Hypothek sind und nicht für eine andere Schuld die Unterlage liefern; demgemäß hat, abgesehen von seinem normalen Privileg, das Institut für die Sicherung der Zahlung sowohl des Kapitals wie der Zinsen Anspruch auf ein Vorzugsrecht gegenüber den Arbeiten und Werken, das unmittelbar nach dem dem Staat auf Grund des bürgerlichen Rechts zustehenden Anspruch im Rang steht, und es hat auch die Ermächtigung, dieses Vorzugsrecht gegenüber dem säumigen Schuldner in den prozessualen Formen geltend zu machen, die für die Staatsverwaltung gelten, wenn sie die direkten Steuern einfordert". Das Kapital des Kreditinstituts für die Unternehmungen von öffentlichem

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Nutzen beträgt 100 Millionen Lire (königliches Gesetzesdekret vom 13. Februar 1927, Nr. 112)[18].

[18] Eine weitere Entwicklung dieser Gedanken und eingehendere Angaben über den Inhalt derselben finden sich in meinen und des Herrn Dr. Pugliese nachgenannten Schriften:

B. Griziotti, La politica Finanziaria Italiana (in collaborazione con E. Fossati, T. Gola, L. Lillia, M. Pugliese). Milano, Istituto Editoriale Scientifico, 1925.

B. Griziotti, Politica Monetaria e Finanziaria Internazionale (con la collaborazione di R. Angelone, M. Pugliese, E. Vanoni). Milano, Istituto Editoriale Scientifico, 1927.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die auswärtigen Anleihen Österreichs.

Von

Walther Federn, Wien,
Herausgeber des „Österreichischen Volkswirt".

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Wie bei den meisten europäischen Staaten, die durch Krieg und Inflation hindurchgegangen sind, sind auch in Österreich in der Nachkriegszeit zwei streng gesonderte Abschnitte der Kreditverbindung mit dem Ausland zu unterscheiden, die Zeit bis zur Stabilisierung der Währung und die nachfolgende. In der ersten Periode war das Kreditbedürfnis Österreichs verhältnismäßig ungeheuer groß. War doch das Land aller Mittel völlig entblößt, ohne Vorräte an den wichtigsten Rohstoffen, ohne Kohle, mit einer herabgewirtschafteten Landwirtschaft, die nur einen geringen Teil der Ernährungsbedürfnisse der Bevölkerung decken konnte. Die Industrie, die zum größten Teil für die Kriegsbedürfnisse gearbeitet hatte, mußte nun nicht nur die Umstellung auf die Friedenswirtschaft vollziehen, sondern eine noch viel schwerere. In der Monarchie war die Industrie mit Ausnahme gewisser Spezialitäten fast ausschließlich auf die Versorgung der Inlandsbevölkerung von 50 Millionen Menschen eingerichtet. Sie war nun überdimensioniert und doch nicht organisch gegliedert und mußte sich, wenn sie ihre Anlagen halbwegs ausnützen wollte, damit abfinden, 50—80 % ihrer Erzeugnisse in Länder zu exportieren, die sich sofort durch hohe Schutzzölle und administrative Erschwerungen gegen die Einfuhr absperrten. Dies zu einer Zeit, wo Kohle nur zu enormen Preisen gnadenweise in geringen Mengen geliefert wurde, der Eisenbahnverkehr nur mühsam in sehr beschränktem Umfang aufrechtgehalten werden konnte und zeitweilig ganz stockte. Dazu geleerte Staatskassen, die nur durch die Tag und Nacht arbeitende Notenpresse die Ausgaben zu bestreiten vermochten.

Damals konnte die österreichische Bevölkerung überhaupt nur dadurch vor Hungersnot bewahrt werden, daß die Regierungen anderer Staaten Kredite zur Beschaffung von Lebensmitteln und Rohstoffen gewährten, Hilfsaktionen, die auf dringende Vorstellungen mit dem politischen Nebenzweck, der Anschlußbewegung den Wind aus den Segeln zu nehmen, durchgeführt wurden. Schon bald nach dem Waffenstillstand wurde der erste Kredit im Betrage von 48 Mill. $ gewährt — auch Deutschland kam mit einer 7 %igen Schatzanleihe von 200 Mill. Mark zu Hilfe. Dann brauchte es langer Verhandlun-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

gen, bis diese Hilfsaktionen trotz dringendster Not sich wiederholten. Insgesamt wurden Österreich in dieser ersten Periode der Nachkriegszeit folgende Lebensmittelkredite gewährt:

Staat	Währung	Betrag
Dänemark	Dänische Kronen	1 255 103
Holland	Holländische Gulden	16 936 200
Norwegen	Norwegische Kronen	2 060 106
Norwegen	Pfund	2 877
Schweiz	Schweizer Franken	24 127 904
Amerika	Dollar	24 055 709
England	Pfund	5 835 000
England	Dollar	16 000 000
Frankreich	Dollar	16 000 000
Frankreich	Französische Franken	513 409
Italien	Dollar	16 774 753
Italien	Lire	18 831 367
Schweden	Schwedische Kronen	100 695
	Zusammen Kurswert Schilling	811 785 000

Das waren zusammen etwa 113½ Mill. Dollar. Die Anleihen waren mit 6 bis 7% verzinslich. Doch wurden die Zinsen gestundet. Über die Rückzahlung war nichts festgesetzt, aber die Gläubigerstaaten erhielten bald erstrangiges Pfandrecht auf alles österreichische Eigentum gleich den Reparationsforderungen, und über ihre Rückzahlung ist vor kurzem mit den meisten Gläubigerstaaten eine Vereinbarung getroffen worden, von der noch die Rede sein wird.

Da Österreich bald wieder in den schwersten Nöten war, wurden im Verlauf des Jahres 1922 von verschiedenen Staaten folgende Vorschüsse auf die bereits in Verhandlung stehende Völkerbundshilfe gewährt, die aus dieser dann zurückgezahlt wurden:

Frankreich 250 000 £
Frankreich 55 Mill. Fr.
England 2 250 000 £
Italien 70 Mill. Lire
Tschechoslowakei 500 Mill. Kr.

Charakteristisch für die damaligen Nöte war, daß als Sicherung der englischen Vorschüsse die berühmte ehemals Kaiserliche Gobelinsammlung in Pfand gegeben werden mußte, die zu verkaufen übrigens wiederholt vergebliche Versuche gemacht worden waren.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Anleihen bei Banken im Ausland aufzunehmen, war die Bundesregierung damals wegen des Pfandrechts der Reparationsgläubiger unvermögend, aber auch andere öffentliche Körperschaften hatten keinen Kredit im Ausland und die Aufnahme von langfristigen Auslandsanleihen verbot sich für private Unternehmungen schon wegen der rapid fortschreitenden Geldentwertung, die nur vorübergehend unterbrochen wurde, wenn gerade einer der obenerwähnten Vorschüsse zum Abschluß gelangte, die Tilgung der drückendsten Verpflichtungen für bereits beschaffte Lebensmittel und Rohstoffe erlaubte und die Möglichkeit gab, eine kurze Zeit die Zahlungen an das Ausland aus den Guthaben zu leisten, womit auch die Devisenpanik eine Zeitlang eingedämmt wurde. Diese war ja mehr noch als die effektiven Schuldverpflichtungen an das Ausland die Ursache des fortschreitenden Niederganges der Krone, denn es fehlte vollständig am Vertrauen zur Wiederherstellung der Finanzen und Währung und überhaupt zur wirtschaftlichen Lebensfähigkeit des Landes ohne dauernde ausländische Hilfe. Auch nachdem sich allmählich die aus der schwersten Kohlennot entstandenen Hemmungen der industriellen Erzeugung gemildert hatten, als sogar zeitweilig die bekannten Exportkonjunkturen der Inflationszeit sich einstellten, konnte doch nur ein Bruchteil des Importbedarfes aus der Warenausfuhr gedeckt werden, die überdies — das charakteristische Zeichen solcher Exportkonjunkturen — zu Schleuderpreisen erfolgte und mehr ein Ausverkauf war, als auf kaufmännischer Kalkulation beruhte. Zum großen Teil war der alte Kunstbesitz des verarmten Mittelstandes Gegenstand der Ausfuhr.

Zu dem Mangel an ausländischen Zahlungsmitteln trug auch der Umstand bei, daß auf den großen österreichischen Besitz an Wertpapieren der Nachfolgestaaten jahrelang fast gar kein Erträgnis einfloß, teils weil der Zinsendienst auf die Vorkriegsanleihen erst viel später — und nur zum Teil — aufgenommen wurde, teils weil auch die Dividenden der Aktienunternehmungen der Nachfolgestaaten damals äußerst niedrig waren, überdies noch vielfach Zahlungshemmnisse gegen Österreich bestanden. So waren die großen österreichischen Kapitalanlagen im Ausland unergiebig und, insofern sie zum Ausgleich des Passivums der Zahlungsbilanz benützt wurden, geschah es im Wege des Verkaufes solcher Wertpapiere, auch dies damals zu Schleuderpreisen. Der nie bedeutend gewesene Besitz an altausländ-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

dischen Wertpapieren wurde zum Teil von der Regierung beschlagnahmt, um ins Ausland verkauft zu werden. Kurzfristige bankmäßige Kredite und Warenkredite wurden auch damals im großen Umfang aufgenommen, aber es fehlt darüber jede Statistik. Als weitere Mittel zum Ausgleich der Zahlungsbilanz kamen noch die schon damals einsetzenden ausländischen Übernahmen von Aktienpaketen der Wiener Banken, auch einzelner Industrieunternehmungen (Alpine Montan-Gesellschaft Stinnes) und die ausländische Teilnahme an der Finanzierung von Wasserkraftanlagen in Betracht. Entscheidend ins Gewicht fielen alle diesen Quellen nicht. Mehr die zeitweilige freiwillige und (wegen der Vorschriften für den Devisenhandel) unfreiwillige Kronenhausseſpekulation des Auslandes, das bei der Entwertung der Krone ebenso in Mitleidenschaft gezogen wurde wie die ausländischen Kreditgeber, die bei Zahlungseinstellungen mitbetroffen waren.

Diese Periode nahm ein Ende mit der Sanierungsaktion des Völkerbundes, die im Oktober 1922 in Genf vereinbart und im ersten Halbjahr 1923 durch Gründung der Österreichischen Nationalbank und Aufnahme der Völkerbundsanleihe durchgeführt wurde. Wie groß die Not war, als die Sanierungsaktion beschlossen wurde, das mag die Tatsache illustrieren, daß damals, im Herbst 1922, der gesamte Devisenbesitz der Österreichischen Geschäftsführung der Österreichisch-ungarischen Bank — der einzigen Quelle der Devisenversorgung — auf 300000 £ gefallen war. Die Sanierungsaktion ist so oft dargestellt worden, daß eine eingehendere Besprechung sich wohl erübrigt, und es sollen nur, dem Thema dieser Abhandlung entsprechend, die in verschiedenen Staaten aufgelegten Teilabschnitte der Anleihe und ihre Bedingungen dargestellt werden (s. Tab. S. 203).

Die Laufzeit der Anleihe war einheitlich bis 1943 — bis zu welchem Zeitpunkt die Pfandrechte für die Reparationen und für die Reliefkredite gestellt wurden. Der Erlös der im Jahre 1923 begebenen Tranchen war 758,6 Mill. Schilling.

Dazu kamen im Januar 1925 die tschechoslowakische Tranche der Völkerbundsanleihe von 544,3 Mill. čk, die mit 6% verzinslich war und zu 75% begeben wurde, so daß sich ihr Erlös auf rund 428 Mill. čk — rund 89,8 Mill. Schilling — stellte. Endlich wurde Ende 1927 der im Zusammenhang mit der Völkerbundanleihe von der Schweizer Regierung zur Verfügung gestellte Kredit von 20,39 SFr., der mit

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Datum der Emission 1923	Geldmarkt	Nominalbetrag und Typus	Emissionskurs und Kosten (in Prozent des Nominales)	Nettoerlös in Goldkronen
	Großbritannien			
11. Juni	Nettoertrag 76,25 % = 10 675 000 Lst.	14 000 000 Pfund Sterling Nom. 6 %	80 % Komm. 1,75 % Stempel 2 %	243 112 000
	Verein. Staaten			
11. Juni	Nettoertrag 85,625 % = 21 406 250 $	25 009 000 Dollar Nom. 7 %	90 % Komm. 4,25 % Spes. 0,125 %	105 640 000
	Österreich			
11. Juni	Nettoertrag 91 % = 11 814 075 $	13 000 000 Dollar Nom. 7 %	93 % Komm. 1,5 % (91 % bei Konversion von kurzfristiger Anleihe)	58 302 000
	Frankreich			
21. Aug.	Nettoertrag 78 % = 132 600 000 franz. Frs.	170 000 000 franz. Frs. Nom. 6,5 %	84 % Komm. 3 % Spesen 1 % Stempel 2 %	41 270 000
	Italien			
20. Juli	Nettoertrag 87,8 % = 175 600 000 Lit.	200 000 000 Lit. Nom. 6,5 % (+ 15 prozentige Kuponsteuer, d. i. insges. 7,475 %	93 % Komm. 4 % Stempel 1,2 %	39 729 000
	Schweiz			
25. Juni	Nettoertrag 76 % = 19 000 000 Frs.	25 000 000 schweiz. Frs. Nom. 6 %	80 % Komm. 3 % Stempel 1 %	16 632 000
	Schweden			
12. Juni	Nettoertrag 76,55 % = 10 035 705 schwed. Kronen	13 110 000 schwed. Kronen Nom. 6 %	78 % Kundm. 0,25 % Stempel 1,2 %	12 560 000
	Belgien			
15. Juni	Nettoertrag 77 % = 19 250 000 belg. Frs.	25 000 000 belg. Frs. Nom. 6 %	80 % Komm. 2 % Stempel 1 %	5 135 000
	Niederlande			
15. Juni	Nettoertrag 76,5 % = 2 295 000 holl. Gulden	3 000 000 holl. Gulden Nom. 6 %	70 % Komm. 2,5 % Stempel 1 %	4 441 000
			Gesamtertrag	526 821 000

6½ % verzinst wird, in Anspruch genommen, so daß sich der Gesamterlös der Völkerbundanleihe auf rund 876,1 Mill. Schilling stellt. Die Verzinsung des Erlöses stellte sich auf nahezu 10 %. Aus dem Erlös der Anleihe wurden zunächst die obenerwähnten Vor-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Österreichische Auslandsanleihen im Jahre 1924—1928.

Betrag	Laufzeit	Verzinsung	Emissionskurs	Empfänger	Emissionsinstitut	Zeichnungsfrist	Erlös in Mill. Dollar
1924							
3 000 000 Dollar	20 jährig	6½ %	85 %	Newag (N.-Österr. Elektrizitäts- und Wasserkraft, A. G.)	Morgan, Livermore & Co., Neuyork	—	2,55
1925							
5 000 000 Dollar	20 jährig	7 %	92½ %	Land Oberösterreich	Morgan Livermore & Co., Neuyork	15. Juni 1925	4,625
2 500 000 Dollar	30 jährig	8 %	93 %	Stadt Graz	Richard & Co. (Wr. Bank-Ver.)	--	2,325
5 000 000 Dollar	30 jährig	7 %	91 %	Alpine	Lisman & Co., Neuyork	—	4,550
3 000 000 Dollar	30 jährig	7½ %	96½ %	Tiwag f. Achensee (Tiroler Wasserkraft A.-G.)	Lisman & Co., NeOyork	—	2,895
15 000 000 Schweiz. Fr.	30 jährig	7½ %	95 %	Salzburg 12 500 000 für Elektrizität., 2 500 000 für Landesverwaltung	Brupach, Zürich	19. bis 26. November 1925	2,825
2 400 000 Dollar	25 jährig	7½ %	92 %	Bodenkreditanstalt-Pfandbriefe	Schroeder, Neuyork	—	2,181
2 000 000 Dollar	25 jährig	7½ %	87 %	Niederösterreich für Newag	Lisman & Co., Neuyork	28. Oktober 1925 Februar—März 1926	1,74
1926							
7 000 000 Schweiz. Fr.	25 jährig	7 %	94 %	A. E. G. Union	Blankhart, Zürich	25. Februar bis 3. März	1,35
5 000 000 Dollar	20 jährig	7½ %	88 %	Land Steiermark	Baker, Kellog & Co., Neuyork	10. Mai	4,40

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

750 000 Schweiz. Fr.	10 jährig	7 %	85 %	Stadt Baden	Vega A. A., Glans, Schweiz (2 250 000 Schweiz. Franken wurden in Österreich begeben)	Anfang Mai	0,13
1 500 000 Schweiz. Fr.	15 jährig	4 %	100 %	Brown Boveri A. G. Wien	Brown Bowert & Co., Baden, Schw.	—	0,30
1 250 000 Schweiz. Fr.	—	6 %	97½ %	Dornbirn Wasserwerk	Schweiz. Volksbank, St. Gallen	18. bis 22. Dezbr.	0,25
1927							
3 000 000 Dollar	25 jährig	7 %	97½ %	„Tiwag"	F. J. Lisman & Co.	—	2,925
5 000 000 Dollar	30 jährig	6½ %	93¾ %	Land Oberösterreich	Blyth, Witter & Co.	—	4,687
7 500 000 öst. Schill. (Schweiz) / 2 500 000 öst. Schill. (Deutschl.)	25 jährig	7 %	96 %	I. Donau-Dampfschiff-fahrts-Gesellschaft[4]	In Wien, Frankfurt und Zürich begeben	—	1,370
25 000 000 Dollar	25 jährig	6 %	90½ %	Stadt Wien[5]	National City Comp.	—	22,625
1928							
3 500 000 Dollar	Juli 1930	6 %	98½ %	Land Oberösterreich	Blyth, Witter & Co.	—	2,447
1 000 000 Dollar	—	—	—	Tiroler Landes-hypothekenanstalt	—	—	1,000
							65,175

[4] Anleihe im Betrage von 15 000 000 Schilling = 8 000 000 ℳ = 10 950 000 sfr. (5 000 000 österr. Schillinge in Österreich begeben).

[5] Gesamtsumme 30 000 000 Dollar, davon 5 000 000 Dollar in Österreich begeben.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

schüsse Frankreichs, Englands, Italiens und der Tschechoslowakei zurückgezahlt. Im übrigen wurde der Erlös der Anleihe, der auf einem Sperrkonto bei der Österreichischen Nationalbank hinterlegt war, in den ersten Jahren vom Generalkommissar zu allmählicher Verwendung hauptsächlich für Investitionen freigegeben. Im Jahre 1926 wurde vor Ablauf des Mandats des Generalkommissars wieder hauptsächlich zu Investitionen über den noch vorhandenen Erlös verfügt; er ist nun fast vollständig aufgebraucht.

Mit dem Erlös der Völkerbundsanleihe hat Österreich in den abgelaufenen fünf Jahren zum großen Teil seinen Bedarf an ausländischen Zahlungsmitteln bestritten. Ähnlich wie in dem ersten Abschnitt der Nachkriegszeit, in dem fast ausschließlich staatliche Anleihen — soweit langfristiger Kapitalzufluß in Betracht kommt — den Bedarf der Volkswirtschaft befriedigt hatten, war auch in dieser zweiten Periode der Staat der Hauptversorger der Wirtschaft mit ausländischen Zahlungsmitteln. Die anderen öffentlichen und besonders die privaten langfristigen Anleihen waren gering. Soweit feststellbar, waren es die folgenden: Tabellen Seite 204 und 205.

In den Jahren 1924—1926 sind also insgesamt 13 Anleihen mit einem Gesamterlös (nach Abzug der Emissionsspesen) von höchstens 200 Mill. $ im Ausland abgeschlossen worden. Im Jahre 1927 und im ersten Halbjahr 1928 waren es 6 Anleihen mit einem Gesamterlös von rund 237 Mill. Die verhältnismäßig bedeutende Summe ergibt sich durch die Anleihe, die die Stadt Wien Ende vorigen Jahres mit der National City Bank in New York abgeschlossen hat. Sie war zu verhältnismäßig sehr günstigen Bedingungen aufgenommen, auch mit einer viel geringeren Marge des Begebungskurses gegen den Emissionskurs, als bei den meisten anderen Anleihen der Fall gewesen sein dürfte. Denn sie wurde zu 88¼ übernommen und zu 90½ % aufgelegt, und deshalb habe ich auch die bloß schätzungsweiser Ermittlung zugänglichen Zwischengewinne und Emissionsspesen bei den Anleihen von 1924—1926 (wohl zu niedrig) mit 5 %, bei denen von 1926 und 1927 mit rund 3 % angenommen.

Insgesamt sind also seit Mitte 1923 — abgesehen von der Völkerbundanleihe — rund 537 Mill. Schilling aus langfristigen Anleihen nach Österreich geflossen.

Die Bedingungen waren anfangs sehr drückend, wobei auch der Standard des Kreditnehmers und des Emissionsinstituts eine Rolle

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

spielte. Es waren nicht immer erste Firmen, die die Anleihen gewährten — Morgan, Livermore & Co. haben inzwischen ihre Zahlungen eingestellt, und die Gewährung der Anleihe an die Newag war mit einer Kommanditeinlage österreichischer Geldinstitute bei dieser Firma verbunden, über deren Rückzahlung noch Rechtsstreite schweben. Während die Anleihen zuerst größtenteils in Neuyork aufgenommen wurden, trat später die Schweiz in den Vordergrund, wobei die besonders günstigen Bedingungen der Anleihe der österreichischen elektrotechnischen Werke Brown, Boveri & Co. (4% zu pari) sich dadurch erklären, daß die Schweizer Mutterfabrik die Übernehmerin war. Die Anleihe der Boden-Credit-Anstalt wurde gegen Hinterlegung von Pfandbriefen dieser Bank bei der European and Investment Corporation in Neuyork gewährt. Die Anleihe war mit 3 Mill. $ bewilligt worden, aber wegen der überaus hohen Kosten, die die auf Grund der Emission gewährten Hypothekendarlehen an große Grundbesitzer bedingen, 8% bei 85% Zuzählungskurs, war von der Kreditbewilligung nicht in vollem Umfang Gebrauch gemacht worden (2,4 Mill. $).

Im wesentlichen dienten die Anleihen zu produktiven Anlagen. Das gilt besonders von den fünf Anleihen der Wasserkraftunternehmungen. Die Anleihe der Donau-Dampfschiffahrtsgesellschaft war für Anlagen in ihren Fünfkirchner (ungarischen) Kohlenwerken bestimmt, bzw. zur Konsolidierung ihrer schon vorher hierfür aufgenommenen Bankschulden, sowie auch die Anleihen der Länder großenteils die Konsolidierung für Investitionen aufgenommener schwebender Schulden bezweckten. Nichtsdestoweniger sind wohl auch die Landes- und Stadtanleihen zum weitaus größten Teil für produktive Zwecke verwendet worden. Durchaus gilt das von der Anleihe der Stadt Wien, deren Verwendungszwecke man genau kennt und deren Erlös im Laufe der nächsten drei bis vier Jahre für Investitionen der Straßenbahnen, Elektrizitäts- und Gaswerke verwendet werden wird. Die Anleihen des Landes Oberösterreich dienten zum großen Teil zum Ausbau der Wolfsegg-Traunthaler Kohlenwerke A.-G., die fast zur Gänze im Besitz des Landes ist, aber bisher nicht die Zinsen der Anleihen zu verdienen vermochte.

Es mag auffallen, daß eigentlich so wenige Anleihen emittiert worden sind. Österreich hat eben verhältnismäßig kleine Selbstverwaltungskörper und nur wenige große Industrieunternehmungen. Das Budget des größten Landes (abgesehen von Wien), Niederösterreichs,

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

beläuft sich auf 87 Mill. Schilling, das der Steiermark auf 66 Mill. Schilling, das des Landes Oberösterreich auf 46 Mill. Schilling, so daß die aufgenommenen Anleihen im Verhältnis zum Umfang des Haushalts recht groß sind. Große Städte außerhalb von Wien gibt es in Österreich kaum. Die größten sind Graz mit rund 160000 und Linz mit rund 100000 Einwohnern. Dabei ist die Finanzlage der kleineren Städte oft nicht günstig und ihre Verschuldung nicht gering. In den meisten gab es ein oder wenige große Industrieunternehmungen, die die Hauptsteuerträger waren, und von denen ein großer Teil in der Krise ihren Betrieb stark einschränken, viele ihn endgültig schließen mußte — der Friedhof der rauchlosen Schornsteine fällt jedem Reisenden durch das österreichische Industriegebiet auf —, und an Stelle der Einnahmen traten die Fürsorgeaufgaben für die arbeitslos Gewordenen, die Kriegsinvaliden usw. Auf dem im März dieses Jahres abgehaltenen österreichischen Städtetag wurde eine Zusammenstellung der Schuldenbelastung von 18 Städten — immer von Wien abgesehen, dessen Finanzlage sehr günstig ist — mitgeteilt. Darunter sind alle Landeshauptstädte und eine Reihe von Industriegemeinden. Diese 18 Städte haben zusammen eine Schuldenlast von 145,9 Mill. Schilling. Das ergibt eine durchschnittliche Belastung je Kopf ihrer Bevölkerung von 210,66 Schilling und eine Jahresleistung für Zinsen und Tilgung von 24,81 Schilling je Kopf. Bedenkt man, daß die vorgeschriebene staatliche Einkommensteuer je Kopf der Bevölkerung außerhalb Wiens etwa 11 Schilling im Jahre 1924 betrug — spätere Erhebungen liegen noch nicht vor —, so erhält man einen Begriff von dem geringen Einkommen der Bevölkerung und dem Mißverhältnis zwischen der Schuldenlast der Städte, für die die Bevölkerung aufkommen muß, und der Steuerkraft. Die Schuldenbelastung je Kopf schwankt zwischen 79 Schilling in Leoben — dort ist eben ein sehr kräftiger Steuerträger, die Alpine Montangesellschaft, und eine Reihe anderer größerer Industrieunternehmungen — und 717 Schilling in Salzburg, wo der Fremdenverkehr eine größere Steuerfähigkeit, aber auch große städtische Leistungen bedingt. Linz und Salzburg haben die größte Schuldenlast mit je 27 Mill. Schilling. Die meisten Schulden sind bei den Sparkassen aufgenommen, unter denen besonders die Zentralsparkasse der Gemeinde Wien die größte Geldgeberin ist. Diese hat bis 30. Juni 1928 an Länder und Gemeinden insgesamt 102½ Mill. Schilling Darlehen ausschließlich für produktive Investitionen

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

gewährt, die entweder als Kontokorrentdarlehen mit 7¾ % oder als amortisable Darlehen mit 7½ % gegeben werden, wobei keinerlei Provisionen oder Spesen mit Ausnahme gewisser effektiver Überweisungsgebühren usw. gesondert zur Anrechnung kommen. Der Zinsfuß ist nach den für Einlagen vergüteten Zinssätzen veränderlich. Die Kontokorrentkredite werden in gleichen Halbjahresraten, die amortisablen mit gleichbleibenden Zinsen- und Tilgungsannuitäten gleichfalls in Halbjahresraten getilgt. Die Laufzeit ist in der Regel 20 Jahre, die Kredite sind beiderseits dreimonatig kündbar, doch wird von dem Kündigungsrecht fast niemals (bisher nur einmal) Gebrauch gemacht. Die Zentralsparkasse nimmt eingehende Prüfungen der Gebarung, des Schuldenstandes, des Verwendungszweckes, der Rentabilität der Investitionen usw. vor, so daß sie auf eine solide Finanzgebarung der kreditsuchenden Körperschaften hinwirkt.

So spärlich wie die großen Städte sind die großen Industrieunternehmungen. An westeuropäischem Maßstab gemessen kann man als große Betriebe bezeichnen die Alpine Montangesellschaft, Aktienkapital 60 Mill. Schilling, die Berndorfer Metallwarenfabrik (25½ Mill. Schilling), dann etwa noch die großen elektrotechnischen, die großen Papierfabriken und eine Anzahl von Maschinenfabriken, die aber bei sehr hohem Herstellungswert ihrer Anlagen meist so niedrige Eigenkapitalien in ihren Goldbilanzen feststellen mußten — da selbst diese kaum verzinst werden können —, daß sie kaum geeignete Objekte für ausländische Obligationenkreditgewährung darstellen. Denn besonders für amerikanische Geldgeber gewinnt eine Anleihe erst von einer gewissen Höhe an — mindestens 2—3 Mill. $ — Interesse. Bei den meisten Wiener Industrieunternehmungen, die für Investitionszwecke oder zur Konsolidierung schwebender Investitionszwecke gern Anleihen aufnehmen würden, handelt es sich aber um Beträge von wenigen hunderttausend Dollar. Man hat daher vor einigen Jahren an eine Zusammenfassung mehrerer Industrieunternehmungen zur gemeinsamen Anleiheaufnahme oder an Gründung eines Zwischeninstituts, das den Anleiheerlös auf eine Anzahl von Unternehmungen verteilen würde, gedacht, aber beides scheiterte an den Schwierigkeiten der Solidarhaftung, das letztere auch an der unvermeidlichen Verteuerung der ohnedies teueren Kreditbedingungen. Geraume Zeit nach der Stabilisierung schien manchen Industrieunternehmungen noch die Sorge vor einer neuerlichen Entwertung des Schillings, die nur lang-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sam geschwunden ist, ein Hindernis der Aufnahme langfristiger Anleihen.

Wenn übrigens die Zahl der im Ausland aufgenommenen langfristigen Anleihen gering ist, so ist die der im Inland aufgenommenen noch weit geringer, und zwar sowohl der öffentlichen Körperschaften wie der Industrieunternehmungen. Der Bund war nach Abschluß der Völkerbundanleihe weder in der Lage noch hatte er Bedarf für Anleihen. Er hat nur im Jahr 1927 durch einen besonderen Fonds zu besonderen Zwecken die Refundierungsanleihe von 80 Mill. Schilling im Inland aufgenommen, deren Erlös dazu diente, dem Bund die zur Befriedigung der zusammengebrochenen Zentralbank der deutschen Sparkassen vorgestreckten Summen zu refundieren. An inländischen in Teilschuldverschreibungen von Ländern und Gemeinden aufgenommenen Anleihen sind nur folgende bekannt geworden:

Bad Gastein	ex 1925	1 200 000 Schillinge	11 %	20 Jahre
Land Salzburg	ex 1927	2 000 000 Schillinge	7 %	38½ Jahre
Land Salzburg	ex 1928	5 000 000 Schillinge	7 %	38½ Jahre.

Die Zahl der Industrieunternehmungen, die Obligationen im Inland ausgegeben haben, ist noch geringer:

Semperit Gummiwerke	ex 1927	100 000 000 Schillinge	7%	25 Jahre.

Außerdem gibt es nur noch die Emissionen der Hypothekar-Kreditinstitute, die übrigens auch verhältnismäßig sehr bescheiden sind. Der österreichische Kapitalmarkt ist eben wenig leistungsfähig, und für den Auslandsmarkt sind die für die einzelnen Landeshypothekenanstalten in Betracht kommenden Summen — auch hier ist eine Zusammenfassung nicht gelungen — zu gering.

Wohl aber haben einige Industrieunternehmungen mit befreundeten Bankinstituten Kreditvereinbarungen mittlerer Laufzeit geschlossen. Über dies liegen authentische Mitteilungen selten vor. Bekannt sind folgende:

Berndorfer Metallwarenfabrik Arthur Krupp	400 000 £ [1]	5 Jahre	10%	Md. European Corporation
Leykam Josefsthal-Papierfabrik	600 000 $	5 Jahre	9%	Md. European Corporation
Donau-Dampfschiffahrts-Gesellschaft	300 000 £	8 Jahre	7½%	DanubianNavigation Comp., London

[1] 1927 in einen mehrjährigen mit 7% verzinslichen Kontokorrentkredit in der Schweiz konvertiert.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Von Wasserkraftwerken sind außer den schon genannten noch folgende Anleihen aufgenommen worden:

Oberösterreichische Wasserkraft- und Elektrizitäts-Gesellschaft	1 000 000 sfr.	40 Jahre	8% [3]
Dieselbe	200 000 $	40 Jahre	8% [3]
Salzburger A.-G. für Elektrizitätswirtschaft	900 000 £	deutsch-amerikanisch-englisches Syndikat unter Führung der Württembergsch. Elektrizitäts-A.-G., Stuttgart	
Dieselbe	1 850 000 fr.	6%	Aluminiumindustrie-A.-G., Neuhausen
Dieselbe	900 000 [2]	9½%	Dieselbe

Auf Vollständigkeit kann diese Aufstellung keinen Anspruch erheben. Manches Industrieunternehmen mag Kontokorrentkredite auf kürzere oder längere Frist mit ausländischen Freunden abgeschlossen haben. Besonders ist anzunehmen, daß die österreichischen Tochterunternehmungen ausländischer, besonders deutscher Großindustrien durch ihre ausländischen Mutterunternehmungen mit Geld versorgt werden.

Die auswärtige Verschuldung des Bundes durch die Lebensmittelkredite und die Völkerbundanleihe ist nicht gering. Wir haben sie oben mit 811 und 962 Mill. Schilling beziffert. Aber die Lebensmittelkredite sind nicht drückend. Vor wenigen Wochen ist mit den Gläubigerstaaten eine Vereinbarung getroffen worden, nach welcher diese Kredite unverzinslich bleiben und von 1929 bis 1968 in Jahresraten, die von ½% auf 3% steigen, zurückgezahlt werden sollen. Italien hat sich aus außenpolitischen Gründen vorläufig von dieser Vereinbarung ferngehalten. Mit den Vereinigten Staaten konnte wegen der unberechenbaren parlamentarischen Verhältnisse eine Vereinbarung noch nicht geschlossen werden. Die Folge dieser Verzögerung ist, daß Österreich die Investitionsanleihe von 725 Mill. Schilling, wegen der es seit mehr als einem halben Jahr verhandelt, mindestens um etwa ein Jahr vertagen muß. Die Belastung aus den Lebensmittelkrediten wird also nach Beitritt der beiden ausstehenden Staaten, wenn sie die Höchstsumme erreicht, rund 24 Mill. Schilling im Jahr betragen. Bis dahin wird aber die Völkerbundanleihe vollständig getilgt sein, die gegenwärtig den Bund mit rund 100 Mill. Schilling jährlich belastet. Außerdem hat der österreichische Staatsschatz noch etwa 20 Mill. Schilling jährlich aus dem Dienst der ihm zugeteilten altösterreichischen

[2] 1925 aus einem Anleihen der Stadt Salzburg getilgt.

[3] Beide Anleihen wurden Ende 1927 durch Übernahme neuer Aktien seitens der Geldgeber (Gruppe Elektrobank, Zürich) konsolidiert.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Anleihen und anderen Verpflichtungen an das Ausland zu zahlen, insgesamt also derzeit 130 Mill. Schilling. Gegenüber einem Gesamtbudget von 1658 Mill. Schilling ist das keine übergroße Summe, wobei freilich nicht zu übersehen ist, daß die Geldentwertung die Vorkriegsschuld Österreichs gegenüber den eigenen Staatsbürgern fast ganz annulliert hat. Eine Aufwertung ist in Österreich nicht erfolgt. Nur insoweit der Friedensvertrag bei den sichergestellten Anleihen die österreichischen und ausländischen Staatsbürger gleichgestellt hat und der Dienst der Anleihen durch die Caisse Commune besorgt wird, werden auch den österreichischen Staatsbürgern die Kupons der Österreich angelasteten österreichischen Vorkriegsschulden bezahlt. Da der Dienst einiger Nachkriegsanleihen auch gegenüber dem Ausland noch nicht aufgenommen ist, wird die Belastung im Laufe der nächsten Jahre noch eine Erhöhung erfahren. Eine weitere Erhöhung wird die eben erwähnte geplante Bundesanleihe bringen.

Nicht so günstig stellen sich die Verhältnisse bei einzelnen Ländern, bei denen die Anleihen und ihr Dienst einen viel größeren Teil der gesamten Landeseinnahmen ausmachen und bei denen auch nicht immer die zweckmäßigste oder zum mindesten die rentabelste Verwendung der Anleiheerlöse erfolgt ist. Auch dann, wenn sie zu produktiven Zwecken verwendet wurden. Diese erwiesen sich nämlich nicht immer als rentabel. So beträgt der Schuldendienst — und zwar zum großen Teil für Auslandsschulden — bei einzelnen Bundesländern bis 15% ihrer Gesamteinnahmen, wobei nicht zu vergessen ist, daß auch bei den Ländern die Schulden fast zur Gänze aus der Zeit nach der Währungsstabilisierung stammen, weil sie von den älteren — und zwar auch von denen der ersten Nachkriegsjahre — durch die Geldentwertung zum größten Teil befreit worden sind. Doch sind auch hier die Verhältnisse sehr verschieden. Das Land Niederösterreich hat mit Ausnahme der in der Tabelle erwähnten Anleihe für die „Newag" so gut wie keine Schulden. Auch das Land Vorarlberg ist fast schuldenfrei, während z. B. Steiermark 42 Mill. und Oberösterreich (hauptsächlich für die Wolfsegg Traunthaler Kohlenwerke) 15½ Mill. $ = rund 110 Mill. Schilling schulden.

Bei den Privatunternehmungen müßte man von Haus aus die produktive und rentable Verwendung immer voraussetzen. In der Idee war sie ja auch gewährleistet, aber die schwere Wirtschaftskrise, unter der die österreichische Industrie gelitten hat und noch leidet, bringt es

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

mit sich, daß im allgemeinen die festen Zinsen einen übergroßen Teil der Erträgnisse der Industrie aufzehren, und zwar auch solcher Unternehmungen, die Auslandsschulden haben. Das gilt sowohl von mehreren Unternehmungen mit langfristigen Schulden, die zumeist hochverzinslich sind, als auch von jenen mit großen schwebenden Schulden, von denen jetzt die Rede sein wird.

Es ist selbstverständlich, daß so wie in alten Zeiten eine Reihe von Industrieunternehmungen Waren- und Rembourskredite in den üblichen Formen im Ausland in Anspruch nimmt. Aber zumeist erfolgt die Kreditbeschaffung durch die nahestehenden Banken, die ja fast die ganze österreichische Industrie in viel weitergehendem Maße als irgendwo im Westen beherrschen. Welchen Umfang nun die kurzfristige Verschuldung der Wiener Banken, der wenigen großen Bankfirmen und des Effektenmarktes an das Ausland hat, darüber fehlt nicht nur jede beglaubigte Angabe, sondern auch die Möglichkeit irgendeiner verläßlichen Schätzung. Gegenüber den Vorkriegszeiten ist die Verschuldung stark gestiegen. Sie war zeitweilig, insbesondere während der Zeit der Stabilisierungshausse im Jahre 1923 und Anfang 1924, überaus groß. Damals wurden die Börsenbewegungen zum großen Teil mit ausländischem Geld finanziert, und nicht nur einige Großspekulanten, wie Castiglioni, Bosel und andere, sondern fast jede mittlere und kleine Bank nahm kurzfristige Auslandskredite für das Effektengeschäft und die Banken auch für ihre Industriekonzerne in großem Umfange in Anspruch. Damals täuschte man sich im In- und Ausland über die Kapitalkraft der zahllosen österreichischen Banken und Bankiers, die um so leichter sich noch im Besitz von ungeheuerem Vermögen wähnten, als die Kursgewinne an Aktien alter und neuer Unternehmungen dieses Vermögen ständig zu vermehren schienen und mangels von Goldbilanzen sich weder die Industrieunternehmungen noch die Banken über ihre eigene Kapitalkraft voll Rechenschaft gaben. Als im Frühjahr 1924 der Börsenkrach eintrat — im Zusammenhang mit der verlustreichen Liquidation der in phantastischem Umfang eingegangenen Kontremineposition in französischen Franken (als der französische Kurs binnen weniger Wochen mit Hilfe der Morgananleihe von 100 Mill. Dollar fast auf das Doppelte seines Tiefstandes gebracht wurde) —, da gerieten auch manche sonst solid geführte Mittelbanken in Schwierigkeiten, weil das gegen den Wiener Platz im Ausland entstandene Mißtrauen zur sofortigen Rückzahlung der aus-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ländischen Kredite nötigte, während es auch bei guten Industrieunternehmungen unmöglich war, termingerecht Zahlungen zu erlangen. Denn die Kredite waren nur zum Teil Betriebskredite gewesen, zum überwiegenden Investitionskredite, die durch Aktienemissionen zu konsolidieren nicht mehr gelungen war. An der Frankenspekulation, an dem Niedergang der Aktienkurse, an den Zusammenbrüchen von Banken und Industrieunternehmungen, die im Gefolge dieser Börsenkrise eintraten und sich bis ins Jahr 1927 hinzogen, erlitt die österreichische Volkswirtschaft Verluste, die wahrscheinlich einem großen Teil des Erlöses der Völkerbundanleihe gleichkommen dürften. Auch der Staatsschatz war von diesen Verlusten mit großen Summen betroffen, wie sich allerdings erst viel später herausstellte, denn das staatliche Postsparkassenamt war bei einer Reihe der zusammengebrochenen Banken und bei dem Großspekulanten Bosel mit enormen Summen beteiligt und, um einer neuerlichen Vertrauenskrise zu begegnen, hatte der Staat die Haftung für die Einlagen der zuletzt zusammengebrochenen Zentralbank der deutschen Sparkassen übernommen. Die Verluste des Staatsschatzes summierten sich auf etwa 200 Mill. Schilling. Aber auch die ausländischen Geldgeber haben große Verluste an den kleineren österreichischen Banken und Börsenfirmen, denen sie allzu reichlich Kredit gewährt haben, erlitten.

Seither entsprechen die Kreditbeziehungen der österreichischen Banken und Industrieunternehmungen mit dem Ausland im allgemeinen den Anforderungen einer soliden und vorsichtigen Kreditpolitik. Im Gefolge der Wirtschaftskrise, die von 1924 bis Ende 1926 und in ihren Ausläufern auch noch weit ins Jahr 1927 gedauert hat, sind wohl noch ausländische Kredite an eine Reihe von einst erstrangigen Industrieunternehmungen, die ihre Mittel aufgezehrt hatten, notleidend geworden, aber das sind Ausnahmeerscheinungen, wie sie überall seltener oder häufiger vorkommen. Vor allem die Kreditbeziehungen zwischen den inländischen und ausländischen Banken sind jetzt durchaus normal. Eine Schätzung ihrer Höhe ist wie erwähnt ganz unmöglich. Selbst wenn man an Hand gewisser Anzeichen eine solche versuchen wollte, so würde das Ergebnis irreführen, weil die Wiener Banken die im Ausland aufgenommenen Kredite zum großen Teil nicht für ihre österreichische Kundschaft, sondern für die in den Nachfolge- und Balkanstaaten in Anspruch nehmen, und für eine Sonderung fehlen die Unterlagen. Von den vier Wiener Großbanken

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

geben einige an, welcher Teil ihrer fremden Gelder und Außenstände auf fremde Währung lautet, andere, welcher Teil auf Konti von Ausländern entfällt, und diese Angaben schwanken bei den einzelnen Banken zwischen 10 und 47%. Dabei sind aber, auch wenn der Prozentsatz sich auf ausländische Kunden bezieht, bedeutende auf Schilling lautende Konti darin, und wenn es sich um auf fremde Währung lautende Konti handelt, auch bedeutende Einlagen von Österreichern in solchen Währungen inbegriffen. Man kann also daraus wenig Schlüsse ziehen. Die Höhe der ausländischen Kredite ist die größte bei der Credit-Anstalt, die das größte ausländische Geschäft hat und nicht nur einen ganzen Konzern von Banken in den Nachfolgestaaten, sondern auch viele Industrieunternehmungen daselbst, an denen sie noch von altersher beteiligt ist, mit Kredit versorgt. Gerade sie gibt an, daß ihre Guthaben bei ausländischen Banken und Kunden höher sind, als ihre Verpflichtungen an das Ausland. Daß die Guthaben bei ausländischen Banken bei allen vier Banken sehr beträchtlich sind, zwischen 15 und 156 Mill. Schilling (wieder bei der Credit-Anstalt) zeigt, daß die Auslandsverpflichtungen hoch sein müssen. Sowohl für plötzliche Rückzahlungen, als auch für die Zahlungsbedürfnisse der Kundschaft im Ausland müssen große Barguthaben im Ausland gehalten werden. Natürlich ist auch diese Kreditvermittlerrolle nicht ganz ohne Risken, denn die nach dem Osten vermittelten Kredite mögen nicht immer so rasch einzuziehen sein, wie die äußerste Pünktlichkeit der Zahlung fordernden im Westen aufgenommenen Bankkredite. Aber es ist nicht zu zweifeln, daß dabei alle Vorsicht geübt wird. Im übrigen haben die Banken ihre ständigen Bankverbindungen an den wichtigsten Geldzentralen, mit denen sie feste Kreditvereinbarungen getroffen haben, und die Credit-Anstalt hat überdies in der Amstelbank in Amsterdam eine eigene Bank gegründet, die ihr ihre Einlagen zur Weiterverleihung zur Verfügung stellt. Auch hat die Credit-Anstalt, als sie vor zwei Jahren die österreichischen Niederlassungen der Anglo-Austrian-Bank erworben hat, mit der Anglo-International-Bank in London, bzw. mit der Bank von England eine langfristige Kreditvereinbarung getroffen, und die Länderbank, die ihren Hauptsitz nach Friedensschluß nach Paris verlegt hat, verfügt dauernd über französische Gelder für das österreichische Geschäft.

Im übrigen dürften die kurzfristigen Verpflichtungen der Banken

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

in den letzten Jahren trotz der Ausbreitung ihres Geschäftes eher ab- als zugenommen haben. Man hat lange Zeit das Gegenteil angenommen und eine Zeitlang gewiß mit Recht. Man sah das Passivum der Handelsbilanz von jährlich rund 1000 Mill. Schilling, das durch andere abschätzbare Elemente der Zahlungsbilanz nicht zur Gänze gedeckt werden konnte, man sah die Wirtschaftskrise, den drückenden Kapitalsmangel und die Zinsteuerung, und es gab keine Erklärung für die Deckung des Passivums der Handelsbilanz und des Kapitalbedarfes, als die zunehmende Verschuldung aus Rußland. Und gerade daß während dieser Jahre die Devisenbestände der Nationalbank fast unausgesetzt stiegen, schien diese Annahme zu bestätigen, zumal die Steigerung zumeist zum Monatsende, also zur Zeit, wo die Banken größeren Geldbedarf haben, erfolgte, indem die Banken und Bankiers die ihnen durch die ausländischen Kredite zufließenden Devisen der Nationalbank ablieferten und dafür Schillinge in Empfang nahmen. In den folgenden Wochen wurden dann die Devisen wieder gegen Schillingzahlung zurückgenommen und so der Ultimobedarf auf viel billigerem Wege gedeckt, als wenn der Nationalbank Wechsel eingereicht worden wären. Das Wechselportefeuille der Nationalbank hielt sich daher auch dauernd auf einem verschwindend niedrigen Stand.

Aber es wäre wohl nicht anzunehmen, daß sich diese kurzfristige Verschuldung immerfort vermehre, bei gleichzeitig immer weiter ansteigendem Devisenvorrat der Nationalbank, zumal besonders seit der allmählichen Herabsetzung der österreichischen Bankrate, die nun schon bald ein halbes Jahr mit 6% unter der deutschen Bankrate steht[4], und der Erhöhung der amerikanischen Geldsätze seit dem Herbst vorigen Jahres die Differenz zwischen den ausländischen und inländischen Zinssätzen stark zusammengeschmolzen ist und die Hereinnahme ausländischer Kredite nicht mehr jenen großen Zwischennutzen läßt wie früher. Man darf daher annehmen, daß schon im vergangenen Jahr die kurzfristigen Auslandskredite nicht mehr zugenommen, und daß sie im laufenden Jahr abgenommen haben, allerdings wohl nur zum geringen Teil durch eine den Aktivsaldo des österreichischen Volksvermögens vermehrende Rückzahlung, sondern mehr durch Verwandlung in Schuldposten anderer Art. Aus den obigen Zusammenstellungen ist zu ersehen, daß die langfristigen Auslandsanleihen in

[4] Seither ist sie (nach der Erhöhung der Bankraten in Amerika auf 5%) auf 6½% erhöht worden.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

den letzten Jahren doch wieder etwas größeren Umfang angenommen haben. Bei der Enge unserer Volkswirtschaft spielen die dort genannten Summen, so geringfügig sie für den Weltgeldmarkt oder auch für deutsche Begriffe erscheinen, schon eine Rolle. Dann hat eine Reihe von österreichischen Banken ihr Aktienkapital erhöht, und die Aktien sind zum überwiegenden Teil von befreundeten ausländischen Gruppen übernommen worden. Auch Pakete von Industrieaktien gingen aus dem Besitz österreichischer Banken in ausländische Hände über. Man gründete mit ausländischen Freunden Effektentrusts im Ausland, die auf dem Wiener Markt Aktien erwarben. Die Boden-Credit-Anstalt hat noch gegen Ende vorigen Jahres in Holland eine solche Trustgesellschaft gegründet, die große Posten ihres Effektenportefeuilles übernahm mit Hilfe eines langfristigen Kredites, den die ausländischen Bankfreunde der neuen Trustgesellschaft gewährten. Dann wandern geradezu unausgesetzt Aktien von Unternehmungen der Nachfolgestaaten, die von altersher in österreichischem Besitz waren, in die Heimatländer. Man hat auch hierfür keine Schätzung, aber die Summen müssen sehr bedeutend sein, denn der Markt, besonders der tschechoslowakischen Aktien, der noch vor wenigen Jahren in Wien viel größer war als in Prag, hat sich ganz dorthin verzogen. Nur die Banken halten zähe an ihrem Besitz fest, um den Einfluß auf die ausländischen Unternehmungen nicht zu verlieren. Das private Publikum war aber gezwungen, diese alten Bestände zum größten Teil abzustoßen. Trotz dieser Abnahme dürfte indessen die Post Zinsen und Dividendeneingänge von ausländischen Wertpapieren jetzt eine viel größere Rolle als vor wenigen Jahren beim Ausgleich des Passivums der Handelsbilanz spielen, denn heute fließen auf den österreichischen Besitz an Nachfolgestaatenaktien ganz befriedigende Dividenden ein, und auch der Dienst der altösterreichischen und ungarischen festverzinslichen Wertpapiere, für die die Nachfolgestaaten verpflichtet worden sind, ist zum großen Teil wieder aufgenommen. Da sich auch der Fremdenverkehr immer günstiger entwickelt, sind die dem Warenhandel gleichzustellenden Ausgleichsposten der Zahlungsbilanz wesentlich gewachsen. Als zu Beginn dieses Jahres die große Wiener Stadtanleihe abgeschlossen wurde, sind aus dem Erlös die kurzfristigen Schulden der beiden daran beteiligten Wiener Banken fast zur Gänze getilgt worden, und der Resterlös ist zunächst zum weitaus größten Teil im Ausland, vor allem in Deutschland, verliehen worden, so daß

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

gerade dieser große Devisenzufluß in den Ausweisen der Nationalbank fast gar nicht zum Ausdruck kam.

Die Entwicklung des sichtbaren Gold- und Devisenvorrates der Nationalbank mag zur Ergänzung der vorgeschilderten Verhältnisse willkommen sein:

Ende 1925:	Ende 1926:	Ende 1927:	30. Juni 1928:
	in Millionen Schilling:		
439	680	738	693

Dazu kommen noch große Bestände in den „anderen Aktiven", Ende 1927 92 Mill. Schilling, nach Abzug der Verpflichtungen in Auslandwährungen.

Vergleicht man damit die Ausleihungen der Notenbank im Wechselportefeuille, so sieht man, wie geringfügig deren Rolle im Verhältnis zu den aus dem Zahlungsverkehr mit dem Ausland sich ergebenden Beständen ist:

Ende 1925:	Ende 1926:	Ende 1927:	30. Juni 1928:
	in Millionen Schilling:		
73	123	132	167

Wenn man zusammenfassend die Quellen dieser Steigerung der Devisenbestände der Nationalbank verzeichnen will, so sind die drei Hauptfaktoren die folgenden: 1. Erlös der Völkerbundanleihe, der allmählich, soweit er nicht für den Dienst der Völkerbundanleihe und für die sonstigen Zahlungsbedürfnisse der Regierung an das Ausland gebraucht wurde, ins Eigentum der Nationalbank übergegangen ist, da die staatlichen Investitionen, zu denen er hauptsächlich verwendet wurde, im Inland in Schillingen zahlbar waren; 2. auswärtige lang- und kurzfristige Kredite; 3. Verkauf österreichischer Vermögensanlagen ins Ausland. In welchem Verhältnis die drei Faktoren zueinander stehen, die ja eine Vermehrung der Devisenbestände der Nationalbank nur bewirken konnten, soweit die Devisen nicht zu Zahlungen der Regierung oder der Privatwirtschaft an das Ausland gebraucht wurden, läßt sich nicht feststellen. Zu erwähnen ist noch, daß die Devisenbestände der Nationalbank ja selbst wieder kurzfristige Darlehen an das Ausland darstellen, Guthaben in Neuyork, London und den anderen großen Bankplätzen Europas mit wertbeständiger Währung, und zwar hauptsächlich bei den Banken der Vereinigten Staaten und der Bank von England. Der Erlös der hochverzinslichen Anleihen, die aufgenommen werden, wird zu den viel niedrigeren, für

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

täglich oder in kürzester Frist abhebbare Guthaben üblichen Zinssätzen wieder an das Ausland verliehen. Das ist die Folge der Devisenwährungen, die jetzt in Europa gebräuchlich sind, wobei ihr Vorteil immerhin darin liegt, daß die Deckungsbestände der Banknoten doch irgendwelche, wenn auch niedrige Zinsen abwerfen.

Allmählich — übrigens in sehr langsamem Tempo — wird ein Teil der Devisenbestände in Gold umgewandelt.

Die Frage liegt aber nahe, wie es geschehen kann und ob es nötig ist, daß große auswärtige Anleihen aufgenommen werden, deren Effekt es ist, daß der Erlös zum großen Teil in Devisen in die Notenbank fließt und von dort wieder der Volkswirtschaft der Geldgeber zugute kommt. Die Frage wird besonders berechtigt sein, wenn ein so auffallendes Mißverhältnis zwischen den im Inland wirkenden Deckungsbeständen der Banknoten, dem Wechselportefeuille, und den im Ausland wirkenden Devisen besteht, wie in Österreich, wo der Devisenvorrat das Fünffache der Wechselbestände beträgt. Die Antwort wird man wohl in folgenden Umständen zu suchen haben: 1. Diese Devisenbestände wirken auch im Inland, da gegen sie Banknoten in Umlauf gesetzt werden. Das ist ja das Eigenartige und nicht Unbedenkliche der Devisenwährungen — sobald sie sich nicht auf wenige Staaten und auf bescheidenen Umfang beschränken —, daß auf Grund desselben Deckungsmittels, des Goldes, in zwei verschiedenen Ländern Banknoten, also Kaufkraft, geschaffen werden können. 2. Wenn die Kreditbeschaffung auf dem Umwege über das Ausland und nicht direkt bei der Notenbank erfolgt, so geschieht dies, wenn es sich um kurzfristige Kredite handelt — die bekanntlich der Prolongation auf sehr lange Zeit fähig sind —, weil sie erheblich billiger sind, als der Notenbankkredit und gar der Kredit der Privatbanken in Schillingen, weil auch bei der Vielzahl der Kreditgeber im Ausland viel größere Kredite hereingenommen werden können, als die Notenbank, die jeden Einzelkredit streng begrenzt, gewähren würde, und weil viele Kreditbedürfnisse von der Notenbank überhaupt nicht befriedigt würden, vor allem die Investitionskredite, die durch langfristige Auslandsanleihen beschafft werden. Privatwirtschaftlich kann eben in vielen Fällen eine bestimmte Art der Kreditbeschaffung zweckmäßig sein — z. B. Auslandskredit —, auch wenn sie volkswirtschaftlich überflüssig schiene. 3. Weil ein Land wie Österreich mit einem — im Gegensatz zu der alten Monarchie — im Verhältnis zu seiner Gesamtproduktion un-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

gewöhnlich großen Außenhandel und ungewöhnlich hohem Außenhandelspassivum — rund 35% der Einfuhr — sehr große Devisen- oder Goldbestände braucht, um gegenüber den Wechselfällen der Handels- und Zahlungsbilanz die Parität seiner Währung zu schützen. Fließen diese Devisenreversen nicht aus den Überschüssen der Volkswirtschaft, dann müssen sie eben — und zwar womöglich mit langfristigen Anleihen, denn kurzfristige wären noch größeren Wechselfällen ausgesetzt — aus dem Ausland entliehen werden. Zwar hat Österreich eine zweite Devisenreserve, die immer noch bedeutenden Vermögensanlagen in den Nachfolgestaaten, aber sie ist schwerer und in großen Beträgen nicht so rasch verwertbar wie die Devisen, mit denen jede fällige Schuld beglichen werden kann. Insofern ist das Opfer, das durch die Zinsdifferenz der von den öffentlichen Körperschaften und der Privatwirtschaft aufgenommenen langfristigen Anleihen gegenüber den Auslandsguthaben entsteht, zweckdienlich.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die Zahlungsbilanz der Vereinigten Staaten von Amerika als Gläubigerland.

Von

Privatdozent Dr. Melchior Palyi, Berlin.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

I.

Zum ersten Male, seitdem es eine Statistik gibt, haben wir für eine Anzahl von Jahren und für ein großes modernes Land Zahlungsbilanzangaben zur Verfügung, die auf so etwas wie Wissenschaftlichkeit Anspruch erheben können. Freilich völlig „exakt", stich- und hiebfest sind auch die Zahlen der neuen amerikanischen Zahlungsbilanzstatistik nicht; gar manche der Angaben über einzelne Posten des Kapitalverkehrs, wie wir noch sehen werden, und namentlich die über Auswandererrimessen basieren auf beiläufigen Schätzungen, die mit sehr schweren Fehlerquellen behaftet sind. Aber sie können in weit höherem Maße als die eines anderen Landes jemals zuvor Anspruch auf Zuverlässigkeit erheben; sie beruhen weit mehr als das sonst üblich ist auf Ermittlungen zum Teil sehr raffinierter Art und in viel geringerem Maße als sonst auf bloßen Schätzungen und Vermutungen. Diese Statistik ist bekanntlich von der nach allen Richtungen so aktiven Harvardgruppe auf Anregung von Professor Bullock und unter Führung von Professor J. H. Williams für die Jahre 1919—1921 begonnen worden; das „Bureau of Foreign and Domestic Commerce" des amerikanischen Handelsministeriums (Department of Commerce) hat sie dann fortgesetzt und von Jahr zu Jahr verfeinert[1].

Das Ergebnis aber ist, daß es geradezu den Anschein hat, als ob die Probleme um so schwieriger, um so rätselhafter werden, je besser, zuverlässiger und ausgiebiger die Zahlen sind, die zur Verfügung stehen. Selbst bei oberflächlicher Betrachtung der Daten drängen sich einige Fragen auf, die zu den schwierigsten gehören in der an sich schon so komplizierten und an Überraschungen, plötzlichen Wendungen so reichen Geschichte der modernen Zahlungsbilanzen. Einige der sich am

[1] The Balance of International Payments of the United Stades in 1925, von Franklin W. Ryan (Trade Information Bulletin No. 399); do. in 1926, von Ray Hall (Trade Information Bulletin No. 503); do. in 1927 von Ray Hall (Trade Information Bulletin No. 552) sämtlich in Washington erschienen. Namentlich die beiden letztgenannten Bulletins bieten außer dem Zahlenmaterial auch vorzügliche Darstellungen der angewandten Methoden. Zur Methodik der Kapitalverkehrsstatistik vgl. auch Cleona Lewis, The international accounts, Newyork 1927, und die dort angeführte Literatur.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

meisten aufdrängenden Probleme sollen hier erörtert werden, ohne daß der Verfasser den Mut haben würde, zu versprechen, dieses oder jenes Rätsel lösen zu können. Handelt es sich doch um Probleme, die zum guten Teil erst im Rahmen einer ganz langfristigen Betrachtung der Lösung nähergebracht werden können; während wir uns jetzt, historisch gesehen — was die Stellung der Vereinigten Staaten im internationalen Austausch anbelangt —, offenbar in einem Übergangsstadium befinden und die relativ zuverlässigen Zahlenangaben nur für eine beschränkte Anzahl von Jahren zur Verfügung stehen.

Eine terminologische Schwierigkeit sei vorweg aus dem Wege geräumt. Der Sprachgebrauch in der Theorie des internationalen Handels sowohl wie in der statistischen und kaufmännischen Praxis ist noch reichlich verworren. In Englisch vielleicht noch mehr als in den kontinentalen Sprachen; „balance of trade" und „balance of payments" werden miteinander und mit „balance of indebtedness" noch immer beliebig vertauscht[2]. Um Mißverständnissen terminologischer Art vorzubeugen und um die Wiederholung langwieriger Erklärungen zu vermeiden, sei es hier gestattet, die termini in dem Sinne festzulegen, in dem sie der Verfasser im folgenden zu verwenden gedenkt. Wir wollen unter *Handelsbilanz* die Bewegung aller *sichtbaren und unsichtbaren* Wertposten verstehen, bei denen der Schuldverpflichtung resp. der Forderung *im gleichen Zeitraum* eine Gegenleistung gegenübersteht. Sichtbare und unsichtbare Posten: es gehören also dazu Waren- und Edelmetallbewegungen sowohl wie die bekannten Posten des internationalen Dienstverkehrs einschließlich Schiffahrts-, Bank-, Versicherungsdiensten, Touristenverkehr usw. Wir wollen ferner in loser Anlehnung an den von Pasquale *Jannaccone*[3] geschaffenen italienischen Sprachgebrauch die Gegenüberstellung von Schulden und Forderungen aus einseitigen Wertbewegungen *Forderungsbilanz* (bilancia dei debiti e crediti) nennen. Hier handelt es sich mithin um Hergabe von Kaufkraft oder von naturalen Gütern von seiten des einen Landes *ohne* irgendwelche *Gegenleistung* des anderen *in der gleichen Periode*. Dazu gehören Kapitalausfuhr, sei es als Kredit-

[2] So selbst in einer wissenschaftlichen Arbeit vom Range des *Viner*schen Buches „Canada's Balance of International Indebtedness 1900—1913" (Cambridge, Mass. 1924).

[3] „La bilancia del dare e dell' avere internazionale, con particolare riguardo all' Italia" (Milan 1927), S. 6ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

gewährung, sei es als Tributzahlung, ferner Zinszahlung und Schuldtilgung; aber auch Auswandererrimessen — obwohl bezüglich dieser einige Zweifel bestehen könnten, zumal wenn es sich um Saisonwanderer handelt, deren Leistungen zu den „unsichtbaren" Handelsbilanzposten gerechnet werden könnten —; schließlich charitative und ähnliche Geldsendungen von Land zu Land usw. Die Forderungsbilanz hat es gemeinsam mit der Handelsbilanz, daß beide sich auf laufende Posten der betreffenden Wirtschaftsperiode beziehen; im Gegensatz dazu hat es die Kapitalbilanz mit dem Vergleich des Gegenwarts-(Kapital-) Wertes der in Zukunft fällig werdenden Schulden und Guthaben zu tun. Endlich, und das ist vielleicht terminologisch am wichtigsten, wollen wir die Gesamtheit aller in derselben Periode fälligen Posten stets mit Zahlungsbilanz bezeichnen. Dementsprechend versteht sich, daß die Gegenüberstellung, die Zahlungsbilanz genannt wird, stets für jede nennenswerte Periode (wir rechnen wie üblich mit dem Kalenderjahr) ausgeglichen sein muß. Dagegen können sowohl Handels- als auch Forderungsbilanz sehr wohl längere Jahre hindurch je für sich einen Saldo aufweisen[4]; selbstverständlich wird in jedem Jahr der Aktivsaldo des einen durch den Passivsaldo des anderen kompensiert sein müssen. Ein Ausgleich der Kapitalbilanz kommt in der Regel allenfalls für ganz lange Perioden („säkular") in Frage; und auch das braucht keineswegs notwendig der Fall zu sein — entgegen der jüngst von G. P. Auld (bezüglich der deutschen Reparationsschuld) zurechtgelegten Konstruktion[5]. — Das sind Selbstverständlichkeiten; und ebenso selbstverständlich muß es sein, daß diese terminologische Festlegung an sich nicht das Geringste über den Zusammenhang der fraglichen Wertbegegnungen miteinander, über ihre funktionellen Beziehungen aussagt. Sie darf nicht so verstanden oder gedeutet werden, als ob damit gar „erklärt" sei die Größe eines Postens auf der linken durch die eines anderen, der auf der rechten Seite steht, oder umgekehrt.

---

[4] Es ist völlig abwegig, wenn gelegentlich (z. B. von T. H. Boggs, The international trade balance in theory and practice, (Newyork 1922, S. 16) angenommen wird, Exporte und Importe würden sich wechselseitig stimulieren und folglich einander „ungefähr" ausgleichen; mit langen Perioden, für die das unter ganz normalen, störungslosen Umständen allenfalls gelten würde, hat es das Folgende nicht zu tun.

[5] Auld, The Dawes Plan and the new economic, Garden City 1927, Kap. VII, XII.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Es handelt sich also um eine zunächst rein äußerliche Gruppierung der Daten und um die Festlegung der zugehörigen Nomenklatur — der Bequemlichkeit halber.

II.

Der Übergang eines Schuldnerlandes zum Netto-Kapitalexport und mithin zur Gläubigerstellung gilt heute allgemein als eine „natürliche" Entwicklung; jede andere Entwicklung würde man als eine Ausnahme betrachten, wenn nicht überhaupt für höchst unwahrscheinlich halten. Liest man darüber etwa die einschlägigen Kapitel in F. W. Taussigs „International Trade" — diesem, international gesehen, bedeutendsten Werk des Gegenstandes seit Cairnes —, so bekommt man geradezu den Eindruck, als ob es sich um etwas „Gesetzmäßiges" handeln würde. Taussig schwebt eine Art Periodizität vor, in der die einzelnen Phasen sich wie folgt darstellten: 1. Steigende Verschuldung und beginnende Rückzahlung bzw. Verzinsung; 2. mindestens prozentual verlangsamte Kapitalzufuhr und steigende Zins- und Rückzahlungen; so daß es 3. zu einem Gleichgewicht zwischen diesen beiden alljährlich auftretenden Posten kommt. Dann schlägt das Pendel um: die nächste Phase 4. charakterisiert sich durch Überwiegen der Kapitalausfuhr für Tilgungs- und Zinszahlungen, sowie für beginnende eigene Investitionen im Auslande über die neuen Kapitalanlagen des Auslandes im Inlande; bis 5. wieder ein Gleichgewicht erreicht ist, diesmal zwischen dem Kapitalwert der Schulden und dem der Forderungen, wobei aber die Jahresbilanz des zwischenstaatlichen Kreditverkehrs, wie bereits vorhin einen Passiv-(Ausfuhr-)Überschuß aufweist. Dann ist es nur noch ein „Schritt" 6. zur Stellung als Gläubigerland, mit keinen oder verhältnismäßig geringen und abnehmenden Zinslasten, mit steigender Kapitalausfuhr für Investitionszwecke und mit schrittweise einsetzenden Zinseinnahmen[6]. Naturgemäß muß das Land in den Perioden 1—3 passive, in den Perioden 4—6 aktive Handelsbilanz aufweisen.

Dieser schrittweise Übergang vom Schuldner- zum Gläubigerland hat sich in der kapitalistischen Geschichte mehrfach wiederholt. So in

[6] Vgl. Taussig, International Trade, Newyork 1927, passim, dessen Einteilung der Phasen jedoch nicht in allen Einzelheiten die gleiche ist, wie oben. Wir wollen eine Volkswirtschaft, deren Forderungsbilanz sich in der Phase 1—2 befindet, reines Schuldnerland nennen; die in der Phase 4—5: überwiegendes Schuldnerland. Phase 5—6 charakterisieren das Gläubigerland im Anfangsstadium. Über weitere Entwicklungsstufen später.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

England im ersten Quartal des 19. Jahrhunderts, beginnend namentlich mit den vom Hause Baring emittierten, französischen Anleihen (1817) zur Finanzierung der 700 Millionen Franken Indemnität, die Frankreich auferlegt wurde[7]. Bis dahin war der englische Geldmarkt immer wieder auf die Unterstützung des Kontinents, insbesondere Hollands, angewiesen, wenn auch dieses Verhältnis bereits im Laufe des 18. Jahrhunderts ein schwankendes wurde; englische Staatsanleihen waren jedenfalls bis zum Ende der Napoleonischen Kriege ein Hauptanlagemittel des Kontinents[8]. Noch eklatanter stimmt das obige Entwicklungsschema für kontinentale Länder wie Deutschland und die Schweiz. In Deutschland z. B. hat sich der Prozeß, der allerdings noch immer — dank der Herrschaft der „historischen Schule" in der deutschen Nationalökonomie! — der bescheidensten wissenschaftlichen Analyse bedarf, ganz langsam abgespielt[9]; Ende der 90er Jahre war die entscheidende Wendung vollzogen. — Der Grund dafür, daß die Phasen sich in der geschilderten Weise abzuspielen pflegten, und daß der ganze Ablauf so „natürlich" erscheint, ist ein doppelter. Es liegt zunächst an dem eindeutigen trend, der die wirtschaftliche Entwicklung des „Hochkapitalismus" kennzeichnet, an der fortschreitenden Reichtumsbildung, die zum Teil gerade den Kapitalbewegungen zu verdanken war; diese haben die Schuldner zu der wirtschaftlichen Expansion befähigt, die die Voraussetzung des langsamen Übergangs vom Schuldner zum Gläubiger bildet. Die Reichtumsvermehrung bedeutet eben weltwirtschaftlich: selbsttätige Schaffung neuer Absatzmärkte, auf denen das zusätzliche Produkt der Schuldner abgesetzt und mit diesem Erlös die

[7] Vgl. L. H. Jenks, The migration of British capital (Newyork 1927), S. 31ff.; A. W. Acworth, Financial reconstruction in England 1815—1822 (London 1926), passim.

[8] Vgl. E. Halévy, Histoire du peuple anglais au 19e siècle, 1. Bd., 2. Aufl. (Paris 1913), S. 319ff.; M. Bouniatian, Geschichte der Handelskrisen in England, München 1908, S. 131f. und passim; C. K. Hobson, The export of capital, London 1914, Kap. V. — W. Fairman, An account of the public funds, 7. ed., London 1822, S. 231 (zitiert bei Lewis, S. 15) gibt zahlenmäßige Schätzungen über den ausländischen Besitz in englischen Wertpapieren 1762, 1806 und 1810—18.

[9] Zur Einführung noch immer lesenswert: K. Lamprecht, Zur jüngsten deutschen Vergangenheit, 2. Bd., 2. Hälfte, 3. Aufl. (Berlin 1913), S. 557ff. Reiches Material (unverarbeitet) bietet J. Legge, Kapital- und Verwaltungsüberfremdung bei der Industrie und den Verkehrsanstalten Deutschlands von 1800 bis 1923/24, Halberstadt 1924.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Schulden abgetragen und darüber hinaus Guthaben erworben werden können. Die Expansion tritt aber nicht immer „von selbst" ein; es sei denn in Ländern, die Monopolprodukte erzeugen und in denen es bloß der Kapitalbefruchtung bedarf, um im Warenexport ernten zu können. Sonst aber bedarf es (zweitens) auch in Neuländern vielfach eines „Druckes" auf bestimmte partielle Preisniveaus, um die Exportvermehrung oder Importeinschränkung im Warenaustausch auszulösen, die den Umschwung der Forderungsbilanz handelsbilanzmäßig begleitet und ermöglicht.

So einleuchtend das alles ist, in der Geschichte der amerikanischen Zahlungsbilanz hat sich diese Regel, wie so manche anderen Regeln nicht immer bestätigt. Sie verlief zum Teil anders als die meisten analogen Entwicklungsreihen. Vor allem ist sie immer wieder unterbrochen worden; so insbesondere und im stärksten Ausmaß 1837, 1873 und in der ersten Hälfte der 90er Jahre. In allen diesen drei Fällen — und in geringerem Umfange noch öfters, z. B. im Sezessionskrieg 1861—65 — handelte es sich darum, daß die internationalen Kredite so gut wie plötzlich aufhörten, während die United States sich noch keineswegs in dem Stadium befanden, in dem sie diese Kredite hätten entbehren können. Sie waren in den genannten Zeitpunkten ein reines oder überwiegendes Schuldnerland, wenn nicht am Anfang, so doch jedenfalls auf einer mittleren Phase der Entwicklung, und bedurften mithin des Kapitalzuflusses, um ihren eigenen Zinsverpflichtungen in vollem Umfang gerecht zu werden, und sei es auch nur bescheidene, auswärtige Investitionen langsam aufbauen zu können. In den beiden erstgenannten Fällen waren es entweder akute Geldmarktkrisen der Kapitalgeber, insbesondere Englands (1873); oder eine Vertrauenskrise dem Schuldnerland gegenüber lag vor (1837), weil sich dieses in vielen Fällen zahlungsunfähig erwiesen hatte. In der ersten Hälfte der 90er Jahre lag nicht eine akute Krise, sondern so etwas wie eine schleichende Krankheit des amerikanischen Geldmarktes vor: die dortige Silberkampagne, verschärft durch die Unsicherheiten des McKinley-Tarifes und der unzulänglichen Notenbankorganisation, hat das Vertrauen der europäischen Kapitalisten auf die schwerste Probe gestellt, was sich im Abstoßen amerikanischer Effekten und in der praktischen Unmöglichkeit von Neuemissionen größeren Stiles äußerte[10].

[10] Für die Geschichte der amerikanischen Zahlungsbilanz vor dem Kriege — für die auch nur annähernd ähnlich zuverlässige Daten, wie man sie heute hat,

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

An Stelle einer langsamen Entwicklung im Sinne der Phasentheorie sehen wir also einen fortlaufend gestörten Gang der Dinge; überhaupt war die Entwicklung reichlich von Störungen begleitet gewesen. Aber diese Störungen waren im wesentlichen von der konjunkturellen Art; Kredit stand eben aus England in der Hochkonjunktur jeweils ausgiebiger zur Verfügung als in den sehr akuten Depressionen der 70er bis 90er Jahre. Im übrigen entwickelten sich die Dinge jedoch so, wie es im Sinne der „Phasen" zu erwarten war. Freilich können wir das in der Hauptsache nur indirekt schließen, weil die erlangbaren Ziffern der Forderungsbilanz früherer Perioden höchst unzureichend sind. Einen solchen indirekten Schluß läßt die Tatsache zu, daß die Handelsbilanz der Vereinigten Staaten erst seit Mitte der 70er Jahre Exportüberschuß aufweist, während noch z. B. 1868/69 (nach D. A. Wells) der Importüberschuß mehr als 100 Millionen Dollars betrug. Also war von 1873 an die Stufe des „reinen Schuldnerlandes" bereits überwunden. Die darauf folgende Übergangsperiode (Phase 3) ist nun allem Anschein nach äußerst langgestreckt gewesen: rund 20 Jahre lang, bis in die 90er Jahre, lösen sich zyklisch Jahre mit Warenexportüberschuß und solche mit Warenimportüberschuß ab, wobei die ersteren im Saldo leicht überwogen. Da von den unsichtbaren Posten der Handelsbilanz damals nur die Frachten, die sich zunehmend „passivierten", eine nennenswerte, aber quantitativ auch nur bescheidene Rolle spielten, so darf eine solche im Durchschnitt der fraglichen Periode ungefähr ausgeglichene Bilanz als schlüssiger Beweis gelten. Als Beweis dafür, daß es sich um eine ungewöhnlich langgestreckte Übergangsperiode handelt, in der sich die Schulden für Zinszahlung und die Forderungen aus Kapitaleinfuhr in roher Annäherung balancierten.

völlig fehlen — war bis vor kurzem die Abhandlung von C. J. Bullock, J. H. Williams und R. S. Tucker, The balance of trade of the United States (Review of economic statistics, Juli 1919) grundlegend; heute kommt es auf die Kapitel 23 bis 24 in Taussigs Buch an. Wertvoll auch Reibnitz, Amerikas internationale Kapitalwandernugen (Berlin 1926). Vgl. ferner N. T. Bacon, American international indebtedness („Yale Review" 1900); A. Sartorius von Waltershausen, Die Handelsbilanz der Vereinigten Staaten von Amerika, Berlin 1901; C. Ballod, Die deutsch-amerikanischen Handelsbeziehungen („Schriften des Vereins für Sozialpolitik, Bd. 91); Sir George Paish in „Senate Document No. 579, 61. Congress, 2. Session", Washington 1910, S. 153ff.; D. A. Wells, Report of the special Commissioner of Revenue (in „House of Representatives Executive Document No. 27, 41. Congress, 2. Session", Washington 1869, S. XXVIff. und passim.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Auch den nächstfolgenden Zeitabschnitt, die 20 Jahre vor dem Kriege, kann man als eine Periode zwar mächtiger, aber im ganzen normaler Entwicklung ansehen. Es kann hier nur beiläufig erwähnt werden, daß in dieser Periode die Produktivität der amerikanischen Industrien nur um wenige Prozente gestiegen ist; ebenso langsam, wenn nicht gar negativ, war die Entwicklung des Reallohnes — allerdings bei rapid wachsender Bevölkerungszahl —, der ja der wichtigste Maßstab für die Prosperität eines modernen Landes ist. Dementsprechend konnte die Kapitalbildung keine sehr rapid fortschreitende sein; woraus wiederum folgt, daß der Übergang vom Schuldner- zum Gläubigerstaat einigermaßen im normalen Tempo ablaufen mußte. Und in der Tat finden wir diese theoretische Voraussage durch die Tatsachen bestätigt. Äußerlich wuchs zwar die Verschuldung Amerikas nach wie vor, und zwar sogar in rascherem Tempo als früher, aber sich gegen Ende der Periode wesentlich verlangsamend. Nach den besten zugänglichen Schätzungen wuchs die Summe fremder Kapitalanlagen von 1869—1895 um 1 Milliarde Dollars (nämlich von 1,465 auf 2,5 Milliarden), während das Wachstum von 1895—1910 gar 4 Milliarden (auf 6500 Millionen Dollars) betrug[11]; während aber 1869 die Amerikaner 200 Millionen neue Kredite erhielten, haben sie 1912, als die internationalen Kapitalbewegungen den vielfachen Umfang erreichten, nur 100—150 Millionen bekommen. Während sie im ersteren Jahr nur 80 Millionen an Zinsen aufzubringen hatten, waren es 1912 allein auf dieser Rechnung 200 Millionen geworden — was wahrscheinlich zu niedrig geschätzt ist —, wozu noch alljährlich Auswandererremessen im Betrag von etwa 250—300 Millionen Dollars und eine unbekannte Summe an amerikanischen Investitionen in Lateinamerika, Kanada usw. hinzukamen[12];

[11] Wells, S. XXVIff. (abgedruckt bei Lewis, S. 145) bietet die Zahlen für 1869; für 1895 vgl. Bacon, op. cit. S. 265ff.; für 1910 wird allgemein mit der Schätzung von Sir George Paish (The Trade balance of the United States, in den Schriften der „National Monetary Commission", Washington 1910, Bd. 20, S. 153 ff.) operiert. Nach der Schätzung von D. R. Crissinger, (vgl. „Review of Economic Statistics" I, 1919, S. 230) gab es 1914 nur noch 4—5 Milliarden Dollars amerikanische Effekten im Ausland.

[12] Die Schätzung für 1869 nach Wells, (nach W. Z. Ripley, „New York Journal of Commerce" Dez. 1911, war Amerika 1869 bereits mit £ 250 Millionen an England verschuldet); die für 1912 nach Kent, sämtlich abgedruckt bei Taussig, S. 296. Reibnitz schätzte (Die Newyorker Fondsbörse, Jena 1912, S. 117) die Zinsschuld Amerikas vor dem Kriege auf 4—500 Millionen Dollars, was wohl zu hoch gegriffen war.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ja, nach einer anderen Schätzung für 1911/12[13] hatten die Vereinigten Staaten damals bereits auch 50 Millionen auf der Aktivseite der Forderungsbilanz als den Betrag ihrer eigenen Zinsforderungen gegen das Ausland einsetzen können. Alles in allem war also damals — und schon seit Mitte der 90er Jahre — die dritte Phase überwunden; das Land hat zwischen 1895 und 1914 die vierte Phase durchgemacht und stand an der Schwelle der fünften, als der Weltkrieg ausbrach. Ganz im Sinne des theoretisch vorgeschriebenen Ablaufs traf alles ein: auf die langgestreckte Übergangszeit folgte eine ungefähr ebenso lange Periode des „überwiegenden Schuldnerstaates", der zwar noch immer mehr Schulden als Forderungen (dem Kapitalwerte nach) besaß, dessen alljährliche Forderungsbilanz jedoch bereits beträchtlichen und wachsenden Exportsaldo aufwies, dem in der Handelsbilanz ein entsprechender Aktivsaldo der Warenausfuhr (von durchschnittlich mehr als 500 Millionen Dollars!) gegenüberstand. Amerika war also beim Ausbruch des Weltkrieges zwar noch nominell ein Schuldnerland, effektiv aber, nach dem Stande seiner Zahlungsbilanz, war es bereits längst und kontinuierlich — nicht etwa nur in dem einen oder anderen Jahr — im Begriffe, im Saldo Kapital zu exportieren, wenn auch freilich nur zum kleineren Teil für Anlagezwecke. Bei fortschreitender Verminderung der Kreditaufnahme im Auslande, bei gleichzeitigem Abbau der früheren Schulden und bei zunehmender Bereitschaft zur Kapitalhergabe an fremde Länder konnte der Zeitpunkt nicht mehr fern sein, in dem der Übergang zum „Gläubigerland" (Phase 5 bzw. 6) erreicht wird. Da brach der Weltkrieg aus.

III.

Nicht die geringste unter den vielen Naivitäten, mit denen die alte Welt der neuen gegenübersteht, ist die Vorstellung, daß Amerikas Zahlungsbilanzstellung durch den großen Krieg völlig revolutioniert worden sei. Man rechnet es beinahe zu den sieben Weltwundern, daß ein Land sich „plötzlich" vom Schuldner zum Gläubiger gewandelt habe; und man pflegt darin den eklatanten Beweis zu erblicken, daß Amerika sich am Kriege „bereichert" habe. Selbst der Wissenschaft haftet (in Europa) diese vorurteilsbelastete Einstellung weitgehend an; zumindest sieht sie in der fraglichen Entwicklung ein großes „Problem", dessen

[13] Vgl. Taussig, S. 295f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

„Lösung" dann freilich meist nicht anders gesucht wird, als wo sie der „Mann auf der Straße" bereits von selbst gefunden hatte.

In Wirklichkeit gibt es ein Problem in diesem Sinne gar nicht. Die Vereinigten Staaten wären auch ohne Weltkrieg binnen kurzem Gläubiger großen Stils geworden. Die rund vierzigjährige Entwicklung, die voranging, hätte gar nicht anders „enden" können. Die Vorbereitung dazu war eine so ausgiebige, wie es je irgendwo der Fall gewesen ist; und innere Gründe spielten noch entscheidend mit, die erst im folgenden zur Erörterung gelangen. Um ein Problem in dem Sinne der Frage, warum die Vereinigten Staaten Gläubiger geworden sind, braucht man sich also gar nicht den Kopf zu zerbrechen. Es kann sich allenfalls um das Tempo handeln, in dem sich der Übergang von Phase 4 zu Phase 6 vollzogen hat. In der Tat hat der Weltkrieg, oder besser gesagt, die erste Hälfte desselben (bis zum Übergang Amerikas in die Reihe der Gegner Deutschlands) die Entwicklung beschleunigt; aber wie gesagt, nur um eine Beschleunigung handelt es sich; alle Vorstellungen von der Art, als ob eine Entwicklungslinie plötzlich abgebrochen und eine neue begonnen worden wäre, sind völlig von der Hand zu weisen.

Vielmehr müßte die Frage so gestellt werden: wie kam es, daß die Vereinigten Staaten nicht schon beträchtliche Zeit vor dem Weltkrieg in die überwiegende Gläubigerstellung gerückt sind? Man vergegenwärtige sich doch, daß das Land teilweise bereits seit den 70er Jahren und insbesondere seit den 90ern Warenexportüberschuß aufwies, der seit Ende des vorigen Jahrhunderts unerhörte Dimensionen annahm. In der Hauptsache diente dieser Überschuß dazu, um die Passivität der Forderungsbilanz auszugleichen, eine Passivität, die sich aus dem amerikanischen Kapitalexport a) für Zinszahlungen und für den Rückkauf früherer Emissionen im Auslande, b) für Neuinvestitionen im Auslande, c) für Auswandererrimessen ergab. Gewiß mußte aus diesem Überschuß auch für die Schiffahrtsdienste europäischer Völker und für die Ausgaben amerikanischer Touristen in Europa gesorgt werden; aber diese beiden „unsichtbaren" Posten haben doch allenfalls einen Bruchteil des Exportüberschusses an Waren absorbiert[14]. Ferner ist

[14] Allein für die drei Jahre 1898—1900 errechnet Reibnitz (S. 81) einen Aktivsaldo der Handelsbilanz von 1747 Millionen, dem an Schuldzinsen, Geldsendungen der Auswanderer, Fracht- und Touristenausgaben zusammen nur 840 Millionen (in den 3 Jahren) gegenüberstanden.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

zu beachten, daß der Kapitalimport der Vereinigten Staaten sich bereits seit dem Beginn des neuen Jahrhunderts aus zwei Teilen zusammensetzte, von denen der eine, nämlich Erträge aus fremden Anlagen der Amerikaner, ständig auf Kosten des anderen (Neuinvestitionen von Ausländern in Amerika) zunahm. Für die damalige Stellung der Vereinigten Staaten muß man also eigentlich die Zinseinnahmen von der Aktivseite der Forderungsbilanz abziehen, um ein richtiges Bild der Entwicklungslinie zu bekommen. Tut man das, so wird man gefühlsmäßig den Eindruck bekommen, daß der Übergang zur Gläubigerstellung (Phase 6) eigentlich schon fällig war.

Worin soll also die überraschende Wendung bestehen? Selbst Taussig, dem wir so vieles für die Erkenntnis der theoretischen Zusammenhänge sowohl als auch speziell für die Klarstellung der amerikanischen Entwicklung verdanken, spricht von einer überraschenden Wendung, an der die Geschwindigkeit, mit der die Veränderungen vor sich gingen, nicht weniger auffallend sei, als der Umfang dieser Veränderungen selbst[15]. In Wirklichkeit liegt hier häufig ein Mißverständnis vor, das letzten Endes verbal, durch die Wahl der termini bedingt ist. Man pflegt nämlich ganz allgemein — und für gewisse Zwecke mit gutem Recht — die Auswandererremessen nicht zu den Kapitalausfuhrposten zu rechnen. In der Tat schaffen sie für das betreffende Land meist keine Guthaben, aus denen Erträge fließen würden, wie das bei Kapitalanlagen der Fall ist. Aber deswegen gehören sie doch zur Kapitalausfuhr in demselben Sinne wie das bei Reparationszahlungen und ähnlichen einseitigen Wertübertragungen der Fall ist. Rechnet man in dieser Weise, so erscheint die amerikanische Kapitalausfuhr bereits vor dem Kriege als sehr beträchtlich; die Schätzung von 250—300 Millionen Dollars Auswandererremessen für 1912 ist bereits oben genannt worden. Alles in allem dürfte sie bescheiden bemessen sein, wenn man die jährlich durchschnittlich nahezu 1 000 000 Einwanderer der Vereinigten Staaten in der Periode 1900—1913 im Auge behält[16]: Die

---

[15] Taussig, op. cit. S. 329. Übrigens ist Taussigs Bemerkung (S. 328): „The remarkable thing is that . . . the shift from an established borrower's position to the position of an established lender, should be compressed within less than a single decade" anfechtbar, da der fragliche Übergang eigentlich schon 1917 vollzogen war, also höchstens drei Jahre in Anspruch nahm.

[16] Jannaccone, op. cit., S. 95, schätzt die italienischen Auswandererremessen für 1913 auf 828,4 Millionen Lire; m. E. dürfte davon die Hälfte auf die in Amerika

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

als Kapitalanlagen regulärer Art investiert worden wären. Und auch so war das Land längst im Begriffe, sich durch kapitalistische Expansion immer mehr Ertragsquellen zu erobern. Allerdings mehr durch den Rückkauf eigener Effekten, die in einzelnen Jahren riesigen Umfang annahmen, und in der Form direkter Investitionen[17]; aber der Newyorker Emissionsmarkt ist auch nicht erst gestern für Auslandswerte amerikanische Kapitalbilanz selbst wäre aller Wahrscheinlichkeit nach schon vor dem Kriege ausgeglichen gewesen, wenn die Summen, die für Auswandererrücksendungen zinslos den alten Ländern zugute kamen, eröffnet worden[18]. Vor allem ist zu beachten, daß die gesamten Anlagen im Auslande 1899 zwar nur eine halbe, vor dem Kriege aber (nach Crissinger) bereits annähernd 3 Milliarden, also nahezu die Hälfte der geschätzten Schulden (von 6—7 Milliarden Dollars) betrugen.

Man darf also wohl aus der Phase des Staunens über die Entwicklung Amerikas seit Kriegsbeginn hinausgehen und einen Schritt vorwärts zur Analyse tun. Dann wird allerdings zuzugeben sein, daß die nächstfolgende Entwicklung noch immer, nach Abzug aller Scheinprobleme, reichlich Überraschungen bietet. Zunächst für die Jahre vor dem aktiven Eingreifen Amerikas (1914/17). Diese Jahre stellen den eigentlichen Wendepunkt dar. Sie bedeuteten nicht nur eine (übrigens nicht allzu wesentliche) Vermehrung der fremden Emissionen in den Vereinigten Staaten (Morgan-Kredite an England und Frankreich); nicht nur kurzfristige Kredite, die Ende 1916 auf 2½ Milliarden Dollars geschätzt wurden und gegen die die Notenbank schließlich warnen mußte; sondern vor allem auch eine ungeheure Verminderung der Verschuldung Amerikas dank der Verpfändung resp. des Verkaufes amerikanischer Wertpapiere aus englischem und französischem, zum kleinen Teil sogar auch aus sonstigem kontinentalen Besitz an

lebenden Italiener entfallen: das wären bereits rund 80 Millionen Dollars auf italienischem Konto allein!

[17] Über Vorkriegsanlagen der Amerikaner vgl. W. Meißner, Das wirtschaftliche Vordringen der Nordamerikaner in Südamerika, Cöthen 1919; C. L. Jones, Carribean interests of the United States, Newyork 1919; K. von Reibnitz, op. cit. S. 80 ff. gibt anschauliche Einzelheiten; ferner auch W. F. Ford, American investments in England (in „Contemporary Review", März 1902, S. 401 ff.).

[18] In Jahren schlechter Konjunktur wurden sogar auch europäische Effekten gekauft. Vgl. Ch. F. Speare, Foreign investments of the nations (in „North American Review", Juli 1909).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

die amerikanischen Kreditgeber[19]. Ermöglicht wurden diese Rückkaufsoperationen allergrößten Stiles bekanntlich dadurch, daß die Güterknappheit der kriegführenden Länder diese zur Zahlung mittels Goldes zwang; der Zufluß von 1,2 Milliarden Dollars Gold, verbunden mit dem gleichzeitigen Inkrafttreten des neuen Notenbanksystems, das den Bankiers dadurch abgekauft wurde, daß man ihnen eine wesentliche Herabsetzung der gesetzlichen Deckungsreserven für ihre kurzfristigen Verbindlichkeiten bot, bewirkten eine Geldflüssigkeit, die dem Kapitalexport zugute kam[20]. Alle diese inflatorischen Momente haben in Amerika eine Kriegskonjunktur ermöglicht, in der bei künstlich niedrig gehaltenem Zinsfuß der Anreiz zum Ankauf von Wertpapieren aus dem Auslande ungeheuer wirksam werden mußte. Und auf der anderen Seite konnte dieser riesige Kapitalexport nicht gehemmt werden durch den aus der klassischen Theorie bekannten Mechanismus der Goldbewegungen, Preisniveauänderungen usw., weil die europäischen Länder Gold überhaupt nicht aufnahmen. Ein Problem des Transfers dieser Kapitalbewegungen bestand ferner überhaupt nicht, weil die von Amerika gewährten Kredite bzw. die Effektenrückkäufe in aller Regel den Warenbewegungen nachfolgten, ja direkt zur Bezahlung von Warenkäufen der Alliierten dienten. Alles ging glatt, weil nicht die Forderungsbilanz die Handelsbilanz bestimmte, sondern umgekehrt diese für jene maßgebend war.

So war es bis Anfang 1917. Die Kriegsperiode der Amerikaner selbst (1917/19) ist die Zeit der Entstehung der „interalliierten Schulden" ihrem wesentlichen Teile nach. Diese Schulden, deren Kapitalwert heute einschließlich der inzwischen aufgelaufenen Zinsen und nach Maßgabe der nunmehr erfolgten Schuldregelungen auf rund 9 Milliarden Dollars geschätzt wird (an Stelle von nominell nahezu 12 Milliarden, wenn sie zu 5% und zum vollen Betrage, wie sie kontrahiert wurden, abzubüßen wären), sollen uns hier nicht weiter beschäftigen. Ihre Übertragung an die Alliierten war zur Zeit der Kreditgewährung

[19] P. G. Martin, Les déplacements du pole monétaire et ses conséquences économiques de 1914 à 1923 (Paris 1923, S. 67ff., 112ff. und passim.) schildert anschaulich den Mechanismus dieser Kriegsfinanzierung.

[20] Vgl. H. L. Reed, The development of Federal Reserve Policy, Boston 1922; H. P. Willis, The Federal Reserve System, Newyork 1923, S. 1032ff., 1092ff.; B. H. Beckhart, The discount policy of the Federal Reserve System, Newyork 1924, S. 249ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ebensowenig ein Problem in der zweiten, wie in der ersten Periode des Weltkrieges; nach wie vor handelte es sich um die Finanzierung von Einkäufen, die jeweils vor der Kreditinanspruchnahme getätigt wurden. Ihre „moralische" Seite, die Tatsache, daß sie seinerzeit als Beitrag der Vereinigten Staaten zur Bekämpfung des gemeinsamen Gegners gewährt worden sind und nach ausdrücklicher Versicherung der maßgebenden Senatoren gar nicht eingetrieben werden sollten (es sei denn wohl: von den Deutschen), braucht uns hier nicht zu interessieren. Für die Zukunft ist es allerdings wichtig, daß wir hier mit einem festen Aktivposten der amerikanischen Forderungsbilanz zu rechnen haben (wobei wir als Aktivposten der Forderungsbilanz immer diejenigen bezeichnen, die in der fraglichen Periode eine Forderung des Landes gegen das Ausland, also Kapitaleinfuhr bedeuten). Es sind dies zurzeit rund 200 Millionen Dollars im Jahr, die unter Schwankungen bis auf etwa 400 Millionen in den 1970er Jahren anwachsen werden — vorausgesetzt, daß man an ihnen so lange festhalten wird[21].

Alle diese Kriegserscheinungen setzten sich, wenn auch in wesentlich vermindertem Maße, auch in den ersten Nachkriegsjahren fort. Neue Kredite gingen an die Alliierten, insbesondere auch an die neu entstandenen, aber freilich in ganz wesentlich vermindertem Umfang. Dagegen stieg die Kapitalausfuhr für Investitionszwecke nach Kanada, Mittel- und Südamerika wieder an, und zwar wahrscheinlich über das vor dem Kriege übliche Maß hinaus. Der Rückkauf amerikanischer Effekten aus englischem und französischem Besitz dauerte in zwar (im Vergleich zu den ersten Kriegsjahren) vermindertem, aber noch immer großem Maßstabe fort. Dafür setzten riesige Auswandererſendungen und Kapitalübertragungen für charitative Zwecke nach Europa und zum Teil auch nach Asien in mehr als Vorkriegsumfang ein. Alles in allem wird also die Kapitalausfuhr dieser Jahre (1919—1921) trotz der Verminderung der Zinspflichten des Landes an die Außenwelt, die aber

[21] Zur Problematik der interalliierten Schulden und ihrer Regelung ist noch immer die beste Arbeit die anonyme (von J. W. Angell redigierte) Publikation des National Industrial Conference Board über „The interallied debts and the United States", Newyork 1925. Brauchbare Zusammenstellung der wichtigen Zahlen bietet das Buch von H. G. Moulton und Lewis, „World war debt settlements", Newyork 1926. Vgl. auch „Wirtschaft und Statistik" 1927, S. 37ff., S. 247ff., S. 518ff.; K. Fudickar, Deutsche Reparationen und interalliierte Kriegsschuldenabkommen, Berlin 1926; W. R. Batsell, The debt settlements and the future, Paris 1927; J. Friedrich, Das internationale Schuldenproblem, Leipzig 1928.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

durch verminderte Kapitaleinfuhr überkompensiert wurde, größer geworden sein, als das in irgendeiner entsprechenden Periode vor 1914 der Fall gewesen ist. Und dabei sind die kurzfristigen Warenkredite, die die Ausfuhr amerikanischer Güter insbesondere auf die Märkte des Pazifischen Ozeans finanzierten, nicht einmal mitgerechnet. Das Ergebnis war ein phantastisches Ansteigen der Warenausfuhr sowohl als auch der Einfuhr und gleichzeitig ein Exportsaldo im Warenhandel von einem Umfang, wie ihn die Welt nie zuvor gesehen hatte: 4½, beinahe 3 und 1¼ Milliarde 1919, 1920 resp. 1921.

Zusammenfassend ist zu sagen, daß sich der ganze Zeitabschnitt von 1914—1921, den wir eben in drei Unterabschnitte geteilt haben, durch folgende Merkmale charakterisieren läßt:

1. Plötzlich einsetzende und anhaltende Zunahme der Kapitalausfuhr, sei es in der Form von neuen Krediten, des Rückkaufs früherer Schulden, der charitativen Sendungen bzw. Auswandererremessen. Die im dritten Unterabschnitt gewährten neuen Kredite waren allerdings zum großen Teil keine richtigen Investitionen; teils waren es spekulative Anlagen in sich entwertenden Währungen (Markaufkäufe!), teils spekulativ gewährte kurzfristige Kredite zum Zweck von Warenexporten, von denen gar manche glatt abgeschrieben werden mußten. Mit anderen Worten, die Nachkriegshausse hat weit weniger zur Steigerung der amerikanischen Guthaben im Auslande beigetragen, als es der Kapitalexport der Kriegszeit selbst getan hat.

2. Die langfristige Lage der amerikanischen Forderungsbilanz wurde in dieser ganzen Periode wesentlich in der Weise beeinflußt, daß a) das Kreditgebäude der interalliierten Schulden aufgetürmt, und b) die Hälfte bis zwei Drittel des etwa 5—6 Milliarden Dollars betragenden europäischen Besitzes an amerikanischen Effekten[22] vom bisherigen Schuldner aufgekauft wurden.

3. Ein Problem des Transfers für die riesigen Kapitalexporte dieser Periode bestand nicht, weil in aller Regel die Warenausfuhr das primäre und die Kapitalausfuhr das sekundäre Moment war. Bezüglich der ersten beiden Unterabschnitte sprachen wir bereits davon; der Satz gilt aber auch für die dritte Teilperiode. Auch in diesem Nachkriegs-boom war der Warenexport größtenteils das primäre; die

[22] Mittelwert aus den Schätzungen von Paish für 1910 und von Crissinger für 1914, unter Berücksichtigung des Nettorückkaufs zwischen den beiden Zeitpunkten.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Hochstimmung der Konjunktur brachte es mit sich, daß man bereitwillig auf lang- und kurzfristigen Kredit Waren dem Ausland zur Verfügung stellte. Wiederum lag es zum Teil auch an der Goldzufuhr in die Vereinigten Staaten und an der durch diese ermöglichten Expansion der Kredite aller Banken von rund 20 Milliarden Dollars 1914 auf 40 Milliarden 1921 — der monetäre Goldbestand stieg in der gleichen Periode von etwas über 1½ auf 3½ Milliarden Dollars —, was diese freigebige Politik der Ausfuhrfinanzierung gestattete.

4. Wie bereits hervorgehoben, ist der Übergang der Vereinigten Staaten vom Schuldner- zum Gläubigerstaat im Sinne der landläufigen Theorie erst nach Kriegsausbruch vollzogen worden; effektiv war das aber bereits so gut wie geschehen; es liegt also kein Anlaß vor, sich in das übliche Staunen über die Geschwindigkeit, mit der es während des Krieges geschah, zu versetzen. Das Staunenswerte besteht darin, daß Phase 5 sozusagen übersprungen wurde. Die Forderungsbilanz wurde schon vor dem Kriege immer mehr passiv und wies sogar auch ohne Zinszahlungen einen Nettoüberschuß auf, ohne daß die „Kapitalbilanz", die Gegenüberstellung des Kapitalwertes von Schulden und Forderungen, ausgeglichen oder gar zugunsten der Gläubigerstellung verschoben worden wäre. Das lag, wie gesagt, vor dem Kriege daran, daß die Auswandererrimessen eine Kapitalausfuhr bedeuteten, die zum allergrößten Teil nicht zum Aufbau von Kapitalanlagen im Auslande diente. Sie erfüllte eine ähnliche Funktion wie etwa eine Reparationszahlung; und niemand würde daran zweifeln, daß eine solche Tributzahlung zur Kapitalausfuhr zu rechnen ist, während man die Heimsendungen von Auswanderersparnissen gewohnheitsmäßig zu den „unsichtbaren" Posten der Zahlungsbilanz zusammen mit Schiffahrtsdiensten usw. rechnet. Was sich während der uns jetzt interessierenden Periode (1914—1921) nunmehr vollzog, das war ein ungewöhnlich rascher Entwicklungsgang im Rahmen der Gläubigerstellung selbst. Nunmehr wurde sozusagen die „endgültige" Konsequenz aus der alljährlichen Passivität der Forderungsbilanz gezogen und die Phase 5 nachgeholt: dank der neuen Investitionen vermehrten sich die langfristigen zinsbringenden Guthaben — außer den alliierten Schulden — auf nominell etwa 6 Milliarden, während die langfristigen Schulden durch den Rückkauf von Effekten wesentlich reduziert wurden.

Wir haben die Reihenfolge der Phasen in der Entwicklung vom Schuldner- zum Gläubigerland dort abgebrochen, wo das Land in die

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

anfängliche Stellung des Gläubigers rückt (Phase 6). Es sei noch einmal wiederholt, daß die Vereinigten Staaten diese Phase bereits vor Kriegsbeginn so gut wie erreicht haben dürften. Sie haben während der Kriegsperiode nun diese bereits erreichte Stellung mit Riesenschritten durchmessen, und mit ungewöhnlicher Geschwindigkeit kamen sie an die Schwelle der nächsten Phase (7) heran, die als Zustand des reifen Gläubigerlandes zu kennzeichnen ist: neben wachsender Kapitalausfuhr durch stärker wachsende, aber zunächst noch mäßige Kapitaleinfuhr an Zinsen und Tilgungsquoten.

IV.

Damit sind wir bei unserem eigentlichen Problem, bei der Analyse der historischen Gegenwart angelangt. Die neue Periode, in der wir uns noch befinden, setzt unmittelbar nach der Krise von 1920 ein. Sie bietet eine ganze Fülle von außerordentlich reizvollen Problemen, bei denen man freilich nicht vergessen darf, daß wir uns noch mitten in der Entwicklung befinden, und daß es folglich außerordentlich erschwert ist, die eigentlich zugrunde liegenden Tendenzen klar zu erkennen.

Unnötig zu wiederholen, daß Amerika diese neue Periode seiner Wirtschaftsgeschichte bereits als Gläubigerland antrat. Nicht nur in dem Sinne, daß die alljährliche Forderungsbilanz durch den eben gekennzeichneten „Passiv"(Ausfuhr-)Saldo charakterisiert war; seine langfristige „Kapitalbilanz" selbst wies bereits mehr Forderungen als Schulden auf[23]. Die Stufenfolge kapitalistischer Entwicklung bricht an dieser Stelle so wenig ab, wie an irgendeiner anderen, und es fragt sich, was die Folgezeit bringen müßte. Phase 7 müßte sich — wir wollen jetzt bewußt „a priori" räsonnieren — als Fortsetzung der vorangehenden dadurch kennzeichnen, daß zwar nach wie vor Kapital im wachsenden Maße ausgeführt wird, aber diese Ausfuhr im Tempo der Steigerung durch die Kapitaleinfuhr für Zinszahlungen überholt wird; der Ausfuhrsaldo der Kapitalbilanz muß folglich abnehmende Tendenz haben. Das führt logisch notwendig zur Phase 8, in der dieser Zustand des reifen Gläubigerlandes den Höhepunkt erreicht; Kapitalausfuhr für Investitionszwecke und Kapitaleinfuhr aus Zinseinnahmen usw. balancieren sich. Schließlich käme, wenn die Entwicklung ungestört auf der gleichen Linie fortgesetzt wird, eine überwiegende

[23] Etwa sechs Milliarden Forderungen und drei Milliarden Schulden — außer den interalliierten Summen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Kapitaleinfuhr zustande, wenn nämlich die Phase (9) des Rentnerstaates erreicht ist, der aus früheren Auslandsanlagen mehr Einnahmen bezieht, als was er an neuen Investitionen herzugeben bereit oder imstande ist.

Die Phasenfolge, durch die hindurch ein Schuldnerland sich in ein Gläubigerland umwandelt, trägt den Stempel des „natürlichen" auf der Stirn, weil sie im Grunde mit dem wirtschaftlichen Fortschritt — in der Produktions- wie in der Absatzerweiterung — zusammenfällt. Dasselbe gilt nicht ohne weiteres für die weiteren Phasen, die der Gläubigerstellung selbst. Die eben geschilderte Stufenfolge setzt zwar die vorangehende logisch konsequent fort; was spricht aber a priori für ihr wirkliches Eintreffen? Was entscheidet darüber, mit anderen Worten, ob das Gläubigerland im gleichen, wachsenden oder abnehmenden Tempo weiter Kredite hergibt? Und was bestimmt das Maß in der Zunahme des Kreditexportes, falls eine solche Zunahme vorliegt? Das sind fundamentale Fragen, die in diesem Zusammenhang nur angedeutet werden können. Es genügt zunächst festzustellen, daß die geschilderte Entwicklung — relative Verlangsamung im Wachstum der Nettokapitalausfuhr — theoretisch naheliegt, und daß sie erfahrungsgemäß nach einiger Zeit eintritt. Allem Anschein nach traf sie z. B. für Holland in der zweiten Hälfte des 18. und dann wieder am Ende des 19. Jahrhunderts zu[24]. Ob sie auch für Frankreich gegen Ende der Vorkriegsperiode galt, wie es vielfach angenommen wird, das mag hier dahingestellt bleiben[25]; zumeist wird dabei die kurzfristige Kreditausfuhr des Landes kaum und auch die langfristige unzureichend eingeschätzt. Zweifellos befindet sich dagegen die Schweiz heute auf dieser Entwicklungsstufe: 1926 standen einem Nettokapitalexport von schätzungsweise 180 Millionen Franken Zinseinnahmen aus der Fremde im Betrage von 360 Millionen gegenüber[26].

[24] Über den holländischen „Rentnerstaat" am Schluß des 18. Jahrhunderts vgl. A. Sartorius von Waltershausen, Das volkswirtschaftliche System der Kapitalanlage im Ausland, Berlin 1907, S. 367ff.; C. K. Hobson, op. cit. Kap. IV.

[25] Nach dem von Moulton und Cl. Lewis (The french debt problem, Newyork 1925, S. 326) kompilierten Material glichen sich im Jahresdurchschnitt 1903—1908 Kreditausfuhr und Zinseinfuhr ungefähr aus; 1909—1913 überwog dagegen bereits der letztere Posten um nahezu 500 Millionen Franken.

[26] Vgl. V. Laepple, Statistik der Kapitalemissionen in der Schweiz („Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft" 1927, S. 647ff.); J. Landmann, Die Agrarpolitik des schweizerischen Industriestaates, Jena 1928, S. 57f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Uns interessiert die gegenwärtige Stellung der Vereinigten Staaten. In welcher Phase befindet sich das Land seit der Krise von 1920[27]? Zunächst sind die drei Jahre 1919—1921 von den folgenden zu trennen, teils, weil sie den Abschluß der Kriegsperiode bedeuten, teils aber, weil die statistische Erfassung der ausländischen Emissionen in Amerika von 1922 an auf völlig neue, viel exaktere Grundlage gestellt wurde, so daß ein Vergleich mit den Ziffern der Vorjahre kaum zulässig ist. So sehr auch die Zahlen (über Kapitalexport) für diese drei Jahre bloße Annäherungswerte darstellen mögen: sie sind bei weitem besser als die „gefühlsmäßigen" Schätzungen, die wir für frühere Zeitpunkte besitzen. Sie zeigen jedenfalls deutlich, daß selbst das Jahr 1921 äußerlich noch zur Phase 6 gehört: zur Stufe des „beginnenden Gläubigerlandes". Die Abnahme der Kapitaleinfuhr für Anlagezwecke konnte in diesen drei Jahren noch nicht kompensiert werden durch zunehmende Zinseinnahmen; umgekehrt war die Kapitalausfuhr ganz enorm; insbesondere erreichen auf dem Höhepunkte der Konjunktur (1920) die charitativen und Einwandererſendungen sowohl, als auch die eigentliche Kreditausfuhr je ihren Kulminationspunkt, der für die ersteren mit 700 Millionen Dollars auch seither unerreicht dasteht.

Tabelle A.

Die Forderungsbilanz der Vereinigten Staaten 1919—1927[28].

(In Millionen Dollars.)

(Für die notwendige Korrektur dieser Bilanz vgl. unten S. 253.)

Jahr	Kapitalexport (—)	Kapitalimport (+)	Saldo
1919	1570	565	— 1005
1920	2145	621	— 1524
1921	1592	383	— 1209
1922	1363	1051	— 312
1923	777	946	+ 169
1924	1264	1067	— 197
1925	1431	1093	— 338
1926	1136	1289	+ 153
1927	2606	2406	— 200
Summe 1922—1927	8577	7852	+ 725
Jahresdurchschnitt 1922—1927 (rund)	1430	1310	— 120

[27] Vgl. die umstehende Tabelle A.

[28] Zur Begriffsbestimmung der Forderungsbilanz, vgl. oben S. 224.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Mit 1922 tritt die offenkundige Wendung ein; der abrupte Übergang äußert sich in Verminderung der Kreditausfuhr und Vermehrung der Zins- bzw. Krediteinfuhr, so daß der Passiv-(Export-)Saldo der Forderungsbilanz auf einen recht bescheidenen Betrag hinuntersinkt. Seither schwankt er so beträchtlich, daß man geneigt sein könnte, anzunehmen, das Land sei bereits an der Schwelle des „Rentnerstaates" angelangt, an der die Forderungsbilanz ausgeglichen ist; dabei wurde die Übergangsstufe (Phase 7) so gut wie übersprungen oder doch verblüffend rasch „abgewickelt". So scheint es wenigstens; wir werden aber gleich sehen, was bei näherer Analyse davon zu halten ist. Auf den ersten Blick steht jedenfalls fest, daß Amerika zwar im Saldo und im Durchschnitt der letzten Jahre einen bescheidenen Kapitalexport (von einigen 150 Millionen) aufweist, daß aber die Posten der Kapitaleinfuhr seit 1921 nahezu stetig gewachsen sind, während die des Kapitalexportes hin- und herschwankten. Ein Ergebnis, das zunächst nicht bloß überraschend und allen Vorstellungen von Amerikas Exportkapazität an Kapital widersprechend, sondern auch kaum verständlich erscheint.

Zunächst: Woher kommt der plötzliche Umschwung im Jahre 1922? Woher die verblüffenden Schwankungen, namentlich 1923 und 1926? Die Wendung von 1922 erklärt sich ohne weiteres aus dem Beginn „normaler" Zeiten. An Stelle der spekulativen, nahezu ungehemmten Kapitalausfuhr einer überspannten Hausse trat die nüchterne kapitalistische Rechnung, die fürs erste die Auslandsanlagen, für die nunmehr Europa an erste Stelle trat, naturgemäß beschränkte. Das Hervortreten Europas lag zum Teil an der deutlich beginnenden Rekonstruktion in Europa; der Ruhrkrieg und der Zusammenbruch der Mark 1923 reichen dementsprechend als Erklärung für den Rückschlag des Jahres 1923 aus (freilich nicht für 1926)[28a]. Mit der Stabilisierung der Dinge in Europa und der Abnahme der Einwanderung von hier nahmen ferner die Einwandererrimessen und besonders die charitativen Ausgaben ab. Auf der anderen Seite setzten gerade 1922 die Zinszahlungen in großem Umfang ein, nicht zuletzt, weil damals das Abkommen mit Großbritannien über dessen Kriegsschulden in Kraft trat; aus einem ganz bescheidenen Posten wuchs dieser plötzlich auf 351 Millionen Dollars an. Dazu kam, daß die wachsende europäische

[28a] Möglicherweise haben 1926 die Frankenkrise und die Sprünge der italienischen Politik ähnlich gewirkt, wie die Ruhrkatastrophe drei Jahre früher.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Sparkraft auch durch den Ankauf amerikanischer Effekten (1922: 216 Millionen) in Erscheinung trat. — Sinkende Kapitalausfuhr und steigende Kapitaleinfuhr; beide Wendungen zu gleicher Zeit und plötzlich eintretend, reichen wohl aus, um die Wandlung der Forderungsbilanz restlos aufzuklären. Rätselhaft bleibt aber nach wie vor der Verlauf der ganzen Periode.

V.

Will man die gegenwärtige amerikanische Forderungsbilanz richtig verstehen, so muß man erst zwei relativ unelastische Bestandteile derselben ausscheiden: die Emigrantenrimessen auf der einen, die Zinseinnahmen auf der anderen Seite.

Zu den wertvollsten Verfeinerungen der modernen statistischen Technik gehören die Methoden zur quantitativen Erfassung von Erscheinungen, die der direkten Messung nicht zugänglich sind[29]. Ein Beispiel dafür bietet die Berechnung der Einwandererrückfendungen. Auf vier Wegen versucht man diesem äußerst schwierigen Posten beizukommen: mittels Angaben der amerikanischen Banken, die sich für dieses Geschäft besonders spezialisieren; mittels Schätzungen von Banken, statistischen Autoritäten und Konsularbehörden in den Auswanderungsländern selbst; durch „sampling" von Briefsendungen auf ihren „typischen" Geldinhalt hin, was in Amerika heute allerdings nicht angewandt wird; durch Schätzung der Beträge, die endgültig in die Heimat zurückkehrende Auswanderer mit sich nehmen. So sorgfältig nun auch zu Werke gegangen wird, das Resultat ist notwendig recht unsicher. Vor allem im Hinblick auf die Zusammensetzung der Forderungsbilanz; gar mancher Posten, der als Kreditausfuhr (Effektenkauf, direkte Investition) figuriert, dürfte in Wirklichkeit zu den eigentlichen Rimessen gehören; und umgekehrt steht manches unter diesen Rimessen, was im Grunde Kreditausfuhr ist (z. B. die riesigen spekulativen Depositen norwegischer, dänischer, deutscher und italienischer Auswanderer in der Heimat — jeweils vor der dortigen Währungsreform). Aber soweit diese Fehler sich nicht wechselseitig aufheben, würden sie auch nur die (langfristige) Kapitalbilanz, nicht aber die alljährliche Forderungsbilanz berühren. Wichtiger ist folglich die andere Fehlerquelle: Rimessen, die unter „Touristen-

[29] Vgl. V. L. Fry, Illegal entry of Orientals into the United States („Journal of the American Statistical Association," Juni 1928, S. 173).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ausgaben" gerechnet werden[30]. Und noch wichtiger die überhaupt nicht mitgerechneten Beträge. Die „Emigrantenbanken", die genauere Angaben zu machen vermögen, haben es meist nur mit den ärmeren Einwandererschichten zu tun; die wohlhabenderen bedienen sich vielfach ihrer normalen Bankverbindungen, wobei die statistische Erfaßbarkeit dieser Art Rücksendungen praktisch gleich Null ist. — Wie dem auch sei, das Handelsamt in Washington kommt nach reiflicher Abwägung zu Schätzungen, die sich für 1927 auf 206 Millionen (gegen 218 für 1926) belaufen; sie dürften eher zu niedrig als zu hoch sein. Jedenfalls ist es ein ziemlich konstanter bzw. — angesichts der abnehmenden Einwanderung aus Europa und der fortschreitend verbesserten Lage diesseits des Atlantik — abnehmender Posten; für 1921 war er noch (von Professor Williams) mit 500, für 1922 mit 400 Millionen eingesetzt worden. Die damaligen Schätzungen schließen allerdings auch wohltätige und Missionarsendungen ein; diese stellen erst recht einen allenfalls konstanten, jedenfalls recht unelastischen Posten dar (1927: 43 Millionen).

Der zweite „unelastische" Posten steht im Saldo auf der Aktivseite der Forderungsbilanz: Zinszahlungen und Tilgungen. Nach der seit 1926 wesentlich verbesserten Methodik setzen sie sich wie folgt zusammen: Siehe Tabelle B, Seite 245.

Im ganzen eine Kapitaleinfuhr von je 919 und 946 Millionen für die beiden Jahre, gegenüber etwa 450—700 Millionen jährlich von 1922 bis 1925. Der Betrag steigt also, wie es nicht anders zu erwarten war. Die entscheidende Frage ist nun die nach der Gestaltung des „elastischen" Elements: der eigentlichen internationalen Kredite. Im Gegensatz etwa zum französischen Kapitalmarkt der Vorkriegszeit, auf dem die einmal emittierten Auslandswerte meist „liegen" blieben[31], wird in Amerika auch der Markt für festverzinsliche Papiere nicht nur von „festen Händen" beansprucht; die Grenze zwischen lang- und kurzfristiger Anlage ist weitgehend flüssig. Im Verhältnis zum Ausland pflegt man jedoch ohne allzu großen Fehler alle Neuinvestierungen in Effekten- oder Beteiligungsform als langfristige anzusehen; allerdings müßte dann dem internationalen Effektenumsatz, der für Arbitrage- und ähnliche Zwecke kurzfristig stattfindet, besonders Rech-

[30] Vgl. R. Hall im „Trade Information Bulletin No. 552", S. 26.

[31] Vgl. A. Siegfried, Les grands établissements de crédit en Allemagne et en France (Diss., Lausanne 1923), passim.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle B.
Bilanz der Zinszahlungen und Schuldtilgungen.
(In Millionen Dollars.)

	1926		1927	
1. Verzinsung langfristiger Privatkredite	+ 678 — 190		+ 738 — 203	
	Saldo	+ 488	Saldo	+ 535
2. Verzinsung kurzfristiger Privatkredite	+ 57 — 78		+ 57 — 78	
	Saldo	— 21(?)	Saldo	— 21(?)
3. Verzinsung und Tilgung der interalliierten Schulden		+ 195		+ 206
4. Tilgungsquoten auf Anleihen („bond redemption" und „sinking-fund" Zahlungen)[32]	+ 322 — 65		+ 304 — 70	
	Saldo	+ 257	Saldo	+ 234
	Ges.-Saldo	+ 919	Ges.-Saldo	+ 954

nung getragen werden. Das geschieht nicht; es läßt sich der Betrag dieser fluktuierenden Effektenkredite von den eigentlich langfristigen nicht genau absondern; die Käufe des amerikanischen Publikums in fremden Effekten und der Rückkauf amerikanischer Effekten selbst werden zwar je für sich registriert, ohne daß jedoch dabei eine Trennung in kurz- oder langfristige Transaktionen möglich wäre. Dagegen wird mittels eines vom Department of Commerce an die maßgebenden Banken, investment houses und ähnliche Firmen versandten Fragebogens[33] der Umsatz an kurzfristigen Krediten im eigentlichen Sinne des Wortes erfaßt, wie das wohl in keinem anderen Lande auch nur versuchsweise geschieht. Diese ungeheuer wichtige Neuerung der amerikanischen Zahlungsbilanzstatistik soll ein Bild über den Umfang fremder kurzfristiger Kredite im Inlande und amerikanischer Guthaben ähnlicher Art im Auslande bieten; es umfaßt in der Hauptsache Bank-

[32] Wir setzen hier die ganzen Tilgungsbeträge als „unelastische" Posten ein: in Wirklichkeit ist ein bescheidener Teil der Anleihenrückzahlungen (redemptions) jeweils freiwillig erfolgt und gehört zu den „Rückflüssen" (backwash) auf dem offenen Markte, die nicht durch planmäßige oder absichtliche Tilgung des Schuldners zustande kommen.

[33] Der Wortlaut des Fragebogens ist abgedruckt bei Lewis, op. cit., S. 159ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

guthaben; daneben auch Akzepte und Buchkredite bei Warenlieferungen. Von Jahr zu Jahr zeigen nun diese kurzfristigen Kredite eine beträchtliche Zunahme im Sinne des Kapitalzuflusses in die Vereinigten Staaten; für 1928 belief sich die Zunahme auf mehr als 1 Milliarde Dollars, obwohl der ungünstige Dollarkurs während des größten Teils des Jahres solche Kredite an sich schon unrentabel gemacht hätte, und obwohl die kurzfristigen Zinssätze in Europa vielfach steigende Tendenz hatten, bei gleichzeitig sinkender in Amerika. Auch direkte Nachprüfung der Bankberichte selbst zeigte riesige Widersprüche, so daß man sich entschloß, für 1927 den ganzen Betrag zu streichen[34]. Überhaupt müßte, wenn der Betrag stimmen würde, die Handelsbilanz dieses Jahres statt des aktiven einen Passivsaldo aufweisen. In der Tat ist anzunehmen, daß die kurzfristigen Kredite im Saldo sich nicht mehr zugunsten einer Einfuhr nach Amerika vermehren, sondern allenfalls konstant bleiben. Ihre Einfuhr mochte eine Rolle gespielt haben, als die Kapitalflucht aus Europa, ferner die Bildung von Notenbankreserven bei Währungsreformen im Gange waren; heute dürfte der Rückfluß eines großen Teils der geflohenen Kapitalien bereits vollzogen sein, und Amerikas wachsende Stellung in der Finanzierung (Rembourskredit) des internationalen Handels[35] deutet auch auf eine eher zunehmende Kapitalausfuhr kurzfristiger Art, denn auf die entgegengesetzte Tendenz. Dementsprechend sollten auch für die Vorjahre die Aktivposten der Forderungsbilanz um diesen Betrag gekürzt werden: also insbesondere um 216 Millionen für 1924 und um 359 Millionen (!) für 1926.

Dann blieben für die einzelnen Jahre für reine Kreditbewegung, und zwar scheinbar langfristiger Art, die folgenden Posten übrig (jeweils in Millionen Dollars):

1922: 678; 1923: 166; 1924: 413;
1925: 277; 1926: 206; 1927: 200;

im Durchschnitt der sechs Jahre eine Nettokreditausfuhr von 260 Millionen.

Noch immer sind wir scheinbar keinen großen Schritt weitergekommen. Auf die Periode des „reinen Gläubigerlandes" (bis 1921)

[34] Es sei hier erwähnt, daß die Zahlungsbilanzen für 1927 und (nachträglich) für 1926 nach neuen, weiter verbesserten Methoden errechnet sind, so daß ein Vergleich mit den (Vorjahren 1922—25) nicht ohne weiteres möglich ist.

[35] Vgl. W. F. Spalding, The finance of foreign trade, London 1926; G. W. Edwards, International trade finance, Newyork 1924, passim.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ist anscheinend eine Periode gefolgt, in der zwar die Kapitalausfuhr weiter beträchtlich zunimmt, aber die Zinseinfuhr parallel wächst, so daß im Saldo eine ziemlich konstante und mäßige Kapitalausfuhr stattfindet. Das würde das Anzeichen für den bevorstehenden Übergang zum „Rentnerstaat" bilden: binnen kurz oder lang müßte die Tempoſteigerung der Zinszahlungen im Saldo eine Kapitaleinfuhr zustande bringen. Es fragt sich jedoch, ob wir es nicht mit Verhältnissen zu tun haben, die zu kompliziert sind, um durch die bloße Aneinanderreihung von Zahlen charakterisiert zu werden; ob nicht hinter diesen Zahlen Realitäten verborgen liegen, die erst ans Tageslicht geholt werden müssen. Um es vorweg zu sagen: wir haben es mit einer höchst verworrenen Situation zu tun, die wahrscheinlich ganz vorübergehender Art ist und das Bild der tatsächlichen, langfristigen Situation wesentlich verdunkelt.

An sich ist nämlich die langfristige Kreditausfuhr, wie es jedermann weiß, ganz enorm: Nach Abzug des „refunding", ferner der in Amerika verbleibenden Kommissionen sowie der Differenzen für Unterpariemissionen, sind es allein für 1927 (zuzüglich neuer direkter Investitionen) rund 1650 Millionen Dollars gewesen; ein Betrag, der seit 1923 in schrittweiser Steigerung erreicht worden ist (1926 waren es rund 1240 Millionen). Man beachte, daß sich die wechselseitigen Rückkäufe (fremder Effekten und Anlagen in der Fremde durch das Ausland auf der einen, amerikanischer Wertpapiere, die sich im Ausland befinden, durch die Amerikaner auf der anderen Seite) alljährlich ungefähr aufheben (1927 je + 767 und — 709 „backwash"): so bleiben als entscheidender Gegenposten des Kreditverkehrs auf der Aktiv-(Einfuhr-)seite die Käufe des Auslandes in amerikanischen Effekten und Anlagen übrig. Diese mehr als 900 Millionen Dollars für das letzte Jahr sind es[36], die zusammen mit dem Aktivsaldo des Zinsverkehrs (510 Millionen) den größten Teil der Kreditausfuhr kompensieren und jene bescheidene Marge übriglassen; die Verzinsung und Tilgung der interalliierten Schulden wird ja ungefähr ausgeglichen durch die Emigrantenrimessen. Das Problematische sind also jene 900 Millionen Krediteinfuhr, die normalerweise ein (dem Zinsfuß gegenüber) elastischer Posten sind, d. h. nicht zwangsläufig nach Amerika fließen; sie

[36] In den Vorjahren waren die entsprechenden Beträge (Ausfuhr von Effekten aus Amerika) in Millionen $: 1921: 48; 1922: 216; 1923: 412; 1924: 319; 1925: 441; 1926 (nach neuer, umfassenderer Berechnung): 668.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

bestehen zu einem ganz kleinen Teil aus direkten Investitionen, die vom Bureau of Foreign and Domestic Commerce über das ganze Land hinweg mit größter Sorgfalt verfolgt werden. Den letztlich entscheidenden Posten bilden darin also die Verkäufe emerikanischer Wertpapiere an das Ausland: 636 im vorletzten, 891 Millionen im letzten Jahre! Wie ist es zu erklären, daß einerseits fremde Effekten usw. im Betrage von 1600 Millionen gekauft, andererseits heimische Effekten für 6—900 Millionen verkauft werden? Hier liegt eine Anomalie der modernen Zahlungsbilanzgeschichte vor, wie sie in solchem Umfang wohl niemals vorgekommen sein dürfte. Alle großen Kreditnehmer pflegten bisher zwar auch eigene Anlagewerte zu verkaufen, aber doch nicht in solchem Umfang, um einige 60 Prozente der eigenen Kapitalausfuhr. Anscheinend eine unwirtschaftliche Komplizierung des internationalen Kreditverkehrs; denn es wäre doch offenbar rationeller, wenn sich die gesamten von Amerika gewährten Kredite um jene 900 Millionen kürzen würden, als daß die Vereinigten Staaten erst 900 Millionen aufnehmen, um dann denselben Betrag zuzüglich weiterer 700 Millionen weiterzugeben.

In Wirklichkeit liegt allerdings eine Anomalie vor; sie läßt sich jedoch durchaus rationell erklären. Es verhält sich damit im Kreditverkehr ähnlich wie im internationalen Warenhandel, wo man auch häufig die Beobachtung macht, daß Waren anscheinend gleicher Art in demselben Lande sowohl zum Import als auch zum Export gehören. In aller Regel pflegt es sich dann um verschiedene Qualitäten zu handeln; und das trifft zu einem guten Teil auch für die Effekten zu. Allem Anschein nach sind es holländische und englische Kapitalisten, die spekulativere amerikanische Effekten kaufen, während das amerikanische Publikum selbst — von direkten Investitionen, die immerhin nur etwa 15% der Kapitalausfuhr ausmachen, abgesehen — unter ausländischen Papieren vornehmlich die „sicher" aussehenden Werte bevorzugt. Es ist anzunehmen, daß diese sich kreuzenden Kapitalströme auch in Zukunft beiderseits weiterfließen werden; jedenfalls liegt grundsätzlich nichts vor, was Anlaß zur gegenteiligen Auffassung gäbe; aber es kann nur ein kleiner Bruchteil von jenen 900 Millionen amerikanischer Effekten sein, die von Europa aus in dieser Weise erworben wurden[37]. Ein anderer, wahrscheinlich wichtigerer Bruchteil geht nach

[37] Alles in allem könnten der englische und holländische Markt heute einen solchen Betrag (900 Millionen Dollars!) auch nicht annähernd aufnehmen, — selbst wenn sie nicht vornehmlich für andere fremde Emissionen beansprucht wären.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Kanada; und auch dies ist keine bloße Saisonerscheinung, da die Bedeutung der politischen Grenze zwischen Kanada und den Vereinigten Staaten wirtschaftlich immer mehr abnimmt und es den kanadischen Kapitalisten in Toronto vielfach näher liegt, Chikagoer „public utilities" zu kaufen, als ihr Geld etwa in Wertpapieren westkanadischer Unternehmungen gleicher Art anzulegen[38]. Schließlich war das Interesse der französischen Kapitalausfuhr (nach dem Kriege) vielfach auf amerikanische Eisenbahn — und ähnliche Werte gerichtet.

Darüber hinaus jedoch enthält der Posten „Effektenausfuhr aus Amerika" einen zwar nicht meßbaren, aber wahrscheinlich sehr großen Teil (die Hälfte oder mehr), der als vorübergehende Erscheinung anzusehen ist. Es handelt sich einerseits um spekulative Effektenkäufe, um Arbitragemanöver, um valutarisch bedingte Maßnahmen usw., die nicht erneuert oder in erhöhtem Maße fortgesetzt zu werden brauchen. Andererseits und vor allem handelt es sich um die vorübergehende Verwertung von Guthaben, die in den Vereinigten Staaten Ausländern durch die dortige Emission von Wertpapieren zugeflossen sind und die zunächst in Amerika selbst verbleiben. In der Tat weiß der Zahlungsbilanzbericht zu erzählen, daß nach den Angaben amerikanischer Banken 2,2 Milliarden Dollars amerikanische Effekten im Lande selbst als Besitz ausländischer Inhaber deponiert liegen und vielfach als Grundlage (collaterals) für neue Emissionen dienen[39]. Es sind mit anderen Worten zum großen Teil kurzfristige Anleihen, die in der Statistik unter den langfristigen erscheinen und die den Anschein eines langfristigen Kapitalstroms in die Vereinigten Staaten für Anlagezwecke erwecken, obwohl dort der Zinsfuß niedriger zu sein pflegt als nahezu überall sonst (außer zeitweilig in Holland). Und als solche kurzfristige Anlagen erklären sich diese fremden Käufe amerikanischer Ef-

[38] Die beiden größten kanadischen Eisenbahnen haben Aktienpakete von Verkehrsunternehmungen des Nachbarlandes im Werte von 110 Millionen Dollars in ihren Händen. Das sind freilich Transaktionen, die sich nicht jedes Jahr wiederholen.

[39] Hall, op. cit. S. 43. Es bleibt unentschieden, ob und wieweit die Besitzer dieser Effekten nicht in Wirklichkeit „Einwanderer" sind, wenn sie auch formell als Ausländer figurieren. Das kann allerdings nur für einen Bruchteil zutreffen, da es sich vielfach um ausländische Banken handelt. Auch die „Steuerflucht" mag ihre Rolle spielen; der Anreiz dazu ist geradezu handgreiflich, wenn z. B. deutsche Effekten an sich der Kapitalertragssteuer unterliegen, als Auslandsemissionen jedoch davon befreit sind.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

fekten, wie gesagt, aus Guthaben, die aus der amerikanischen Kreditgewährung selbst zur Verfügung stehen.

Bereits an dieser Stelle drängt sich eine kritische Bemerkung auf. Aus dem oben Gesagten geht hervor, wie irreführend die übliche Methode ist, allerhand Posten der Zahlungsbilanz zusammenzustellen und ihren Aktivsaldo als die Quelle zu behandeln, aus der Kapitalausfuhr getätigt werden kann; als ob die Kapitalausfuhr die Funktion der übrigen Posten wäre, die alle sozusagen als schlechthin gegebene anzusehen wären. An sich schon müßte es den fanktechnisch Erfahrenen höchst merkwürdig anmuten, wenn aus kurzfristigen Krediten des Auslandes an uns dauernd und in großem Umfang langfristige Kredite unsererseits an das Ausland erwachsen sollten, wie das z. B. das englische „Board of Trade Journal" jahrelang nach dem Kriege für England zurechtkonstruierte und wie das jüngst auch für die amerikanische Zahlungsbilanz der letzten Jahre ausgemalt worden ist[40]. Wir kommen auf dieses fundamentale Mißverständnis der Zahlungsbilanz und ihres funktionellen Aufbaus noch zurück. An dieser Stelle kommt es auf die Feststellung an, daß unter den Einfuhrposten der amerikanischen Forderungsbilanz Kreditbeträge stehen, die mit Fug und Recht als vorübergehende anzusehen sind. Sie hängen damit zusammen, daß zurzeit und schon seit Jahren die Kreditnehmer der Vereinigten Staaten von der ihnen zur Verfügung gestellten Kaufkraft nicht den zu erwartenden Gebrauch machen: die Summen nicht „abheben", sondern zu einem Teile wenigstens in Amerika liegen lassen und dort zum Ankauf von Effekten oder zur Finanzierung der Börsenspekulation und dergleichen mehr verwenden. Die Frage nach dem „warum" führt uns in das innerste Zentrum des Zahlungsbilanzproblems: in das Problem, wie das Angleichen der Handelsbilanz an die Kapitalausfuhr sich vollzieht.

VI.

Würde man von den kurzfristigen Krediten, die Amerika aus dem Ausland erhält, und außerdem auch von (sagen wir) der Hälfte der

[40] Diese Behandlung der Zahlungsbilanz liegt z. B. auch der Schrift von Lewis wenigstens teilweise zugrunde. Ähnlich in dem Artikel von A. F(eiler), Amerika und das Weltkapital, in der „Frankfurter Zeitung" Nr. 454, vom 20. Juni 1928; in der oben zitierten Schrift von Landmann (über die Schweiz); und schlechthin überwiegend in der kontinental-europäischen Fachliteratur.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Effektenkredite, die ihrem Wesen nach meines Erachtens als kurzfristige anzusehen sein dürften, abstrahieren, so würden die Netto-Kapitalausfuhrziffern des Landes rund 5—600 Millionen Dollars 1926 und 6—700 Millionen 1927 betragen, also Beträge, die verglichen mit den Zinseinnahmen jeden Schluß auf einen bald bevorstehenden „Rentnerstaat" unmöglich machen. Wir kommen auf diese Frage noch zurück und wenden uns zunächst der anderen zu: wie ist der an sich nicht allzu große Saldo der Forderungsbilanz beglichen worden? Ist der Kapitalausfuhrüberschuß von einem entsprechenden Überschuß der „sichtbaren" oder „unsichtbaren" Warenausfuhr begleitet gewesen? Und wenn ja, durch welchen Mechanismus ist die Anpassung der Handelsbilanz an die Forderungsbilanz zustande gebracht worden?

Üblicherweise gibt es zwei Wege, um diese Fragen bezüglich der amerikanischen Situation nach dem Kriege zu behandeln. Die eine ist bereits oben angedeutet worden; es liegt ihr die merkantilistische Vorstellung zugrunde, daß die Handelsbilanz etwas schlechthin Gegebenes sei und die Kapitalwanderungen sich aus den Resten nähren, die ihnen die Handelsbilanz übrig läßt. Man verfährt dabei in der Weise, daß man der Reihe nach die Posten der Zahlungsbilanz, angefangen natürlich mit der Warenbewegung, aufzählt, bis schließlich ein Saldo übrig bleibt, der je nach Vorzeichen als Kapitaleinfuhr- oder Kapitalausfuhrkapazität gedeutet wird: als ob eine kausale Beziehung von der Art existierte, daß die Kapitalbewegungen eine Funktion der Güter-zu- und -abflüsse wären. Ein richtiger Gedanke ist gewiß in diesem Komplex von Irrtümern enthalten; der Gedanke, daß gewisse Teile der Handelsbilanz mehr oder weniger unelastische Posten darstellen mögen. Man pflegt sich aber dabei am wenigsten bewußt zu sein, daß die unelastischen Posten eher unter den „unsichtbaren" (Touristenverkehr usw.) als unter den „sichtbaren" zu finden sind; daß ferner die Forderungsbilanz selbst wesentliche, äußerst unelastische Bestandteile enthält (Zinszahlungen, Emigrantenrimessen usw.). Der Saldo, um dessen Ausgleich es sich handelt, ist aber normalerweise ein Spitzenbetrag, für dessen Größe die mehr oder weniger unelastischen Posten der Handelsbilanz minimale, wenn überhaupt noch eine Bedeutung haben. Aber auf diese grundsätzlichen Fragen ist später noch mit einem Wort zurückzukommen. Hier genügt es, festzustellen, daß nicht der geringste Anlaß zu der Annahme vorliegt, wonach der Überschuß der Kapitalausfuhr über die Einfuhr sich durch einen völlig unbekannten

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Mechanismus aus dem Aktivüberschuß der Handelsbilanz ergeben würde. Es liegt nicht der geringste Anlaß vor, anzunehmen, daß — von Kriegs- und ähnlichen Verhältnissen abgesehen — ein Überschuß des Warenexportes dazu benutzt werden sollte oder müßte, um langfristige Kredite zu gewähren. In personaler Hinsicht besteht völlige Trennung zwischen den Käufern ausländischer Effekten und den Exporteuren heimischer Waren; sachlich ist im normalen Lauf des internationalen Handels kein Mechanismus vorhanden, der vom zweiten Überschuß zum ersten hin die Brücke schlagen würde[41].

Wohl aber liefert uns die Theorie einen solchen Mechanismus für den umgekehrten Zusammenhang: vom Kapitalexport zum Warenexport; und zwar einen sehr plausiblen, logisch wie durch die empirische Untersuchung restlos gesicherten Mechanismus, der hier als bekannt vorausgesetzt wird. Eine zweite Art der Behandlung des amerikanischen Problems knüpft hier an und ist von dem merkantilistischen Irrtum frei, pflegt aber dem eigentlichen Problem aus dem Wege zu gehen, indem sie den tatsächlich erfolgten Ausgleich der Zahlungsbilanz als einen reinen Zufall hinstellt. Namentlich J. W. Angell hat diesen Standpunkt jüngst sehr nachdrücklich vertreten: die Vereinigten Staaten hätten in den letzten sechs Jahren sowohl einen Kapital- als auch einen Warenausfuhrüberschuß von je rund 2 Milliarden aufzuweisen gehabt. Die beiden Dinge hingen miteinander keineswegs notwendig zusammen; es wäre also eine Art Zufall, daß sie sich gerade deckten[42]. Ein sehr merkwürdiger Tatbestand in der Tat: eine ganze Reihe von Jahren hindurch müßte sich die Zahlungsbilanz ganz zufällig balancieren; der Mechanismus, der diese Balancierung zustandebringt, wäre

[41] Von dem Fall typischer Kolonialkredite, bei denen die Kapitalaufnahme zu dem Zweck geschieht, um bestimmte Warenkäufe beim Kreditgeber vornehmen zu können, soll hier abgesehen werden, weil er bei der amerikanischen Kreditausfuhr kaum in Frage kommt. Auch sonst ist er heute höchst selten geworden, wie es sogar für China und Südamerika A. P. Winston (Does trade follow the Dollar? in „American Economic Review" Sept. 1927) nachgewiesen hat. Die gegenteilige Ansicht (z. B. des Bankiers J. R. Swans, in „Proceedings of the Academy of political science", Newyork, Jan. 1928, S. 16ff.) beruht auf dem Zusammenfallen vermehrter Waren- und Kapitalexporte z. B. nach Cuba und Mittelamerika. Das sind allerdings „Kolonialländer" im schlimmsten Sinne des Wortes.

[42] Angell, Equilibrium in international trade: the United States 1919—26 („Quarterly Journal of Economics", Mai 1928, S. 388—433).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

entweder zurzeit unausfindlich (Taussig) oder hätte sogar niemals zu existieren brauchen.

Soweit die Theorien. Sie haben einen breiten Spielraum, weil die Tatsachen wiederum sehr verwickelt liegen. Die reine (sichtbare) Warenhandelsbilanz der Vereinigten Staaten hat seit 1893 für kein einziges Jahr einen Passivsaldo aufzuweisen; von der phantastischen Größe des Aktivüberschusses in den Jahren 1914—1921 war bereits die Rede. Mit der Wendung der Dinge zum Normalen fiel der Aktivsaldo plötzlich (1922) von nahezu 2 Milliarden auf 7—800 Millionen und bewegt sich seither unterhalb dieses Niveaus, allerdings mit überraschenden Schwankungen. Nach der amerikanischen Berechnung, die verschiedene Posten eingehender berücksichtigt als die sonst übliche Methode (auch Schiffsreparaturen, Bunkerkohle, mittels „sampling" bewertete Paketsendungen, Alkoholschmuggel usw.), ist er 1926 bereits unterhalb von 300 Millionen angelangt; im Vorjahre stieg er aber wieder beinahe auf das Doppelte.

Selbst dieser vorjährige Überschuß wird aber zahlenmäßig absorbiert durch die Ausgaben amerikanischer Touristen (die im Überseeverkehr verhältnismäßig genau kontrolliert werden können; an der kanadischen und der mexikanischen Grenze freilich weniger genau; die sind aber auch bei weitem weniger wichtig). Ein Blick auf Tabelle C lehrt, daß für 1927 die Gegenüberstellung von Waren- und Touristenverkehr einen kleinen Aktivsaldo, für 1926 aber sogar einen Passivsaldo von nahezu 300 Millionen ergibt. In den Vorjahren dagegen schließt die Handelsbilanz selbst (ohne Geldverkehr) im großen ganzen mit einem „günstigen" Saldo. Die Forderungsbilanz schließt alljährlich mit einem Posten, für den die Vereinigten Staaten aufzukommen haben, und der wesentlich größer ist als der Aktivsaldo des sichtbaren und unsichtbaren Warenverkehrs. Dementsprechend müßte, um den Ausgleich herbeizuführen, der Goldverkehr einen beträchtlichen Exportüberschuß aufweisen: statt dessen überwiegt der Goldimport alljährlich sehr bedeutend seine Ausfuhr; für die letzten sechs Jahre zusammen ergibt sich ein Überschuß von 6—700 Millionen. Für die Gesamtperiode gleicht das ungefähr die Differenz zwischen dem Aktivsaldo des Handels (800 Millionen) und dem passiven der Forderungen (1600 Millionen) nahezu aus — bis auf das Vorzeichen; es müßte der Betrag an Gold exportiert worden sein, der importiert wurde. Soll man also den Zahlen Glauben schenken, so würde hier für eine

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle C.

Handelsbilanz der Vereinigten Staaten für 1926 und 1927. Sichtbare und unsichtbare Posten.

(In Millionen Dollars.)

	1926			1927			Veränderung gegen d. Vorjahr
	Exporte	Importe	Saldo	Exporte	Importe	Saldo	
I. Güterverkehr:							
1. Registrierter Warenverkehr einschl. Silber und sonstige sichtbaren Posten	5010	4744	+ 266	5037	4489	+ 548	+ 282
2. Frachten	127	188	— 61	140	172	— 32	+ 29
3. Touristenverkehr	211	709	— 498	242	770	— 528	— 30
4. Filmverleih	75	4	+ 71	75	4	+ 71	in vollem Umfang erst seit 1927 berechnet
5. Versicherungsdienste	80	70	+ 10	80	70	+ 10	
6. Sonstige unsichtbaren Posten (Einfuhr von Elektrizität, Patente, Regierungsausgaben, Kabelverkehr usw.)	90	145	— 55	101	142	— 41	
Summa 1—6	5593	5860	— 267	5675	5647	+ 28	
II. Geldverkehr:							
7. Goldverkehr einschl. Veränderungen in „ear-marked gold"	166	238	— 72	390	224	+ 166	+ 238
III. Summa 1—7	5759	6098	— 339	6065	5871	+ 194	

Reihe von Jahren eine unbalancierte Zahlungsbilanz vorliegen; nur für einzelne Jahre, wie z. B. für 1927 liegt ein genügend großer Aktivüberschuß der Handelsbilanz vor, um zusammen mit dem Goldexport den Kapitalexport vollauf ausgleichen zu können. Sonst aber haben wir es mit einer Anomalie ganz unverständlicher Art zu tun. Um sie aufzuklären, seien zunächst die einzelnen Posten der Reihe nach geprüft.

Es ist ein wesentliches Merkmal der amerikanischen Handelsbilanz, daß der Warenexportüberschuß vom Touristenverkehr „aufgegessen" wird. Das ist freilich nur bildlich gemeint; die beiden Posten stehen in keinem nennenswerten Kausalnexus zueinander. Beide haben gemeinsam ein stetiges Wachstum der Export- wie der Importseite; aber während dies beim Touristenverkehr zu einem ebenfalls stetigen Wachstum des Überschusses zu Lasten Amerikas führt, liegen in der Warenhandelsbilanz so große Schwankungen des Saldos vor, daß es schwerfällt, so etwas wie einen einheitlichen trend herauszuschälen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle D.

Summarische Handelsbilanz der Vereinigten Staaten 1919—1925.

(In Millionen Dollars.)

	1919	1920	1921	1922	1923	1924	1925
I. Güterverkehr:							
1. Saldo des Warenverkehrs (einschl. Silber) .	+ 4168	+ 2976	+ 1965	+ 726	+ 386	+ 1006	+ 700
2. Frachten (Saldo) . . .	+ 93	+ 93	+ 33	+ 7	— 8	+ 8	— 8
3. Regierungsausgaben[43].	— 2375	— 305	— 50	— 16	— 19	— 5	— 5
4. Touristenausgaben (netto)	— 50	— 150	— 200	— 300	— 400	— 500	— 560
Summe 1—4	+ 1836	+ 2614	+ 1748	+ 417	— 41	+ 509	+ 127
II. Geldverkehr:							
6. Goldexport oder -import (+ oder —)	+ 160	÷ 50	— 667	— 238	— 294	— 258	+ 134
6. Ein- u. Ausfuhr amerikanischen Geldes (netto)	+ 91	+ 103	— 100	—	+ 50	— 50	— 62
Summe 5 und 6 . .	+ 251	+ 53	— 767	— 238	— 244	— 308	+ 72
III. Gesamtsumme 1—6	+ 2087	+ 2667	+ 981	+ 179	— 285	+ 201	+ 199

Für unsere Fragestellung kommt es darauf an, ob und wie weit diese Handelsbilanzposten von den Kapitalwanderungen bzw. Goldbewegungen her beeinflußt sind. Von Frachten darf dabei abgesehen werden; sie sind ja lediglich eine Funktion des Waren- und Touristenverkehrs und werden in Amerika, im Gegensatz zu der sonst üblichen cif-Berechnung der Importe, für Ein- wie Ausfuhr auf der gleichen, nämlich der fob-Grundlage berechnet, so daß sich eine diesbezügliche Korrektur der Handelsbilanzstatistik erübrigt. Was den Touristenverkehr anbelangt, so besteht kaum ein primärer Zusammenhang mit Kapitalbewegungen, Preisniveaudifferenzen usw.; sekundär dient es freilich zur Anregung des Reiseverkehrs, wenn Inflations- oder auch andere Länder den amerikanischen Touristen durch besonders niedrige Preise anzulocken vermögen. Aber man kann von diesem Faktor hier ruhig absehen, da es nur bei ganz radikalen Preisniveauunterschieden wirklich ins Gewicht fällt.

[43] Am Anfang der Periode schloß dieser Posten noch Kriegsausgaben ein; seither betrifft er in der Hauptsache den Saldo der Kosten der diplomatischen und ähnlichen Dienste.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Der Warenverkehr selbst ist von allen Faktoren, die direkt oder indirekt von den Kapital- und Goldbewegungen herrühren, anscheinend unbeeinflußt geblieben[44]. Eine ganze Reihe der wesentlichen Merkmale, die die Wareneinfuhr und -ausfuhr Amerikas vor dem Kriege charakterisierten, bestehen heute so gut wie unverändert weiter. Anscheinend ist in der Nachfrage der Außenwelt nach amerikanischen Waren bzw. in der Entwicklungsrichtung dieser Nachfrage keine wesentliche Änderung eingetreten[45]. Der Exportüberschuß besteht weiter, wenn auch jetzt in schwankendem Umfang; aber der Durchschnitt der letzten sechs Jahre unterscheidet sich kaum von den durchschnittlich etwa 600 Millionen der letzten Vorkriegsjahre. Nach wie vor werden etwa 60% der Exporte durch Industriewaren aufgebracht und nur der Rest durch agrarische Produkte. Unter diesen nimmt nach wie vor Rohbaumwolle mit etwa 20% aller Exporte die weitaus führende und auffallendste Stellung ein. Nach wie vor findet man unter den industriellen Exportartikeln alle möglichen Waren und unter den Bestimmungsländern alle Gebiete der Welt. Genau wie 1913, das wohl als ein typisches Jahr der Vorkriegszeit angesehen werden darf, geht auch heute mehr als die Hälfte des amerikanischen Warenexportes nach Europa. Erst an zweiter Stelle stehen die Länder des amerikanischen Kontinents, unter denen Kanada führt. Allerdings sind namentlich auf der Importseite beträchtliche Veränderungen eingetreten; so ist der Anteil der Rohstoffe an der Gesamteinfuhr größer geworden, dem Werte wie dem Volumen nach, als der Anteil der Fabrikate; dieses Wachstum entfällt in der Hauptsache auf Rohgummi, dessen Import

[44] Vgl. zu dem Folgenden: „Foreign Trade of the United States in the calendar year 1926", Trade Information Bulletin No. 460. (United States Departement of Commerce. Bureau of Foreign and Domestic Commerce); Lawrence B. Mann und Grace A. Witherow, „Foreign Trade of the United States in the calendar year 1927". Trade Information Bulletin No. 537. — Eine vorzüglich zusammenfassende Analyse der amerikanischen Handelsbilanz bietet H. B. Bowser, Economic aspects of American foreign trade (in „Harvard Business Review" Oktober 1926, S. 55ff.). Oberflächlicher: Sir George Peel, The economic impait of America, London 1928, Kap. IX.

[45] Kleinere Änderungen sind freilich eingetreten; die Ausfuhr an Fleischprodukten weist z. B. ununterbrochen fallende, der Tabakexport ebenso steigende Tendenz auf. Vgl. E. G. Nourse, The trend of agricultural exports („Journal of Political Economy", Juni 1928, S. 330ff.). Vgl. auch M. Sering, Internationale Preisbewegung und Lage der Landwirtschaft . . ., Berlin 1927, S. 42ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sich ungefähr verfünffacht hat, und erst in weiter Distanz auf Seide und Zucker. Lauter Merkmale des weiteren Fortschreitens auf der längst beschrittenen Entwicklungslinie vom Agrar- zum Industriestaat, was jedoch mit den Kapitalwanderungen selbst in keinerlei sichtbarem Konnex steht. Wichtig ist aber die obige Feststellung, daß der Saldo des reinen Warenverkehrs ungefähr auf alter Höhe steht; seine starke Abnahme 1925/26 war anscheinend nur eine vorübergehende Erscheinung. Alle Schlüsse, die damals gezogen wurden[46], um den bevorstehenden Übergang zu dem Zustand, den wir „Rentnerstaat" nennen, aus der Handelsbilanz zu belegen, haben sich fürs erste als etwas voreilig erwiesen[47]; allerdings ist es sehr beachtenswert, daß vor der Hand der Warenexport die etwas stabilere Größe der Handelsbilanz geworden ist, während der Import in nahezu kontinuierlichem Wachstum begriffen ist; interessant auch, daß die Abnahme der Ausfuhr 1926 mit sinkenden Industrie-, ihre Zunahme 1927 mit steigenden Agrarpreisen zusammenfiel.

Zusammenfassend ist zu sagen[48], 1. daß zum Teil schon seit 1919 und insbesondere seit 1921 sich die Zins- und ähnlichen Forderungen auf der einen und die Schulden aus „Diensten" aller Art (einschließlich Touristenverkehr) auf der anderen Seite wechselseitig ungefähr aufheben; dasselbe gilt 2. zwar nicht für das wechselseitige Verhältnis von Warenexportüberschuß und langfristigem Kapitalausfuhrsaldo, die aber weitgehende Parallelität der Entwicklung zeigen. Beide fallen rapid von 1919 bis 1921; von da an langsam bis 1923; dann steigen die beiden Kurven in engster Parallelität rascher 1924, langsamer 1925, fallen wieder 1926, um 1927 noch einmal ruckartig in die Höhe zu gehen. Dieselbe steigende Tendenz und wieder gleichermaßen für die beiden entscheidenden Elemente der Zahlungsbilanz weisen die bekanntgewordenen Ziffern des ersten Quartals von 1928 auf.

Das Ergebnis ist, daß statt die Fragen zu klären, wir zwei Probleme neu aufrollen müssen. Es stimmt im Jahresdurchschnitt unserer „Gegenwartsperiode" der Aktivsaldo der Handelsbilanz von 130 Mil-

---

[46] Z. B. von Bowser, op. cit. S. 62.

[47] Ebensowenig dürfte man freilich aus einem (möglicherweise nur) gelegentlichen Rückschlag den umgekehrten Schluß ziehen.

[48] Im Anschluß an Angells Artikel im „Quarterly" und über „The American balance of international payments", in „Proceedings of the Academy of Political Science", Newyork, Jan. 1928, S. 58ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

lionen mit dem Passivsaldo der von uns korrigierten Forderungsbilanz von 260 Millionen an sich schon nicht überein, so daß man nicht von einem statistisch belegten Ausgleich sprechen kann; obendrein wird dieser Ausgleich durch die Goldbewegungen über den Haufen gerannt[49]. Daß für einzelne Jahre riesige Differenzen entstehen, das könnte man noch gewähren lassen, wenn nur der Jahresdurchschnitt den Ausgleich bringt. 1—200 Millionen wird man ohnehin als jährliche Schätzungsfehler gelten lassen müssen; aber solche Fehler müßten sich im Laufe der Jahre wechselseitig aufheben und dürften keinesfalls nach 6 Jahren auf 1460 Millionen auflaufen. Oder soll diese Summe einfach a conto kurzfristiger Kredite, die wir ja bewußt ausgeschaltet haben, gesetzt werden? Das wäre an sich zulässig, aber rein willkürlich; denn die Anzeichen dafür, daß in der fraglichen Periode (einschließlich 1927!) eine so große Summe im Saldo nach Amerika geliehen wurde, sind wahrscheinlich sehr mager[50]. Immerhin muß man mit dieser Annahme als einem möglichen Ausweg aus dem Dilemma rechnen, zumal sie mit der in Frankreich geläufigen Hypothese, daß von dorten $ 1—2 Milliarden Kapital exportiert wurde, gut harmoniert. Möglicherweise trifft er für einen Teil der Differenz zu; eine andere Erklärung bietet jedoch die Gegenüberstellung der Zahlungsbilanzen unserer Periode mit denen der vorangehenden drei Jahre. Wie aus Tabelle E ersichtlich, schließen sie für 1919—1921 mit einem Aktivsaldo von im ganzen rund 2 Milliarden; soviel mehr haben die Vereinigten Staaten damals an Gütern erhalten, als was sie selbst für Goldeinfuhr und für Kapitalausfuhr dem Ausland schuldeten. Das gibt für die ganzen neun Jahre (seit 1919), nach Abzug des 1,5 Milliarden betragenden Passivsaldos unserer Periode (seit 1922) einen Reinsaldo von 500 Millionen an amerikanischen Exporten, für die der Gegenwert unbekannt ist. Damit ist der Fehler auf jährlich 60—70 Millionen reduziert; eine gewiß

[49] Vgl. oben S. 241 u. 253. Die Goldbewegungen, die auch Ein- und Ausfuhr amerikanischer Noten (nach roher Schätzung) enthalten, zeigen für die Periode einen Jahresdurchschnitt von ÷ 104 Millionen.

[50] Chandlers Annahme (im „Commerce Monthly", Okt. 1927, S. 10f.), wonach die amerikanische Goldeinfuhr der Vermehrung der Devisenbestände bei den außeramerikanischen Notenbanken entspreche, übersieht, 1. daß es sich bei den letzteren keineswegs nur um Dollardevisen handelt, und 2. daß im gleichen Zeitraum Amerika fortgesetzt auch den kurzfristigen Kreditgeber (Zinsarbitrageur) großen Stils spielte.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle E.

Summarische Zahlungsbilanz[51].

(In Millionen Dollars.)

1. Für die Jahre 1919—1921.

	1919	1920	1921	1919—1921
a) Saldo der Forderungsbilanz[51] . . .	— 1005	— 1524	— 1209	— 3738
b) Saldo des Güterverkehrs	+ 1836	+ 2614	+ 1748	+ 6198
c) Saldo des Geldverkehrs	+ 251	+ 53	— 767	— 463
d) Unaufgeklärter Rest	+ 1082	+ 1143	— 228	+ 1997

2. Für die Jahre 1922—1925.

	1922	1923	1924	1925	1922—1925
a) Saldo der Forderungsbilanz[51]	— 678	+ 166	— 413	— 277	— 1202
b) Saldo des Güterverkehrs . .	+ 417	— 41	+ 509	+ 127	+ 1012
c) Saldo des Geldverkehrs . . .	— 238	— 244	— 308	+ 72	— 718
d) Unaufgeklärter Rest.	— 499	— 119	— 212	— 78	— 908

3. Für die Jahre 1926 und 1927.

	1926	1927	1926—1927
a) Saldo der Forderungsbilanz[51] . . .	— 206	— 200	— 406
b) Saldo des Güterverkehrs	— 267	+ 28	— 239
c) Saldo des Geldverkehrs	— 72	+ 166	+ 94
d) Unaufgeklärter Rest	— 545	— 6	— 551

nicht übermäßige Summe, wenn auch ihr Charakter als andauernder Überschuß einer Seite der Bilanz auffällig ist. Diese Annahme nun, daß also der Importüberschuß der letzten sechs Jahre zur Deckung des Exportüberschusses im vorangehenden Triennium gedient habe, läßt sich unschwer veranschaulichen. Offenbar hat Amerika in den ersten Nachkriegsjahren der Außenwelt weit mehr kurzfristige und ähnliche Kredite zur Verfügung gestellt, als was durch statistische Schätzung

[51] Für 1922 ff. ist die Kapitaleinfuhr um den Betrag der kurzfristigen Kredite an Amerika gekürzt (vgl. oben S. 244 f.); für die vorangehenden Jahre kam eine solche Korrektur nicht in Frage.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

erfaßt werden konnte. Auf der anderen Seite sind diese Kredite seit 1922 „abgedeckt" worden; da es sich um die Bewegung von Bankdepositen, Buchkrediten und ähnlich „unsichtbarer" Dinge handelt, so ist die Erfassung derselben eben äußerst erschwert. Was da vorlag oder vielleicht noch immer im Gange ist, wäre also ein internationaler Liquidationsprozeß allergrößten Stils; und es stimmt damit sehr schön überein, wenn — wie bereits erörtert — die ausländischen Guthaben bei amerikanischen Banken in der „Gegenwartsperiode" so stark wachsende Tendenz zeigten. Es waren eben zum Teil Guthaben, die zur Schuldendeckung nach Amerika transferiert wurden und zeitweilig bei den Banken liegen blieben (zum anderen Teil waren es tatsächlich neue, kurzfristige Kredite). Auch theoretisch steht nichts im Wege: der Ausgleich der Zahlungsbilanz hat dabei — eine einfachste Überlegung genügt, um sich davon zu überzeugen —, keineswegs neun Jahre auf sich warten lassen müssen; er mochte in jeder beliebigen Teilperiode gesichert gewesen sein.

Soweit das eine Problem, das mit zwei plausiblen und anschaulich belegbaren Hypothesen gelöst erscheint. Freilich unter teilweiser Preisgabe unserer Periodisierung: die drei Nachkriegsjahre — und vielleicht auch noch einige vorangehende —, die sonst einen so völlig andersgearteten Charakter tragen, müssen herhalten, um die „Liquidationsperiode" verständlich zu machen. Zwischen den beiden Zeitabschnitten besteht ein (vom Standpunkt der Einteilungsfreudigen) unerfreulich enger Zusammenhang, der zwar ungewöhnlich, aber gewiß nicht rätselhaft" ist; der „ungeklärte Rest" jeder jährlichen Zahlungsbilanz findet seine „historische" Erklärung und kann im folgenden außer acht bleiben. Um so schlimmer steht es um das zweite Problem, das nun nicht weiter vertagt werden kann: um den Ausgleichsprozeß, der die Bilanz der Wertübertragungen in ihrer Gesamtheit beherrscht. Kapitalexport ist, außer für theoretisch Ungeschulte und praktisch Unerfahrene, aus der Handelsbilanz nicht abzuleiten; das Überwiegen des Exportes in dieser Bilanz scheint im vorliegenden Falle aber auch nichts mit dem Kapitalexport zu tun zu haben. Langfristiger Kapitalexport und kurzfristiger Kapitalimport glichen sich in der Periode ungefähr aus, so daß ein „ungedeckter" Exportsaldo der Handelsbilanz übrigblieb; woraus folgt, daß der Ausgleich doch nur mittels der Goldbewegung möglich war, deren Ergebnis die Vermehrung des monetären Goldvorrates der Vereinig-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ten Staaten um 1,5 Milliarden seit 1919 ist[52]. Für eine immerhin nennenswert lange Periode von sieben Jahren — ganz abgesehen von den vorangehenden Kriegs- und anormalen Nachkriegszeiten — ist der Goldvorrat eines Landes um 50% und mehr gestiegen; aber mit den „internationalen Preisen" soll das nichts zu schaffen haben; aller herkömmlichen Theorie zum Trotz scheint es auf Preise, Export- und Importvolumen nicht den geringsten Einfluß ausgeübt haben. So will es wenigstens eine in Europa sehr populäre „Theorie" glauben machen, die bald märchenhafte Dinge erzählt von der „Einsperrung" oder „Hortung" des Goldes durch die Reservebanken (McKenna) oder von seiner „Valorisierung" (Ohlin), bald seine „Neutralisierung" (Stamp) oder gar „Demonetisierung" (Keynes) in die Welt posaunt. Danach ist die Goldvermehrung und Krediterweiterung in Amerika nicht von steigenden Preisen begleitet gewesen, obwohl es sich um eine anhaltende und sehr bedeutende Expansion der Zahlungsmittelmenge handelte. Wie soll eine solche Anomalie zu erklären sein? Wenn aber eine Preissteigerung eingetreten ist, so hätte sie sich doch in vermindertem Export und vermehrtem Import auswirken müssen; ist davon etwas zu merken? Wie in aller Welt konnte an der kapitalistischen Wirtschaft eine Goldbewegung solchen Umfangs sozusagen spurlos vorübergehen? Oder sollen wir annehmen, daß die Spuren sich erst nachträglich auf ganz lange Sicht zeigen werden? Und wie ist es dann möglich, daß sie in der Zwischenzeit gewissermaßen verwischt oder verborgen wurden?

VII.

Der Goldzufluß in die Vereinigten Staaten diente während des Krieges und unmittelbar nachher dazu, um zusammen mit den herabgesetzten Deckungsvorschriften für Depositen der national banks die Kriegsfinanzierung zu ermöglichen[53]. Der Goldzustrom fiel damals in

[52] Die kleine Differenz zwischen Goldzufluß und Vermehrung des Goldvorrates erklärt sich aus der Eigenproduktion des Landes im Werte von ca. 50—60 Millionen Dollars pro Jahr, wovon vermutlich 75% von der industriellen Verwendung absorbiert wird; der Goldzufluß von außen kommt im vollen Betrage der monetären Verwendung zugute. Vgl. „Annual Report of the Director of the Mint", Washington 1927, S. 25ff.

[53] Nach und nach (seit 1914) sind die Deckungsquotienten für Depositen je nach der Größe der Stadt, in der sich die Bank befindet, auf 7, 10, bzw. 13%, also auf nahezu die Hälfte der Vorkriegsvorschriften herabgesetzt worden; für Spardepo-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

eine Hausseperiode und hat nicht unwesentlich dazu beigetragen, die Stimmung zu nähren und lebendig zu erhalten. Die großen Goldzuflüsse des Jahres 1921 fielen dagegen in eine Krise resp. Depression; der Kreditbedarf hatte sich wesentlich vermindert, und die Folge war, daß der neue Goldzufluß von den Mitgliedsbanken des Reservesystems in der Hauptsache dazu benutzt worden ist, um ihre Schulden bei der Notenbank größtenteils abzutragen. Das Portefeuille der Notenbanken nahm ab und ihre Goldbestände nahmen zu; mit dem Ergebnis einer riesigen Steigerung (auf 70—80%) des Deckungsverhältnisses zwischen kurzfristigen Verbindlichkeiten und Gold, und also mit einer anscheinend ungeheuren Liquidität des ganzen Systems. Eine typische Baissefeerscheinung, die noch dadurch gefördert wurde, daß das Gold, das nicht dem Reservesystem und seinen Mitgliedsbanken zufloß, im wesentlichen auch zur Steigerung der Reserven anderer Banken (state banks) diente, und daß die amerikanische Notenbankpolitik selbst sowohl wie auch die Banktradition ohnehin auf möglichste Niedrighaltung der Inanspruchnahme der Zentralbank durch die Mitgliedsinstitute drängte[54].

Auf die kurze Erholung der amerikanischen Konjunktur 1922/23 folgte der Rückschlag prompt im selben Jahre; seit 1923 liegt aber so etwas wie eine Konjunkturstabilität mit ganz geringen Schwankungen, von denen die depressiven Symptome der industriellen Situation 1924 und in der zweiten Hälfte von 1927 allenfalls ausgeprägter waren, vor. Der Goldzufluß dauerte unter dieser bekanntlich einzigartigen „prosperity"-Periode, die der herkömmlichen Konjunkturerfahrung so

---

siten sogar auf 3%. Das galt ursprünglich als eine vorübergehende Kriegsmaßnahme, ist jedoch endgültig beibehalten worden.

[54] Über die „Tradition", die die Banken zu größter Zurückhaltung in der Rediskontierung zwingt, und die amerikanische Bankverfassung überhaupt vgl. außer den oben zitierten Schriften von Willis und Beckhart auch die Notenbankoffiziösen Darstellungen von Kemmerer, „A B C of the Federal Reserve System" (Princeton 1925); W. R. Burgeß, „The Reserve Banks and the Money Market", (Newyork 1927); Goldenweiser, „The Federal Reserve System in Operation", (Newyork 1925). Diese drei sind Popularisierungen; unorganisiertes, aber wirkliche Einblicke gewährendes Material bieten die zwei Bände der „Hearings" des sogen. Strong-Komités des Repräsentantenhauses (69. congress, 1. session, H. R. 7895, Washington 1927); und vor allem Willis und Steiner, „Federal Reserve Banking Practice", (Newyork 1926).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

erfolgreich und zum Schaden aller Prognose spottet, in beträchtlichem Umfange weiter fort. Der Goldgewinn des Landes aus dem internationalen Handel betrug seit 1921 bis Ende vorigen Jahres nahezu ⅔ Milliarde. (Der Nettoverlust von 600 Millionen Dollars, der zwischen Mitte 1927 und Mitte 1928 eingetreten ist, hat daran noch nichts Wesentliches geändert, weil er durch gleichgroße Erweiterung der Notenbankkredite kompensiert wurde.) Die äußerliche Verwendung dieses neuen Schatzes ist teils ähnlich, teils anders als in der vorangehenden Periode. Bis in die zweite Hälfte von 1927 ist der Gesamtumfang der von den Notenbanken gewährten Kredite ungefähr konstant geblieben oder schwankte vielmehr um den Betrag von 1 Milliarde Dollars herum; nahmen die Käufe auf dem offenen Markte zu, so verminderten sich die Diskonte und umgekehrt. (Von den vorübergehenden Erhöhungen der Notenbankinanspruchnahme z. B. 1925 wollen wir absehen.) So weit das Gold direkt zur Zentralbank floß, was nur zum kleinen Teil der Fall war, hat es zur Stärkung der Reserven, nicht aber zu wesentlicher Kreditexpansion gedient. In der Hauptsache fand es jedoch seine Verwendung, indem die eigenen Reserven der privaten Banken — gleichgültig, ob diese bei einer Reservebank oder anderweitig gehalten werden — gestärkt wurden; die Kreditexpansion dieser Banken, der wir uns sogleich zuwenden müssen, ist auf der Basis des Goldzuflusses zustande gekommen oder ermöglicht worden. Seit Herbst 1927 liegt insofern eine von der bisherigen abweichende Situation vor, als nunmehr über ein halbes Jahr hindurch die gesamten von der Notenbank gewährten Kredite 1½ Milliarden betragen, also ½ Milliarde über das sonst übliche Maß hinaus. Noch immer bleibt bei den Notenbanken eine unausgenutzte Deckungsreserve übrig, die gleichbedeutend ist mit der Möglichkeit, die Kredite dieser Institute bei gleichbleibender Goldmenge um weitere 30 und mehr Prozente in Zukunft noch vermehren zu können (bis die gesetzliche Minimalrelation von 30 bzw. 40 % erreicht wäre); für das Bankwesen des ganzen Landes bedeutet das eine theoretische Expansionsmöglichkeit, die praktisch in diesem Umfang gar nicht in Frage kommt, und zwar um mindestens den zehnfachen Betrag der unausgenutzten Möglichkeiten der Notenbank selbst. Anders ausgedrückt bedeutet das soviel, daß es eines Goldverlustes von mehr als einer halben oder

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

dreiviertel Milliarde (immer in Dollars) bedürfte, um das Notenbanksystem zur Einschränkung seiner Kredite zu zwingen[55].

Diese hochgradige Liquidität der Notenbanken ist es, die fernstehende Zuschauer über die wahre Bedeutung des Goldzuflusses immer wieder täuscht. Um solche Täuschung zu vermeiden, empfiehlt es sich, dem Prozeß der Goldverteilung über das Land zu folgen. Der neue Zufluß geht in aller Regel an eine private Bank und dient dort meist nicht mehr, wie in der Depression nach 1920, zur Abdeckung von Notenbankkrediten. Vielmehr ist es seither so, daß der Zufluß eine Vermehrung der Goldreserve der betreffenden Bank bedeutet und in den meisten Fällen zur Grundlage einer sogenannten „primären" Kreditexpansion dient: die Bank kann im durchschnittlich zehnfachen Umfange — den Deckungsvorschriften entsprechend — neue, zusätzliche Kredite gewähren. Sie macht davon nun, wie die Dinge liegen, mehr als in vollem Umfange Gebrauch; das „mehr" liegt an den (verzinslichen) Spardepositen, für die nur 3%ige Deckung gilt und die sich von den echten (unverzinslichen) Depositen dadurch unterscheiden, daß über sie nicht mittels Schecks verfügt werden kann. Es ist nicht unwichtig in diesem Zusammenhang, daß die Spardepositen rascher wachsen als die echten; sie bilden heute etwas über 50% des gesamten Bankgeldvolumens (von 55 Milliarden Dollars). Jedenfalls steht das Resultat fest: daß die Golddeckung des gesamten Bankgeldes wahrscheinlich niedriger ist als je zuvor in der amerikanischen Geschichte! Und daß die Kreditexpansion der letzten Jahre die gesetzlich zulässigen Möglichkeiten „voll" ausgenutzt hat. Bei einem monetären Goldvorrat von rund 3,7 Milliarden Ende 1921 belief sich die Gesamtsumme aller von den Banken gewährten Kredite (außer denjenigen der Notenbanken und außer den Krediten von Bank zu Bank) auf 40 Milliarden, die sich in drei Jahren (bis Ende 1924) auf 45,5 Milliarden erhöhten, während die Goldgrundlage sich gleichzeitig nur um 700 Millionen erweiterte. Also schon damals eine primäre Kreditexpansion um nahezu den achtfachen Betrag der Goldvermehrung; und damit war die Sache nicht zu Ende. In den folgenden drei Jahren (bis Ende 1927) hat nämlich der Goldbestand des Landes etwas, nämlich um knapp 125 Millionen abgenommen; trotzdem stieg das Kreditvolumen weiter bis auf rund

[55] Vgl. J. V. Huffmann, The Expansion Possibilities of the United States Banking System (in: Journal of Political Economy, Bd. XXXIV, Nr. 6, Dezember 1926, S. 717—741).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

56 Milliarden. Also hat, langfristig — d. h. für die Periode 1921 bis 1927 als Ganzes — gesehen, die Zunahme der Bankkredite die der Goldreserven im Verhältnis von mehr als 25:1 übertroffen. Eine wirklich unerhörte Expansion, die im wesentlichen in den letzten zwei Jahren stattgefunden hat[56].

Diese riesige Primärexpansion fand eine weitere Stütze in der „secondary"-Krediterweiterung, die von den Reservebanken selbst geübt wurde. Etwa drei Viertel des monetären Goldes fließt nämlich von den gewöhnlichen Banken zu diesen Instituten; nur der Rest bleibt im „Verkehr". Die Reservebanken selbst haben die Entscheidung darüber, in welchem Ausmaß sie diesen Zufluß zur Grundlage neuer Kredite benutzen. Die Theorie von der „Preisgabe der Goldwährung" meint in Wirklichkeit nichts anderes als diese Tatsache, die aber mit der primären Expansion an sich nichts zu tun hat; die Erweiterung des Kreditbaues bei den (privaten, im Gegensatz zu den Noten-) Banken kann unabhängig und zeitlich früher vonstatten gehen. Aber es ist auch nicht so, daß die Reservebanken das Gold „verstecken" und auf Rentabilität verzichten würden; vom Anfang bis Ende der gleichen sechsjährigen Periode haben sie vielmehr ihre Investitionen auch um durchschnittlich 300 Millionen (insgesamt: Rediskonte sowohl wie open market-Käufe) gesteigert. Mithin haben sie zu der Goldvermehrung noch diesen Betrag hinzugefügt; vom Standpunkt der Banken wirkt sich das praktisch jedenfalls als eine um diesen Betrag erhöhte Goldgrundlage aus, der zusätzlich zum Gold als Basis für Kreditschöpfung hinzukommt.

Es kann also kein Zweifel bestehen, daß langfristig die Goldbewegungen die Kreditsituation des Landes beherrschen; das Ausmaß freilich, in dem das geschieht, wird je nach Konjunktur größer oder kleiner sein. Aber selbst kurzfristig sind die Notenbanken alles eher denn Diktatoren des Geldmarktes, wie das die „Demonetisierungs"-Theorie bald ausdrücklich, bald stillschweigend voraussetzt. Die Fluktuationen in der Gesamtsumme von Krediten, die sie dem Land zur Verfügung

[56] Die Zahlen nach dem „Thirteenth" (1927) und „Fourteenth annual report of the Federal Reserve Board"(1928). Vgl. auch „Annual Report of the Comptroller of the Currency for 1927", Washington 1928. — Man muß dabei noch beachten, daß die bankmäßige Kreditexpansion stets durch eine solche der sonstigen („privaten") Kredite (kommerzielle Buchkredite usw.) begleitet wird; vgl. C. Snyder, Business cycles and business measurements, Newyork 1927, S. 205 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

stellen, stellen ja nur eine „marginale" Größe dar, die bei scharfer Konjunktur- und Saisonwende entscheidend werden mag; normalerweise hat sie aber nur sehr mäßige Bedeutung. Zumal gerade auch das Bestreben der Notenbank selbst vor allem darauf gerichtet ist, Situationen von solcher Schärfe vorzubeugen und sie auszuschalten. Der Jahresbericht für 1927 wiederholt es auch mehrfach ausdrücklich (S. 9, 11, 15, 18), daß die Notenbankpolitik im Berichtsjahr an den internationalen Goldbewegungen als dem „principal factor" orientiert war: soweit sie überhaupt eingriff, trachtete sie eben bei Goldzufluß ihre eigenen Kredite zu verknappen, bei Goldabfluß dieselben zu erweitern, also im ganzen „kompensierend" zu wirken. Im ganzen jedoch mit recht wenig durchgreifendem Erfolg. Im Sommer 1927 gelang es zwar ohne weiteres, die Lücke, die durch den damaligen Goldabfluß entstand, zu füllen, und diesen Abfluß vielleicht sogar — zwecks Entlastung der Londoner City von den gefahrdrohenden französischen Goldansprüchen — zu fördern; aber der Erfolg war keineswegs eine auch nur kurzfristige „Stabilisierung" der unstabilen Geldmarktsituation.

Wir können aber die ganz kurzfristige Seite dieser Zusammenhänge unentschieden lassen; oder auch zugeben, daß ganz vorübergehend bzw. bei sehr mäßigen Schwankungen der Goldwelle die Zentralbankleitung — die auch den 12 Notenbanken gegenüber nicht allmächtig ist (Chicago!) — das Heft in der Hand haben mag. Wobei noch allerhand Schranken dieser „Macht" zu beachten wären; z. B. die Tatsache, daß die einzelnen Reservebanken das privatwirtschaftliche Eigentum der member banks sind, die auf der Rentabilität ihrer Einlagen bestehen und auf die Leitung vielfach ausschlaggebenden Einfluß haben. Ferner, daß etwa ein Drittel bis zwei Fünftel des Kreditvolumens nicht von Mitgliedsbanken, auf die die Notenbank allenfalls Einfluß ausüben könnte, verwaltet wird, sondern von den sogenannten „state banks", die einzelstaatlichen, zwischen Null und 25% variierenden Vorschriften über die Deckung ihrer Depositen unterworfen sind[57].

Aber, wie gesagt, auf diese kurzfristige Problematik brauchen wir hier gar nicht näher einzugehen; für unsere Aufgabe kommt es auf

---

[57] Über die Stellung der state banks (einschl. Sparkassen, trust companies, Genossenschaften usw.) im ganzen Banksystem, vgl. H. G. Moulton, The financial organisation of society. 2. Aufl. Chicago 1925. Kap. 16—18; H. P. Willis, American banking. Chicago 1921.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

die langfristige an. Im long run kann es nicht zweifelhaft sein, daß die Notenbanken in ihrem Machtbereich innerhalb ganz enger Grenzen gesperrt sind — so hoch man auch den „moralischen" Einfluß veranschlagen mag, der von ihnen auf die Bankwelt ausstrahlt[58]. Der ursprüngliche Sinn der amerikanischen Bankreform war und blieb: ein „elastisches" Geldsystem zu schaffen, das die aus früheren Panikerfahrungen bekannten Wirkungen des Goldabflusses zu temperieren vermag. Eine Versicherung gegen Goldzufluß und seine Folgen, d. h. gegen Preissteigerung, gehört nicht zum Rüstzeug einer Wirtschaftspolitik, die in letzter Instanz an der Philosophie des business man und seiner Haussefreudigkeit orientiert ist. — Wie dem auch sei, langfristig gesehen wirkt sich in Amerika wie überall in der Goldwährung die Goldbewegung in dem Sinne aus, daß bei Zufluß das Kreditvolumen um ein Vielfaches steigt. Konsequenterweise müßten dann die Preise steigen, wie man es aus der Schule weiß; dann müßten die Importe (an Waren) zunehmen, die Exporte abnehmen, der Saldo also passive Richtung erhalten — wovon in der „Gegenwartsperiode" nichts oder kaum etwas zu merken ist. Und zwar versagt dieser „klassische" Mechanismus des Zahlungsbilanzausgleiches anscheinend nicht nur für das eine oder andere Jahr, sondern für die ganze Periode.

Unsere Fragestellung hat mit einer wie immer gearteten „Quantitätstheorie" an sich nichts zu tun. Es ist keineswegs vorausgesetzt, daß die Kreditexpansion die Folge der Goldzufuhr (in vollem Umfange oder teilweise) sei. Die Voraussetzung ist lediglich, daß die ungeheure Kreditexpansion, die in diesem Umfang für so kurze Zeit in der Geschichte der Goldwährungen vielleicht einzig dasteht, nicht möglich gewesen wäre ohne den Edelmetallzufluß. Es nützt demgegenüber nichts, auf die verhältnismäßig raschere Steigerung der Spar- als der Kreditdepositen hinzuweisen, wie es der ausgezeichnete und unter so tragischen Umständen kürzlich verschiedene Professor Lehfeldt versucht

[58] Grundsätzliches über die Grenzen der Federal Reserve-Politik bietet D. F. E. Norton, Bank rate and the money market in the Un. St. („Economic Journal" Dez. 1921) und der Aufsatz von Allyn A. Young über „The structure and policis of the Federal Reserve System" („The Annalist", Newyork, vom 6. Mai und 13. Mai 1926). Vgl. auch H. A. E. Chandler, The Federal Reserve System and the Decline of the World Commodity Price Level („Commerce Monthly", Newyork, Okt. 1927, S. 3ff.); und M. Palyi, Notenbank-Diktatur? („Magazin der Wirtschaft" vom 23. Febr. 1928, S. 278ff.).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

hat[59]. Gewiß kann die zunehmende Verschiebung innerhalb des Depositensystems zugunsten der Sparguthaben, die allerdings nur zum kleineren Teil mit Kündigungsfrist angelegt sind, so gedeutet werden, daß die Krediterweiterung zu 50% und mehr von der Depositenseite herrührt und nicht umgekehrt[60]. Ob es der „Druck des Sparens" ist, der die Bankdepositen in die Höhe gehen läßt, oder ob es die Freigebigkeit der Banken ist in der Gewährung neuer Kredite, ohne in jedem Augenblick auf das völlige Gleichgewicht zwischen der Kredithergabe und dem Depositenzustrom zu achten; ob die Tatsache des stärkeren Wachstums in den Spar- als in den echten Depositen mit unserer herkömmlichen Vorstellung von dem notwendigen Überwiegen des Sparens über die Investierungen in der Depression und der entgegengesetzten Situation in der Hausse übereinstimmt oder nicht: das Bankgeldvolumen hätte unter keinen Umständen in solchem Ausmaß (um das 25fache und mehr) expandieren können, wenn nicht der Goldstrom dafür im voraus die Basis geboten hätte. —

Die Krediterweiterung ist nun an dem Preisniveau, gemessen in den üblichen Indexzahlen, effektiv spurlos vorübergegangen; nur für eine ganz lange Periode, etwa von 1914 an bis heute gerechnet, ließe sich eine sehr beschränkte Parallelität herstellen; selbst für einen so langen Zeitraum jedoch, wie die Jahre seit 1921, haben wir es im großen und ganzen mit konstantem Preisniveau zu tun — bei einer Vermehrung des Kreditvolumens um rund 50%. Ist im gleichen Zeitraum etwa der „Bedarf nach Geld" im Sinne der Nachfrage nach Bankguthaben, die jeweils „unverwendet" bleiben, also das Gros der Kassenreserven der Volkswirtschaft bilden, entsprechend gestiegen? Bis zum gewissen Grade mag das zutreffen. Zieht man[61] den arithmetischen Durchschnitt aus dem Produktionsindex und dem Transportindex des Federal Reserve Bulletin (die beiden Veränderungen im physischen Volumen gemessen), so ergibt das (auf 1919 als 100 bezogen) eine Steigerung von 88,9% (1921) auf 126% (1927); auf Preise des Großhandelsindex

[59] R. A. Lehfeldt, The monetary situation in the United States, as viewed from without (in: „Quarterly Journal of Economics", November 1927, S. 28ff.).

[60] B. M. Anderson hat es schlagend nachgewiesen (in „Chase Economic Bulletin" vom 25. Juni 1928, S. 12ff.), daß die Sache sich anders verhält: die Krediterpansion selbst ist es, die — bei relativ konstanter Kreditnachfrage der Produktion — in Sparanlagen für das zusätzliche Bankgeld drängt.

[61] Mit B. M. Anderson, Some Major Forces in the International Money Market (in: „Chase Economic Bulletin", Oktober 1927, S. 20ff.).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

umgerechnet bedeutet das eine Steigerung von 63,3% auf 89,7%. Auch sonstige Berechnungen, wie die von Paul Douglas oder die des Labour-Bureau und der Harvard-Gruppe, zeigen übereinstimmend eine Produktivitäts- und mithin Umsatzsteigerung um 25—30%[62]; aber bei jeder Berechnung bleibt diese Steigerung hinter der des Kreditvolumens wesentlich zurück. Es bleibt ein ungeklärter Rest, ein Kreditbetrag von vielen Milliarden Dollars, der keine Verwendung gefunden hätte angesichts des kaum beweglichen allgemeinen Preisniveaus. Und dieser mysteriös unwirksame Betrag müßte noch viel höher sein, als es äußerlich den Anschein hat. Denn die Verwendung des Schecks als Zahlungsmittel ist in langsam fortschreitender Ausbreitung begriffen; ferner hat sich die Zirkulationsgeschwindigkeit der Bankdepositen —was nunmehr mit hinlänglicher Genauigkeit gemessen werden kann— seit 1921 beträchtlich gesteigert[63]. Wichtiger als diese Momente ist ein anderes: die seit der Krise von 1920 sich unerhört rasch verbreitende und die kommerzielle Struktur des Landes revolutionierende Neuerung, die in der scharfen Reduzierung der Vorrathaltung in Handel und Industrie besteht. Lauter Momente, die die Steigerung der Nachfrage nach Geld wesentlich reduzieren und die Frage nach der faktischen Anlage der zusätzlichen Kreditmasse noch dringender machen.

Die Erklärung liegt auf der Hand und ist bereits wiederholt angedeutet worden[64]. Erstens ist es nicht richtig, daß das Preisniveau von dem mächtigen Goldzustrom und der Kreditexpansion unberührt geblieben ist. Von der Preishausse bis 1920 braucht hier nicht gesprochen zu werden; aber auch seither gilt der Satz nur für den Großhandelsindex, der heute nach allem Auf und Ab kaum nennenswert höher als Anno 1921 steht. Anders steht es dagegen mit den Import- und Exportpreisen. Diese zeigen vielmehr starke und entgegengesetzte Veränderungen[65]; die Importpreise sind etwas weniger (von 117 auf 130;

[62] Wir kommen darauf noch zurück.

[63] Vgl. C. Snyder, op. cit., S. 144ff.

[64] Vgl. Lehfeldt, op. cit., S. 29ff.; W. F. Gephart, Inflation in relation to the bank reserve and the business cycle („Address ... before the Annual Meeting of The Reserve City Bankers ...", St. Louis, Juni 1923); H. F. Boettler, How gold imports and bank credit have created inflated capital values in the United States („The Annalist", Newyork 1928); B. M. Anderson, Bank expansion versus savings („Chase Economic Bulletin" vom 25. Juni 1928); Derſ., Bank money and the capital supply (ib., vom 8. Nov. 1926).

[65] Nach Mann und Witherow, op. cit., S. 7.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

auf 1913 als Basisjahr bezogen) gestiegen als die Exportpreise fielen (von 150 auf 124). Nun ist es seit Cairnes bekannt — oder sollte es wenigstens sein —, daß es für den zwischenstaatlichen Güteraustausch nicht auf ein abstraktes, allgemeines Preisniveau, sondern auf die „sectional price-levels", auf den Stand der „internationalen Preise" ankommt: auf das komparative Steigen oder Fallen der Ex- und Importpreise, verglichen auch mit den binnenwirtschaftlichen Austauschverhältnissen. Aber im vorliegenden Falle sind diese spezifischen Preisbewegungen mit der internen monetären Situation schwerlich direkt verknüpft: statt, wie es theoretisch zu erwarten wäre, die Importpreise zu senken, die der Exportartikel zu steigern und so die Handelsbilanz entsprechend der Goldeinfuhr zu korrigieren, hat sich die Situation gerade umgekehrt ausgewirkt. Soll das als Versagen der Theorie gedeutet werden? Eine solche Schlußfolgerung würde bloß das Versagen des Beobachters dokumentieren. Denn offenbar kommt es nicht auf die amerikanische Situation allein, sondern auf den Vergleich dieser mit derjenigen der Außenwelt an; und da ist der Kreditapparat ebenfalls überall wesentlich ausgeweitet worden — in Deutschland z. B. dank der fremden Kredite —, was hier nicht näher analysiert werden kann. Nur soviel sei erwähnt, daß die Goldvermehrung in Amerika in den letzten Jahren physisch keineswegs aus dem europäischen Vorrat, sondern aus der südafrikanischen Produktion erfolgte; in Europa trat nicht eine Verminderung, sondern ein verlangsamtes Wachstum der Goldreserven ein. — Zu einem internationalen Vergleich der jeweiligen Ein- und Ausfuhrpreise, die zu näherer Untersuchung erforderlich wären und die für Deutschland z. B. überhaupt nicht erlangbar sind, würde das unzulängliche statistische Material nicht reichen.

Zweitens benötigen wir aber eine solche Erklärung mittels der Wirkung auf „internationale Preise" in diesem Falle gar nicht. Die Absorbierung des zusätzlichen Kreditvolumens erfolgte auf einem anderen Wege, der den Außenhandel unberührt lassen mußte. Ich meine das außerordentlich interessante Phänomen, daß bei gleichbleibenden oder eher sinkenden Preisen die Kapitalwerte fortlaufend gestiegen sind. Dieser Kapitalisierungsprozeß kam und kommt in steigenden Effektenkursen, in der Vermehrung der Neuemissionen von Wertpapieren, in steigenden Preisen für städtische Grundstücke und ähnlichen Werterhöhungen zum Vorschein. Über städtische Grundstückspreise und ihre

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Entwicklung steht keine neuere Statistik zur Verfügung[66]. Das real-estate-Geschäft gehört aber in Amerika zu den spekulativsten; es ist zum mindesten in dem gleichen Maße „spekulativ" wie das Effektengeschäft selbst. Was die Effektenkurse anbelangt, so ist es nur zur Genüge bekannt, daß diese seit drei Jahren (bis Mai 1928) in einer nur selten unterbrochenen und schließlich ganz enormen Aufwärtsbewegung begriffen waren, die in der Zunahme der broker loans, d. h. der Kredite, mit denen der Effektenumsatz der Newyorker Berufshändler finanziert wird, zum Ausdruck kam. Von 1926 bis zum Frühjahr 1928 hat sich die Summe der Bankkredite, mit denen die brokers arbeiten, nahezu verdoppelt: von 2,8 auf 5,3 Milliarden, und sie haben den höchsten Stand erreicht, den sie jemals innehatten. Hand in Hand ging damit das Steigen der Kurse für common stocks industrieller Unternehmungen: von 174,5 im Mai 1927 auf 243,9 ein Jahr später; und ähnlich, wenn auch in langsamerem Tempo stiegen die Kurse bereits seit 1923. Wobei zu beachten ist, daß diese Indexzahl der Standard Statistics Co. auf die an sich schon überhöhte Basis aus dem Durchschnitt der Jahre 1917—1921 bezogen ist, und daß sie 197 Industriepapiere umfaßt, von denen einige aus spezifischen Gründen die allgemeine Aufwärtsbewegung nicht oder nicht in vollem Umfange mitgemacht haben. Seit 1923 hat sich der Wert der führenden Industriepapiere mehr als verdreifacht. Gegenüber 1926 kann man also (im Mai des laufenden Jahres) von einer Verdoppelung der durchschnittlichen Kurse sprechen, was angesichts der Verdoppelung der broaker loans nicht überraschen kann. Auch die monatsdurchschnittliche Emission neuer Wertpapiere steht im ersten Quartal 1928 um je 60 bzw. 100 Millionen Dollars höher als in dem entsprechenden Zeitabschnitt des vorigen bzw. vorvorigen Jahres. In dasselbe Kapitel gehört auch die Tatsache, daß bei von Jahr zu Jahr zunehmendem Wachstum der Neuemissionen der Anteil der „stocks" gegenüber den festverzinslichen „bonds" ebenfalls stetig zugenommen hat.

Nun wird es klar, wohin die zusätzliche, von der Warenvermehrung nicht absorbierte Depositenmenge floß. Sie diente eben zur Finanzie-

[66] Der Zensus von 1920 hat in dem Band über „Mortgages on Homes in the United States, Census Monograph No. II" und in demjenigen über „Financial Statistics of Cities" Daten gebracht; neuere Statistiken sind mir jedoch nicht bekannt geworden. Die Tatsache der fraglichen Preissteigerung ist jedoch allgemein und dem Verf. selbst aus eigener Beobachtung bekannt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

rung der Börsen- und Terrainspekulationen, was aus der Entwicklung der Bankkredite selbst hervorgeht. Indirekt: die führenden „commercial paper houses", durch deren Hände das Diskontmaterial des offenen Marktes geht, zeigen eine Verminderung dieses Materials von rund 800 auf 500 Millionen Dollars; zum indirekten Beweis dafür, daß der Kreditbedarf der Produktion und der des Handels zum Teil sogar abgenommen haben[67]. Die Bankstatistik selbst bringt die direkten Beweise. In welcher Weise ist der neue Kreditstrom verteilt worden? Die „other loans", d. h. die eigentlichen industriellen und kommerziellen Kredite sind kaum gestiegen; ja sie würden fallende Tendenz zeigen, wenn sie nicht auch die Kredite enthielten, die auf Grund von Hypotheken, insbesondere städtischer Art, gewährt worden sind. Diese Grundstückskredite haben sich nämlich seit 1921 beinahe verdreifacht: von 1,1 Milliarde auf rund 3 Milliarden. Die Vermehrung der Bankkredite fand also in der Form steigender Börsenkredite (loans on collaterals) und vor allem durch Vermehrung der „investments", d. h. der Anlagen der Banken in Wertpapieren, statt. In der Tat entfällt nahezu die Hälfte der neuerwachsenen werbenden Mittel der Banken auf die Zunahme ihres Effektenbesitzes; und innerhalb dieses Postens ist der Besitz an Staatspapieren nahezu konstant geblieben, so daß also die eigentliche Kreditschöpfung sich zum größten Teil in der Erweiterung der Investitionen der Banken in industriellen und ähnlichen Wertpapieren auswirkt. Seit 1915 hat sich der Wertpapierbesitz der national banks verdreifacht, ihre Terrainkredite haben sich verfünffacht.

Damit dürfte sich die Frage, wie die Goldbewegung „spurlos" am Außenhandel vorübergehen konnte, klären. Statt, wie es normalerweise zu geschehen pflegt, eine industrielle Konjunktur herbeizuführen, hat sie sich vorerst auf eine konjunkturelle Beeinflussung des Marktes für Kapitalwerte beschränkt. Die tieferen Gründe dieses höchst eigenartigen Phänomens zu untersuchen, würde über den uns gesteckten Rahmen weit hinausgehen. Vom Standpunkt des Zahlungsbilanzproblems ist es jedenfalls klargestellt, daß und warum der klassische Mechanismus nicht in Funktion treten konnte. Das bringt uns zugleich auf unsere ursprüngliche Fragestellung zurück, auf das Problem des Ausgleichs in der Zahlungsbilanz als Ganzem. In den Jahren

[67] Die Verminderung der Diskonten ist wesentlich eine Folge der verminderten Lagerhaltung.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

1919—1920 war die Situation offenbar die, daß dank der Hausseſtimmung in Amerika und des Warenhungers außerhalb desſelben ein ungeheurer Exportüberſchuß entſtand, der, ſoweit nicht Kompenſation ſtattfand (mittels indirekter Kriegsausgaben, Auswandererremiſſen, Importe uſw.) durch Goldeinfuhr und Kreditausfuhr gedeckt werden mußte. Dieſe abnorme Situation wurde bereits 1921 durch eine neue abgelöſt, die man im Kern als normal anſehen kann. Sie charakteriſiert ſich ſeither dadurch, daß die Zahlungsbilanz von der Ausfuhr langfriſtigen und der Einfuhr kurzfriſtigen Kapitals als den im Saldo größten unelaſtiſchen Poſten beherrſcht wird; ſie ſind unelaſtiſch, weil ſie von anderen Faktoren als der Zahlungsbilanz ſelbſt und ihren Komponenten bedingt ſind. Der Paſſivſaldo der eigentlichen Kapitalausfuhr der Periode konnte nur zum kleinen Teil durch den Aktivſaldo der Handelsbilanz gedeckt werden; der Reſt wurde durch kurzfriſtige Kredite gedeckt, die teils neu gewährt worden ſind, bzw. in der vorübergehenden Verwertung der Anleihenerlöſe ſelbſt beſtanden, teils zur Abdeckung von Warenkrediten dienten, die Amerika in der früheren Periode hergab. Das brachte jedoch keine „Balance" hervor; vielmehr entſtand ein Überſchuß nunmehr aktiver Art (Krediteinfuhr), deſſen Ausgleich durch die etwa 700 Millionen Dollars Goldimporte erfolgte. Mithin iſt die amerikaniſche Zahlungsbilanz keineswegs rein zufällig ausgeglichen, indem ſich die verſchiedenen Poſten juſt aufheben; vielmehr iſt der Ausgleich durch Zuſtrom des gelben Metalls erfolgt. Das Gold mochte in der unmittelbaren Nachkriegsperiode, ähnlich wie während des Krieges ſelbſt, zum Teil noch „Ware" geweſen ſein, deſſen Bewegung damals folglich einen Teil des Güteraustauſches ſelbſt bildete. Die Vorſtellung jedoch, daß ſeit 1921 das Gold künſtlich von den Reſervebanken herangelockt worden ſei (Caſſel), oder daß, wie es ſich B. M. Anderſon gelegentlich zurechtlegte, das Greshamſche Geſetz im Spiele ſei und das gelbe Metall dorthin treibe, wo es den höchſten Preis hat, iſt völlig abwegig[68]. Von derartigen Dingen mochte allenfalls, wie geſagt, unter den anormalen Verhältniſſen der Kriegszeit die Rede geweſen ſein, als z. B. (1916) die Verweigerung der Goldannahme in Schweden zu einem Disagio des Goldes führte. Unter normalen Verhältniſſen und gar

[68] Vgl. Chandler, Federal reserve credit policy and decline of commodity prices („Commerce Monthly", November 1927).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

in einem Lande, dessen Eigenproduktion den industriellen Bedarf an Gold deckt, kann eine Goldzufuhr großen Umfangs lediglich aus der Goldarbitrage herrühren, die ihrerseits eine Funktion der Wechselkurse ist. Diese aber zeigen den Stand der Zahlungsbilanz an, so daß letztlich also die Goldbewegungen, die ja im allgemeinen die kostspieligste internationale Zahlungsart sind, den Ausgleich zwischen allen, jeweils fälligen Schulden und Forderungen des Landes herbeiführen.

Sie haben die Funktion in dem uns interessierenden Zeitabschnitt erfüllt, ohne dabei die Wirkungen auf den Warenhandel herbeizuführen, die sonst zu erwarten sind. Daraus ist eine theoretisch äußerst merkwürdige Situation entstanden, intern, wie nach außen. Intern ist das gleichbedeutend mit einem zunehmenden Anteil der Effekten usw. an dem Gesamtumsatz und am nominellen Gesamtreichtum des Landes. Das braucht uns hier nicht zu beschäftigen. Vom Standpunkt des Außenverkehrs sind die Goldbewegungen normalerweise nur ein kurzfristiges Mittel des Zahlungsbilanzausgleichs, ebenso wie die kurzfristigen Kredite selbst, die man als Devisen- und Effektenarbitrage in dieser Rolle kennt. Langfristig pflegt der Ausgleich durch Umgestaltung der Handelsbilanz und ihres Saldos zu erfolgen. In Amerika ist eine solche Umgestaltung des Güterverkehrs nicht oder nur in sehr beschränktem Umfang zustande gekommen. Von den beiden entscheidenden Posten der Handelsbilanz hat sich der eine Faktor, der Touristenverkehr, dank seiner verhältnismäßigen Unelastizität, durch fortschreitendes Wachstum als eine zusätzliche Quelle der Störung statt des Ausgleichs erwiesen; er bedeutet einen stetig zunehmenden Passivposten, für den ebenso wie für die Kapitalausfuhr der ausgleichende Gegenposten elastischer, sich an die jeweilige Situation anpassender Art gefunden werden muß. Somit blieb der Warenverkehr als entscheidendes Element übrig, um die Situation zu retten, wie das normalerweise in der Tat geschieht. Er versagte jedoch, weil zwar die Kreditexpansion, die bei Goldeinfuhr zu erwarten ist, eintrat, aber sich statt in Warenpreisen in Effekten- und Terrainkursen auswirkte, wodurch die gerade gegenteilige Wirkung entstand: statt eines Ausgleichs der langfristigen Kapitalausfuhr eine Förderung derselben und eine Hemmung der kurzfristigen Einfuhr, — über die gleich noch zu sprechen ist. Förderung der Kapitalausfuhr und Hemmung der Kapitaleinfuhr reichten nicht aus, um einen wesentlichen Aktivsaldo der Forderungs-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

bilanz herbeizuführen; erst im Laufe von 1928 kam diese Wirkung zum vollen Vorschein, also erst nach mehreren Jahren. Somit verblieb den Goldbewegungen statt einer vorübergehenden, eine Art langfristiger Funktion, wie das sonst außer in Goldproduktionsländern, bei denen das Gold einen Hauptausfuhrartikel bedeutet, wohl nie geschehen ist.

VIII.

Vielleicht die interessanteste und wichtigste Lehre dieser Zahlungsbilanz-Erfahrung ist dies: daß selbst ein bedeutender Goldzufluß nicht notwendig — nicht einmal langfristig — durch Preisniveauänderungen den Ausgleich herbeiführt, den die klassische Theorie des internationalen Handels fordert. Das bedeutet aber keineswegs, daß die Theorie versagen würde; die Dinge liegen eben komplizierter und der Ausgleich kommt auf einem anderen Wege, nämlich durch späteren Goldrückfluß infolge steigender Effektenkurse, mithin sinkender Zinssätze zustande. Der Goldzufluß wird also, wenn er sich nicht mit Hilfe des klassischen Mechanismus korrigiert, über kurz oder lang durch Goldabfluß kompensiert. Der Goldverlust der Vereinigten Staaten von über ½ Milliarde Dollars, der zwischen September 1927 und Juni 1928 eintrat, spricht eine deutliche Sprache. Er bedeutet eine nennenswerte Bereicherung unserer theoretischen Kenntnisse vom Zahlungsbilanzmechanismus: die Erkenntnis, daß der Ausgleich eines Passivsaldos und des daraus folgenden Goldzuflusses selbst im „long run" nicht notwendig durch Warenbewegungen, sondern möglicherweise durch konträre Kreditoperationen, die Goldabfluß bewirken, zustande kommt. Eine überaus wichtige Erkenntnis, weil sie zugleich auf die Abhängigkeit deutet, in der die Art und Weise eines Zahlungsbilanz-Ausgleichs von der jeweiligen konjunkturellen Eigenart des betreffenden Landes sich befindet[69]. In einem so auf den Außenhandel angewiesenen Lande wie England wirkt sich die Goldbewegung viel prompter in Preisniveauänderungen aus, als in den weit mehr „kontinentalen" Charakter tragenden Vereinigten Staaten. Hier kommt es offenbar auf die industrielle Konjunktur selbst an; ist diese einer Kreditexpansion günstig, wie das im Kriege der Fall war, so wird die Hausse durch die Goldzufuhr ungeheuer verstärkt und kann selbst

[69] Worauf Angell im Harvard „Quarterly", 1928, S. 410ff., nachdrücklich hingewiesen hat.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

durch starken Goldabfluß (1919) nicht gehemmt werden; ist die Stimmung zurückhaltend, so bewirkt die Goldzufuhr nur mäßige Kreditexpansion, wie es unmittelbar nach 1920 der Fall war; oder, seit 1923, die Kreditvermehrung tritt zwar ein, läßt aber das Preisniveau unberührt und dient nur zur Nahrung spekulativer Tendenzen. Der Ausgleich kommt also in jedem Falle, wie das gar nicht anders denkist, mit Hilfe der Goldbewegungen, aber freilich auf verschiedenen Wegen zustande.

Damit sind die Lehren dieses großartigen Experiments noch keineswegs erschöpft. Aus der obigen Analyse geht zur Genüge hervor, daß wir es jetzt in der amerikanischen Zahlungsbilanz mit einem höchst unklaren Übergangsstadium zu tun haben. Der Goldeinfuhrsaldo von 600—700 Millionen in den Jahren 1922—1927 deutet auf einen bescheidenen Kapitalimportüberschuß hin, da ja die sonstigen wichtigsten Posten der Zahlungsbilanz sich wechselseitig kompensieren müssen. Aber es ließ sich aus der verworrenen Situation nicht entnehmen, ob wir es mit einer bereits ausgesprochenen Tendenz zur Verminderung der Netto-Kapitalausfuhr zu tun haben oder ob das Land gar an der Schwelle des Zustandes angelangt ist, in dem die offensichtlich zunehmenden Zins- und Tilgungszahlungen des Auslandes die Überhand erhalten und die reine Forderungsbilanz in die eines „Rentnerstaates" umkehren. Die Lücken und Unsicherheiten der Statistik selbst, wie der mögliche, oben angedeutete Zusammenhang zwischen kurzfristigem Kapitalimport der letzten Jahre und -export der vorangehenden Hochkonjunktur (1919/20) drängen den zwingenden Schluß auf, daß wir es mit einer Übergangsperiode zu tun haben, für deren Charakterisierung man mit den aktuellen Zahlungbilanzziffern nicht auskommt. Vielleicht erhält man ein besser beleuchtetes Bild, wenn man sich der Kapitalbilanz selbst zuwendet und sich über die Kräfte Klarheit zu verschaffen sucht, die die Gestaltung dieser langfristigen Situation — eigene Anlagen im Auslande und fremde Anlagen in den Vereinigten Staaten einander gegenübergestellt — beherrschen.

Die Vorkriegsanlagen in Amerika wurden (von Paish) auf etwa 6 Milliarden Dollars geschätzt; dem standen damals amerikanische Anlagen von etwa 2,6 Milliarden Dollars gegenüber[70]). Nach dem

[70] Nach H. E. Fisk, The interallied Debts, New York 1924, S. 306f. Vgl. auch D. R. Crissinger, The financial contribution of the Un. States to the rehabilitation of the world since the war, in „Economic World", New York

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Kriege lag das Verhältnis etwa umgekehrt; die fremden Anlagen in Amerika dürften auf etwa ein Viertel zusammengeschmolzen sein (Williams), während die eigenen Anlagen im Auslande etwas gestiegen sind. Seitdem geht das Wachstum beider Posten ununterbrochen weiter, aber in verschiedenem Tempo; die offizelle Schätzung für Ende 1927 beläuft sich auf 3,7 Milliarden für die langfristigen Schulden und auf 11,5—13,5 Milliarden für die Forderungen der Vereinigten Staaten (außer den interallierten Schulden). Das Wachstum betrug im letzten Jahr, nach einer sehr sorgfältigen Rechnung, die alle in Betracht kommenden Momente (Kommissionen, Differenzen zwischen Pariwert und Emissionswert, Erneuerungen, Rückzahlungen usw.) berücksichtigt, für die Schulden etwa eine halbe, für die Forderungen ziemlich genau eine Milliarde. Nun scheint die amtliche amerikanische Statistik bezüglich der Schulden viel mehr Vertrauen zu ihren eigenen Zahlen zu haben als bezüglich der Forderungen, wie das aus der runden Ziffer für die erste und für die riesige Spanne für die zweite hervorgeht[71]. Allen Fehlerquellen zum Trotz läßt sich aber behaupten, daß die amerikanischen Auslandsanlagen rein kommerzieller Art seit Kriegsende um etwa 9 Milliarden gestiegen sind; der stärkste prozentuale Anteil an dieser Steigerung entfällt allerdings auf die ersten Nachkriegsjahre; dann kam 1921 ein Rückschlag, der sich 1923 noch einmal wiederholte; seitdem liegt eine langsame und fortlaufende Steigerung vor, die die Steigerung der um die Auswandererrimessen gekürzten Zinseinnahmen sowohl als auch die der langfristigen Auslandsschulden weit übertrifft.

1922. — W. R. Ingalls, Wealth and income of the american people, York (Pennsylvanien) 1923, 2. Aufl., Kap. III, schätzte die kommerziellen Auslandsanlagen 1916 mit $ 2997, für 1920 mit $ 3993 Millionen ein. — Als zusammenfassende Popularisierung sei hier auch der Aufsatz von R. Angelone, Gli investimenti esteri degli Stati Uniti ... (in Grizziotti, ed., Politica menetaria e finanziaria internazionale, Milano 1927, S. 106ff.) genannt.

[71] Die vorjährige Statistik hat noch schlankweg angenommen, daß Ende 1926 die gesamten fremden Anlagen (kommerzieller Art) sich auf 11,3 Milliarden beliefen; die diesjährige betrachtet das als einen ungefähren und völlig unsicheren Mittelwert zwischen den Grenzen von 10,5 und 12,5 Milliarden. Die Unsicherheit, die neuerdings in die Schätzung hineingekommen ist, rührt von der Verbreiterung in der Erfassung von Rückzahlungen, direkten Investitionen usw. her, die alle früheren Schätzungen (vor 1927) ohne diese methodische Verbreiterung zweifelhaft macht.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Das eigentlich verwirrende Element sind jedoch die kurzfristigen Kredite, die den an sich schon nicht übermäßig großen Passivsaldo der Forderungsbilanz absorbieren; es handelt sich, wie hinlänglich bekannt, um überwiegende Krediteinfuhr dieser Art. Man dürfte schwerlich in der Annahme fehlgehen, daß es in der Hauptsache vorübergehende Momente sind, die diese Einfuhr von Kapital (bezw. verhinderte Ausfuhr desselben: Stehenlassen von Guthaben) bedingen. Auf Steuer- und Kapitalflucht aus Europa ist bereits hingewiesen worden; ebenso auf die Möglichkeit, daß die scheinbare Kreditzufuhr nach 1921 in Wirklichkeit teilweise der Abtragung der vorherigen Kreditausfuhr gedient hat. Von der möglichen Unterschätzung der langfristigen Kapitalausfuhr, die diese kurzfristige Einfuhr ebenfalls in ihrer Höhe beeinflussen mag, war soeben die Rede; die Tatsache, daß die Neubearbeitung der 1926er Zahlungsbilanz im folgenden Jahr die (langfristige) Netto-Kapitalausfuhr um rund 70 Millionen erhöhte, spricht für die Möglichkeit, daß eine solche Unterschätzung auch in den vorigen Jahren stattfand. Aber all das ändert nichts an der grundlegenden Tatsache, daß die zwei inversen Kapitalströme einander gegenüberstanden; was vielen Zahlungsbilanzdeutern Anlaß gab, die Dinge so hinzustellen, als ob die amerikanische langfristige Auslandsfinanzierung aus Mitteln erfolgen würde, die man dem Lande kurzfristig zur Verfügung gestellt hat. Wir wollen uns damit nicht mehr aufhalten; es genügt, festzustellen, daß es sich offenkundig um etwas Vorübergehendes handelt, was durch die besonderen Zeitverhältnisse bedingt war[72]. Es findet eine ganz auffallende amerikanische Parallele in den ähnlich oder noch mehr verworrenen Verhältnissen der Jahre nach 1890 statt. Es war die Krise, die angesichts der Silbergesetzgebung in Washington und durch den Bankrott des Hauses Baring in London ausbrach und nicht nur zum Versiegen der europäischen Kapitalausfuhr nach Amerika, sondern auch zur Rückkehr, das heißt zum Abstoßen amerikanischer Wertpapiere führte. Auch damals hätte der Ausgleich durch vermehrten Export amerikanischer

[72] Übersieht man den temporär bedingten Charakter dieses kurzfristigen Zustroms und begeht man obendrein den Fehler, aus ihm den langfristigen Kreditexport buchstäblich ableiten zu wollen, so kommt man zu einer Unterschätzung der Kapitalexportkapazität Amerikas. So berechnet der Londoner „Economist" (vom 2. Juni 1928, S. 1118f.) nahezu doppelt soviel englische als amerikanische Kapitalausfuhr; dasselbe Mißverständnis liegt der Auffassung der „Frankfurter Zeitung" (a. a. O.) zugrunde.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Waren erfolgen müssen; damals wie heute versagte jedoch zeitweilig dieser Mechanismus. Zunächst wurde dieses Versagen zwar verdeckt durch erhöhte Getreideausfuhr aus Amerika, was aber lediglich an der europäischen Mißernte von 1890/91 lag. Das Wesentliche ist, daß in den Fiskaljahren (die jeweils am 30. Juni enden) 1891—93 eine Goldausfuhr aus den Vereinigten Staaten von je 68, 496 (!) und 88 Millionen Dollars stattfand. Drei Jahre lang waren es mithin Goldbewegungen annähernd ähnlichen Umfangs wie nach dem Weltkrieg, die den Ausgleich bewältigten, ohne daß es zu der üblichen und von der Theorie als normal angesehenen Anpassung der Handelsbilanz an diese Situation gekommen wäre. Aber diese Anpassung kam damals doch rascher als heute; die Verzögerung lag an der Störung des Produktionssystems und der Absatzwege, die durch die Krise hervorgerufen war. Die endgültige Anpassung begann mit der Abnahme des Warenimportes von 866 Millionen im Fiskaljahr 1892/93 auf 655 Millionen im nächsten Jahr; und die der Krise zu verdankende allgemeine Preissenkung wirkte sich in steigendem Exportsaldo aus, der 1896 bereits 300 Millionen überstieg, um von da an weiter in die Höhe zu gehen[73].

Diesmal, nach dem Weltkrieg, ist der normale Ausgleichsprozeß noch viel länger aufgeschoben oder verhindert worden dank der eigenartigen Kapitalströmungen und dank der Tatsache, daß die Goldbewegungen sich in der geschilderten Weise auswirkten. Bei normaler politischen Gestaltung der Dinge wird man aber nunmehr mit der baldigen Rückkehr eines Zustandes zu rechnen haben — wenn er nicht schon erreicht ist! —, bei dem der Saldo des kurzfristigen Verkehrs jeweils lediglich die Spitzenänderungen der internationalen Zinsarbitrage widerspiegelt. Es ist anzunehmen, daß bei normaler weltwirtschaftlicher Entwicklung die kurzfristigen Kredite im Jahresdurchschnitt oder gar im Durchschnitt mehrerer Jahre dieselbe Richtung nehmen werden wie die langfristigen; oder daß sie diese à la longue zum mindesten nicht nennenswert kontrakarieren werden. Der Zustand kann nicht von Dauer sein, daß ein Land, das langfristiges Kapital im größten Umfang, den man bisher je gesehen hat, exportiert und dementsprechend aktive Handelsbilanz besitzt, dabei doch

[73] Vgl. Charles A. Conant, The Principles of Money and Banking, New York 1905, Bd. II, S. 344f; D. R. Dewey, Financial History of the United States, London 1903; O. M. W. Sprague, History of crises under the national banking system (Washington: Senate Document 538).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

(wie es aus der Passivität des Ausgleichpostens, der Goldeinfuhr, hervorgeht) einen Importsaldo der Kapitalbewegungen aufweist; die normale Situation dürfte nach menschlichem Ermessen mit dem Wegfall des kurzfristigen Kreditüberschusses beginnen.

Ist aber dieser Normalzustand einmal erreicht, fällt der Einfuhrüberschuß kurzfristiger Kredite — in Effekten- oder anderer Form — fort, so wird der Ausfuhrsaldo langfristiger Kredite im vollen, oben (S. 246 f.) dargelegten Umfang sichtbar und wirksam. Die Handelsbilanz wird sich dann dieser Sachlage anzupassen haben. Auf die Dauer würde das durch Preissenkung oder durch Zurückbleiben der amerikanischen Preissteigerung hinter den Preisen der übrigen Welt (falls diese steigen) zustande kommen. Freilich, um Zukunftsfragen „ernsthaft" diskutieren zu können, müssen wir voraussetzen, daß im „long run" solche Faktoren der Kapitalwanderung wie steuerliche oder valutarische „Flucht", ferner die Bildung neuer Reserven zugunsten der Goldkernwährungsländer usw., keine wesentliche Rolle mehr spielen werden. Selbst dann kommt es aber auch nicht einfach auf Zinsfußunterschiede an; eine Reihe von anderen, scheinbaren oder wirklichen Faktoren sind noch zu berücksichtigen, die die Größe und Richtung der Kapitalwanderungen beeinflussen mögen.

Es ist bereits wiederholt darauf hingewiesen worden, daß die reguläre Kapitalausfuhr eines kreditgebenden Landes normalerweise keine Funktion anderer Zahlungsbilanzelemente desselben ist. Ausnahmsweise kann das freilich der Fall sein; dann muß aber der Zusammenhang nachweislich so liegen, wie das in der amerikanischen Kriegskonjunktur zutraf, daß Auslandskredite zu dem Zweck gewährt werden, um bereits getätigte oder unmittelbar bevorstehende Käufe des Auslands beim Kreditgeber selbst zu begleichen. Sonst ist der Zusammenhang der umgekehrte: Kapitalausfuhr bewirkt durch Verschlechterung der Wechselkurse und Goldabgaben des Kreditgebers, sowie auch unter Umständen durch direkte Verminderung seiner inländischen Kaufkraftsumme eine Senkung des dortigen Exportpreisniveaus, Steigerung der Ausfuhr und Ausgleich der Bilanzstörung auf diesem Wege[74].

[74] Über diesen Mechanismus besteht heute wissenschaftlich — nachdem selbst die radikalsten Gegner, wie Nogaro und Anstaux, zu Konzessionen bereit sind — volle Einigkeit; strittig ist allenfalls die Frage, ob und wieweit zum Ingangsetzen desselben es der Goldbewegung bedarf, ob nicht vielmehr die interne Kaufkraft-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

In der entgegengesetzten Theorie jedoch, nach der es der Saldo des „natürlichen" Güterverkehrs wäre, der dem Ausland als Kredit gewährt werden könnte, steckt etwas für den „gesunden Menschenverstand" des theoretisch Ungeschulten ungemein Faszinierendes; vollends zur dogmatischen Wahrheit wird sie freilich von dem theoretisch Halbgebildeten erhoben. Dieser erinnert sich daran, daß er in der klassischen Lehre vom internationalen Handel etwas über komparative Kosten gehört hat; und ohne weiteres ergibt sich der Reim, daß die Handelsbilanz letzten Endes durch die komparativen Kosten bestimmt sei und folglich nicht die bewegliche, anpassungsfähige Größe darstellen könne, die die „ricardianische" Theorie von ihr verlange. So wird immer wieder Ricardo gegen Ricardo ausgespielt: unnötig zu sagen, daß das Mißverständnis beim Kommentator liegt. Komparative Kosten sind in Wirklichkeit Preisgrößen und nichts anderes; alle Faktoren, die die Güterpreise beeinflussen, beeinflussen mithin auch die jeweiligen Angebotspreise diesseits und jenseits der Landesgrenzen. Die Herrschaft der komparativen Kosten versteht sich übrigens in der Theorie unter der Klausel „ceteris paribus", das heißt unter der Voraussetzung, daß alle anderen Zahlungsbilanzposten, nämlich insbesondere Kapitalbewegungen entweder nicht existieren oder sich untereinander ausgleichen. Freilich liegt ein richtiger Kern auch dieser falschen Theorie insofern zugrunde, als sie mehr instinktiv denn bewußt davon ausgeht, daß das Gros des internationalen Güteraustausches unabhängig von Kapitalbewegungen stattfindet und diese nur Spitzenbeträge betreffen. Wir brauchen jedoch auf die schwierige Frage, was letzten Endes den Gesamtumfang des Außenhandels eines Landes bestimmt, nicht näher eingehen[75]. Gewiß ist es wichtig, zu wissen, daß

verminderung allein schon in der Richtung wirken könnte. In aller Regel pflegt jedoch bei Kapitalausfuhr die etwa entstehende Lücke des inneren Geldmarktes durch neue Bankkredite ohne weiteres ausgefüllt zu werden, — es sei denn, daß die Goldausfuhr die Banken zwingt, Rücksicht auf die verminderten Reserven zu nehmen. Diese letzte Erwägung scheint Bertil Ohlin völlig entgangen zu sein, als er seine Theorie von der „Aufbringung" einer Auslandsschuld als zureichenden Grund für die „Transferierung" derselben aufstellte („The Reparations Problem", in dem von den Svenska Handelsbanken herausgegebenen „Index", Nr. 28, April 1928).

[75] Vgl. dazu H. Feis, What determines the volume of a country's international trade (in: „American Economic Review", Dezember 1922); ferner auch A. Graziani, Movimento internazionale di capitali e di prodotti (1911); C. E. Griffin, Principles of Foreign Trade, New York 1924, S. 43ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

er ein gewisses Maß „unelastischer" Elemente enthält; die Nachfrage des Auslandes nach unseren Produkten, wie unsere Nachfrage nach ausländischen Produkten ist zu einem Teil unelastisch, was z. B. für die Frage der Wirkungen von Zöllen große Bedeutung hat. Im Falle der Vereinigten Staaten steht der unelastische Teil des Warenhandels hauptsächlich auf der Importseite und in den Rohstoffen, die aber im ganzen kaum zwei Fünftel der Gesamteinfuhr (1927) ausmachen; in Wirklichkeit dürfen auch nicht alle Rohstoffeinfuhren dazu gerechnet werden[76], da es sich zum großen Teil nur um qualitativ bessere bzw. billigere oder um solche Rohstoffe handelt, die bei gegebenen Preisverhältnissen zur „Veredlung", das heißt zwecks besserer Ausnutzung vorhandener Anlagen (Erzverhüttung!) und zum Wiederexport eingeführt werden. Auf der Exportseite sind es wiederum die Rohstoffe, nach denen die internationale Nachfrage verhältnismäßig beschränkte Elastizität besitzt; aber hier ist die Stellung Amerikas angesichts der Konkurrenz anderer Baumwoll-, Getreide- und Petroleumproduktionsländer usw. noch weniger günstig wie die seiner eigenen Lieferanten. Für den Ausgleich der Zahlungsbilanz ist das aber alles ziemlich irrelevant; denn dafür kommt es auf den Saldo an, nach Größe und Vorzeichen; und nach beiden Richtungen ist dieser ein Spitzenbetrag, der sich aus der Anpassung der elastischen Handelsbilanzbestandteile an die jeweilige Richtung und Größe der Kapitalwanderungen ergibt.

Zweifellos hat sich die komparative Stellung der Vereinigten Staaten im Außenhandel — dank des ungeheuren technischen Fortschritts — wesentlich verbessert. Das bedeutet jedoch nur, daß bei gleichbleibender wechselseitigen Nachfrage (Amerikas nach fremden und des Auslandes nach amerikanischen Gütern) die „realen" (Pigou) oder „naturalen" (Taußig) Austauschbedingungen entsprechend günstiger wurden; „ceteris paribus" könnte Amerika mit weniger Opfern mehr, bzw. begehrtere fremde Waren kaufen. Das Volumen des Außenhandels brauchte sich aber dabei gar nicht zu ändern, weder physisch, noch vor allem dem Geldwerte nach. Vollends pflegt die Voraussetzung gleichbleibender Nachfrage nicht zuzutreffen; ihre Änderungen sind vielmehr der wichtigste Bestimmungsgrund des Strömungswechsels im

[76] Die wichtigsten in den Vereinigten Staaten selbst völlig oder wesentlich fehlenden Rohstoffe sind: Rohgummi, Seide, Nickel, Zinn, Mangan, Bananen, Reis, Quecksilber, Jute, Platin, Gold, Vanadium, Kali.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Außenhandel. Unnötig zu sagen, daß Zölle und ähnliche Eingriffe in diesem Zusammenhang erst recht nur bescheidene Bedeutung haben; für sie gilt, wie für alle Kostenfaktoren, daß ihr Einfluß auf den Außenhandel nicht so sehr die absoluten Mengen betrifft, als vielmehr in der Rückwirkung auf die relative Stellung der Länder im wechselseitigen „bargaining" besteht. In der Tat fällt gerade in das Jahr 1922, mit dem wir die „Gegenwart" begonnen haben, das Einsetzen des Fordeney-Tarifes mit durchschnittlicher Verdoppelung der Sätze: was offenbar nicht verhindern konnte, daß die Importe jedenfalls ebenso weiter stiegen wie die Exporte und der reine Ausfuhrsaldo zum mindesten aufhörte, zu steigen.

Es soll freilich nicht vergessen werden, daß in einem, wenn auch verhältnismäßig untergeordnetem Punkte direkte Abhängigkeit der Kapitalwanderungen von der internationalen Gestaltung der komparativen Kostenunterschiede besteht. Die fortschreitende Erweiterung der Produktionskapazität namentlich von Betrieben der Halbfabrikatenindustrie bietet einen solchen Fall. Sie hat zur Folge, daß die betreffende Industrie naturgemäß um Ausdehnung ihrer Rohstoffbasis bemüht sein wird; zumal wenn es sich um einen Rohstoff mit verhältnismäßig beschränktem Vorkommen handelt. Das heutige Amerika mit seinen reichen Mineralschätzen hat dazu allerdings weniger Anlaß als etwa europäische Industrieländer. Immerhin dürfte es zum Teil von hier aus zu erklären sein, wenn z. B. die Kupferverhüttungswerke so starkes Interesse an ausländischen Bergwerken zeigen; ähnlich dem Interesse der Petroleumraffinerien an fremden Rohöl und etwa der Fordbetriebe an brasilianischen Kautschukplantagen. So kontrolliert die Anaconda-Gesellschaft die Chile Copper Co. und die Andes Copper Co., beide in Chile; die Kennecott-Werke haben auch in Chile ihre Kupferbesitztümer (Braden); „Phelps Dodge" und „American Smelting" bauen Kupfer in Mexiko ab; das größte peruanische Werk (Cerro de Pasco) ist ebenfalls in nordamerikanischen Händen[77]. In dasselbe Kapitel der vertikalen Konzentration gehört auch die Erwerbung von Konzessionen in Liberia, um für die Reifenfabriken Gummiplantagen zu errichten; die Firestone Co. hat 1924 die In-

[77] Vgl. F. E. Richter, The copper industry, in Warshow (ed.), Representative industries in the United States, New York 1928, S. 245.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

bestierung von 100 Millionen Dollars in einem solchen Unternehmen angekündigt[78].

Ein anderes Moment, das Kapitalausfuhr von der „Warenseite" her bewirken könnte, wäre die monopolistische Ausdehnungstendenz in dem einen oder anderen Produktionszweig. Man könnte sich denken, daß ein Monopolkonzern bestrebt sein würde, sich Konkurrenzunternehmen im Auslande anzugliedern, um das internationale Angebot besser regulieren zu können. Aber man dürfte in Verlegenheit geraten, wenn man konkrete Beispiele, zumal nicht nur ganz vorübergehender Art anführen soll. Im übrigen aber sind direkte Investitionen, ebenso wie Effektenkäufe, im allgemeinen unabhängig von Warenbewegungen oder von Faktoren, die diese bestimmen; sie sind an Unterschieden des Zinsfußes resp. der Rentabilität der Anlagen orientiert. Bei direkten Investitionen kommt es freilich weniger auf den allgemeinen („landesüblichen") Zinsfuß eines Landes verglichen mit dem eines anderen, als vielmehr auf die spezifische Rentabilität der betreffenden Branche diesseits und jenseits der Grenze an; handelt es sich doch vielfach um Kapitalausfuhr, die gleichzeitige Hergabe von Unternehmertätigkeit und Übernahme von Unternehmungsrisiken spezifischer Art involviert.

Ferner ist die Größe der Kapitalausfuhr im wesentlichen unabhängig von staatlichen oder sonstwie „planmäßigen" Interventionen, die allenfalls die Richtung derselben und diese auch nur beschränkt beeinflussen. An sich fehlt es zwar an Interventionen dieser Sorte im Nachkriegsamerika keineswegs. Die Dawesanleihe sowohl als auch die Bereitstellung von privaten (Morgan- und Notenbank-)Krediten für die englische Währungsreform und die polnische Sanierungsanleihe usw. sind direkt oder indirekt durch amtliche Sanktion gefördert worden. Wie überhaupt aus interalliierten, Reparationsschulden und ähnlichen Beziehungen starke Anregungen für neue Kreditgewährungen erwachsen; sie spielen heute eine etwas ähnliche Rolle in der Befruchtung der Kapitalwanderungen, wie es früher die verschiedenen Ententen und Allianzen taten. Aber es ist wohl kaum anzunehmen, daß der Umfang der Kredithergabe dadurch größer geworden sei als er sonst wäre; es kann sich im wesentlichen nur um

[78] Vgl. R. W. Bunn, American foreign investments, New York 1926, S. 171. Das Buch ist eine Sammlung außerordentlich reichen, aber völlig unorganisierten Materials.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Veränderungen in der Richtung, in der sie gingen, handeln. Nicht ganz so einfach liegen die Dinge bezüglich der verschiedenen, teils schüchternen, teils recht handgreiflichen Eingriffe des State Department in die Auslandsgeschäfte der Banken. Das berühmte Zirkular vom 3. März 1922, das den Banken nahelegte, vor der Emission fremder Anleihen sich mit der Regierung zu verständigen, hat bekanntlich großes Aufsehen erregt[79]. In Wirklichkeit ist damit nur eine Praxis eingeführt worden, die weniger offiziell anderweitig auch üblich war; so selbst in England[80], ganz zu schweigen von Frankreich und Deutschland. Sie bedeutet keineswegs eine formelle Genehmigung von Auslandsemissionen; trotzdem mag sie natürlich in dem Sinne gewirkt haben, wie das von Kritikern gedeutet worden ist, den Bankier in einem gewissen, sachlich nicht berechtigten Gefühl der Sicherheit zu wiegen. Zur Ablehnung von Anleihen ist es nur in drei Fällen gekommen, in denen entweder angebliche Monopollieferanten Amerikas (deutsches Kali und brasilianischer Kaffee) oder das zur Ratifizierung des Kriegsschuldenabkommens unlustige Frankreich nicht zugelassen wurden. Mit dem Erfolg, daß die Anleihen auf den Londoner Markt kamen und von dort aus an Amerika zum Teil weiter verkauft wurden. Die Wirkung ist also eine höchst beschränkte, praktisch bis heute kaum nennenswerte; und selbst dieses bescheidene Ratgeben — von einem Zwang kann gar keine Rede sein — ist der Regierung äußerst verübelt worden[81]. Vollends hat die gelegentliche, rein politisch zu erklärende Anwandlung des Präsidenten Coolidge, der im Herbst 1927 mit der Andeutung einer wirklichen Kontrolle der Auslandsemissionen drohte, von den Beteiligten entschiedenste Abfuhr erfahren[82]; auf die Worte sind auch keinerlei Taten gefolgt. Diese Art Intervention kann also vom Standpunkt des Kapitalexportes als belanglos angesehen werden.

Nicht so einfach liegen die Dinge bezüglich der an Lateinamerika, Ostasien und ähnliche, „rückständige" Gebiete gewährten Kredite. Die

[79] Vgl. J. F. Dulles, Our foreign loan policy, „Foreign Affairs", Okt. 1926, S. 33ff.; J. Diner, Political aspects of international finance, „The Journal of Business of the University of Chicago", April 1928, S. 169ff.

[80] Vgl. C. K. Hobson, op. cit., S. XXIVf.

[81] Vgl. den Wutausbruch eines „Praktikers": O. K. Davis in den „Proceedings of the Academy of Political Science", Jan. 1928, S. 13ff.

[82] Vgl. die Stellungnahme des „Commercial and Financial Chronicle" vom 22. Okt. 1927, S. 2193. („Government Approval of Foreign Loans — President Coolidge's New Doctrine.")

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Umwandlung der Monroe-Doktrin aus einem defensiven in ein agressives, imperialistisches Argument ist ebenso allgemein bekannt, wie die Rooseveltsche Theorie von der „big stick"- oder der „moralischen Mandat" — Rolle der Vereinigten Staaten im Karibischen — und darüber hinaus[83]. Auch die so reizvoll mannigfaltigen Zusammenhänge zwischen haute finance und Diplomatie können und brauchen hier nicht erörtert zu werden; zweifellos sind die Kapitalanlagen und ihr Schutz vielfach ein Mittel im Dienste einer offenkundig expansiven auswärtigen Politik gewesen, wenn man auch schwerlich von einer einheitlichen Linie der amerikanischen Regierungspraxis sprechen kann[84]. Wie dem auch sei: welchen quantitativen Einfluß mag das auf die Kapitalwanderungen ausgeübt haben? Das reich fließende historische Material ist unter diesem Gesichtspunkt noch nicht voll ausgewertet worden. Zweifellos hat das State Department in einzelnen Fällen fremde Emissionen verhindert; es genügt ja heute, daß Washington einer zentralamerikanischen Regierung (wie derjenigen von Obregon in Mexiko, als diese frühere Anleihen nicht verzinsen wollte) die Anerkennung verweigert, um jede Kreditaufnahme zu verhindern[85]. Solche negativen Beispiele mögen recht zahlreich sein; wichtiger ist die Frage, wie weit das Versprechen des Präsidenten Taft, daß „intervention" neben der Gerechtigkeit auch dazu dienen soll, „to secure for our merchants and capitalists opportunity for profitable investments"[86], praktische Bedeutung besitzt. Ohne auf Einzelheiten einzu-

[83] Vgl. als vorsichtig-kritische Verteidigung dieser Argumente: J. G. Dealey, Foreign policies of the United States, Boston 1926, S. 207ff., 228ff., 327ff. (mit Literaturangaben). Zur Kritik (allgemein): L. Guilaine, L'Amérique latine et l'impérialisme américain, Paris 1928; D. M. Thomas, Foreign investments and the attitude of the state department (in „Southwestern Political and Social Science Quarterly", Austin, Sept. 1926, S. 101ff.); H. C. Hill, Roosevelt and the Carribeau, Chikago 1927; Art. von S. G. Inman, H. Shipstead u. a. in „Current History", Sept. 1927, S. 875ff., 882ff.

[84] Dazu zusammenfassend: D. Y. Thomas, One hundred years of the Monroe Doctrin, New York 1923; S. Nearing und Y. Freemann, Dollar Diplomacy, New York 1926 (auch deutsch erschienen; nicht ganz zuverlässig); P. T. Moon, Imperialism and world politics, New York 1926, Kap. XIV—XVI; J. A. H. Hopkins und M. Alexander, Machine-gun diplomcay, 1928. — Wichtiger ist die Spezialliteratur über einzelne Länder, die dieser Politik als Objekte gedient haben.

[85] Vgl. W. E. Walling, The mexican question, New York 1927.

[86] Zitiert bei A. Viallate, L'impérialisme économique, Paris 1923.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

gehen, sollen hier einige typische Wege aufgezählt werden, auf denen die staatliche Intervention die Kapitalausfuhr fördert. Sie besorgt das (erstens) indirekt, indem sie in tropischen Ländern, die häufig die elementarsten „Segnungen" unserer Zivilisation: Polizei, Hygiene, Straßen und Verkehrsinstrumente usw., entbehren, diese Grundlagen kapitalistischer Expansion schafft oder erzwingt[87]. Zu diesem Kapitel ist auch die lange Reihe von Okkupationen, Unterdrückung von Revolutionen, „Pazifizierungen", Übernahme von Währungs-, Finanz-, Zoll- usw. Verwaltungen zu rechnen. Zweitens sucht sie für Kapitalanlagen den Weg durch Beteiligung am internationalen „Kampf um Konzessionen" zu ebnen, was freilich nur relativ selten vorkommen kann. Dazu gehört der diplomatische Druck, um der Standard Oil-Gruppe und anderen Ölgesellschaften einen Anteil an der Turkish Petroleum Co. zu sichern, — als man noch im Zeichen der Rohstoff- und insbesondere der Petroleumknappheit stand[88]. Dazu vor allem die seinerzeitigen später von Wilson zum Teil desavouierten Methoden des Taft-Regimes, in China Konzessionen zu erkämpfen. Drittens war es die amerikanische Regierung selbst, die wiederholt die Banken zur Bereitstellung von Krediten veranlaßte. So vor allem im Zusammenhang mit Konzessionen in China; so hat ferner Staatssekretär Knox 1910 erst die Zulassung zu dem ursprünglich rein europäischen Bankensyndikat, das die Nationalbank von Haiti gründete, diplomatisch erkämpft, um dannn die amerikanischen Banken (National City Bank) zur Beteiligung zu veranlassen[89]. Derselbe Staatssekretär hat auch allen Druck auf die interessierten Banken ausgeübt, um Nicaragua seiner Zeit die Anleihe von $ 1,5 Millionen (später erhöht auf $ 2,153 Millionen) zu gewähren, zu deren Rückzahlung (1916) die

[87] Das geschieht zum Teil übrigens von den beteiligten Unternehmungen selbst; die American Fruit Co. z. B. hat an verschiedenen Stellen Hafenanlagen, sanitäre und ähnliche Einrichtungen herstellen müssen. Vgl. H. Feis, The export of American capital, in „Foreign Affairs", 1925, S. 675ff.

[88] Vgl. M. Earle, The Turkish Petroleum Company (in „Political Science Quarterly", 1924, S. 265ff.); L. Martin, The Chester Concession (in „Annals of the American Academy of Political and Social Science", Jan. 1924); A. Mohr, The oil war, London 1926.

[89] Nach der ausgezeichneten Darstellung von Paul H. Douglas, The American occupation of Haiti (Sonderabdruck aus „Political Science Quarterly", Juni und Sept. 1927, S. 6f.). Vgl. auch Ch. E. Chapman, The development of the intervention in Haiti, in „Hispanic American Historical Review", 1927, S. 299ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Kanalkonzession für 3 Millionen an die Vereinigten Staaten verkauft werden mußte[90]. Ähnlich wurde im Sommer 1922 Cuba durch die Drohung mit einer „serious situation" gezwungen, seine Finanzen zu reorganisieren und zu diesem Zweck eine 50 Millionen Dollaranleihe aufzunehmen, — natürlich in Neuyork (bei J. P. Morgan)[91]. — Viertens wird die innere Gesetzgebung der fraglichen Länder unter „Kontrolle" gestellt, mit der Tendenz, insbesondere die Enteignung oder Ergreifung des Bodens für amerikanische Kapitalisten zu ermöglichen. So ist Porto Rico nicht nur politisch, sondern auch wirtschaftlich zur restlosen Kolonie geworden; in derselben Richtung scheint die Taktik der amerikanischen Okkupationsbehörde in Haiti zu gehen[92]. M. M. Knight hat es an dem Fall von Santo-Domingo eingehend gezeigt, welche entscheidende Bedeutung der Bodenbesitzfrage in den fraglichen Gebieten zukommt[93].

Wichtiger als all dies ist freilich (fünftens) die Tatsache, daß das Eingreifen der amerikanischen Regierung zum „Schutz" von Kapitalanlagen ihrer Bürger, namentlich säumigen Schuldnerstaaten gegenüber, als eine wesentliche Verminderung des Kreditrisikos wirkt. Das Beispiel Boliviens zeigt deutlich, daß es dabei gar nicht notwendig auf formelle Zwangsmaßnahmen ankommt; das Prestige und einige diplomatische „Winke" genügen unter Umständen, um ein ganzes Land, wenn es seinen ausländischen Zinsschulden nicht nachkommen kann, mit Haut und Haar, das heißt mit seinem ganzen Finanzapparat, den Gläubigerbanken auszuliefern[94]. Auch in Mexiko ist nunmehr die Reform der Eigentumsverhältnisse am Boden und an Naturschätzen im Sinne der dortigen Verfassung von 1917 durch die „diplomatische Kunst" des Gesandten (und Bankiers) Morrow erfolgreich verhindert worden; voran ging freilich eine jahrelange Spannung, die mehrfach den Krieg heraufzubeschwören drohte. In einer Anzahl von anderen Fällen ist die Schuldeintreibung mit Marinetruppen erfolgt.

---

[90] Vgl. Thomas a. a. O. S. 281ff.; H. H. Stimson, American policy in Nicaragua, New York 1927; R. de Bogales, The looting of Nicaragua, New York 1928.

[91] Vgl. L. H. Jenks, Our Cuban Colony, New York 1928, S. 260ff.

[92] Vgl. „The New Republic" (New York) vom 25. April 1928, S. 281f.

[93] M. M. Knight, The Americans in Santo Domingo, New York 1928, S. 134ff.

[94] Vgl. M. A. Marsh, The bankers in Bolivia, New York 1928.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Immer muß die Wirkung eine Ermäßigung oder Ausschaltung des Risikos für den Kreditgeber sein, — was ihn zumeist nicht hindert, dem Schuldner die „Risikoprämie" im vollen Umfang aufzubürden. Daß der Anreiz zum Kapitalexport erhöht wird, versteht sich, gleichgültig ob das Eingreifen bewußt zu diesem Zweck erfolgt ist oder nicht. Aber wesentlich kann dieser Faktor nicht sein; er kann doch nur den ganzen und halben Kolonialländern gegenüber eine Rolle spielen. Vom Kapitalexport Amerikas entfallen seit 1921 jedoch nur etwa 20% auf solche „schwache" Länder: Westindien, Zentralamerika, die nördlichen und nordwestlichen Staaten Südamerikas; und davon ist wiederum nur ein Teil Staatskredit im eigentlichen Sinne, dem der „Schutz" in der eben geschilderten Weise primär zugute kommt.

Also kann die hohe Politik, wie nicht anders zu erwarten war, nur als ein ganz untergeordneter Faktor in der Lenkung des Kapitalstromes angesehen werden. Mit dieser politischen „Lenkung" hängt es engstens zusammen — und weit weniger mit der (angeblich) unzureichenden Erfahrung der amerikanischen Banken in solchen Dingen —, wenn leichtsinnige „Republiken" durch ihre Zinsverpflichtungen in die Bahn immer wachsender Verschuldung gedrängt werden. Das Gros der Zinszahlungen auf süd- und mittelamerikanische Staatsschulden erfolgt jetzt mit Hilfe neuer Kredite des scheinbar so freigebigen Onkel Sam. Kein Wunder, daß der an saubere Traditionen gewöhnte Londoner Geldmarkt es „bewildering" findet, wenn die seit 1873(!) notorisch zahlungsfähige Republik Honduras, die sich zur Begleichung ihrer (1924) auf 24,18 Millionen £ aufgelaufenen Zinslast von 1926 an mit 1,1 Millionen £, zahlbar in dreißig Jahresraten, gütigst bereitfindet, im selben Jahr schon einen neuen amerikanischen Kredit von 0,5 Millionen $ erhält[95]. So lange und häufig sich derartiges auch wiederholen mag: man wird in dem Kreditbedarf säumiger Schuldner wiederum schwerlich mehr als einen ganz nebensächlichen Bestimmungsgrund für die Größe der Kapitalausfuhr erblicken können. Ebensowenig wie in anderen irrationellen Faktoren: in „Stimmungen" und ähnlichen, unberechenbaren Elementen eines jeden Kapitalmarktes. Wie jeder Markt, so ist auch dieser allen Launen des Konsumenten ausgeliefert; aber die Launen und Modeneigungen des anlagesuchenden Kapitalisten — dessen Abhängigkeit von der beratenden Bank zur Genüge bekannt ist — sind allenfalls wichtig für

[95] Laut „Statist" (London) vom 18. Febr. 1928, S. 259 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

die zeitliche, saisonmäßige Verteilung der Auslandsanlagen und für die Auswahl unter denselben. Die entscheidende Frage: die Frage nach Verteilung der Ersparnisse einer Volkswirtschaft zwischen in- und ausländischen Investitionen wird letzlich durch recht nüchterne kommerzielle Erwägungen über Ertrag und Risiko der Anlage gelöst.

IX.

Der Ausgangspunkt jeder Betrachtung über die Faktoren, die das Volumen des Kapitalexportes letzlich bestimmen, muß der Umfang der Ersparnisse sein. Die jährliche Kapitalbildung in den Vereinigten Staaten wird jetzt auf etwa zwölf Milliarden Dollar geschätzt: ein Betrag, im Vergleich zu dem die Ziffer von einer Milliarde für (langfristige) Netto-Kapitalausfuhr als reichlich bescheiden erscheint. Höchstens 7 bis 8 % der Neuersparnisse werden also exportiert; für England rechnet man dagegen mit 25 bis 30 %[97]. Darüber gleich; was zunächst die Höhe der Ersparnisse anbelangt, so ist sie das sichtbare Produkt der „prosperity", die sich seit 1921 über das Land ergießt. Und zwar im doppelten Sinne. Einmal liegt eine Steigerung des Volkseinkommens zugrunde; seine Zunahme von 30—40 auf jährlich nominell schätzungsweise 80 Milliarden oder mehr (seit 1914) ist statistisch nicht einmal so beweiskräftig als die Produktivitätssteigerung: im Durchschnitt aller Industrien seit 1920 um nahezu 50 %. Pro Kopf der beschäftigten Arbeiter oder gar pro Arbeitsstunde ist die Steigerung nicht geringer: sie beträgt für alle Produktion (einschl. Landwirtschaft) von 1918/20 bis 1924/26 29 %, für Industrie allein 40,5 % pro Kopf der beschäftigten Arbeiter, nach der Berechnung von Durand und Day[98]. Zum zweiten geht damit Hand in Hand die gesteigerte Weiterbildung des Effektenkapitalismus, die un-

[97] Vgl. „Economist" vom 10. Okt. 1925, S. 565f. — K. Zweig, Strukturwandlungen des englischen Kapitalexportes („Weltwirtschaftl. Archiv", 1928, S. 244ff.) geht auf diese Frage nicht ein.

[98] Vgl. zur Methodik der Produktivitätsberechnung: E. Clague, in „Monthly Review of labor statistics", allmonatlich (seit Juli 1926); E. E. Day, An index of the physical volume of production, in „Review of economic statistics", Sept. 1920 und Jan. 1921; Woodlief Thomas, The economic significance of the increased efficiency of American industry, in „American Economic Review", März 1928, S. 123ff.; A. M. Matthews, The physical volume of production, in „Review of economic statistics", 1925, S. 215ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

geheure Verbreiterung der Kapitalanlage in Wertpapierform; die intensive Propaganda der Kriegszeit für Liberty-bonds hat wesentlich dazu beigetragen, diese Form des Sparens zu popularisieren. Die Emissionsstatistik zeigt eine jährliche Neuemission von 6—8 Milliarden netto (nach Abzug der Erneuerungen usw.); rein zahlenmäßig stellt Amerika heute den größten Emissionsmarkt der Welt dar.

Die ungeheure Tragweite dieser Produktivitätssteigerung tritt erst ins helle Licht, wenn man vor Augen hält, daß ihr in den Jahren 1919/20 eine kleine Produktivitätssenkung voranging, und daß die Steigerung des Ertrags in dem Vierteljahrhundert vorher halb soviel betrug, als in den sechs oder sieben Jahren seither. Wer haben es also mit einer ganz außerordentlichen Intensivierung der industriellen Produktion zu tun, die sich übrigens in geringerem Maße auch auf das Verkehrswesen, sowie auf die Handels- und Bankorganisation des Landes erstreckt. Für die uns interessierende Periode geht mit der Ertragssteigerung eine Abnahme der in der Industrie beschäftigten Arbeiter und allgemeine Kürzung der Arbeitszeit parallel; ja, auch wenn man das Bevölkerungwachstum selbst zum Vergleich heranzieht, kann eine wesentlich stärkere Zunahme des Ertrages als die der Menschenzahl festgestellt werden. Die Folgen sind steigende Reallöhne; während z. B. zwischen 1914 und 1923 die Zahl der beschäftigten Arbeiter um 28,6% stieg, nahm die ausgezahlte Lohnsumme um (nominell) 174,5% zu[99]; nach einer Berechnung des National Bureau of Economic Research[100] ist pro Kopf der Erwerbstätigen eine (über Großhandelsindex umgerechnete) Einkommenssteigerung von 828 Dollar im Jahre 1914 auf 1186 Dollar 1926 erfolgt. Nach Douglas beträgt die durchschnittliche Steigerung der Reallöhne seit Kriegsende rund 25%. — Die andere Seite der Medaille ist freilich, daß die Kapitalbildung drüben noch rascher oder mindestens ebenso rasch fortschritt, wie die Produktivitätssteigerung selbst. Offenbar wird nicht nur in demselben Ausmaß wie früher, sondern in prozentual stärkerem Ausmaß gespart; man rechnet dort mit einer jährlichen Steigerungsquote von 5%. Der Erfolg ist, daß die marginale Kapitaleinheit sinkenden Ertrag aufweist und der Zinsfuß dementsprechend gesunken ist

[99] Vgl. R. G. Tugwell, Industry's Coming of Age, New York 1927, 1. Kapitel; P. H. Douglas, The movement of real wages and its economic significance („American economic Review", März 1926).

[100] „News Bulletin" vom 21. Februar 1927.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

bzw. niedrig steht. Steigende Reallöhne und sinkende Realverzinsung sind das Kennzeichen dieser Periode[101].

Damit sind wir am entscheidenden Punkt angelangt. Während die Grenzproduktivität des Kapitals in den Vereinigten Staaten fortlaufend sank, ist sie in Europa und anderweitig zeitweilig — unmittelbar nach dem großen Krieg — gestiegen; und die seitherige Senkung derselben praktisch in der ganzen Welt kann noch lange keinen Ausgleich herbeigeführt haben. Daraus ergibt sich das Zinsgefälle langfristiger Art, das die Kapitalbewegungen letzten Endes bestimmt. Freilich nur in dem Sinne, daß die Richtung gezeigt ist, in der sie stattzufinden haben. Der Umfang jedoch, in dem sie faktisch stattfinden, hängt dann noch von Umständen ab, die mit der einfachen Tatsache des Zinsgefälles keineswegs erklärt sind, — obwohl das nur zu häufig geschieht.

Zunächst kommt es auf die Größe der Zinsspanne an, wie sich das von selbst versteht; eine Mindestdifferenz ist erforderlich, um die Kosten und Hemmungen der Kapitalbewegung zu überwinden. Obwohl über diese Spanne a priori nichts quantitativ Bestimmtes gesagt werden kann, so steht doch fest, daß sie nach aller Erfahrung mehr als 1% betragen muß, um in großem Umfang wirksam zu sein; in kleinerem Umfang genügen allerdings auch recht minimale Zinsunterschiede. Und 1—2% genügen jedenfalls, um dauernd die Richtung der Bewegung vorzuschreiben; eine Differenz, die in dieser Höhe sehr leicht lange Jahre, wenn nicht Jahrzehnte hindurch bestehen kann. Vor allem ist es aber wichtig, daß zwei mal zwei auch in den Kapitalwanderungen nicht immer vier sind: ihr Volumen richtet sich nicht einfach nach der Höhe der Zinsspanne. Vielmehr dürfte sich die Sache so verhalten, daß bei anfänglicher Steigerung dieser Differenz zwischen in- und ausländischem Zinssatz die Kurve des für Auslandsanlagen angebotenen Kapitals steil in die Höhe geht; bei weiterem Fortschreiten tritt eine Verflachung der Kurve ein, um über einen gewissen Punkt, das heißt über eine Spanne hinaus, die im Normalfall mit 3—5 gekennzeichnet ist, beträchtlich zu verflachen und bei weiterem Steigen der Differenz bald sogar in die negative Richtung umzuschlagen. Die Vergrößerung der Zinsspanne über ein gewisses Normalmaß hinaus

[101] C. W. Cobb und P. H. Douglas, A theory of production, in „American Economic Review", März 1928, S. 139 ff. haben die relative Abnahme der Arbeit im Vergleich zum Kapital in der letzten Generation sehr fein analysiert.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

geht eben in aller Regel mit Risikosteigerungen Hand in Hand, die dem internationalen Kapitalangebot regulärer Art eine wesentliche Schranke, wenn nicht gar ein Ende bereiten.

Empirisch steht mit diesen Ausführungen eines scheinbar nicht ganz im Einklang: die Tatsache, daß fremde Anleihen in nennenswertem Umfang zu Preisen emittiert werden können, die von denen heimischer Anlagen (unter Berechnung der Zinssätze) kaum oder überhaupt nicht verschieden sind. Die Reinverzinsung mancher kanadischen und kubanischen „public utilities", Eisenbahnen usw. ist in Neuyork kaum nennenswert höher als die ähnlicher heimischer Unternehmungen; oder jedenfalls läßt sich der Unterschied im großen ganzen — auf Heller und Pfennig geht das freilich niemals auf — aus Momenten erklären, die mit der finanziellen Struktur der Anlagen an sich und nicht damit zusammenhängen, daß diese sich im Auslande befinden. Einer näheren Analyse bedarf dieser Tatbestand nicht, weil die Erklärung auf der Hand liegt. Die Grenze nämlich, von der an eine Anlage „fremden" Charakter erhält und dementsprechend eine höhere Reinverzinsung aufzuweisen hat, um die heimischen Kapitalisten anzulocken, fällt keineswegs notwendig mit der Landesgrenze zusammen. Trotz aller äußerlichen „Souveränität" ist Cuba heute effektiv ein Bestandteil der Vereinigten Staaten, ebenso wie Panama usw.; die amerikanische Statistik rechnet alle Kapitalausfuhr nach Alaska, den Philippinen, Portorico ebenso zur Kapitalausfuhr wie die nach den faktisch von den Vereinigten Staaten beherrschten unabhängigen Republiken Westindiens. Eine solche Rechnungsweise mag in Ländern mit dem geographischen Horizont Englands oder Hollands allenfalls zulässig sein; der Amerikaner ist gewöhnt, das eigene Land mit dem Maßstab eines noch nicht ganz okkupierten und physisch in Ausdehnung begriffenen Territoriums zu messen. Eine Anlage in Santo Domingo braucht sich heute in gar nichts zu unterscheiden von einer anderen, die noch vor wenigen Jahren nach dem „far West" ging. Und das ist noch nicht alles. Selbst Kanada gehört geldmarktmäßig zum Teil wenigstens zu derselben finanziellen Einheit mit den Vereinigten Staaten. Diese weitgehende finanzkapitalistische Einheit eines ganzen Kontinents ergibt sich nicht nur aus den fortdauernd friedlichen Beziehungen, die heute auf beiden Seiten auch gar nicht anders wie als friedliche gedacht werden können; sondern außerdem und im Zusammenhang damit aus der Tatsache, die die finanzielle Einheit erst

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

konstituiert, daß nämlich die beiden Länder weitgehend wechselseitig Kreditgeber und Kreditnehmer sind. Die kanadischen Banken halten ihre Reserven in Neuyork, ebenso wie es die amerikanischen Provinzbanken zu tun pflegen. Der kanadische Kapitalist kauft seinerseits Effekten in Konkurrenz mit einheimischen ebenso, nur in geringerem Umfang, wie es der amerikanische Kapitalist den kanadischen gegenüber tut. Freilich eine letzte Grenze gibt es zwischen beiden dennoch; an Tiefstand der Verzinsung kann sich kein kanadisches Wertpapier mit den häufig meist als 3½ % bringenden Schuldverschreibungen der Vereinigten Staaten selbst messen. Alles in allem ist zu sagen, daß die Landesgrenze gewissen Ländern gegenüber, die aber für den amerikanischen Kapitalexport gerade sehr wichtig sind, nur zum Teil das Element darstellt, das die „fremde" Anlage charakterisiert; der andere Teil des zwischenstaatlichen Kreditverkehrs unter solchen finanziell eng verwachsenen Ländern müßte eigentlich zu den inneren Kapitalbewegungen gerechnet werden. Das gilt für ihre wirtschaftliche Natur; zahlungsbilanzmäßig gehören sie freilich zur Kapitalausfuhr schlechthin. Aber unser Gedankengang zeigt doch, daß der Umfang der ganzen Kapitalausfuhr (im zahlungsbilanzmäßigen Sinne des Wortes) nicht nur von der Höhe der Zinsspanne abhängt; bei fortschreitender Verengung der internationalen Beziehungen und namentlich bei fortschreitender Pazifizierung derselben kann man mit Verminderung der Hemmungen rechnen, die der Kapitalausfuhr im Wege stehen und die sich in der Notwendigkeit höherer Verzinsung auswärtiger Anlagen im Vergleich zu den heimischen widerspiegeln. Wenn der Optimist recht hat und wir in einer Welt leben, in der der technisch-wirtschaftliche Fortschritt die Menschen enger zusammenführt und in der gleichzeitig Abrüstungen und Friedenspakte die Kriege in weitere Ferne rücken, dann dürfen wir auch logisch konsequent — sonst gleichbleibende Umstände vorausgesetzt — mit Wachstum der Kapitalausfuhr auch bei gleichbleibender Zinsspanne und jedenfalls damit rechnen, daß sie bei abnehmendem Zinsgefälle nicht notwendig abzunehmen braucht.

Wie dem auch werden mag, einstweilen steht der Kapitalexport unter dem Gesetz des Zinsgefälles, das jedoch näherer Qualifizierung bedarf. Ist doch der Zinsfuß selbst alles eher denn eine einheitliche Größe; in den Vereinigten Staaten noch weniger als sonstwo. Das Zinsgefälle als treibende Kraft der Kapitalwanderungen ist folglich nur in einem relativen Sinne zu verstehen: in dem Sinne, daß es auf

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

die Spanne zwischen gleichartigen Anlagen des In- und Auslandes ankommt, bei denen also das Risiko als gleich oder ungefähr gleich groß anzusehen ist. Die Dinge liegen hier viel komplizierter, als daß sie in diesem Rahmen theoretisch erörtert oder gar im Hinblick auf die amerikanische Situation empirisch erläutert werden könnten. Nur ein oder zwei Bemerkungen mögen gestattet sein. Der Anteil der exportierten an der Gesamtsumme des neugebildeten Kapitals hängt wesentlich von einem sozialen Faktor ab, der in der Theorie nur zu leicht übersehen wird. Ich meine die Tatsache der fortschreitenden Ausbildung eines „Rentenkapitalismus" im modernen Sinne. Die Konkurrenz zwischen innerer und äußerer Kapitalanlage ist primär eine solche in Anlagen erster Qualität, weil es dem „Rentner" eben auf sichere Anlagewerte ankommt und er unter den sicheren naturgemäß auf tunlichst hohe Verzinsung sieht. Je höher also der Teil vom neugebildeten Kapital, der nach Anlagen relativ oder völlig risikofreier Art — wir wollen sie kurz Rentenanlagen nennen — strebt; je geringer die Auswahl unter solchen Anlagen und je niedriger verzinslich sie im Inlande sind: desto stärker wird der Kapitalstrom ins Ausland fließen. Wenn nicht alle Zeichen täuschen, ist in Amerika gerade diese Entwicklung im Gange: zunehmender Rentenkapitalismus und nicht entsprechend steigende, zum Teil sogar sinkende Möglichkeiten der Investierung in „Rentenwerten". Die zunehmende Gewohnheit der Kapitalanlage in Wertpapieren ist bereits erwähnt; sie gehört in der Tat zu den auffallendsten Merkmalen der amerikanischen Kapitalmarktentwicklung und drückt sich äußerlich in der riesigen Zahl von Zeichnern aus, die die Auslandsemissionen aufnehmen[102]. Sie äußert sich auch in der Verbreiterung des Effektenbesitzes bis in Arbeiterschichten, wofür die verhältnismäßig große Zahl von Aktien, die unter Angestellten verteilt sind, sowie der beträchtliche Umfang des Wertpapierbesitzes in Arbeiterbanken ebenso viele Beweise sind[103].

[102] Nach D. W. Morrow (vom Hause Morgan), Who buys foreign bonds (in „Foreign Affairs", Januar 1927, S. 219 ff.) beläuft sich der durchschnittliche Zeichnungsbetrag bei großen Emissionen ausländischer Staatspapiere auf 300 bis 400 Dollar. Nach der Publikation der Federal Trade Commission über „National wealth and income" (Washington 1926, S. 149) waren bereits 1922 30,4% aller Aktien in Händen von Personen, die darin einen Kapitalbetrag von 500 Dollar oder weniger investiert haben.

[103] Vgl. R. S. Brookings, Industrial ownership, its economic and social significance, New York 1925; H. W. Laidler, The forward march of labor banking, in „International Trade Union Review", Bd. V., S. 92 ff., 220 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Auf der anderen Seite steigen die Anlagemöglichkeiten „sicherer Art" nicht parallel. Das früher wichtigste Wertpapier des Rentners, die Schuldverschreibung der Bundesregierung, wird fortlaufend vermindert; etwa eine Milliarde ist z. B. 1927 getilgt worden. Über den Gesamtumfang der einzelstaatlichen, städtischen usw. Anleihen ist keine zuverlässige Statistik vorhanden; zweifellos ist er, zumal was langfristige Emissionen anbelangt, recht bescheiden im Vergleich zu dem verfügbaren Rentenkapital. Trotz der Reorganisation des landwirtschaftlichen Kredites seit 1923 durch ein System von Hypothekenbanken, die miteinander und letztlich mit dem Notenbanksystem kommunizieren, gehören landwirtschaftliche Pfandbriefe oder Wertpapiere ähnlicher Art in einem so überwiegend kapitalistisch orientierten Lande nur zum kleinen Teil zu den „sicheren" Anlagen; dasselbe gilt für die meist „spekulativen" städtischen Hypotheken, soweit dieselben über ein gewisses Maß hinaus vermehrt werden sollen. Zunehmender Bedarf nach erstklassigen Anlagen steht also einer beschränkten Zahl von Anlagemöglichkeiten gegenüber[104], soweit diese Sicherheit der Anlage mit nicht allzu niedriger Verzinsung verbunden sein soll. Hier in diesem unbefriedigten Bedarf nach erstklassigen Anlageobjekten liegt die Hauptquelle des langfristigen Kapitalexportes.

Eine andere Quelle ist die direkte Investition zwecks Erweiterung der eigenen Unternehmung oder zur Erwerbung fremder Betriebe, die besonders ertragversprechend sind. Der Umfang dieser Art Kapitalausfuhr ist offenbar abhängig von dem Grade der Unternehmungslust nach außen, der Expansionsmöglichkeiten dieser Art usw.; hier ist die Konkurrenz zwischen fremden und einheimischen Anlagemöglichkeiten sehr viel ungünstiger für die ersteren als beim Rentenkapital. An sich erfolgt schon direkte Kapitalbildung im eigenen Betriebe vorwiegend durch heimische Investition und weit weniger durch Investition in ausländischen Werken; und obendrein ist hier die Konkurrenz der Auslandsanlage wesentlich dadurch erschwert, daß es sich um die Wahl zwischen „riskanten" Investitionen handelt, in welchem Falle die an sich schon stark irrational bedingte Entscheidung durch

[104] Der Londoner „Economist" (vom 15. April 1928, S. 745) spricht geradezu von einem „increasing shortage of gilt — edged securities" in Amerika; die Folge sei, daß ‚United States Government stock . . . is standing almost at a scarcity — value". Vgl. auch M. Palyi, zur Frage der Kapitalwanderungen nach dem Kriege, München 1926, S, 29 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

nationale Vorurteile und Hemmungen aller Art sehr viel stärker beeinträchtigt sein kann, wie es bei der Wahl unter „erstklassigen", international marktgängigen Wertpapieren der Fall zu sein pflegt.

Damit rühren wir an ein noch völlig ungeklärtes Problem, das hier erst recht nicht geklärt werden kann: wie kommt es, daß in einem Lande mit jährlich fünf- oder mehrprozentiger Produktivitätssteigerung der Industrie das Kapitalangebot auf dem Markte für Rentenwerte so beträchtlich zu steigen vermag? Bedeutet nicht der ungeheure technische Fortschritt ebenso ungeheuren Kapitalbedarf für heimische Investitionen? Und wie ist es dann möglich, daß dieser Bedarf das Kapitalangebot nicht oder nicht stärker absorbiert, als es allem Anschein nach der Fall ist? Zwar geht der größere Teil der auf dem Emissionswege aufgesogenen freien Kapitalien in die Industrie; etwa ein Drittel aller inländischen Emissionen sind hierher zu rechnen. Aber die jährliche Steigerung dieses Betrages hält den Vergleich mit der Steigerung der Produktivität kaum aus; zumal wenn man vor Augen hält, was bereits oben erwähnt wurde, daß die an die Industrie gewährten Bankkredite im ganzen nur langsam zunehmen: dem wachsenden Effektenbesitz der Banken steht eine Abnahme der kommerziellen Kredite in den letzten Jahren gegenüber. Wir rühren damit an das große „Geheimnis der amerikanischen Prosperität, deren Natur noch keineswegs aufgeklärt ist. Die meisten Analysen pflegen dabei den technisch-maschinellen Fortschritt zu betonen; aber nicht weniger wichtig sind die von englischen Beobachtern[105] mit Recht hervorgehobenen Fortschritte in der Arbeitsorganisation selbst, in der Auslese des Tüchtigen und des Leiters, in der rücksichtslosen Durchführung rationeller Grundsätze hinsichtlich des Verhältnisses von Lohn und Leistung, namentlich auch der leitenden Angestellten. Die eingehendste Analyse der Faktoren, die den Fortschritt der letzten Jahre herbeigeführt haben, die von R. G. Tugwell[106], weist nicht

[105] B. Austin und W. F. Lloyd, The secret of high wages, London 1926 (auch deutsch erschienen).

[106] R. G. Tugwell, op. cit.; ferner Paul H. Douglas, The Modern Technique of Mass Production and its Relation to Wages, New York 1927; W. Thomas, op. cit.; sowie Richard H. Lansburgh (ed.) Standards in Industry, in: „The Annals", New York, Mai 1928. Aus der europäischen Literatur dieses Gegenstandes, die in der Hauptsache aus mehr oder weniger flüchtigen Reiseberichten besteht, ragt noch immer A. Siegfrieds Buch, l'Amerique vient de l'age, Paris 1925, hervor.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

weniger denn neun allgemeine und zweiundzwanzig technische (spezielle) Gründe nach, die kumulativ zusammenwirken, um die industrielle Revolution unserer Tage herbeizuführen. Man ist berechtigt, von einer industriellen Revolution zu sprechen, wenn man den vorangehenden Stillstand der Kriegszeit und den sehr langsamen Fortschritt der Vorkriegsperiode mit der rapiden Entwicklung der letzten Jahre vergleicht. Angesichts der Revolutionierung der Industrie in der Produktivitätsperiode liegt es aber nahe, an einen zunehmenden Kapitalbedarf der amerikanischen Industrie zu denken und zu vermuten, daß die Kapitalneubildung vom technischen Fortschritt mehr oder weniger absorbiert werden müßte, was entsprechende Beschränkung für den Kapitalexport bedeuten würde. Immer wieder weisen folglich vorsichtige Beobachter auf die beschränkte Kapitalexportkapazität der Vereinigten Staaten hin und warnen vor Überschätzung der amerikanischen Kreditbereitschaft[107]. Das Argument ist bestechend, wenn man an weiteres Fortschreiten dieser technischen Entwicklung glaubt, was freilich ebenso bezweifelt werden kann. Aber selbst die bisherige Erfahrung zeigt, daß das Argument vom bald versiegenden amerikanischen Kapitalexport auf einer rein technischen Deutung der dortigen „industriellen Revolution" beruht. Viele der von L. P. Alford, Tugwell, Douglas, W. Thomas und anderen analysierten Faktoren der Produktivitätssteigerung sind von einer Art, die an sich keinen zusätzlichen Kapitalbedarf erzeugen oder sogar, nach einer ganz kurzen Übergangszeit, die Kapitalnachfrage vermindern. Dazu gehört z. B. das Entlohnungssystem und die Auslese der leitenden Arbeiter und Angestellten; dazu ein großer Teil der durch Substitution von billigeren oder geeigneteren Rohstoffen erzielten Fortschritte; dazu die Verbilligung der kommerziellen Organisation, ein gut Teil der Konsumstandardisierung und ihre Auswirkungen; dazu vor allem auch die Einschränkung der Lagerhaltung und vieles andere hinsichtlich rationeller Koordination der Produktionselemente[108].

Schließlich ist noch einmal auf das Verhältnis von langfristigem und kurzfristigem Zinssatz vom Standpunkt der Forderungsbilanz

[107] So insbesondere A. Feiler, Deutschland — Amerika, Frankfurt a. M. 1926, passim.

[108] Ein gutes Beispiel für wirtschaftlich-technische „Rationalisierung" bei gleichzeitiger Verminderung des Kapitalbedarfs bietet J. E. Shafer, The Ford-stores, a new departure in retailing (in „Harvard Business Review", April 1928, S. 313 ff.).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

zurückzukommen. Die jeweilige kurzfristige Situation des amerikanischen Geldmarktes, die so wesentlich durch spekulative Momente und durch die Konjunkturlage beeinflußt sein kann, mag kürzer oder länger ein von der langfristigen völlig verschiedenes Bild zeigen. Daraus ist die Folgerung gezogen worden, daß es letzten Endes die Konjunktur in Amerika ist, die über Ausmaß und Richtung der Kapitalbewegung entscheidet[109]. Das Merkwürdige dabei ist, daß die einen in der Hausse, die anderen aber in der Depression das Hindernis der Kapitalausfuhr erblicken. Richtig ist daran, daß kurzfristig bei Konjunkturumschlag in der Tat eine vorübergehende Hemmung des Exportes resp. eine Kompensierung desselben durch Import eintreten dürfte; selbst im Rahmen des Konjunkturverlaufs ist jedoch zunächst die Baisse gerade der Abschnitt, in dem Kapital „freigesetzt" wird und insbesondere auch für Auslandsanlagen eher reichlicher, denn in verminderter Menge zur Verfügung steht, — zumal wenn sie durch eine Haussewelle in den Importländern herangelockt wird. Man kann freilich mit Steigerung der Zinssätze und Verminderung der Kapitalausfuhr rechnen, wenn eine inländische Konjunkturbewegung nach oben einsetzt, die nicht nur die Effektenbörse, sondern auch die Warenmärkte ergreift. Aber auch dann ist zu beachten, daß nach einer Übergangszeit die Realverzinsung der langfristigen Anlagen infolge der fortschreitenden Steigerung der Effektenkurse abzunehmen pflegt, und daß es mithin selbst in der Hausseperiode sich auf längere Sicht allenfalls darum handeln kann, daß die relativ höheren Geldsätze des kurzfristigen Marktes einen Kapitalimport herbeiführen, der den Export zeitweilig übersteigen mag. Vor allem ist aber zu beachten, daß jede Konjunkturwelle nur von beschränkter Dauer ist, und daß es mithin letzten Endes auf die Faktoren ankommt, die im „long run", die relative Produktivität des in Amerika angelegten Kapitals im Vergleich zur auswärtigen Anlage regulieren. Die relative Produktivität hüben und drüben bestimmt in letzter Instanz Richtung und Ausmaß der Kapitalbewegung, wie sie auch kurzfristig gestört und verändert werden mögen. Von hier aus gesehen, befinden sich die Vereinigten Staaten noch immer und voraussichtlich für geraume Zeit im Stadium der technisch-wirtschaftlichen Entwicklung, die zwar wachsenden Kapital-

[109] So insbesondere F. W. Angell im zitierten Artikel der „Proceedings", S. 61 f., der geradezu ein Versiegen des amerikanischen Kapitalmarktes im Falle einer dortigen Depression oder einer europäischen Hochkonjunktur voraussagte.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

bedarf, aber noch stärker steigenden Überschuß an Ersparnissen und mithin sinkenden Zinsfuß erzeugt. Freilich kann man über diese Dinge, die sich noch in voller Entwicklung befinden, und zumal im engen Rahmen eines flüchtigen Aufsatzes allenfalls Hypothesen wagen. Aber die Hypothese dürfte die größte Wahrscheinlichkeit für sich haben, daß die weltwirtschaftliche Entwicklung den Vereinigten Staaten vorerst und bis auf weiteres die Stellung des Kreditgebers zuweist, — als dem Lande mit relativem Kapitalüberfluß und dem Lande mit zunehmender Neigung des neuen Kapitals, sich „Rentenanlagen" zuzuwenden, unter denen die Auslandsanlagen naturgemäß eine wesentliche Rolle spielen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-57510-7 | Generated on 2025-07-26 03:13:25
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/