

PLUTUS-BRIEFE

ZUR FORTBILDUNG VON BANKBEAMTEN

HERAUSGEGEBEN VON GEORG BERNHARD UND BRUNO BUCHWALD

BRIEF 2
8. JAHRGANG

Geld- und Kapitalmarktprobleme
der Gegenwart

STUTT GART
FEBRUAR 1931

Einleitung.

In der letzten Zeit haben wir es bereits mehrfach unternommen, an die Schilderung und Erklärung einzelner Zweige der modernen Banktätigkeit, die in früheren Jahren naturgemäß unser eigentliches Arbeitsfeld darstellen mußte, nunmehr kritische Betrachtungen über Wandlungen struktureller oder organisatorischer Art anzuschließen. Dieser Aufgabe soll, nachdem gerade die letzten Briefe wieder einige Fragen aus der Praxis des Bankgeschäftes behandelt haben, die bisher nicht in ausreichendem Maße zur Darstellung gekommen waren, nunmehr auch das vorliegende Heft dienen. Wir wollen hier den Versuch machen, die Wandlungen darzustellen, die sich im Laufe der Nachkriegsentwicklung an den internationalen Geld- und Kapitalmärkten ergeben haben, um so Verständnis für die drängendsten Probleme der heutigen Kapitalwirtschaft zu gewinnen.

Bei unserer diesmaligen Arbeit werden wir uns vielfach — insbesondere bei der Erwähnung der Geldhandelspraxis und bei Klarlegung der technischen Ausdrücke — auf Ausführungen in früheren Plutus-Briefen beziehen können. In Frage kommen hier unter anderem die Hefte über den Handel in Privatdiskonten (vom April 1925), über Reichsbank und Geldmarkt (Dezember 1926) und schließlich über das Teilgebiet der amerikanischen Kapitalmachtprobleme (im Oktober 1928), neben denen für Einzelheiten auch noch zahlreiche andere Briefe herangezogen werden könnten. Eine umfassende Darstellung des Ineinandergreifens der beiden Gebilde, die wir in der Praxis ganz präzise als Geld- und Kapitalmarkt zu unterscheiden pflegen, während die Grenzen bei jedem Versuch einer systematischen Zergliederung außerordentlich flüchtig sind, fand sich dagegen noch nicht und erschien daher in unserem Zusammenhange als notwendige Vorbedingung. Erst auf einer Darstellung dieser

grundsätzlichen Fragen konnte sich jedenfalls die Behandlung der aktuellen Geld- und Kapitalmarktprobleme aufbauen, die in dieser Hinsicht das Ziel unserer Untersuchung bilden sollte.

Ganz von selbst ergab sich damit für unser Heft eine

Gliederung

in eine derartige Einführung in die theoretischen Zusammenhänge und weiterhin eine Schilderung sowie Würdigung der Gegenwartsfragen. Im einzelnen soll nun

die systematische Darstellung der grundsätzlichen Geld- und Kapitalmarktverhältnisse,

die sich im ersten Aufsatz des Briefes findet, vor allem auch die Voraussetzungen für die über Landesgrenzen hinausreichende Wirkung internationaler Vorgänge und Entwicklungen wie umgekehrt auch für die Eigenbewegung einzelner Sondermärkte klarlegen.

Auf diesem Artikel baut sich dann die Behandlung der aktuellen Marktveränderungen auf, und zwar soll dies zunächst, der besonderen Bedeutung entsprechend, für die *Probleme der deutschen Entwicklung der Gegenwart* erfolgen. Schon in diesem Zusammenhang wird freilich die Erwähnung der internationalen Einflüsse und der Wechselwirkung zwischen der deutschen und ausländischen Marktentwicklung einen breiten Raum einnehmen müssen.

Die eigentliche Darstellung der *internationalen Geldmarktprobleme* wird jedoch in dem abschließenden Aufsatz erfolgen, wobei nicht nur Gelegenheit genommen werden soll, die Zusammenhänge zwischen diesen Plätzen zu würdigen, sondern auch die jüngste Entwicklung an den wichtigsten Einzelmärkten geschildert werden wird.

Die Bedeutung des Themas, das damit unserer diesmaligen Untersuchung zugrunde liegt, wird man gerade nach der Entwicklung der letzten Monate kaum mehr zu betonen brauchen; die vernichtende Wirkung der Kapitalabwanderung

aus Deutschland, die insbesondere in der Form der Kapitalflucht, in fast gleichem Maße aber auch als Abzug ausländischer Leihkapitalien aufgetreten ist, hat sich ja auf allen Gebieten des Wirtschaftslebens stärkstens gezeigt. Um so mehr wird es demnach Aufgabe

auch des Bankbeamten sein müssen, der ja die Technik des Geld- und Kapitalumsatzes nur in verhältnismäßig seltenen Fällen aus der eigenen Praxis kennen wird, nicht nur diese Handelsformen, sondern darüber hinaus auch die inneren Zusammenhänge aufmerksam zu studieren.

Die Grundlagen der Kapitalwirtschaft.

Die Begriffe.

So geläufig die Begriffe „Geldmarkt“ und „Kapitalmarkt“ heute nicht nur jedem Bankier und Bankangestellten, sondern überhaupt jedem wirtschaftlich gebildeten und interessierten Menschen sind, so schwer ist es, absolut genaue Unterscheidungsmerkmale zwischen beiden Märkten zu nennen, wie überhaupt zu bestimmen, worin

Wesen und Grenzen des Geld- und Kapitalmarktes

zu suchen sind. Immerhin: Die Praxis, die mit diesen Begriffen täglich und stündlich operieren muß, hat sich hier natürlich geholfen. Sie hat bestimmte Geschäfts- und Marktformen begrifflich dem „Geldmarkte“ und andere dem „Kapitalmarkte“ zugewiesen, und wieder andere „Geldgeschäfte“ bezieht sie in keinen dieser beiden „Märkte“ ein, so z. B. das gesamte aktive und passive Kreditgeschäft der Banken, das doch einen großen Prozentsatz aller Geldhandelsgeschäfte überhaupt umfaßt.

Welche Geschäfte fallen nun beispielsweise in Deutschland nach der feststehenden Terminologie der Praxis zunächst unter den Begriff „Geldmarkt“? Erstens der Markt für tägliches Geld (Tagesgeld, Schecktausch), zweitens der Markt für befristetes Geld (Ultimogeld, Zweimonatsgeld, Dreimonatsgeld, Reportsgelder usw.) und drittens der Wechsel- und Privatliskontmarkt. Man sieht also: die Praxis faßt als Geldmarkt nicht die Gesamtheit des Geldangebots und der Geldnachfrage in einem bestimmten Land oder Gebiet auf, sondern nur den Spitzenausgleich. Daß es sich im übrigen auch bei diesem Spitzenausgleich nicht immer um einen Markt im eigentlichen Sinne des Wortes handelt, auf dem das gesamte Spitzenangebot mit dem gesamten unbefriedigten Bedarf zusammenstößt, ist bekannt und bedarf keiner näheren Erläuterung.

In bewußtem und beabsichtigtem Gegensatz zum Geldmarkt stellt die Praxis den Begriff des Kapitalmarktes. Zum Kapitalmarkt rechnet man dabei in erster Linie die Effektmärkte, also sowohl den Aktien- wie den Obligationen- und Pfandbriefmarkt, sowie zweitens den Hypothekenmarkt.

Wie aus dem Vorstehenden ohne weiteres hervorgeht, besteht demnach ein wichtiger Unterschied zwischen Kapital- und Geldmarkt ohne weiteres darin, daß auf dem ersteren in der Regel relativ langfristiges, auf dem letzteren verhältnismäßig kurzfristiges Kapital bzw. Geld angeboten und gefragt wird. Dagegen ist die häufig auftauchende Auffassung, daß der Unterschied zwischen beiden Märkten darin bestünde, daß auf dem Geldmarkte „Geld“, auf dem Kapitalmarkte dagegen „Kapital“ gehandelt wird — wie hier vorweg festgestellt sei —, unter allen Umständen abwegig.

Denn in der modernen kapitalistischen Geldwirtschaft kann, wie der bekannte Kredittheoretiker Dr. A. Hahn wiederholt mit Recht hervorgehoben hat, der Bedarf an Kapital sich nie anders als durch den Bedarf an Geld, mit dem man die Kapitalgüter, die man braucht, kaufen kann, äußern. Und umgekehrt ist auch jede Geldnachfrage nie Selbstzweck, sondern in erster Linie nur Mittel zur Befriedigung von Kapitalbedarf. Insofern ist also letzten Endes jeder Kapitalmarkt gleichzeitig Geldmarkt und jeder Geldmarkt gleichzeitig Kapitalmarkt; mit anderen Worten: ein Unterschied zwischen beiden Märkten läßt sich auf dem Wege übereine begriffliche Unterscheidung der angeführten Art nicht begründen.

Dagegen reicht die an erster Stelle genannte Definition des Geldmarktes als Markt für kurzfristiges Geld und des Kapitalmarktes als Markt für langfristiges Geld trotz ihrer theoretischen Ungenauigkeit (wo hört das kurzfristige Geld in der Wirtschaft auf und wo fängt das langfristige an?) für die praktischen Bedürfnisse in der Regel deshalb aus, weil man im Sprachgebrauch, wie bereits erwähnt, nicht den gesamten Geld- bzw. Kapitalmarkt in einer Volkswirtschaft, sondern nur gewisse Geschäfte, die nach Form und Inhalt genau feststehen, in diese „Märkte“ einbezieht. Die schwierige Frage beispielsweise, ob und welche Bankkredite und Bankeinlagen dem Geld-, und welche dem Kapitalmarkte zuzurechnen sind, braucht daher gar nicht erst in jedem Falle angeschnitten zu werden. Entscheidend für die Zuteilung eines Geldgeschäftes innerhalb der Kreditorganisation eines Landes sind

vielmehr ausschließlich die äußere Form und der Ort seiner Abwicklung.

Das interessante und praktisch bedeutsame an der strengen Scheidung zwischen beiden Märkten ist nun, daß sich zwar die Preisbildung am Geld- und Kapitalmarkt weitgehend unabhängig voneinander vollzieht, daß aber innerhalb jedes Marktes ein enger Zusammenhang zwischen der Preisbildung auf den verschiedenen Teilmärkten besteht.

Um für diese überaus wichtige Erkenntnis, durch die ohne Zweifel ein wichtiges Unterscheidungsmerkmal zwischen beiden Märkten gegeben ist, nur ein Beispiel zu geben, sei folgendes in Erinnerung gerufen: Jeder unserer Leser weiß, daß einer äußersten Verknappung am Geldmarkt keineswegs eine ähnliche Situation auf dem Kapitalmarkt gegenüberzustehen braucht und umgekehrt. Gerade in den Jahren seit Beendigung der Inflation haben wir vielmehr in Deutschland beispielsweise mit kurzen Unterbrechungen fortwährend an starkem Mangel an langfristigen Kapital gelitten, was u. a. dazu geführt hat, daß die Zinssätze am Kapitalmarkt trotz der starken Zufuhr ausländischer Gelder fast die ganze Zeit hindurch sehr hoch blieben. Auf der anderen Seite haben wir in der gleichen Zeit wiederholte Perioden starker Geldflüssigkeit durchgemacht. Und, was das Wichtigste ist: übersieht man die Entwicklung im ganzen, so läßt sich keine kontinuierliche oder ursächliche Parallelität zwischen der Preisentwicklung auf dem Geld- und Kapitalmarkt feststellen.

Immerhin sei, um Mißverständnisse auszuschließen, schon in diesem Zusammenhange hervorgehoben, daß trotz der fehlenden Parallelität in der Preisbewegung zwischen Geld- und Kapitalmarkt es nun nicht so ist, daß überhaupt kein Zusammenhang zwischen den Angebots- und Nachfrageverhältnissen auf beiden Märkten besteht. Wenn vielmehr etwa längere Zeit hindurch auf dem Geldmarkt eine außergewöhnliche Flüssigkeit geherrscht hat, so daß die hier erzielbaren Zinsen auf ein Minimum zusammengeschrumpft sind, gleichzeitig aber der Kapitalmarkt unverändert hohe Zinssätze aufweist, so pflegen sich gewisse Ansätze einer Fluktuation bemerkbar zu machen. Dies äußert sich etwa darin, daß Stellen, die über große flüssige Mittel verfügen, diese zum Teil beispielsweise in Pfandbriefen anlegen (was wiederum die Hypothekenbanken zu einer verstärkten Tätigkeit im Hypothekengeschäft führt); und zwar auch dann, wenn die Anlage nur auf eine Reihe von Monaten gedacht ist, während doch die Laufzeit der Hypothekenbankpfandbriefe sich in der Regel auf eine größere Reihe von Jahren erstreckt.

Die betreffenden Stellen gehen bei einer derartigen Anlage allerdings ein doppeltes Risiko ein, nämlich einmal ein Kursrisiko, und zum zweiten ein Liquiditätsrisiko: Es kann nämlich passieren, daß sie im Bedarfsfalle nicht so schnell wie dies notwendig wäre, von ihren Pfandbriefbeständen heruntersommen, und wenn überhaupt, so nur mit erheblichen Kurseinbußen. Sie haben in solchen Fällen nun zwar die Möglichkeit, ihre Pfandbriefe bei einer anderen Bank oder bei der Reichsbank zu lombardieren. Ein solches Verfahren zieht jedoch einmal ebenfalls

einen Entzug von Mitteln nach sich, da eine Beleihung in der Regel bis zu höchstens 90% des Kurswertes stattfindet. Außerdem aber kommt die Lombardierung bei anderen Banken für Großbanken überhaupt nicht in Frage.

Schon aus diesen kurzen Ausführungen ergibt sich also, daß solche Anlagen gewissen Grenzen unterliegen müssen; mit anderen Worten, daß Fluktuationsmöglichkeiten zwar vorhanden sind, aber nicht völlig nivellierend auf die Angebots- und Nachfragerelation auf beiden Märkten wirken können. Sie werden sich im übrigen naturgemäß in solchen Volkswirtschaften am stärksten bemerkbar machen, in denen die Organisation beider Märkte am feinsten ausgebildet und für plötzliche Erschütterungen und Stöße die meisten Puffer vorhanden sind; und sie werden da kaum bemerkbar sein, wo die Marktorganisation schlecht ausgebildet ist oder wo, wie heute in Deutschland, sowohl Geld- wie Kapitalmarkt unter dem dauernden Druck besonderer Verhältnisse stehen.

Die Preisbildung am Kapitalmarkt im besonderen.

Viel enger als zwischen Geld- und Kapitalmarkt sind, wie schon weiter oben erwähnt, stets die Beziehungen zwischen der Preisbildung innerhalb der verschiedenen Teilmärkte des einen bzw. anderen Marktes. Denken wir hier zunächst einmal an die Verhältnisse auf dem Kapitalmarkt, wie sie sich etwa in Deutschland herausgebildet haben. Hier hat von jeher ein unmittelbarer und zwangsläufiger

Zusammenhang zwischen der Preisbildung auf dem Hypotheken- und Pfandbriefmarkt

bestanden. Es hängt dies damit zusammen, daß der Markt für erste Hypotheken beherrscht wird von den Hypothekenbanken, die auf der Grundlage der hereingenommenen Hypotheken Pfandbriefe emittieren, wobei der Abrechnung der Hypotheken stets der jeweilige Pfandbriefkurs zugrunde gelegt wird. Besteht also an einem Zeitpunkt eine erhebliche Nachfrage nach Hypotheken, die von den Hypothekenbanken nicht gedeckt werden kann, weil der Verkauf von Pfandbriefen auf Schwierigkeiten stößt, so werden sie zur Verstärkung des Kaufanreizes dazu übergehen müssen, die Effektivverzinsung ihrer Pfandbriefe zu erhöhen. Umgekehrt werden sie, wenn der Bedarf an Neuhypotheken hinter der Nachfrage des Publikums nach Pfandbriefen dauernd zurückbleibt, die Effektivverzinsung bei Neuemissionen vermindern. Die Effektivverzinsung der Pfandbriefe wird also stets um einen etwa gleichbleibenden Prozentsatz unter der Effektivverzinsung für marktgängige erste Hypothe-

ken liegen, dessen Höhe durch die Kosten der Hypothekenbanken für Verwaltung ihrer Hypotheken und der Pflege ihres Pfandbriefmarktes bestimmt wird (er liegt in Deutschland heute etwa zwischen $\frac{1}{2}$ und $\frac{3}{4}$ %). Marktmäßig überhaupt nicht organisiert sind gegenüber dem Markte für erste Hypotheken, wie hier der Vollständigkeit halber kurz erwähnt sei, dagegen Angebot und Nachfrage für zweite Hypotheken. Nähere Angaben über das Problem der zweiten Hypothek findet unser Leser im übrigen in dem Plutus-Brief „Finanzierung des Baumarktes“ (Heft 11 Jahrg. 1930).

Im übrigen erschöpft sich allerdings bekanntlich auch, abgesehen von den zweiten Hypotheken, der Markt für langfristiges Leihkapital keineswegs in dem Bedarf an Hypothekengeldern. Hierzu treten vielmehr in erster Linie die Geldbedürfnisse der öffentlichen Hand (Staat, Provinzen, Kommunen usw.), sowie der mittleren und Großbetriebe der Privatwirtschaft, soweit für sie aus technischen und wirtschaftlichen Gründen die Begebung von Obligationen in Betracht kommt.

Die marktmäßig organisierte Nachfrage nach langfristigem Leihkapital tritt demnach hauptsächlich in dreierlei Gestalt auf, nämlich in der Emission

1. von Staats-, Kommunal- und Provinz-anleihen, Eisenbahnanleihen der öffentlichen Hand u. dgl. m.,
2. von Pfandbriefen und endlich
3. von Industrieobligationen, Eisenbahnanleihen privater Gesellschaften usw.

Da in allen diesen Fällen aber das gleiche (nämlich langfristiges Leihgeld) verlangt wird und dementsprechend auch das gleiche (nämlich wiederum langfristiges Leihgeld) angeboten werden muß, besteht auch zwischen allen drei Märkten bezüglich der Preisbildung und der Befriedigungsmöglichkeit der Nachfrage ein enger Zusammenhang. Dementsprechend müßte eigentlich auch die Effektivverzinsung aller oben angeführten Anleihetypen in einem Lande etwa gleich sein.

Dies ist allerdings aus verschiedenen Gründen nicht der Fall. Einmal bedingen schon Bonitätsunterschiede bei den Kreditnehmern auch Differenzierungen in dem Preis, zu dem sie Kapital zur Verfügung gestellt bekommen. Hierzu kommen die unterschiedliche Beliebtheit der verschiedenen Arten von festverzinslichen Werten, die sich in der gleichen Richtung auswirkt, und die sowohl mit der Ausstattung der Papiere (Laufzeit, Auszahlungskurs usw.) wie mit der Person des Kreditnehmers zusammenhängen kann. So wird z. B. ein Staat, der schon einmal seinen Anleihegläubigern Unannehmlichkeiten oder Verluste bereitet hat, meist einen schlechteren Emissionskredit haben als ein anderer Staat, dem ähnliches nicht nachgesagt werden kann usw. Schließlich wird die Effektivverzinsung von Emissionen auch davon beeinflusst, ob das Publikum für später mit einer geregelten Marktpflege und der Möglichkeit, seine Pa-

piere leicht verkaufen zu können, rechnen darf oder nicht, also praktisch von Fragen der Liquidität.

Aus den vorstehend angeführten Gründen, sowie noch einigen anderen Ursachen von allerdings geringerer Bedeutung, kann es also auf dem Kapitalmarkte eines Landes niemals einen einheitlichen Markteinfluß geben, in dem sich das jeweilige Verhältnis von Angebot und Nachfrage exakt ausdrückt. Je nach Art und Charakter der einzelnen Anlagemöglichkeiten zeigt der sog. „Marktzinssatz“ vielmehr zum Teil erhebliche Ausschläge nach oben und unten, die sich allerdings mit der Veränderung der gesamten Marktsituation selbst dauernd mitverändern, jedoch nicht einmal immer ganz parallel, sondern auch ihrerseits mit oft erheblichen Schwankungen je nach der besonderen Situation auf den betreffenden Teilmärkten, wie sie durch Bonität, wechselnde Beliebtheit und die Art der Marktmanipulation hervorgerufen werden.

Schließlich ist in diesem Zusammenhang noch auf Eines hinzuweisen. Auch die Bewegungen und Schwankungen des Marktzinsfußes reichen bekanntlich keineswegs immer dazu aus, Angebot und Nachfrage auf dem Kapitalmarkte in der Weise exakt zu regulieren, daß etwa der Zinsfuß solange steigt, bis durch Erhöhung des Angebots und Wegfallen der Nachfrage, die zu den erhöhten Bedingungen nicht mehr „mitmacht“, ein absoluter Ausgleich stattfindet und umgekehrt. Denn einmal zeigt die Geschichte des Kapitalmarktes deutlich, daß dem Steigen, aber auch dem Fallen des Zinses gewisse natürliche und vermutlich gesetzmäßige Grenzen gezogen sind, die nicht mehr unmittelbar mit dem Verhältnis von Angebot und Nachfrage im Zusammenhang stehen; und zum zweiten sind auch Angebot an Kapital und Nachfrage nach Kapital jeweils nur in beschränktem Umfange durch äußere Einflüsse überhaupt zu verändern. Und zwar gilt letzteres insbesondere für die Größe des anlagesuchenden Kapitals in einer Volkswirtschaft, das auch bei noch so großer Steigerung der Zinssätze nicht plötzlich vermehrt werden kann. Dagegen wird die Nachfrage nach Kapital bei dauernd sinkenden Zinssätzen immerhin in der Regel wachsen, da zu niedrigen Zinssätzen immer ein latenter Kapitalbedarf vorhanden ist, der sonst nicht zur Befriedigung kommt.

Trotzdem tritt nicht nur bei übergroßem Angebot, sondern auch bei übergroßer Nachfrage nach Kapital häufig der Fall ein, daß zwischen beiden auch durch das Mittel der Veränderung der Zinssätze ein Ausgleich nicht herbeizuführen ist. Handelt es sich dabei um ein Übermaß an Angebot, so wird dieses Geld in der Regel wenigstens interimistisch auf dem Geldmarkte Anlage suchen. Handelt es sich um

ein Übermaß an Nachfrage, so wird diese zunächst überhaupt unbefriedigt bleiben oder aber ebenfalls interimistisch auf dem Geldmarkte befriedigt werden müssen. *Die auf dem Kapitalmarkte sich ergebenden Spitzen zwischen Angebot und Nachfrage belasten demnach in jedem Falle den Geldmarkt in voller Höhe, während, wie schon weiter oben dargelegt wurde, die auf dem Geldmarkte verbleibenden Spitzen in der Regel nur in beschränktem Umfange den Kapitalmarkt betreffen können.*

Zu dem Kapitalmarkt ist im übrigen bekanntlich nicht allein der Markt für festverzinsliche Werte zu rechnen, über den bisher, um die Darstellung zu vereinfachen, zunächst allein gesprochen wurde, sondern auch der Aktienmarkt. Während jedoch die Preisbildung am Rentenmarkt, wie wir gesehen haben, wenigstens in erster Linie von dem jeweiligen Verhältnis von Angebot und Nachfrage nach Kapital bestimmt wird, liegen die Dinge am Aktienmarkt insofern anders, als hier die Preisbildung (d. h. praktisch die Kursentwicklung) nicht allein von der Rente, sondern noch von mehreren andern Momenten entscheidend mitbestimmt wird. In Betracht kommt hier in erster Linie der Einfluß der Spekulation, die Aktien nicht aus Anlagegründen erwirbt, sondern um eines erhofften Kursgewinns willen. Die Folge davon ist bekanntlich, daß der Kurs vieler Aktien in Zeiten einer guten Börsenkonjunktur oft jede Fühlung mit ihrer Rente verliert. Das gleiche tritt auch im umgekehrten Falle ein, wenn nämlich unter dem Einfluß einer starken Börsendepression die Aktienkurse weit tiefer sinken als vom Rentenstandpunkte aus notwendig wäre. Jedoch schlägt die Bewegung erfahrungsgemäß nach unten meist weniger weit aus als nach oben.

Außer der Spekulation beeinflussen die Kursbewegungen am Aktienmarkt in einzelnen Fällen aber auch Sondervorgänge, wie z. B. Mehrheitskämpfe, während deren Dauer die normalen Gesetze der Preisbildung naturgemäß ohne weiteres ausgeschaltet sind. Das gleiche gilt endlich, wenn in einem Papier ein normaler Markt aus technischen Gründen überhaupt nicht bestehen kann, also insbesondere, wenn die Aktien einer Unternehmung in festen Händen sind, so daß die alleinigen Aktionäre die Möglichkeit haben, durch Hin- und Herhandeln einzelner Stücke einen beliebigen Kurs zu machen.

Unbeschadet solcher Einzelfälle und unbeschadet auch der Einwirkungen von Spekulation und Konjunktur zeigt jedoch die allgemeine Kursentwicklung der Aktienmärkte, daß die Preisbildung auch am Aktienmarkt, ungeachtet aller Ausschläge nach oben und unten, letzten Endes immer wieder die Tendenz hat, sich auf der Basis der Rente auszugleichen. Denn letzten Endes ist in unserer kapitalistischen Wirtschaft doch immer nur die Rente Maßstab für den Wert einer Kapitalbeteiligung, wie sie die Aktie darstellt. Und zwar muß diese Rente, die man von einer Aktie erwartet — nicht dagegen natürlich die bisherige, die bei Konjunktur vielleicht weit über-

boten werden kann —, grundsätzlich über der Rente für langfristiges Leihgeld liegen, weil ja der Aktionär im Gegensatz zum Obligationär das volle Unternehmerrisiko trägt. Die Differenz wird im übrigen gering sein, wo das Unternehmerrisiko für gering angesehen wird wie etwa bei Hypothekenbankaktien oder ähnlichen Papieren. Und sie wird besonders groß sein bei Aktienkonjunktur- oder krisenempfindlicher Industrieunternehmungen oder Betrieben mit überwiegend spekulativem Einschlag.

Aufgaben und Funktionen des Geldmarktes.

Haben wir vorstehend kurz die Probleme der Preisbildung am Kapitalmarkt untersucht, um die zu Eingang dieses Aufsatzes gemachten Feststellungen auf ihre Richtigkeit zu prüfen, so ist nunmehr auf die Funktionen des Geldmarktes selbst näher einzugehen. Zu diesem Zwecke ist zunächst zu untersuchen, welche Glieder der Volkswirtschaft überhaupt am Geldmarkt beteiligt sind. Dabei ergibt sich von vornherein gegenüber dem Kapitalmarkt ein grundlegender Unterschied. Während am Kapitalmarkt jeder einzelne Kapitalist durch Erteilung eines Kaufauftrages von — sagen wir — 1000 RM Hypothekenbankpfandbriefen das Angebot unmittelbar und — falls er Hausbesitzer ist — durch Beantragung einer Hypothek die Nachfrage wenigstens noch mittelbar beeinflussen kann, bleibt der weitaus größte Teil von Angebot und Nachfrage nach kurzfristigem und mittelfristigem Geld von dem Markt, den man in der Praxis als „Geldmarkt“ bezeichnet, überhaupt ausgeschlossen, und wird, und zwar in der Hauptsache durch Banken, unmittelbar zum Ausgleich gebracht.

Damit sind also die

privaten Banken die maßgebenden, wenn auch nicht die alleinigen Träger des Geldmarktes

geworden. Rein theoretisch könnte man annehmen, daß die Banken Angebot und Nachfrage nach Geld zunächst in sich einfach in ähnlicher Weise, wie dies ein guter Makler tut, ausgleichen, und dann die Spitzen, die sie nicht in sich zum Ausgleich bringen können, in Form von Angebot und Nachfrage an den Geldmarkt bringen; mit anderen Worten also, daß die Banken gewissermaßen bloß Funktionäre und Träger einer von einer Zentrale bis in die letzten Adern der Volkswirtschaft gehenden Marktorganisation sind. Dies ist jedoch in dieser Form nicht der Fall.

Der Grund hierfür liegt zunächst darin, daß die Banken heute nicht nur die einfache Funktion von Sammel- und Verteilungsstellen von Kapital, sondern auch die viel kompliziertere von Umformstationen haben.

Denn, wie auch in den Plutus-Briefen schon bei wiederholten Gelegenheiten dargelegt wurde, erschöpft sich die Tätigkeit der Banken ja nicht darin, Gelder hereinzunehmen und — womöglich ohne eigenes Obligo wie am Kapitalmarkte — mit gleichen Fristen wieder weiterzuleiten: *Die Banken saugen vielmehr die ihnen angebotenen oder auch die aus eigener Initiative herangeholten fremden Gelder gewissermaßen ganz in sich auf und leiten sie auf der anderen Seite ihres Organismus in völlig veränderter Form und mit ganz anderen Fristen wieder aus. Und zwar durchaus nicht nur in Formen und mit Fälligkeiten, die den im Passivgeschäft üblichen auch nur einigermaßen entsprechen.*

Ein gewisser Prozentsatz fließt vielmehr — um mit dem einen Extrem zu beginnen — in Form des Ankaufs von Effekten unmittelbar in den Kapitalmarkt. Darüber hinaus legen bekanntlich die Sparkassen, also Institute, die sich in der Hauptsache aus Einlagen finanzieren, die spätestens innerhalb von drei Monaten von den Kunden fällig gestellt werden können, sogar einen erheblichen Teil ihrer Aktiven in Hypothekendarlehen fest. Erhebliche weitere Teile der fremden Mittel werden bei allen Banken zwar formell mit kurzen Fälligkeiten in Form von Kontokorrentkrediten, Wechseldiskontierungen usw. weitergegeben. Jedoch liegt auch hiervon wieder bei fast allen Banken, wenigstens praktisch, der weitaus größte Teil teils aus Rücksicht auf die Kundschaft, teils aus einer tatsächlichen Illiquidität der Kunden heraus, auf mehr oder minder lange Zeit völlig fest. Nur ein gewisser Prozentsatz der gesamten in einer Bank arbeitenden Mittel pflegt schließlich wirklich in kurzfristiger Form, und zwar mit Fälligkeiten, wie sie praktisch im gesamten Passivgeschäft üblich sind, angelegt zu werden.

Daß eine solche Politik, ohne daß ununterbrochen erhebliche Reibungen entstehen, in der Regel überhaupt möglich ist, liegt dabei, wie wir ebenfalls schon bei früherer Gelegenheit ausführlich dargelegt haben (vgl. Plutus-Brief „Bankpolitik“ vom September 1930), vor allem in zwei Ursachen begründet. Einmal pflegt von den Passiven trotz ihrer formellen Kurzfristigkeit, solange eine Bank das allgemeine Vertrauen ihrer Einleger besitzt, das sie aus diesem Grunde, um lebensfähig zu sein, eben stets braucht, nur selten mehr als ein kleiner Bruchteil in kürzerer Frist von den Kunden abgezogen zu werden (natürlich ist dies nur auf den gesamten Einlagenbestand zu beziehen, denn die Fluktuation im einzelnen ist oft außerordentlich groß). Zum zweiten hoffen die Banken, wenn die Abzüge einmal aus irgendwelchen besonderen Gründen ungewöhnlich groß sein sollten, noch immer im Geldmarkt und bei der Zentralnotenbank, von deren inniger Verbundenheit mit dem Geldmarkt noch zu sprechen sein wird, einen Rückhalt zu finden.

Tatsächlich ist es also heute nicht so, daß die Banken dem Geldmarkt einfach den Überschuß zwischen Angebot und Nachfrage an Kapital, den sie in sich nicht ausgleichen können, zuführen. Sie sind vielmehr — markttechnisch betrachtet — selbständige Organisationen, die Angebot und Nachfrage nach ihren eigenen, be-

triebs- und geschäftspolitisch bedingten Grundsätzen miteinander vereinigen und dem Geldmarkt gegenüber jedenfalls nicht die Stellung von Kommissionären, sondern die selbständiger Partner haben. Gleichzeitig sind sie durch die ganze Struktur ihres Geschäfts jedoch auch zu einem überaus wichtigen Bindeglied zwischen dem Geldmarkt auf der einen Seite und dem Kapitalmarkt auf der anderen Seite geworden.

Die Richtigkeit der vorstehend gemachten Feststellung erweist sich wiederum am besten, wenn man das Problem der Preisbildung im Kreditgeschäft der Banken betrachtet. Während nämlich der eigentliche Geldmarkt bekanntlich ein überaus empfindliches Instrument ist, das auf die feinsten Veränderungen im Volumen von Angebot und Nachfrage bereits reagiert, weisen sowohl die Debet- wie die Kreditzinssätze bei den Banken in der Regel eine überaus große Stabilität auf. Zwar können auch bei der Festsetzung dieser Zinssätze naturgemäß die Verhältnisse am Geldmarkt nicht völlig aus dem Kreis der Betrachtung ausgeschaltet werden. Sie werden vielmehr z. B. in Deutschland gewohnheitsmäßig in der Weise berücksichtigt, daß man die Zinssätze etwa parallel mit dem Reichsbankdiskontsatz herauf- und heruntersetzt: Von den laufenden Veränderungen der Sätze am Geldmarkt werden die Bankzinssätze jedoch in der Regel überhaupt nicht berührt. Der Grund hierfür liegt eben darin, daß es sich hier um einen ganz anderen „Markt“ handelt, der mit dem Geldmarkt nur sehr indirekt in Berührung steht, und daß Einlagen und Anlagen der Banken wenigstens in der Hauptsache grundsätzlich einen ganz anderen Charakter haben als das, was am Geldmarkt nachgefragt und angeboten wird.

Es ist nunmehr weiter zu fragen, was für eine Art von „Kaufkraft“ (um die Ausdrücke „Kapital“ und „Geld“ zur Ausschaltung von Mißverständnissen einmal völlig zu vermeiden) es eigentlich ist, die am Geldmarkte angeboten und nachgefragt wird. Zu ihrer Beantwortung sei zunächst eine interessante Definition des Geldmarktes herangezogen, die in dem von dem Ausschuß zur Untersuchung der Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft (Enqueteausschuß) unter dem Titel „Der Bankkredit“ herausgegebenen Teile der Untersuchungsergebnisse gegeben wird. Dort lesen wir auf S. 117: Unter „Geldmarkt“ wird der

Markt für kurzfristige Kredite

verstanden, an dem die Banken sowohl als Kreditgeber wie als Kreditnehmer auftreten. Dieser Markt hat im wesentlichen die Aufgabe, den Spitzenausgleich zwischen den Kas-

senbeständen der Kreditinstitute herbeizuführen und die Verwendung ihrer kurzfristigen Einlagen zu langfristigen Anlagen zu fördern.

Mit andern Worten also: der Geldmarkt ist auf der einen Seite das notwendige Reservoir, aus dem die Banken (und durch sie natürlich auch die gesamte Wirtschaft) Barmittel entnehmen können, wenn dies zur Aufrechterhaltung ihrer Zahlungsfähigkeit bzw. ihrer Liquidität notwendig ist. Er ist also eigentlich das wichtigste und *unentbehrlichste Sicherheitsventil des gesamten Bankwesens*, bei dessen Versagen die gesamte Kreditorganisation einer Volkswirtschaft in Unordnung kommen kann, weil aus schon erörterten Gründen die Banken ihren Verpflichtungen aus eigener Kraft etwa durch Anhäufung entsprechender Barreserven im Notfall kaum je nachkommen könnten. Auf der andern Seite ist er aber gleichzeitig auch die stets empfangsbereite Schale, in die alle *flüssigen bzw. flüssig zu haltenden Mittel* aus Banken und Wirtschaft hereinströmen, um auch für die Dauer ihres scheinbaren Brachliegens nützliche Arbeit verrichten zu können.

Schon aus dieser nur in kurzen Umrissen gegebenen Erklärung von Aufgaben und Funktion des Geldmarktes ergeben sich nunmehr nach zwei Richtungen hin bedeutsame Schlüsse. Zum ersten ist daraus zu entnehmen, daß für ein reibungsloses Funktionieren des Geldmarktes alles darauf ankommen muß, daß die Anlagen auf dem Geldmarkte wirklich flüssig bzw. kurzfristig sind und bei Fälligkeit auch unter allen Umständen frei abdisponiert werden können. Dies versucht man praktisch einmal durch die Auswahl der Beteiligten, also praktisch vor allem dadurch zu erreichen, daß in der Hauptsache nur Banken am Geldmarkte zugelassen sind; und zum andern auch dadurch, daß der Geldhandel auf bestimmte Geldhandelsformen beschränkt bleibt, und zwar insbesondere in der Hinsicht, daß die Fälligkeit eines gegebenen oder genommenen Geldbetrages a priori vereinbart wird.

Der zweite wichtige Schluß, den unsere weiter oben gemachten Überlegungen zulassen, ist der, daß der Geldmarkt eines Landes seinen schwierigen Aufgaben um so besser gerecht werden kann, je elastischer er arbeitet und je besser seine Organisation ist. Denn ein schlecht organisierter und unelastischer Geldmarkt zwingt die Banken zunächst einmal schon zur Unterhaltung relativ großer Barreserven, was wiederum kreditverteuernd wirken muß, da ja die Banken ihre Liquiditätskosten letzten Endes stets auf ihre Einlagen und Schuldner in Form einer entsprechenden Zinsspanne umlegen müssen. Weiter werden die Banken bei solchen Verhältnissen aber auch gezwungen, in den ihren

Kunden eingeräumten Kreditfazilitäten unerwünscht große Schwankungen eintreten zu lassen, insbesondere aber häufig gerade in solchen Zeiten Kreditrestriktionen vorzunehmen, in denen eine solche Maßnahme im allgemeinen volkswirtschaftlichen Interesse besonders unerwünscht ist.

Die Geschäfte des Geldmarktes.

Die Tatsache, daß aus den schon besprochenen Gründen die Anlagen am Geldmarkte unter allen Umständen flüssig sein sollen, hat, wie ebenfalls bereits erwähnt wurde, praktisch zur Folge, daß hier nur Partner und Formen für den Geldhandel in Frage kommen, die nach dieser Richtung hin eine gewisse Gewähr bieten. Untersucht man nun einmal die etwa in Deutschland am Geldmarkte gebräuchlichen Geschäfte unter solchen Gesichtspunkten, so wird man etwa folgendes feststellen können.

Der

Markt für Tagesgeld

stellt die praktisch kurzfristigste Anlagemöglichkeit für Geld überhaupt dar; denn der Geldgeber hat hier die Möglichkeit, sein Geld bereits nach 24 Stunden wieder zurückzufordern, wie natürlich der Geldnehmer nach dem gleichen Zeitraum auch ein Rückgaberecht hat. Wird von keiner der beiden Parteien von ihrem Recht Gebrauch gemacht, so laufen Tagesgelder, beispielsweise in Berlin, von Tag zu Tag weiter, wie noch in dem Aufsatz über die deutschen Geldmarktverhältnisse im einzelnen zu zeigen sein wird.

Die tatsächlichen Gebräuche bezüglich der Kündigung und Rückgabe sind natürlich völlig verschieden. Insbesondere wird hier viel von der Zusammensetzung der Kontrahenten und der Höhe der Beträge abhängen. So wird ein Geldnehmer, der bei kleineren oder mittleren Firmen Tagesgeld entnimmt, in der Regel viel eher mit einer Zurückziehung auch gegen seinen Willen rechnen müssen als ein solcher, der sein Tagesgeld von den Großbanken hat. Denn diese werden stets so große Beträge als Tagesgeld zu vergeben haben, daß sie auf die Wünsche ihrer Tagesgeldnehmer in viel größerem Umfang Rücksicht nehmen können als kleinere und mittlere Firmen.

Als Geldnehmer für Tagesgeld kommen sowohl aus Bonitäts- wie aus Liquiditätsgründen im übrigen, soweit es sich um Blankogelder handelt, nur erste Firmen in Frage, deren Zahlungsfähigkeit über jedem Zweifel steht. Bei andern Geldnehmern wird in der Regel Effekteckung gestellt. Die Beantwortung der Frage, ob auch bei solchen Geldnehmern an der Flüssigkeit der herausgelegten Beträge kein Zweifel aufkommen kann, richtet sich hier in erster Linie nach der Zusammensetzung und Verkäuflichkeit der als Sicherheit gestellten Effektenpakete. In Zeiten einer schweren Börsendepression bzw. bei ungünstiger Mischung der Sicherheitseffekten kann es auch durchaus vorkommen, daß selbst Tagesgelder vorübergehend festliegen. Jedoch werden die Geldgeber schon mit Rücksicht auf die am Tagesgeldmarkt meist geltenden niedrigen Sätze stets nach Möglichkeit dar-

auf bedacht sein, solche Posten in möglichst engen Grenzen zu halten.

Zum

Termingeldmarkt

rechnet man begrifflich alle Gelder, die auf feste Fristen, jedoch länger als auf einen Tag gehandelt werden. Hierher gehören daher vor allem Monats- und Halbmonatsgelder, jedoch auch Gelder, die auf längere Fristen, und zwar insbesondere auf 2, 3 oder 6 Monate festgelegt werden. Zum Termingeldmarkt gehört endlich vor allem auch der Markt für Reportgelder.

Die Geschäfte am Termingeldmarkt werden in ähnlicher Weise, wie es im Tagesgeldmarkt üblich ist, zwischen Instituten, die als erste Aufgäbe gelten, blanko abgewickelt, andere Institute, insbesondere kleinere Banken, erhalten dagegen Termingelder nur gegen Effektendeckung. Der große Umfang des Termingeldhandels, insbesondere aber die Tatsache, daß hier gerade von den mittleren und großen Instituten der größte Teil ihrer flüssigen Mittel angelegt wird, zwingt sie naturgemäß, darauf zu achten, daß bei einer etwaigen zwangsweisen Realisierung dieser Sicherheiten für sie nicht nur keine Verluste entstehen, sondern daß vor allem die Realisation gegebenenfalls auch in einem relativ kurzen Zeitraum möglich ist.

Die zur Deckung hereingegebenen Pakete sollen aus diesem Grunde, wie schon erwähnt, stets eine möglichst starke Mischung aufweisen; außerdem aber sollen auch die einzelnen darin enthaltenen Effekten möglichst Werte mit einem großen Markte sein; handelt es sich um Aktien, so sind demnach vor allem Terminwerte zur Hereingabe geeignet; handelt es sich um festverzinsliche Werte, so müssen es solche sein, bei denen die Kurse nicht nur künstlich gemacht werden und von denen man weiß, daß gegebenenfalls tatsächlich entsprechende Verkäufe möglich sind. Schließlich sucht sich der Geldgeber auch dadurch zu schützen, daß er sich in der Regel nicht mit einer 100%igen Deckung begnügt, sondern einen zusätzlichen Einschub verlangt, der je nach Art und Zusammensetzung der herausgegebenen Effekten und nach dem Ruf des Kreditnehmers zwischen 10 und 50% des Kredits zu schwanken pflegt und im Durchschnitt wohl ungefähr 25% beträgt.

Trotz aller dieser Vorsichtsmaßnahmen wird natürlich die Realisierbarkeit der Effektendeckungen und demnach auch die Flüssigkeit der gegen Effektendeckung gegebenen Termin- und Tagesgelder stets wesentlich von dem Zustand der Börse und ihrer Aufnahmefähigkeit abhängen. Dies hat aber wiederum zur Folge, daß die Verhältnisse an der Effektenbörse, sowohl für die allgemeine Entwicklung am Geldmarkte als auch für

die Liquidität der Wirtschaft und der Banken überhaupt von höchstem Interesse sind. Und ebenso wie auf der einen Seite ein übersteigertes Kursniveau eine Gefährdung der Liquidität der Banken in sich tragen kann, weil hier eine übermäßige Aufblähung des Kreditvolumens auf Grund einer Überschätzung der wirtschaftlichen Substanz vorliegt, so ist umgekehrt auch eine offensichtliche Unterwertung der Effekten, wie sie im Zuge einer allgemeinen Börsenderoute leicht eintreten kann, im Interesse der Liquidität von Banken und Wirtschaft durchaus unerwünscht, weil sie durch die übermäßige Entwertung der Substanz die Grundlagen des allgemeinen Kredites erschüttert.

In diesem Zusammenhange sind die öffentlichen Erörterungen von Interesse, die in Deutschland in den letzten Jahren über das

Problem der Liquidität der Reportgelder

stattgefunden haben und die deshalb kurz ins Gedächtnis zurückgerufen werden sollen.

Wie man sich erinnert, hat im Mai 1927 der damalige Reichsbankpräsident Schacht auf die Banken einen gewissen Druck zur Verminderung ihrer Reportgelderausleihungen ausgeübt; und zwar einmal, weil er von dieser Seite her eine allzu starke und insbesondere für die Reichsbank unbecome Überschwemmung des deutschen Marktes mit ausländischem Geld befürchtete (vgl. Plutus 1927 Heft 6 „Börsenkrisen“), dann aber auch, weil er glaubte, daß die allzu starke Ausdehnung des Reportgeschäftes die Liquidität der Banken ungünstig beeinflusse und damit für die Reichsbank die Notwendigkeit bringen könne, in einem unerwünscht großen Umfange für die Banken mit Krediten einspringen zu müssen. Die Durchführung der daraufhin von den Großbanken gemeinsam durchgeführten Reportgeldrestriktion hat dann jedoch gezeigt, daß mit Hilfe der überaus gut funktionierenden Organisation des Berliner Terminmarktes eine solche Herabsetzung und damit Verflüssigung der Reportgelder durchaus möglich ist. Die hohe Liquidität der Reportgelder schien damit zunächst außer Zweifel zu stehen.

Ganz allmählich setzte sich jedoch die Auffassung durch, daß man den Liquiditätsgrad der Reportgelder nicht nur unter dem Gesichtspunkt einer reibungslosen technischen Abwicklung beurteilen dürfe. Einmal kann nämlich, wie ja die Erfahrung in Deutschland klar gezeigt hat, eine plötzliche schnelle Herabsetzung der Reportgelder die allgemeine Situation an der Börse von Grund auf erschüttern und eine völlige Deroutierung der Märkte herbeiführen, die sich auf die Dauer viel schlimmer auswirken muß als selbst die offene Anerkennung einer geringeren Liquidität dieser Anlagen. Zum anderen setzt sich eine einzelne Bank, die dazu übergeht, auf diese Liquiditätsreserve in größerem Umfange zurückzugreifen, leicht für sie unangenehmen öffentlichen Erörterungen über die mutmaßlichen Beweggründe ihres Vorgehens aus. Sie kann dadurch aber gegen ihren Willen unter Umständen gerade in einer Zeit, in der dies für sie besonders unangenehm ist, zu einer Aufrechterhaltung der alten Kontingente veranlaßt werden.

Neben den bisher besprochenen Teilmärkten bildet in Deutschland von jeher der

Markt für Privatdiskonten

einen besonders wichtigen Teil des Geldmarktes, wenn er auch die große Leistungsfähigkeit und Elastizität, die er vor dem Kriege besessen hat, seither infolge der veränderten Verhältnisse noch nicht hat wiedererlangen können. Als Privatdiskonten gelten dabei bekanntlich nur die Bankakzepte erster Banken, die eine bestimmte Laufzeit haben, und zwar entweder eine Laufzeit von 30—55 Tagen (kurze Sicht), oder eine solche von 56—90 Tagen (lange Frist). Insgesamt besitzen die Eigenschaft, als Privatdiskonten gehandelt zu werden, heute in Deutschland die Akzepte von etwa 100 Banken. Dagegen sind die Akzepte auch von großen Handels- und Industrieunternehmungen nicht mehr zum Privatdiskontenmarkt zugelassen.

Als Käufer von Privatdiskonten kommen die verschiedensten Stellen in Frage. Um die diskontierten Akzepte jedoch später bei Bedarf weitergeben zu können, werden sie häufig zwischen den Banken zunächst ausgetauscht. Dies ist vor allem dann notwendig, wenn an einen Verkauf an die Reichsbank gedacht wird, weil diese Bankakzepte aus erster Hand in der Regel nicht kauft. Dies ist aber um so wichtiger, als die Reichsbank im Zuge der Entwicklung im allgemeinen einer der wichtigsten Käufer am Markt der Privatdiskonten geworden ist.

Im ganzen gesehen ist also der Privatdiskontenmarkt auf eine verhältnismäßig enge Gruppe von Interessenten beschränkt, was wiederum die Banken zwingt, in der Akzeptgewährung eine gewisse Zurückhaltung zu üben. In diese Richtung geht auch eine Vereinbarung, die vor Jahren unter dem Einfluß der Reichsbank von den Mitgliedern der Stempelvereinigung getroffen wurde, und der sich seither die meisten akzeptgebenden Banken angeschlossen haben dürften, daß nämlich Akzepte in der Regel nicht über die Hälfte der Eigenmittel hinaus gegeben werden sollen. Gegenüber der Vorkriegszeit, in der der Akzeptumlauf vielfach die ganze Höhe der Eigenmittel erreichte oder sogar überschritt, und gegenüber den Gepflogenheiten in anderen Ländern (z. B. in England, wo die Banken zum Teil in mehrfacher Höhe ihrer Eigenmittel Akzepte geben) ist dies zwar eine ziemlich weitgehende Beschränkung. Jedoch muß hier eben berücksichtigt werden, daß nun einmal der Käuferkreis beschränkt ist, und daß es für den Markt überaus unangenehm sein muß, wenn Privatdiskonten gelegentlich überhaupt nicht angebracht werden können.

Der Privatdiskontenmarkt wird in gewisser Hinsicht erweitert durch den Markt für Reichsschatzwechsel, die eine Höchstlaufzeit von

3 Monaten haben und zu den gleichen Sätzen wie Privatdiskonten gehandelt werden. Durch die Novelle zum Bankgesetz vom 8. Juli 1926 ist die Reichsbank ermächtigt, vom Reich gegebene Schatzwechsel, die nach spätestens 3 Monaten fällig sind, und aus denen außer dem Reich noch mindestens ein weiterer als zahlungsfähig bekannter Verpflichteter haftet, zu kaufen und zu verkaufen. Die Reichsbank darf derartige Schatzwechsel auch bis zu 95% ihres Börsenwertes lombardieren; jedoch darf sie weder im Diskont noch im Lombard im ganzen mehr als 400 Millionen RM solcher Wechsel hereinnehmen und sie auch nicht zur Notendeckung verwenden.

Es bleibt nunmehr noch übrig, über den

Handel in Warenwechseln

zu sprechen. Hier haben wir ein Doppeltes zu unterscheiden. An erster Stelle tritt als Käufer von Warenwechseln bekanntlich die Reichsbank auf. Die Hereinnahme solcher Wechsel bindet daher die Mittel der Banken nicht in der gleichen Weise wie die Gewährung von Kontokorrentkrediten; sie läßt vielmehr die Möglichkeit einer Refinanzierung offen. Von einem „Markt“ kann man hier jedoch nicht eigentlich sprechen, da auf der einen Seite immer der gleiche Kontrahent steht, der sich außerdem in einer besonderen Machtposition befindet und die Preise autonom festsetzt. Auch ist ja die Reichsbank (wie übrigens jede Zentralnotenbank) keineswegs verpflichtet, Wechselmaterial herinzunehmen, das ihr angeboten wird, auch wenn es an sich ihren Anforderungen entspricht.

An diesem Umstand ändert auch die Tatsache nichts, daß die Reichsbank intern für ihre Kunden Kontingente festsetzt, innerhalb deren sie normalerweise einer Diskontierung entsprechenden Materials keine Schwierigkeiten entgegensetzt. Denn einmal sind diese Kontingente, wie schon erwähnt, nur intern festgesetzt, also nicht bindend gegenüber dem Kunden. Zum anderen hat sie aber auch immer die Möglichkeit, die Rediskontierungen entweder dadurch einzudämmen, daß sie das angebotene Material besonders stark sichtet und einen Teil der ihr angebotenen Wechsel auf diese Weise zurückgibt. Oder aber sie restringiert die Kontingente unmittelbar, wie es in Deutschland bekanntlich aus währungspolitischen Gründen wiederholt vorgekommen ist.

Erwähnt sei in diesem Zusammenhang schließlich, daß in ähnlicher Weise auch diejenigen Zentralnotenbanken, bei denen die Kontingente nicht nur intern, sondern offen festgesetzt werden und daher den Kunden genau bekannt sind, sich gegen eine allzu starke Überschwemmung mit Wechseln zur Wehr zu setzen pflegen, so daß also jedenfalls das Wechselmaterial einer Bank, auch wenn es an sich den Bedingungen der Zentralnotenbank entspricht (was schon fast immer nur für einen Teil der Wechsel zutrifft), keineswegs im ganzen den gleichen Liquiditätsgrad besitzt, wie die Anlage von Geld in einer der bisher erörterten Formen.

Neben der Reichsbank hat sich nun allerdings in Deutschland noch ein besonderer Markt für bankgierte Warenwechsel herausgebildet, auf dem reichsbankfähige Warenwechsel mit Bankgiro zwischen privaten Kontrahenten gehandelt werden. Als Anbieter solcher Warenwechsel sind dabei zeitweilig nicht nur kleinere Institute, die sich auf diese Weise bei größeren Instituten refinanzieren wollten, aufgetreten, sondern Banken jeder Größenklasse. Im ganzen überwiegen allerdings in der Regel die kleineren Institute, die sich auf diese Weise eine weitere Refinanzierungsstelle neben der Reichsbank schaffen wollen. Im übrigen sind die Grenzen dieses Marktes auch schon aus rein praktischen Gründen relativ eng gezogen, weil nämlich nur eine beschränkte Zahl von geldgebenden Stellen für die Rediskontierung in Frage zu kommen pflegt. Die Tatsache des Vorhandenseins eines solchen Marktes ist daher nicht geeignet, die Liquidität der Wechselanlage im ganzen wesentlich zu erhöhen, die vielmehr immer in erster Linie von dem Verhalten der Reichsbank abhängen wird.

Zentralnotenbank und Geldmarkt.

Wir kommen damit zu einer Frage, die schon weiter oben als eines der Kernprobleme des Geldmarktes bezeichnet wurde, nämlich den Verhältnis der Zentralnotenbank zum Geldmarkt. Dieses Problem hat dabei ein doppeltes Gesicht. Es handelt sich einmal um die Frage, inwieweit durch die Politik der Zentralnotenbank die Zinssätze am Geldmarkt beeinflußt werden sollen bzw. tatsächlich beeinflußt werden können, und zum zweiten darum, in welchem Umfange die Zentralnotenbank überhaupt den

Ausgleich zwischen Angebot und Nachfrage am Geldmarkt

zu beeinflussen bzw. herbeizuführen vermag.

Beginnen wir mit dem letzteren Punkt, so ist zunächst bekanntlich eine Zentralnotenbank stets an sich in dem Umfange in der Lage, den Geldmarkt durch zusätzliches Angebot zu alimentieren, indem sie durch Emission von Noten auf Wechselgrundlage zusätzliche Kaufkraft zu schaffen vermag. Theoretisch liegt also die Grenze für die Hereinnahme von Wechseln in letzter Linie in den ihr durch das Statut gezogenen Grenzen für die Notenenmission. Praktisch kann eine Zentralnotenbank allerdings sowohl aus währungs- wie aus konjunkturpolitischen Gründen natürlich niemals diesen Zeitpunkt in völliger Passivität abwarten, um dann die weitere Hereinnahme von Wechseln einfach zu verweigern (die Hereinnahme von Lombardgeldern spielt in diesem Zusammenhang keine Rolle, weil sie nicht zur Notendeckung herangezogen werden können). Ebenso wird sie nicht umge-

kehrt, ohne irgendwelche Gegenmaßnahmen zu ergreifen, eine allmähliche völlige Entleerung ihres Portefeuilles mitanzusehen, sofern überhaupt Wechsel bei ihr als Notendeckung zugelassen sind.

Sie wird vielmehr stets bemüht sein, die Größe der an sie herantretenden Kreditansprüche zu beeinflussen. Hierzu stehen ihr aber grundsätzlich vor allem zweierlei Mittel zur Verfügung, nämlich einmal das Mittel der Diskontpolitik und zum zweiten das Mittel der Kreditrationierung. Hiervon kommt das an letzter Stelle genannte Mittel allerdings nur in Frage, wenn beabsichtigt ist, den Umfang der Beanpruchung durch die Zentralnotenbank durch die Wirtschaft künstlich zu fixieren oder einzudämmen. Es besteht darin, daß die Zentralnotenbank autonom einen Höchstbetrag für ihr Wechselportefeuille festsetzt, und nach Erreichung dieses Höchstbetrages Wechsel nur noch in dem Umfange hereinnimmt, wie alte Wechsel ablaufen und zur Einlösung kommen. Die Durchführung dieses Diskontierungsprinzips setzt bei starker Kreditnachfrage voraus, daß für sämtliche in Betracht kommenden Kreditnehmer Höchstkontingente festgesetzt werden, über die hinaus eine Diskontierung von Wechseln auf keinen Fall stattfindet.

Das Prinzip birgt ohne Zweifel die Gefahr einer starken Willkür in sich, da die Auslese der zu befriedigenden Nachfrage auf Grund autonomer Festsetzung einer behördlichen Stelle und nicht auf Grund der Gesetze des freien Marktes erfolgt. Außerdem bringt das Prinzip auch sonst erhebliche Unzulänglichkeiten verschiedenster Art mit sich. Trotzdem kann seine Anwendung, wie gerade die Entwicklung in Deutschland in der ersten Zeit nach der Inflation gezeigt hat, notwendig werden, wenn die Zentralnotenbank es auf keine andere Weise möglich machen kann, die an sie herantretenden Kreditansprüche auf das ihr erforderlich erscheinende Maß zu beschränken. Immerhin dürfte die Kreditrationierung auch in Zukunft stets nur eine Sondermaßnahme sein, deren Anwendung nur durch außergewöhnliche Umstände (Gefährdung der Währung u. dgl.) gerechtfertigt werden kann.

Demgegenüber ist das normale kreditpolitische Instrument der Notenbanken bekanntlich die Diskontpolitik. Es wird in der Weise gehandhabt, daß bei einem unerwünscht starken Anwachsen der Kreditnachfrage der Diskont erhöht und bei starkem Nachlassen der Diskont gesenkt wird. Die absolute Höhe des Diskonts muß dabei in normalen Zeiten stets in der Nähe der auf dem freien Geldmarkte liegenden Sätze liegen. Denn Banken und Wirtschaft werden den Diskont der Zentralnotenbank nur dann in Anspruch nehmen, wenn sie nicht die Möglichkeit haben, sich auf andere Weise billiger das benötigte Geld zu ver-

schaffen. Und umgekehrt wird die Zentralnotenbank auch nicht nennenswert unter die auf dem Geldmarkt herrschenden Sätze heruntergehen können, wenn sie sich nicht einer übermäßigen Beanspruchung aussetzen soll.

Eine erhebliche Schwierigkeit für die Diskontpolitik der Zentralnotenbanken besteht nun darin, daß sie sich aus währungs- und konjunkturpolitischen Gründen in der Regel nicht darauf beschränken können, einfach der Preisbildung auf dem freien Markte zu folgen und innerhalb der ihnen erlaubten und ein für allemal für richtig gehaltenen Grenzen allzu starke Veränderungen des Kreditvolumens durch Herauf- bzw. Herabsetzung des Diskonts zu verhindern. Sie müssen vielmehr bei Durchführung ihrer Diskontpolitik auch noch auf eine große Anzahl sonstiger Umstände achten, die im Rahmen ihrer Gesamtaufgaben zum Teil von erheblicher Bedeutung sind.

Zunächst steht man, um bei einem äußerlichen Punkte zu beginnen, heute vielfach auf dem Standpunkt, daß allzu schnelle und ruckweise Diskontveränderungen im Interesse einer kontinuierlichen Entwicklung der Wirtschaft nach Möglichkeit vermieden werden sollen. Zum zweiten kann unter Umständen, besonders in Perioden sinkender Konjunktur, eine Heraufsetzung des Diskonts, auch wenn sie aus technischen Gründen notwendig erscheint, als unerwünscht empfunden werden, weil dadurch die Produktionskosten der Wirtschaft an einem Zeitpunkte verteuert werden, an dem jedes Interesse daran bestehen muß, sie eher zu senken als zu steigern. Dies gilt dabei um so mehr, als bekanntlich von der Höhe des Reichsbankdiskontsatzes die Debetzinssätze der Banken stark beeinflußt werden, von deren Höhe wiederum die Kosten der Betriebskredite der Wirtschaft zum großen Teil abhängig sind. Umgekehrt kann eine Herabsetzung des Diskontsatzes trotz geringerer Kreditinanspruchnahme z. B. dann nicht angebracht erscheinen, wenn infolge Abströmens ausländischer Gelder ins Ausland und Abfließen inländischer Gelder ins Ausland das baldige Eintreten einer starken Versteifung des Geldmarktes zu befürchten ist.

Von besonderer Wichtigkeit für die Politik der Zentralnotenbank kann endlich die Liquiditätspolitik der privaten Banken sein. Je geringer die Liquidität der privaten Banken nämlich ist, desto größer ist die Gefahr für die Zentralnotenbank, mit wachsender Verknappung am Geldmarkte in übermäßigem Umfange in Anspruch genommen zu werden. Nun kann sie sich zwar, wie schon weiter oben dargelegt, gegen eine allzu starke Inanspruchnahme durch die Banken stets entweder durch schnelle und scharfe Heraufsetzung des Diskonts oder auch durch Kreditrationierung zur Wehr setzen. Von beiden Mitteln ist jedoch das letztere, wie wir gesehen haben, nur als ein im äußersten Notfall vertretbares anzusehen, und auch der Heraufsetzung des Diskonts stehen oft Bedenken entgegen, und zwar besonders dann, wenn vorauszusehen ist, daß das Ausmaß der Erhöhung ziemlich groß sein muß, um den gewünschten Erfolg zu erzielen.

Die Zentralnotenbank wird sich also unter Umständen anderer vorbeugender Mittel bedienen müssen, will sie die vorstehend besprochenen Maßnahmen nach Möglichkeit verhindern. In Betracht kommt dabei praktisch vor allem der Versuch, die Liquiditätspolitik der Banken rechtzeitig zu beeinflussen, wenn sie ihr zu Bedenken Anlaß zu geben scheint. Hierzu ist aber natürlich zunächst nötig, daß sie die Liquiditätspolitik der Banken laufend verfolgen kann. Denn die in jedem Fall zur Veröffentlichung kommenden Jahresbilanzen der Aktienbanken nützen ihr wegen ihres weiten zeitlichen Auseinanderliegens hier wenig. In Deutschland wird dies berechnete Verlangen der Zentralnotenbank nun bekanntlich dadurch erfüllt, daß die Banken ihr in monatlichen Abständen Bilanzen einreichen, die außerdem durch die Reichsbank dann überdies noch veröffentlicht werden.

Aus diesen Bilanzen kann die Reichsbank aber zweierlei ersehen, was für sie von Wichtigkeit ist, nämlich einmal den Umfang der sog.

Barliquidität der Banken

(Kasse + Notenbankguthaben), und zum zweiten die liquiditätsmäßige Zusammensetzung der übrigen Aktiven. Die Kenntnis der Größe der Barliquidität ist für die Reichsbank deshalb interessant, weil sie daraus ersehen kann, inwieweit die Banken in ihrer Gesamtheit, ohne auf sie zurückgreifen zu müssen, Zahlungen leisten können. Diese Fähigkeit ist heute in Deutschland außerordentlich gering, da die Barliquidität der deutschen Großbanken seit Jahren unter 3% liegt. Nun hat allerdings die Reichsbank sowohl vor dem Kriege als auch in den letzten Jahren immer wieder versucht, die Banken zur Erhaltung einer größeren Barliquidität anzuhalten, und nach dieser Richtung hin teilweise sogar einen nicht unerheblichen Druck ausgeübt. Ein wesentlicher Erfolg war ihr dabei jedoch nicht beschieden, da die Banken wohl vor allem mit Rücksicht auf die mit einer Erhöhung der Barliquidität verbundenen erheblichen Zinsverluste gerade in diesem Punkte sich den Wünschen der Reichsbank hartnäckig widersetzt haben.

Förderlich war ihnen dabei, daß über die Wünschbarkeit einer solchen Erhöhung, auch abgesehen von den damit verbundenen Kosten, die Ansichten in Wissenschaft und Praxis keineswegs einheitlich sind. Während nämlich die Reichsbank aus Gründen der Erhaltung einer ausreichenden Liquidität in der Gesamtwirtschaft und zur Verhinderung einer allzu weitgehenden künstlichen Kaufkraftschöpfung durch die Banken immer wieder auf die Notwendigkeit einer Erhöhung der Barliquidität bei den Banken hingewiesen hat, haben namhafte Wissenschaftler und Praktiker (u. a. vor allem der bereits weiter oben erwähnte Dr. Hahn) wiederholt nachzuweisen versucht, daß mit einer Erhöhung der Barliquidität der von der Reichsbank angestrebte Zweck gar nicht erreicht werden könne. Denn einmal könnten

die erhöhten Barreserven ja für die Wirtschaft gar nicht fruchtbar gemacht werden, wenn sie gerade in der doch in der Regel geldknappsten Zeit des Monats (nämlich über den Ultimo) bei den Banken liegen müssen. Zum zweiten aber würde eine 10%ige Barreserve der privaten Banken im Verhältnis zu dem gesamten Kreditvolumen der Wirtschaft nur so wenig ausmachen, daß sie im Krisenfälle kaum viel nützen könne und jedenfalls schnell erschöpft wäre.

Wie dem nun auch sei, tatsächlich ist jedenfalls die Reichsbank mit ihrem Wunsche auf eine wesentliche Erhöhung der Barliquidity der Kreditbanken, wie schon erwähnt, bisher nicht durchgedrungen. Dagegen hat sie in dem anderen Punkt, nämlich der Beeinflussung der sonstigen Anlagepolitik der Banken, in den letzten Jahren bekanntlich besonders in einem Falle — von ihrem Standpunkte aus — einen erheblichen Erfolg erzielt. Man erinnert sich an die bereits weiter oben erwähnte Entwicklung am deutschen Kapitalmarkt in der ersten Hälfte des Jahres 1927 und den damals von der Reichsbank auf die Großbanken ausgeübten Druck zum Abbau der Reports, deren dauerndes Anwachsen sie für bedenklich hielt und deren Herabsetzung mit allen ihren empfindlichen und störenden Folgen für Börse und Wirtschaft sie dann ja auch durchsetzte.

Über Zweckmäßigkeit und Berechtigung des damaligen Vorgehens von Reichsbank und Großbanken ist dabei in der Folge in Praxis und Theorie bekanntlich viel gestritten worden, ohne daß allerdings eine endgültige Klärung erfolgt wäre. Die Reichsbank hat betont, daß sie durch ihr Vorgehen vor allem das weitere Einströmen ausländischer Gelder zur Finanzierung der Börse habe verhindern wollen, durch das die Wirksamkeit ihre Diskontpolitik empfindlich gehemmt worden wäre. Sie habe dabei nicht einmal die Wahl zwischen ihren tatsächlichen Maßnahmen und einer Diskonterhöhung gehabt, denn eine solche hätte unter den gegebenen Verhältnissen noch mehr ausländische Gelder angelockt und ihre Stellung daher nur noch mehr erschwert, gleichzeitig aber der Wirtschaft empfindlich geschadet. Die Gegner der Reichsbank wiederum haben dieser Argumentation eine Reihe von Gründen entgegengehalten, die im einzelnen zu prüfen, hier jedoch viel zu weit führen würde. *Denn was in diesem Zusammenhang in erster Linie interessiert und auch zweifellos zutrifft, ist die Tatsache, daß die deutsche Zentralnotenbank — gleichgültig, ob mit Recht oder Unrecht — in einer bestimmten wirtschaftlichen Situation weder das normale Mittel der Diskontpolitik noch das außergewöhnliche der Kreditrationierung für zweckmäßig bzw. ausreichend hielt, um ihre Stellung zu behaupten; daß sie vielmehr unmittelbar dazu überging, sich in die Kreditverteilung der privaten Banken einzumischen, um den Geldmarkt in ihrem Sinne zu beeinflussen.*

Haben wir bisher nur die Frage behandelt, inwieweit die Zentralnotenbank durch ihre Politik Angebot und Nachfrage am Geldmarkt über-

haupt zu beeinflussen vermag, so ist nunmehr noch zu erörtern, inwieweit die Zentralnotenbank durch ihre Politik auch bestimmend auf das Zinsniveau in der Gesamtwirtschaft einwirkt, oder inwieweit sie lediglich im Anschluß an die Entwicklung auf den freien Kreditmärkten den jeweils herrschenden Zinsfuß öffentlich zum Ausdruck bringt, d. h. also nicht auf die Beeinflussung, sondern auf die Konstatierung des Zinsfußes eingestellt ist.

Es kann dabei gleich hinzugefügt werden, daß es sich hier wiederum um eine Streitfrage handelt, die wohl ebenso alt ist wie die Notenbankpolitik selbst, und die auch kaum einmal nach der einen oder anderen Seite hin wird einwandfrei geklärt werden können. Wir wollen uns daher auch in diesem Zusammenhange damit begnügen, kurz auf die interessanten Ausführungen einzugehen, die der frühere Reichsbankpräsident Schacht vor dem Enqueteausschuß über dieses Thema gemacht hat, da sie uns besonders geeignet erscheinen, das Problem in seiner Vielgestaltigkeit zu zeigen. Schacht äußerte sich damals über die Frage der Beeinflussung des Zinsniveaus u. a. wie folgt: Die Politik der Reichsbank könne seiner Auffassung nach nicht darin bestehen, daß man lediglich die natürlichen Verhältnisse konstatiert. Man müsse sie vielmehr vor allem rechtzeitig konstatieren und durch eine entsprechende Diskontpolitik so ausnützen, daß diese Diskontfestsetzung selbst für den Geldmarkt und die Entwicklung der Wirtschaftsverhältnisse in gewissem Maße vorbildlich und anspornend wirkt, so „daß dadurch vernünftige wirtschaftliche Tendenzen gefördert oder unvernünftige gehemmt werden“. Die Reichsbank sei allerdings ansich gegen die Zinsbildung des freien Marktes machtlos, weil das Geld, das dem Markte zufließt, nicht aus der Reichsbank komme, sondern aus ganz anderen Quellen, und die Zinsbildung sich nach Angebot und Nachfrage richte. Dennoch habe die Reichsbank auch auf den Zinsmarkt gewisse Einwirkungen versucht.

Schacht dachte dabei vor allem an die zinsdrückende Einwirkung, die eine Kreditrestriktion gegenüber einer Heraufsetzung des Diskonts hat. Er steht jedoch, wie man sieht, grundsätzlich auf dem Standpunkt, daß die Zentralnotenbank gegen die Gesetze der Preisbildung auf dem Geldmarkt auf die Dauer nicht anrennen kann, sondern nur die Aufgabe hat, ausgleichend und nivellierend zu wirken und unerwünschten Entwicklungen soweit wie möglich wenigstens ihre schärfste Spitze abzubrechen.

Das Problem der Solidarität der Geldmärkte.

Haben wir bisher, um den Gang der Untersuchung zu vereinfachen, immer nur vom inländischen Geldmarkt gesprochen, so ist nunmehr noch auf die Grundlage der Wechselbeziehungen zwischen den Geldmärkten verschiedener Länder einzugehen, deren gegenwärtige Gestaltung freilich einem

späteren Aufsatz vorbehalten bleiben soll. Diese Beziehungen entstehen bekanntlich dadurch, daß in der modernen kapitalistischen Wirtschaft flüssige Kapitalien in großem Ausmaße zwischen den verschiedenen Ländern fluktuieren, und zwar sowohl kurzfristiges wie langfristiges Kapital. Welches sind nun die Gesetze, nach denen diese internationale Kapitalwanderung stattfindet, und welche Schwierigkeiten stehen einer unbeschränkten Kapitalwanderung entgegen?

Richtungszeiger und Magnet für die internationale Kapitalwanderung ist unter normalen Verhältnissen der Zins. Wenn in London Monatsgeld nur mit 3% unterzubringen ist, dagegen in Berlin der Monatsgeldhandel auf einer Preisbasis von 7% stattfindet, so ist naturgemäß für den Geldgeber in London der Anreiz groß, sein Geld statt am dortigen Platze mit 3%, in Deutschland mit 7% arbeiten zu lassen. Es müßte also, wenn sonst keine Umstände einer Anlegung von Geldern in Berlin entgegenstehen, in einem solchen Falle normalerweise so lange Geld von London nach Berlin fließen, bis in Berlin durch das starke Londoner Geldangebot der Marktzinsfuß so weit gesunken ist, daß ein Anreiz für den Londoner Geldgeber, nach Berlin zu gehen, nicht mehr besteht. Praktisch müßte also durch den Druck des Londoner Angebots der Berliner Marktzinsfuß entweder bis zu 3% sinken, oder aber, was wahrscheinlicher ist, es würde im Zuge des Geldabflusses von London auch dort eine gewisse Erhöhung der Sätze eintreten, und auf dieser Basis würde dann auch in Berlin ein Ausgleich von Angebot und Nachfrage stattfinden. Der gleiche Ausgleich wie zwischen London und Berlin würde aber gleichzeitig zwischen London und Berlin einerseits und allen anderen Geldmärkten von größerer Bedeutung andererseits stattfinden, so daß praktisch eine völlige Solidarität in der Preisbildung auf allen Geld- und Kapitalmärkten stattfinden würde.

Wie verhält es sich mit diesem Ausgleich der Zinssätze zwischen den Geldmärkten der verschiedenen Länder nun in der Praxis? Tatsache ist zunächst, daß wenigstens zwischen der Entwicklung an den großen internationalen Geldmärkten von jeher eine zum Teil ziemlich weitgehende Parallelität besteht. Diese braucht allerdings ihre Ursache nie allein in Vorgängen der oben geschilderten Art zu haben; sie wird zum Teil auch bedingt durch

Parallelität im allgemeinen Konjunkturverlauf, dem ähnliche Entwicklungstendenzen auf den verschiedenen Geldmärkten zu folgen pflegen. Eine völlige Übereinstimmung der Geldsätze auf verschiedenen Geldmärkten findet sich allerdings nur selten, und wohl mehr zufällig. Die Differenzen selbst sind allerdings in ihrer Größe

sehr verschieden. Sie können unter gewissen Voraussetzungen außerordentlich klein sein, und sie sind andererseits teilweise so groß, daß man von einem Zusammenhange zwischen der Preisbildung auf den verschiedenen Märkten überhaupt nicht mehr sprechen kann.

Will man nun die Ursachen, die eine völlige Solidarität zwischen den Geldmärkten der verschiedenen Länder verhindern, im einzelnen untersuchen, so ist zunächst zu prüfen, inwieweit die Verschiedenheit der geltenden W ä h r u n g an zwei Geldmärkten auf ihre Wechselbeziehungen einwirken kann. Zu unterscheiden ist dabei zwischen Ländern mit fester und mit s c h w a n k e n d e r W ä h r u n g. Zwischen Ländern mit Goldwährung ist naturgemäß der Geldverkehr relativ einfach, weil die Währungen in einer festen Relation zueinander stehen und dementsprechend das W ä h r u n g s r i s i k o relativ begrenzt ist. Es liegt praktisch zwischen den „Goldpunkten“. Unter Goldpunkten versteht man dabei bekanntlich diejenige Abweichung der Devisenkurse von der festen, aus der Goldrechnung sich ergebenden Relation zwischen zwei Währungen, bei der es lohnend wird, Gold zu versenden.

Für die hier zur Erörterung stehende Frage bedeutet das aber, daß — natürlich die Integrität beider Währungen vorausgesetzt — bei Geldanlagen eines Landes in einem andern jederzeit aus der Differenz zwischen den im Augenblick der Ausleihung geltenden Devisenkursen und dem Goldpunkt das höchste

Kursrisiko

abzulesen ist, das sich bei der Anlage ergeben kann. Mindestens um dieses Kursrisiko — und praktisch sogar noch etwas mehr — muß also der Zinssatz zwischen beiden Ländern differenzieren, wenn die Voraussetzungen für eine Fluktuation von Geld gegeben sein sollen. Dabei ist es in dem vorstehenden Falle an sich gleichgültig, welcher der beiden gedachten Kontrahenten (also z. B. der in London oder der in Berlin) das Währungsrisiko trägt, mit anderen Worten also, ob der Londoner Geldgeber in Berlin Pfunde ausleiht (die dann hier erst gedreht werden) oder Mark. Denn ebenso wie der Londoner Geldgeber das Währungsrisiko, das bei Marktausleihungen entsteht, nur eingehen wird, wenn es durch die höheren Zinserträge am Berliner Markt überkompensiert wird, ebenso wird auch ein Geldnehmer in Berlin in der Regel nur dann seinen Geldbedarf in Pfunden decken, wenn er nach Berücksichtigung des Währungsrisikos sich nicht billiger oder ebenso billig in Mark eindecken kann.

Erheblich schwieriger als zwischen Ländern mit fester Goldwährung ist aus naheliegenden Gründen der Geldverkehr mit Ländern, die eine Goldwährung nicht haben, insbesondere also mit Ländern mit schwankender Währung. Hier ist nämlich das Währungsrisiko bei Ausleihungen in Landeswährung theoretisch nicht begrenzt. Eine Anlegung von Kapital seitens des Landes mit stabiler Währung in dem Lande mit Papierwährung wird daher in der Regel nur in der Währung des geldgebenden Landes stattfinden können, es sei denn, daß das Land mit Papierwährung ein außerordentliches Vertrauen ge-

nießt. Für die Geldnehmer selbst hat allerdings die Kontrahierung erheblicher Auslandsschulden in jedem Falle gewisse Bedenken. Diese müssen naturgemäß besonders groß sein, wenn diese Schulden auf eine ausländische Währung lauten, weil in diesem Falle die Geldnehmer ein erhebliches Währungsrisiko eingehen, das den Vorteil der billigeren Zinsen unter Umständen überkompensieren kann. Im ganzen ergibt sich aus dem Gesagten jedenfalls, daß normalerweise eine besonders stark ausgebildete Solidarität der Geldmärkte zwischen Ländern mit fester und schwankender Währung kaum je bestehen kann.

Auch zwischen Ländern mit fester Währung wird allerdings die Solidarität der Geldmärkte kaum je soweit gehen, wie es unter Berücksichtigung der rein technischen Verhältnisse an sich möglich wäre. Der Grund hierfür ist dabei in erster Linie in psychologischen Momenten zu suchen. Es genügt für die unbeschränkte Fluktuation zwischen den Geldmärkten zweier Länder nicht allein, daß beide die Goldwährung bei sich eingeführt haben. Hinzu kommen muß bei den geldgebenden Ländern das unbedingte Vertrauen in die Stabilität der wirtschaftlichen und politischen Situation in dem geldsuchenden Lande, und insbesondere auch die Überzeugung, daß die Währung des letzteren Landes nach jeder Richtung hin gesichert ist.

Nun ist aber dieses Vertrauen bekanntlich ein außerordentlich empfindliches Instrument, das leicht auch schon durch Ereignisse und Entwicklungen gestört werden kann, die an sich noch gar nicht einmal bedenklich sind. So kann, wie wir ja jüngst gesehen haben, schon der Ausfall von Wahlen, die allgemeine Politik einer Regierung, vor allem aber natürlich auch nur das kleinste Gewölk eines irgendwo drohenden Krieges die Geldgeber zu größter Zurückhaltung veranlassen.

Ebenso können allerdings auch außerwirtschaftliche Ursachen zu einem plötzlichen Kapitalzustrom in ein Land führen, den es an sich gar nicht verwerten kann. Man denke hier nur an die außerordentliche Geldflüssigkeit im Vorjahre in der Schweiz, die wesentlich dadurch mitbedingt wurde, daß aus umliegenden Staaten Kapital „geflohen“ war, das der Besteuerung oder einer befürchteten neuen Inflation entgehen wollte.

Umgekehrt wird ein Land, das dauernd einen außerordentlich starken Kapitalbedarf hat, den es durch eigene Kapitalbildung nicht zu decken vermag, auch dann, wenn es international großes Vertrauen genießt, meist höhere Zinssätze aufweisen als ein Land mit dauernd großem Kapitalüberfluß; was wohl zum Teil damit zusammenhängt, daß die internationale Kapitalfluktuation sich stets nur unter gewissen Reibungen zu vollziehen pflegt. Außerdem aber wird ein Land, das dauernd nur als Nachfrager nach Kapital im internationalen Markt auftritt, sich stets höhere Preise gefallen lassen müssen, als sie in den Ländern mit Kapitalüberfluß Geltung besitzen. Denn hier finden vielfach effektive Rückzahlungen überhaupt nicht mehr statt. Die geldnehmenden Banken in dem Lande mit Kapitalimport behalten vielmehr dauernd ihre ausländischen Verpflichtungen bei, ja sie legen einen Teil dieser Gelder sogar mehr oder minder langfristig fest. Wenn ihnen also von einem Geldgeber Schwierigkeiten in der Prolongation gemacht werden, so müssen sie zu einem anderen Geldgeber oder auch zu einem anderen Markte hinüberwechseln. Sie können dabei natürlich noch immer die verschiedenen Angebote gegeneinander aushandeln. Jedoch haben sie bei diesem Handel in der Regel nicht mehr die wichtige Möglichkeit eines völligen Verzichts, die allein die notwendige Freiheit in der Disposition geben könnte.

rr.

Die Probleme des deutschen Geld- und Kapitalmarktes.

In dem vorangegangenen Aufsatz sind die Faktoren dargestellt worden, die allgemein für die Beziehungen zwischen Geld- und Kapitalmarkt bestimmend sind. Im besonderen hat sich in diesem Zusammenhang bereits gezeigt, daß es sich nur in sehr bedingtem Umfange um Probleme nationaler Art, also um Entwicklungslinien handelt, die sich aus der besonderen Wirtschafts- und Finanzstruktur der einzelnen Länder ergeben, sondern daß man weitgehend von einem internationalen Geldmarkt reden kann. Gleichzeitig sahen wir freilich, daß diese außerordentlich feinen Zusammenhänge zwischen den einzelnen Landesmärkten, aus denen sich

der Weltgeldmarkt zusammensetzt, aufs empfindlichste gestört werden müssen, wenn aus irgendwelchen Gründen die Verhältnisse eines Staates — sei es in politischer oder wirtschaftlicher Hinsicht — keine Gewähr für genügende Sicherheit zu bieten scheinen.

Gerade die Nachkriegszeit, die in fast allen europäischen Ländern, mit Ausnahme einiger neutral gebliebener Staaten, Währungserschütterungen zur Folge hatte, ist ja in dieser Beziehung lehrreich gewesen. Wir wissen alle, wie nicht nur in Mitteleuropa und hier vor allem in Deutschland selbst, sondern auch in „Siegerstaaten“ wie Frankreich, Italien und Belgien

*im Gefolge der Inflationserscheinungen
schwerste Funktionsstörungen des Geld-
und Kapitalmarktmechanismus*

auftraten. Es sei nur daran erinnert, welche Bedeutung unnatürliche und unwirtschaftliche Kapitalbewegungen aller Art für die Weltentwicklung besitzen, die gerade in den letzten Jahren ein so außerordentliches Ausmaß angenommen haben. *Allein die deutschen Reparationsleistungen stellen ja Milliardenbeträge dar, zu denen die großen Jahreszahlungen der europäischen Gläubigerstaaten aus ihren eigenen Kriegsschulden treten. Schließlich hat die Kapital- und Steuerflucht, die sich in fast ganz Europa geltend machte oder gar auch jetzt noch zu beobachten ist, anormale Kapitalabflüsse aus den betroffenen Ländern bzw. Ansammlungen in den wenigen Einfuhrstaaten — Schweiz, Holland und zum Teil Schweden — herbeigeführt, deren Ausmaß noch das der Reparationsübertragungen hinter sich läßt.*

Es ist verständlich, daß sich diese Kapitalbewegungen, die in weltwirtschaftlichem Sinne fraglos als Fehlleitung angesehen werden müssen, weil sie in völligem Widerspruch zur natürlichen Tendenz des internationalen Marktgleichs stehen, gerade auf die deutschen Verhältnisse besonders stark auswirken. Nicht nur hat die Inflation, vor allem gefördert durch den Abwehrkampf an der Ruhr im Jahre 1923, hier ja die irrsinnigsten Ausmaße — bis zum Sturz der Mark auf ein Billionstel ihres Goldwertes — angenommen; die außerordentlich hohen Summen, die Jahr für Jahr als Reparationsleistungen aufgebracht und in Auslandswährung umgewandelt werden müssen, entziehen der durch Krieg und Inflation ohnehin so stark geschwächten Wirtschaft immer neues Kapital. Kommt hierzu noch eine Verschärfung der innerpolitischen Lage, so muß die Neigung zu Kapitalflucht und Rückziehung ausländischer Leihkapitalien, die stets in solchen Zeiten aufzutreten pflegt, die Geld- und Kapitalmarktlage weiterhin aufs stärkste erschweren. Wirtschaftsdepression, politische Unsicherheit und Kapitalmarktcrise bedingen sich so gegenseitig.

Wenn wir also, wie es das Ziel dieses Aufsatzes sein soll, versuchen wollen, die besonderen Probleme der gegenwärtigen Geld- und Kapitalmarktentwicklung Deutschlands zu skizzieren, die in wesentlichen Punkten von der Gestaltung der internationalen Märkte abweicht, so werden wir in erster Linie diese Strukturwandlungen aus der Zeit seit Kriegsende berücksichtigen müssen. Es wird infolgedessen notwendig sein, wenigstens in großen Zügen die ganze Entwicklung historisch zu erfassen, da sich nur aus kritischer Betrachtung der bisherigen Ereignisse die Erkenntnis der gegenwärtigen Verhältnisse ergeben kann.

Selbstverständlich kann es nicht unsere Aufgabe sein, im Rahmen unserer Untersuchung eine Art Geschichte der deutschen Geldmarktveränderungen seit 1918 oder gar unter Berücksichtigung der letzten Vorkriegsentwicklung zu geben. Ebenso kommt eine Aufzählung auch nur der wichtigsten Schwankungen von Zinssätzen am Geld- oder Kapitalmarkt offenbar nicht in Frage, da eine derartige Fülle von Einzelziffern, wie sie hierzu erforderlich wäre, weit mehr verwirren als belehren würde. Gegenstand unserer Betrachtungen kann lediglich ein Hinweis auf die wechselnden Phasen der Gesamtentwicklung, also auf die strukturellen Veränderungen der Stellung des deutschen Geld- und Kapitalmarktes innerhalb der Weltwirtschaft sein, aus denen sich Schlüsse auf die gegenwärtige Marktverfassung ziehen lassen.

Wir werden zu diesem Zweck bis auf den Zeitpunkt der

Marktstabilisierung

im November 1923 zurückgehen müssen, weil diese Maßnahme die einschnittartige Trennungslinie zwischen einer Periode absoluter Ausschaltung Deutschlands aus dem Weltkapitalmarkt, die ja die Inflation bedeutete, und dem folgenden Zeitraum einer — freilich bis heute noch von manchen Rückschlägen unterbrochenen — Normalisierung bedeutet. So ist man berechtigt, gerade für Fragen der Geld- und Kapitalmarktentwicklung von diesem präzisen Zeitpunkt an einen neuen Abschnitt zu beginnen, der nur sehr bedingt an frühere Perioden anknüpft.

Es fällt heute, wenig mehr als 7 Jahre nach der Marktstabilisierung, schon recht schwer, sich in die damals bestehende Lage zurückzusetzen. Der Geldumlauf innerhalb Deutschlands war, soweit er vom Noteninstitut erfaßt werden konnte, auf ein Minimum zurückgegangen. Ende November 1923, als die Reichsbank erstmalig nach längerer Pause wieder einen Ausweis veröffentlichte, betrug der Notenumlauf ca. 400 Trillionen Mark. Das bedeutet zwar eine geradezu astronomische Ziffer — 1 Trillion ist eine Million Billionen oder eine Zahl mit 18 Nullen! —, aber in Gold umgerechnet bei Annahme des Stabilisierungsverhältnisses von 1 Billion Papiermark = 1 Goldmark nur 400 Millionen Goldmark. Dem ist nun entgegenzuhalten, daß 1913 durchschnittlich ein Zahlungsmittelumlauf von etwa 6000 Millionen M festzustellen war, von dem fast die Hälfte auf den Umlauf in Gold und Goldstücken entfiel. Auch wenn man berücksichtigt, daß gerade diese Goldbeträge zu einem gewissen Teil aufgesammelt waren — etwa im Sparstrumpf — und sich so nicht eigentlich im Umlauf befanden, ist das Mißverhältnis zwischen 1913 und 1923 grotesk. Besonders ist hier ja noch der nach der Inflation wesentlich niedrigere Wert des Geldes gegenüber den im Preise außerordentlich gesteigerten Waren — Index Ende 1923 ca. 130 % des Standes von 1913! — in Betracht zu ziehen.

Nun war der tatsächliche Zahlungsmittelumlauf freilich weit höher, als aus dem Betrag der Noten hervorgeht. In größtem Umfang war ja an die Stelle des Reichsbankgeldes — neben Notgeld aller Art — der Umlauf von Auslandsnoten, insbesondere Dollarscheinen getreten, um das Bedürfnis nach wertbeständigen Zahlungsmitteln zu befriedigen. *Dazu kam ferner in starkem Maße die Ersetzung des inländischen Zahlungsmittels durch Auslands-Giralgeld, d. h. Überweisung von Währungsbeträgen, meist in Scheckform, aus Währungskonten im In- und Ausland. Schließlich sind auch Währungssurrogate wie Dollarschatzanweisungen, Goldanleihen und Roggenwertrenten zu nennen, die ebenfalls mehr Zahlungsmittel als Anlagewerte darstellten.*

Den Hergang der Stabilisierung, die statt dessen wieder die wertbeständige Mark in Verkehr brachte, werden wir an dieser Stelle nicht mehr zu schildern brauchen, nachdem er aus zahlreichen Darstellungen — erwähnt sei nur das Buch Dr. Schachts, der diese Maßnahmen ja selbst durchgeführt hat — bekannt ist. Hier sei nur kurz darauf hingewiesen, daß gerade wegen der völlig unzureichenden Höhe des deutschen Zahlungsmittelumlaufs die nochmalige

Ausgabe von Notengeld, nämlich den mehr theoretisch als währungstechnisch durch „Grund und Boden“ gedeckten Rentenbankscheinen

notwendig erschien; auch die Bedürfnisse des Reichs, die noch einmalig durch einen Kredit der Rentenbank befriedigt werden mußten, während die Benutzung der Notenpresse von nun ab eingestellt wurde, waren für diese Ausgabe von Rentenbanknoten maßgebend.

Wichtiger noch war, daß die ungeheure Geldknappheit der Stabilisierungsperiode gewissermaßen zwangsläufig dazu führte, daß zur Erlangung von Markgeld Auslandsanlagen liquidiert und Devisenbestände, vor allem zinslose Noten, verkauft werden mußten. Insofern floß also schon sehr bald nach der Stabilisierung ein recht erheblicher Teil der Auslandsforderungen nach Deutschland zurück und erhöhte hier den Geldumlauf. Dagegen ist in dieser Stabilisierungsperiode von einem Zufluß ausländischer Gelder noch kaum die Rede. Selbst die hohen Sätze für Devisenleihbeträge — bei Abwälzung des Währungsrisikos auf den Darlehensnehmer — boten keinen Anreiz, solange das „Wunder der Rentenmark“ im Ausland noch mit stärkster Skepsis betrachtet wurde und solange die Stabilität der neuen Währung noch auf recht schwachen Füßen stand; im Inland war ja weiter die Notierung der Devisen zur Parität der Währungen nur durch scharfe Repartierung der Nachfrage möglich, der ein Disagio der Mark im Handel an Auslandsplätzen entsprach. In dieser Entwicklung kommt deutlich zum Ausdruck, welchem Mißtrauen die Ausgabe der Rentenbankscheine begegnete, die trotz der ge-

setzlich festgelegten Begrenzung des Umlaufbetrages in gewisser Hinsicht eine neue Inflation zu bedeuten schien; der Vergleich dieses Höchstbetrages mit der Zulassung eines — bei freilich ganz anderem Währungssystem — deckungsfreien Notenkontingents in England liegt heute vielleicht nahe, konnte damals aber bei den so weitgehenden Unterschieden in der valutarischen Situation der beiden Länder nicht in Frage kommen.

In der Tat stellten sich ziemlich schnell als Wirkung der allzu liberalen Gewährung von Rentenbankkrediten im Rahmen des gesetzlichen Höchstbetrages von 4 Milliarden RM Erscheinungen heraus, die in mancher Hinsicht, vor allem auch durch ihren preistreibenden Einfluß auf den Warenumschlag, inflationsähnliche Züge aufwiesen. Es ist bekannt, daß diese Rentenmarkinflation dann im April 1924 zu der rigorosen

Kreditrestriktion

der Reichsbank führte. Unter schematischer Festsetzung eines Höchstkontingents der Kreditbeträge, nämlich an Hand des Stichtages vom 7. April 1924, ergriff die Reichsbank drakonische Maßnahmen, um eine Erhöhung der Wirtschaftsanforderungen zu verhindern, d. h. sie weigerte sich, über die erwähnten Kontingente hinaus Wechsel zu diskontieren oder Lombards zu gewähren. Wenn auch im einzelnen naturgemäß stets gewisse Erleichterungen zugebilligt werden konnten, so ist doch die Reichsbank viele Monate hindurch ganz starr bei diesem System der Kreditrationierung geblieben mit dem Ergebnis, daß in der Tat der Geldzeichenumlauf beschränkt wurde oder wenigstens nicht über die an dem gewählten Stichtag vorhandenen Grenzen hinausging. Allerdings hatte diese Kreditrestriktion, wie alle künstlichen Eingriffe in den Geldverkehr, die unerfreuliche Erscheinung zur Folge, daß die von der Reichsbank im Rahmen der Kontingente gewährten Kredite für die Kreise, denen sie gewährt werden konnten, eine außerordentliche Bevorzugung bedeuteten. Man muß bedenken, daß die Geldsätze, die in den Tagen nach der Stabilisierung noch 10 und 20% pro Tag betragen hatten, auch im Laufe des Jahres 1924 sich auf einer außerordentlichen Höhe hielten. Der Reichsbankdiskontsatz von damals 10% — erst im Februar 1925 trat eine Ermäßigung auf 9% in Kraft — blieb also außer jedem Verhältnis zu den Marktsätzen.

Trotz der scharfen Kritik, die das Vorgehen der Reichsbank wegen des schematischen und wirtschaftsstörenden Charakters der ganzen Maßnahme fand, blieb das System der Kreditrestriktionen jedoch im wesentlichen unverändert, selbst als im Herbst 1924 mit der

Dawes-Anleihe

des Reiches der erste größere Zufluß von Auslandsgeld stattfand, was naturgemäß auch auf

die Gestaltung der Geldmarktsätze von erheblichem Einfluß war. Im wesentlichen sind die Restriktionen vielmehr erst im Laufe des Jahres 1925 gemildert und dann Ende 1925 und zum Teil sogar erst Anfang 1926 ganz außer Kraft gesetzt worden, so daß man erst von diesem Zeitpunkt an tatsächlich von einer Wiederkehr der freien Kreditwirtschaft in Deutschland reden kann.

Trotzdem wird man in mancher Hinsicht schon mit dem Beginn des Jahres 1925 eine neue Phase der deutschen Geldmarktentwicklung feststellen können, die in erster Linie mit dem immer stärkerem Zustrom langfristigen Auslandskapitals zu charakterisieren ist. In kurzfristiger Form waren allerdings schon im weiteren Verlauf des Jahres 1924 verschiedentlich Beträge bescheideneren Umfanges dem deutschen Geldmarkt zugeflossen. Insbesondere geschah dies durch Vermittlung der großen Privatbankhäuser, die bereits unmittelbar nach der Marktstabilisierung ihre privaten, zum guten Teil auch verwandtschaftlichen Auslandsbeziehungen der Vorkriegszeit wieder anzuknüpfen begannen und sie allmählich zur Mitwirkung an der Refinanzierung industrieller Wirtschaftsansprüche, vor allem durch Rediskont von Wechseln, ausbauten. Da die deutsche Wirtschaft nach den Verwüstungen der Inflationszeit aber vor allem auch Investitionsbedarf besaß, der durch kurzfristige Kredite dieser Art nicht befriedigt werden konnte, mußte es von entscheidender Bedeutung sein, als, wie gesagt, im Laufe des Jahres 1925 die Aufnahme langfristiger Anleihen im Ausland begann. *Zunächst war es freilich nur deutschen Industriegesellschaften von Weltruf wie der A.E.G. oder Siemens & Halske möglich, im Ausland, und zwar in dem nunmehr wichtigsten Kapitalexportland der Welt, den Vereinigten Staaten von Amerika, Anleihen aufzunehmen. Besonders im Sommer und Herbst 1925 ging die Entwicklung dann aber weiter, indem auch andere Gesellschaften, deren Namen im In- und Ausland einen guten Klang hatten, langfristige Kredite erhielten, für die freilich in rigorosester Weise Sicherheiten bestellt werden mußten, nachdem zuvor in allen Fällen eine außerordentlich gründliche Prüfung der Verhältnisse durch die Kreditgeber stattgefunden hatte.*

In welchem Maße dieses allmähliche Einfließen von Auslandskapital zu einer

Ermäßigung der Geldsätze

in Deutschland führte, geht deutlich etwa aus tabellarischen Aufstellungen des Statistischen Reichsamts hervor, die u. a. Monatsdurchschnittssätze für tägliches Geld, Monatsgeld und von 1925 ab auch für Privatdiskonten sowie bankgierte Warenwechsel enthalten.

Danach war beispielsweise noch im Januar 1924 (bei einem Reichsbankdiskontsatz von 10%) ein

Durchschnittssatz für tägliches Geld von ca. 87,64% festzustellen, der sich bis zum Dezember 1924 freilich schon auf 11,11% ermäßigte. In ähnlicher Weise ist ein Rückgang des Monatsgeldsatzes innerhalb des Jahres 1924 von 28,25 auf 12,61% festzustellen. Erst mit Beginn des Jahres 1925 aber fällt der Durchschnittssatz für Tagesgeld unter 10% und geht nach mancherlei Schwankungen auf ein Niveau von ungefähr $8\frac{1}{4}$ bis $8\frac{3}{4}$ % zurück. Dagegen hält sich freilich Monatsgeld, für das Angebot nur in weit begrenzterem Umfange vorlag, bis zum Ende des Jahres 1925 auf einem Niveau von ungefähr $10\frac{1}{4}$ % bis $10\frac{7}{8}$ %. Darin kommt deutlich zum Ausdruck, daß auch die im Jahre 1925 aus dem Auslande heringenommenen Anleihebeträge mit Rücksicht auf die hohen Zinsbelastungen meist nur vorübergehend, d. h. am Tagesgeldmarkt, ausgeliehen wurden, bis sie dann ihrer eigentlichen Investitionsbestimmung zugeführt werden konnten.

Die Entwicklung, die so im Jahre 1925 mit der Hereinnahme von langfristigem Auslandsgeld einsetzte, hielt auch im folgenden Jahr unverändert an. Hatte der Gesamtbetrag der Auslandsanleihen im Jahre 1924 nur ungefähr 1 Milliarde M betragen, die fast ausschließlich auf die Dawesanleihe entfallen, so erhöhte sich die langfristige Auslandsschuld 1925 bereits um weitere $1\frac{1}{4}$ Milliarden RM und 1926 erneut um mehr als $1\frac{1}{2}$ Milliarden RM, insgesamt also auf etwas mehr als $3\frac{3}{4}$ Milliarden RM. Auch wenn man berücksichtigt, daß diese Beträge, wie erwähnt, in der Regel ziemlich schnell ihrer eigentlichen Investitionsbestimmung zugeführt wurden, erkennt man, welche Bedeutung selbst das vorübergehende Arbeiten derartiger Beträge für den Geldmarkt besitzen mußte.

In der Tat setzte sich unter ihrem Einfluß die Verflüssigung der Geldmärkte in scharfem Maße weiter fort, zumal auch die Wirtschaftskrise, die sich im Laufe des Jahres 1925 einstellte und in dem Zusammenbruch des Stinnes-Konzerns ihren markantesten Ausdruck fand, zu der üblichen Freisetzung von Kapital führten. Diese Faktoren wirkten sich demgemäß in einer wesentlichen Weitersenkung der Geldsätze aus, die auch eine ständige Ermäßigung des Reichsbankdiskontsatzes auf schließlich 6% zur Folge hatte. Unter diesen Umständen glaubte die Reichsbankleitung

Ende 1926 Schritte gegen eine übermäßige Einfuhr von Auslandskapital

ergreifen zu können, zumal im besonderen auch die öffentlich-rechtlichen Stellen trotz der Einrichtung der Beratungsstelle von der leichten Geldbeschaffungsmöglichkeit im Ausland allzu starken Gebrauch machten. Vom Dezember 1926 ab kam vor allem die Befreiung der Auslandsanleihen von der Kapitalertragssteuer in Wegfall, die bisher regelmäßig gewährt wurde. Gleichzeitig versuchte die

Reichsbank, auch mit Mitteln der Diskontpolitik die hereinströmenden Auslandsgelder abzuwehren, nämlich durch Ermäßigung des Reichsbanksatzes auf 5% im Januar 1927, d. h. einen Satz, der — wie ausdrücklich betont wurde — auch im Verhältnis zur Vorkriegszeit als einigermaßen normal gelten konnte.

Die dritte Epoche der deutschen Geldmarktentwicklung seit der Inflation, die mit diesen Abwehrmaßnahmen gegen Auslandsgelder eingeleitet wurde, dauerte freilich nur sehr kurze Zeit. Es ist noch in aller Erinnerung, daß die Wirkung dieser Maßnahme sehr bald über das erstrebte Ziel hinausschoß. Insbesondere bewirkte der Zusammenfall der Devisenabzüge, die durch die erwähnten Maßnahmen herbeigeführt wurden, mit einer ständigen Erhöhung des inländischen Kreditbedarfs als Auswirkung der übersteigerten Börsenhäusse von 1926/1927 — die zum größten Teil wohl auch auf der Grundlage der durch die Auslandskredite alimentierten Geldflüssigkeit entstanden war — unerfreuliche Konsequenzen. Als diese Anspannung der Reichsbankposition zu einer empfindlichen Verminderung der Notendeckung führte, kam es dann zu der bekannten Einschränkung der Reportgelder, deren Wirkung in dem Börsenkrach des „Schwarzen Freitags“ (13. Mai 1927) gipfelte, und weiterhin zur Wiedererhöhung des Reichsbanksatzes. Während so wieder ein Anreiz zur Hereinnahme kurzfristiger Auslandsgelder geschaffen werden mußte, für die ja lediglich die Höhe der Sätze für Termin- und Diskontgeld maßgebend ist, blieb die Sperre für Auslandsanleihen, vor allem der öffentlichen Stellen, voll bestehen; die Beratungsstelle stellte ihre Tätigkeit zunächst ganz ein.

Damit beginnt eine neue

Periode des Einströmens kurzfristiger Auslandsgelder,

die in noch weit stärkerem Maße als Anleihenbeträge der Wirtschaft nur durch Vermittlung der Banken zugeführt werden können. *In jeder Form, so z. B. auch in erheblichem Umfange als Trattenkredite, nehmen die Banken kurzfristige Gelder herein und leihen sie ihrerseits aus. Für das Ausmaß, das diese kurzfristige Auslandsverschuldung erreicht, sei kurz darauf hingewiesen, daß Ende 1926 der Saldo — Auslandsverpflichtungen nach Abzug von Auslandsguthaben — erst ca. 1,7 Milliarden RM, Ende 1927 dagegen schon schätzungsweise 3,4 Milliarden RM betrug und daß Ende 1928 beispielsweise schon ein Betrag von ungefähr 4,4 Milliarden RM festzustellen war.* (Die Ziffern finden sich u. a. in dem kürzlich veröffentlichten Enquete-Bericht über den Bankkredit, der auch sonst weitgehend als Unterlage für unsere Untersuchungen herangezogen werden kann. Ebenso ist der frühere Bericht des gleichen [V.] Unterausschusses der Enquete-Kommission über die Reichsbank und außerdem das vom I. Unterausschuß publizierte Heft über die deutsche Zahlungsbilanz zu nennen, die gleichfalls ein außer-

ordentlich reichhaltiges Material für ein tieferes Studium der hier angeschnittenen Probleme bieten.)

Diese neue — vierte Phase — der deutschen Geldmarktentwicklung erstreckte sich über eine verhältnismäßig lange Zeit. Wenn man von der vorübergehenden Zuspitzung der Lage im Frühjahr 1929 — zur Zeit der Youngplan-Verhandlungen — absieht, die uns noch beschäftigen wird, kann man dieses Einströmen kurzfristiger Auslandskredite bei gleichzeitigem Abstoppen der Aufnahme langfristiger Auslandsanleihen fast unverändert bis zum Sommer 1930 verfolgen. Die Anleihsperre, die vor allem in der Versagung von Steuerbefreiungen zum Ausdruck kam, fiel zwar sehr bald wieder fort. Besonders 1928 wurden infolgedessen noch einige Auslandsanleihen aufgelegt, die so wieder gewisse Investitionskredite erbrachten. Sehr bald stellt sich aber die Börsenhäusse in New York als Hemmschuh heraus, indem die hohen Zinssätze, die sich infolge Bindung außerordentlicher Geldbeträge durch die Spekulationskäufe herausbildeten, die Unterbringung normal verzinslicher Anleihen fast unmöglich machten. Auch der Zusammenbruch des New Yorker „Booms“ im Herbst 1929 besserte die Lage aber nicht. Wohl trat die erwartete Senkung der Zinssätze ein, die ja zu der ununterbrochenen Ermäßigung der internationalen Diskontsätze bis auf den gegenwärtigen Tiefstand — in New York 2% — führte. Die schwere Weltwirtschaftskrise, die in der letzten Zeit ihre Entwicklung nahm und auf die ja auch, infolge des ungewöhnlich niedrigen Umfangs der Wirtschaftsansprüche, das Ausmaß der Zinssenkung zurückzuführen ist, gab gleichzeitig aber zu einer internationalen Mißtrauenswelle Anlaß. In der ganzen Welt, abgesehen wieder nur von den durch die Kapitalfluchtbewegung begünstigten Ländern wie der Schweiz, haben die Renditen der langfristigen Anleihen nur sehr zögernd Auswirkungen der Zinsermäßigung für kurzfristige Gelder erkennen lassen. Auch die Auflegung deutscher Anleihen im Ausland stieß so weiter auf große Schwierigkeiten, was zwar nicht etwa Emissionen unmöglich machte, ihren Umfang aber sehr begrenzte. Auch die zur Mobilisierung eines verhältnismäßig bescheidenen Teils der deutschen Reparationsverpflichtungen ausgegebene Young-Anleihe hatte ja nur einen recht begrenzten Erfolg, wie vor allem der Kursrückgang unmittelbar nach der Zuteilung bewies.

Es ist erklärlich, daß unter diesen Umständen die kurzfristige Auslandsschuld Deutschlands immer weiter anstieg. Hatten wir schon für Ende 1928 einen Schuldsaldo von ca. 4,4 Milliarden RM gefunden, so erhöhte sich dieser Betrag laufend weiter und erreichte schließlich am Ende unserer Periode, also — wie schon erwähnt — im Sommer 1930 nach den Untersuchungen des Enquete-Ausschusses einen Höhepunkt mit ca. 5½ Milliarden RM.

Selbstverständlich mußte ein derartiges Anwachsen der kurzfristigen Verschuldung gegenüber dem Ausland in verschiedener Hinsicht stärkste Bedenken erwecken. Auch wenn man ganz von politischen Momenten absehen will, so

ist eine weitgehende Abhängigkeit des heimischen Marktes von den in ihren Einzelheiten stets unübersehbaren Dispositionen des Auslandes, die sich bei kurzfristig gestaffelten Fälligkeiten sehr schnell auswirken, naturgemäß außerordentlich gefährlich. Besonders deutlich zeigte sich dies, als im Frühjahr 1929 vorübergehend ein Abbruch der Pariser Young-Konferenz drohte, was zu umfangreichen Kreditkündigungen des Auslandes, vor allem Frankreichs führte. Gleichgültig bleibt, ob es sich bei diesen Abzügen um Zweckmaßnahmen — zur Erhöhung des politischen Drucks gegenüber Deutschland — oder um private Dispositionen ängstlicher Geldgeber handelte, jedenfalls war die Wirkung, zumal auch einige Kapitalflucht auftrat, eklatant. Devisenverluste großen Umfangs erzwangen sogar eine Wiederholung der Maßnahme, durch die 1924/25 eine Bereinigung der Lage geglückt war; die Reichsbank nahm erneut Kreditrestriktionen vor. Wieder bewährte sich dieses Verfahren trotz aller Schäden für die Wirtschaft insofern, als der valutatische Erfolg schnell eintrat. Allerdings ebnete die Krise auch sonst sehr bald ab, als die Pariser Konferenz zur Festlegung des Young-Plans führte; schon im Juni 1929 wurden die Kreditrestriktionen wieder aufgehoben, so daß man berechtigt ist, nur von einer kurzen Episode zu sprechen.

Immerhin gab diese Entwicklung bereits einen Vorgeschmack der Schwierigkeiten, die eine

Vertrauenskrise großen Stils

für die deutschen Geldmarktverhältnisse infolge der Abhängigkeit von kurzfristigen Auslandskrediten zur Folge haben mußte. In vollem Umfange spüren wir nun diese Auswirkungen, seitdem mit der Reichstagswahl vom 14. September 1930 ein politische und wirtschaftliche Krise in Deutschland eingesetzt hat oder wenigstens in weit höherem Maß als zuvor augenscheinlich geworden ist. Diese neue Phase der Entwicklung ist fast vollständig ausgefüllt mit Versuchen, die Folgen der innerdeutschen und internationalen Vertrauenskrise, die sich an diese Ereignisse geknüpft hat, zu bekämpfen. Wir wissen, daß trotzdem die Kapitalflucht erneut ein ungeahntes Ausmaß angenommen hat — über den Gesamtbetrag der im Ausland befindlichen Kapitalien gehen die Schätzungen zwar weit auseinander, belaufen sich aber sämtlich auf mehrere Milliarden Reichsmark — und daß Abzüge französischer, zum großen Teil aber auch anderer ausländischer Gelder eine weitere Verschärfung der Lage ergaben. Wieder wurde der Deckungsschatz der Reichsbank durch die hohen Devisenanforderungen stark in Mitleidenschaft gezogen und lediglich der Ansammlung umfangreicher Deckungsreserven, die zuvor infolge der ungewöhn-

lichen Geldflüssigkeit möglich war, ist es wohl zu danken, daß immerhin nur eine Diskonterhöhung von 4 auf 5⁰/₁₀, dagegen nicht auch eine neue Krediteinschränkung zur Abwehr notwendig wurde.

Wir haben uns bemüht, bei unserer Darstellung besonderen Nachdruck auf das Verhältnis des deutschen Marktes zu den internationalen Plätzen zu legen, weil in diesen Beziehungen fraglos der Schlüssel zu den gegenwärtig drängendsten Problemen liegt. Die deutsche Wirtschaft hat sich im Laufe der Nachkriegs- und vor allem Nachstabilisierungsentwicklung wieder langsam auf eine Kapitaldecke eingestellt, die nur durch stärkste Einfuhr von Auslandskredit — sei er lang- oder kurzfristiger Art — verfügbar sein kann. Der Wiederaufbau des gesamten Wirtschaftslebens, nicht zuletzt auch die Wiederherstellung der Konkurrenzfähigkeit im Export ist nur durch den vielfach zwar übertriebenen und gefährlichen, in seinen Grundzügen aber sicherlich notwendigen Rationalisierungs- und Investierungsprozeß der letzten Jahre zu erklären, für den die Beschaffung von Fremdkapital Voraussetzung war. Es würde zu weit führen, hier auseinanderzusetzen, inwiefern dieser Aufbau auf geborgter Grundlage privat- und volkswirtschaftlich, also für den einzelnen Unternehmer wie für die Allgemeinheit, schwerste Gefahren ergeben muß.

Festzustellen ist aber, daß dieser Prozeß in den meisten Fällen alles Eigenkapital und darüber hinaus die langfristig gewährten Kredite — eben direkt oder indirekt meist aus Auslandsanleihen und nur zum kleinsten Teil aus Mitteln der innerdeutschen Spartätigkeit — verschlungen hat, ja daß noch vielfach Spitzenbeträge kurzfristig gedeckt werden mußten. Jedenfalls blieb so der Bedarf an laufenden Betriebsmitteln unbefriedigt, so daß hier den deutschen Banken die Aufgabe erwuchs, ihren Kredit zugunsten der Wirtschaft nutzbar zu machen. Weil aber auch der Einlagenzuwachs bei den Banken — entgegen der verhältnismäßig befriedigenden Sparbildung bei den Sparkassen, die mehr dem Anlagemarkt zugute gekommen ist — unter dem unzureichenden innerdeutschen Kapitalanwachs litt, mußten hierzu in stärkstem Maße ausländische Kredite herangezogen werden. In welchem Umfange dies geschah, haben wir ja aus den mitgeteilten Ziffern ersehen. Stockte nun diese Betriebsmittelversorgung oder mußten gar Rückzahlungen erfolgen, so war eine befriedigende Durchführung dieser Aufgaben offenbar nicht mehr zu erreichen. Diese Konsequenz ist im Augenblick sogar noch etwas vermieden worden, weil die Wirtschaftskrise von sich aus zu einer außerordentlichen Einschränkung des laufenden Betriebsmittelbedarfs geführt hat. Die erzwungene Einengung des Gesamtvolumens, die u. a. in dem Kreditorenverlust der Banken zum Ausdruck kommt — vom Juli bis November 1930 bei den Aktienbanken um rund 1,3 Milliarden RM, worin sich aber auch die üblichen Depressionsfolgen zeigen —, müßte jedoch

jedem Konjunkturanstieg im Wege sein oder ihn gar unmöglich machen.

Es ist bekannt, wie stark diese Sonderstellung Deutschlands auch in der Zinsrelation zwischen langfristigen heimischen und ausländischen Anleihen in Erscheinung tritt. Besonders drastisch hat dies etwa der Tiefstand bewiesen, den die Notierungen deutscher Bonds in Amerika erreicht haben, bis auf diesem Niveau Rückkäufe seitens der Unternehmungen einsetzten und einen leichten Ausgleich ergaben.

In welchem Maße sich damit die Verhältnisse verschlechtert haben, geht deutlich aus einer Übersicht über den jeweiligen

Abstand der deutschen Geld- und Kapitalmarktsätze von den ausländischen

hervor, die wir aus den laufenden Zusammenstellungen in den halbjährlichen Wirtschaftsberichten der Reichs-Kredit-Gesellschaft herausgezogen haben. Bis November 1930 ergibt sich z. B. für die Geldsätze folgendes Bild:

Monats-durchschnitt	Durchschn. Geldsätze ¹⁾		Deutsche Geldsätze in % der ausl.	Abstand d. dtsh. Sätze v. durchschn. v. New Yorker Sätzen all.	
	deutsche Sätze f. Geld auf 1—3 Mon.	ausl. Sätze für Geld auf 1—3 Monate		v. durchschn. Auslandsätzen	v. New Yorker Sätzen all.
1925	9,13	3,74	244	5,39	5,49
1926	6,58	3,90	169	2,68	2,65
1927	6,67	3,49	192	3,18	2,90
1928	7,55	3,83	198	3,72	3,08
1929	8,08	4,79	169	3,29	2,62
1930, Jan.	7,25	3,81	190	3,44	2,76
Aug	4,37	2,23	196	2,14	1,84
Nov	5,92	1,97	300	3,95	3,52

¹⁾ Errechnet aus Sätzen für Monatsgeld, Bankakzepte und Warenwechsel.

Seit November 1930 hat sich sogar eine weitere Erhöhung dieser Zinsspanne ergeben, da im Ausland mehrfach Diskontermbäßigungen möglich wurden — so in New York auf 2% bei einem Bankakzeptatz von zurzeit etwa 1½% —, während in Deutschland der 5%ige Satz noch durchaus der Marktlage entspricht; Privatdiskonten gehen — Mitte Februar — mit 4⅞% und Warenwechsel gar über dem Reichsbanksatz um. Gegenwärtig betragen also die deutschen Zinssätze, wie unsere Aufstellung schon für Ende 1930 ergibt, reichlich das Dreifache der wichtigsten Auslandssätze, während selbst 1925 — bei freilich weit höherem absoluten Niveau — das Verhältnis wesentlich günstiger war.

Auch für die Kapitalmarktsätze, die bei der Vielgestaltigkeit der Anleihetypen schwerer zu erfassen sind, ist die Zusammenstellung (in der nächsten Spalte oben) lehrreich.

Hier sind die Schwankungen durchaus von gleicher Richtung, aber bei weitem ruhiger. Dies geht zum großen Teil darauf zurück, daß auch im Ausland, wir wir schon erwähnten, die Kapitalmarktsätze — gemessen an dem Rückgang der Geld-

Monats-durchschnitt	Kapitalmarktsätze		Deutsche Sätze in % der ausl.	Abstand d. dtsh. Sätze von ausl. Durchschnittssätzen	
	Deutschland	Ausland		von ausl. Durchschnittssätzen	von Londoner Sätzen
1929					
1. Vierteljahr	8,22	4,91	167	3,31	2,98
4. „	8,81	4,88	181	3,93	3,24
1930					
1. Vierteljahr	8,69	4,80	181	3,89	3,19
2. „	8,26	4,68	167	3,58	2,97
3. „	8,07	4,55	177	3,52	2,81
Oktober	8,49	4,48	190	4,01	3,26

sätze — ein hohes Niveau behaupten, so daß der Abstand zu der deutschen Entwicklung nicht so kraß ausfällt. Ebenso aber muß betont werden, daß offensichtlich die deutschen Durchschnittssätze dadurch sehr stark beeinflusst werden, daß die Pfandbriefrendite dank des ausgezeichneten Standings dieser Werte und der umfangreichen Kurspflege recht stabil blieb. Der sehr viel höhere Kursrückgang anderer Renten, vor allem kommunaler Anleihen, kommt bei der überragenden Bedeutung der Pfandbriefanlage in dem Durchschnittsergebnis nicht so stark zum Ausdruck, ist aber in Wahrheit stimmungs-mäßig von stärkstem Einfluß geworden; so haben ja einige Anleihen, z. B. Berlins, Tiefkurse erreicht, die Renditen von mehr als 12% ergeben.

Das Hauptproblem der deutschen Kreditversorgung stellt es unter diesen Umständen dar, ob eine angemessene Verminderung der Spanne zwischen den deutschen und internationalen Marktsätzen erzielt werden kann, die es möglich macht, der Wirtschaft wieder die notwendigen Mittel zu Bedingungen zur Verfügung zu stellen, die einen Vergleich mit den Zinslasten der konkurrierenden Länder aushalten. Nur so kann erreicht werden, daß die deutsche Wirtschaft von dem Druck der finanziellen Sonderkrise befreit wird, die jetzt die Gesamtlage über die Rückwirkungen der internationalen Depression hinaus erschwert, was sich in einer schweren Beeinträchtigung des allgemeinen Verdienst- und Lebensstandards äußern muß.

Natürlich ist eine derartige Besserung der Kreditlage nur als Folge eines Wegfalls oder wenigstens Abklingens der gegenwärtigen Vertrauenskrise möglich. Insofern stellt sich unser Problem also als Ausschnitt aus dem politischen und allgemein-wirtschaftlichen Fragenkreis dar, was jede isolierte Behandlung verbietet. Offenbar ist aber auch eine rationelle Bewirtschaftung des Geld- und Kapitalmarktes, die über frühere Ansätze hinausgeht, in dieser Hinsicht von größter Bedeutung. Wir werden uns infolgedessen im Rahmen unserer Untersuchung auch noch mit der Frage zu beschäftigen haben, wie dieser Mechanismus in Deutschland bisher funktioniert und ob hier Änderungen erforderlich erscheinen.

In dem vorangegangenen Aufsatz ist bereits klargelegt worden, in welcher Weise am Geldmarkt kurzfristige Kredite in der jeweils dem Wirtschaftszweck am besten angepaßten Form gehandelt werden. Auf die Einzelheiten dieses Geldhandels werden wir also insofern nicht einzugehen brauchen, als sie die Unterscheidung der verschiedenen Handelsformen betreffen. Vor allem wird eine Aufzählung der verschiedenen Arten des Wechselkredites und der börsenmäßigen Darlehen gegen Effektedeckung unnötig sein. Statt dessen soll vielmehr unsere Aufgabe sein, auch auf diesem Gebiete Strukturwandlungen zu erwähnen, die sich in den letzten Jahren ergeben haben, und Probleme der gegenwärtigen Marktentwicklung darzulegen.

Die Diskontierung von Warenwechseln.

Wenn wir uns zunächst dem großen Gebiete der Diskontierung von Warenwechseln zuwenden, so schon deswegen, weil es sich hier um die Art von Kreditgeschäften handelt, deren Bedingungen — vor allem durch die Mitwirkung des Zentralnoteninstitutes — für die Gesamtbewegung der Geldmarktsätze entscheidende Bedeutung besitzt.

Trotzdem wäre es etwa verfehlt, anzunehmen, daß der weitaus größte Teil aller Wechsel, die von der Wirtschaft ausgestellt werden, diesen Weg zur Reichsbank als der letzten Kreditquelle geht. Man ist in der Lage, den

Umfang der Wechselausstellungen

verhältnismäßig genau zu errechnen, nämlich an Hand der laufenden Wechselsteuereingänge, obwohl sich da natürlich, u. a. durch verspätete Stempelabführungen usw., manche Verschiebungen in zeitlicher Hinsicht ergeben mögen.

Danach ist nun festzustellen, daß die Gesamtsumme der Wechselausstellungen im Konjunkturjahr 1928 etwas weniger als 4,4 Milliarden RM pro Monat betrug, daß 1929 bereits ein Rückgang auf ungefähr 4,2 Milliarden RM eintrat und daß schließlich aus dem Durchschnitt der ersten 11 Monate des Jahres 1930 nur noch ein Satz von weniger als $3\frac{1}{2}$ Milliarden RM zu entnehmen ist. Nun kann man diese Ziffern nicht etwa direkt mit den Wechselbeständen der Reichsbank vergleichen, weil hier ja noch die Laufzeit berücksichtigt werden muß. Diese beträgt normalerweise bei Handelswechseln 3 Monate. Der gleichzeitig an einem Termin in Umlauf befindliche Wechselbestand ist also für die Gesamtwirtschaft, wenn man für unseren Zweck einmal alle feineren Berechnungen wegläßt, ganz roh mit dem Dreifachen der Monatssumme zu ermitteln oder besser noch mit der Summe der in den letzten 3 Monaten ausgestellten Beträge. Nun ist umgekehrt allerdings auch zu berücksichtigen, daß bei der Reichsbank die Laufzeit der eingereichten Wechsel, die regelmäßig untersucht und statistisch festgehalten wird,

keineswegs 3 Monate zu betragen pflegt. Für die letzten Jahre vor dem Krieg ist die durchschnittliche Verfallzeit der Wechsel im allgemeinen mit etwas weniger als 30 Tagen festgestellt worden, während sie seit 1924 zumeist etwas darüber lag. Dies will nun aber nicht etwa besagen, daß die hier eingereichten Wechsel selbst im Gegensatz zu der von uns aufgestellten Theorie vielfach eine weit niedrigere Laufzeit als von 3 Monaten besitzen. Vielmehr ergibt sich nur, daß Wechsel zu einem so großen Anteil, daß hierdurch der Durchschnitt maßgeblich beeinflusst wird, nicht unmittelbar nach Ausstellung, sondern erst verhältnismäßig kurz vor Verfall den Weg zur Reichsbank finden. Sofern nicht akuter Geldbedarf vorliegt, werden von den Banken vielfach Wechsel nur zum Inkasso — d. h. bei Abschneiden bis zu 5000 RM höchstens 10, bei größeren bis zu 5 Tage vor Fälligkeit — eingereicht. Nur so ist es zu erklären, daß an sich der Bestand an Wechseln bei der Reichsbank zeitweise — besonders 1927, als ja die Ansprüche der Wirtschaft, wie geschildert, ungewöhnlich stark wurden — über 3 Milliarden RM hinausging, daß aber nach dem Enquetebericht über die Reichsbank auch für dieses Jahr nur ein durchschnittlicher Anteil des Reichsbankportefeuilles am inländischen Wechselumlauf von wenig mehr als 20% festzustellen ist.

Es ist interessant, zu untersuchen, wo der große Rest der Wechsel bleibt, die laufend ausgestellt werden. In erster Linie kommt hier selbstverständlich der Wechselbestand der Kreditbanken in Frage, der ja, wie wir bereits in anderem Zusammenhange gesehen haben, in der gesamten Liquiditäts- und Anlagepolitik dieser Institute eine außerordentliche Rolle spielt.

Soweit es sich hier um Aktienbanken handelt, neben denen aber gerade auch große Privatbankhäuser hohe Wechselbestände zu unterhalten pflegen, ist in der Mehrzahl der Fälle, und zwar für alle Institute von irgendwelcher Bedeutung der Umfang des Wechselportefeuilles leicht aus den Zwischenbilanzen abzulesen. Die zuletzt veröffentlichten Bilanzfiguren vom 29. November 1930 — Ende Dezember und Januar werden ja Angaben wegen der Jahresabschlußarbeiten nicht gemacht — ergeben hier beispielsweise Wechselbestände der 91 beteiligten Kreditbanken von ca. 2,3 Milliarden RM, wozu noch das Portefeuille der Staatsbanken und Girozentralen mit zusammen etwa 0,8 Milliarden RM tritt.

Man kann aber auch diese Ziffern nicht einfach mit dem Wechselumlauf vergleichen, weil einmal in den Bilanzausweisen — ebenso wie übrigens auch in den Wochenausweisen der Reichsbank — Scheckbestände mit aufgeführt sind und weil vor allem hier nur Ziffern für einen bestimmten Stichtag, nämlich jeweilig den Ultimotermine, gegeben werden. Gerade an diesem Termin ist aber der Wechselbestand der Banken naturgemäß besonders klein, da ja in der Regel zur Ultimofinanzierung der Reichsbankrediskont in stärkerem Maße in Anspruch genommen wird. Im Durchschnitt der Monate wird also der Anteil der Bankbestände an dem Gesamtumlauf von

Wechseln offensichtlich höher sein, als aus diesen Zwischenbilanzsiffern hervorgeht. Für 1927 hat übrigens der schon erwähnte Enquetebericht über die Reichsbank den durchschnittlich bei den Banken liegenden Betrag von Wechseln fast 30% höher als den bei der Reichsbank gebundenen geschätzt.

Die Anforderungen, die von der Reichsbank an die

Diskontfähigkeit der Wechsel

gestellt werden, gehen aus dem Bankgesetz hervor. Insbesondere kommt hier die Vorschrift in Frage, daß in der Regel drei als gut bekannte Unterschriften auf dem Wechsel vorhanden sein müssen; Wechsel mit nur zwei Unterschriften dürfen lediglich bis zu einem begrenzten Anteil rediskontiert werden, in Wahrheit wird aber auch diese Quote von der Reichsbank bei weitem nicht ausgenutzt, so daß praktisch fast stets drei Unterschriften notwendig sein werden.

Wichtiger als diese Formalvorschriften ist noch, daß die Reichsbank grundsätzlich und berechtigterweise ihre Aufgabe nur in der Diskontierung tatsächlicher Warenwechsel sieht, also in Akzepten, die über wirkliche Warengeschäfte aufgestellt werden, nicht dagegen auch in der Annahme von Papieren, die lediglich zu Finanzierungszwecken ohne zugrundeliegende Warentransaktion geschaffen sind. Natürlich wird es im Einzelfall nicht immer leicht sein, derartige Finanzwechsel zu erkennen. Aus Person und Firma der Wechselverpflichteten ergeben sich aber fast stets wichtige Anhaltspunkte. So können etwa Wechsel, die von einem Rohstofffabrikanten ausgestellt und von einem Verarbeiter akzeptiert sind sowie weiterhin das Giro der Bankverbindung des Rohstofflieferanten tragen, ohne weiteres als normale Warenwechsel angesehen werden. Dagegen sind besonders die Wechsel von Firmen auf befreudete, aber nicht branchenmäßig interessierte Häuser oder Glieder des gleichen Konzerns stets dem Verdacht des reinen Finanzierungszwecks ausgesetzt. Die Prüfung erfolgt hier durch die einzelnen Zweigstellen der Reichsbank.

Schließlich ist zwar nicht auf Grund formeller Vorschriften, wohl aber der ständigen Übung von größter Bedeutung, daß die Reichsbank nicht der einzelnen Firma unbegrenzte Diskontkredite einräumt, sondern hier auf bestimmte Höchstgrenzen zu achten pflegt. Allerdings handelt es sich nicht mehr, wie zur Zeit der Kreditrestriktionen, um bestimmte und fast unabänderliche Höchstbeträge. Trotzdem kann man praktisch doch von einem „Kontingent“ sprechen, das die einzelne Firma nicht überschreiten kann, ja aus Vorsichtsgründen in der Regel nicht einmal ausnützt.

Die Erfahrung, daß die Rediskontierbarkeit von Wechseln während der Dauer von Restriktionen recht problematisch ist, was naturgemäß den Liquiditätscharakter dieser Anlage fast auf-

hebt, hat nun ebenso wie dieser Wunsch, auch sonst die Beanspruchung der Reichsbank unter den im individuellen Fall bestehenden Kontingenten zu halten, zur Entstehung eines besonderen Marktes geführt. Es handelt sich hier um den

Handel in „bankgierten Warenwechseln“,

d. h. normalen Warenwechseln, die besonders von kleineren Bankfirmen im offenen Markt abgegeben werden. Mit der Zeit traten aber vielfach auch größere Häuser oder Aktienbanken als Abgeber auf, während als Käufer hauptsächlich die Stellen in Frage kommen, die Wechsel als feste Anlage brauchen und sie nicht nur als zeitweilige Liquiditätsreserve bis zum Rediskont bei der Reichsbank benutzen. Hauptdiskonteur ist so in Berlin an diesem Markte die Seehandlung geworden, neben der etwa besonders noch die Reichs-Kredit-Gesellschaft zu nennen ist.

Eine besondere Bedeutung besitzt schließlich für die Abwicklung der Geldgeschäfte zwischen den Banken der Handel in Privatkonten. Die Grenzen zwischen Waren- und Finanzwechseln sind gerade bei diesen von Banken akzeptierten Wechseln allerdings recht flüchtig. Wie die Reichsbank einmal ihren Standpunkt präzisiert hat, sieht sie derartige Bankakzente als „Globalwarenkredite“ an, d. h. sie unterstellt, daß diese Wechsel ohne Prüfung im speziellen Falle als Papiere angesehen werden können, die von den Banken nur auf Grund von Warengeschäften angenommen worden sind. Insofern habe also nicht mehr die Reichsbank zu prüfen, ob es sich um die Finanzierung eines Warengeschäftes handle, sondern diese Prüfung nehme bereits die Bank vor, die ja ihre Akzente nicht leichtsinnig ihren Geschäftsfreunden zur Verfügung stelle.

Über die Bedeutung des Bankakzeptes für die Finanzierung des Warenverkehrs und insbesondere des Außenhandels brauchen wir uns an der Stelle nicht mehr zu äußern, nachdem u. a. frühere Plutus-Briefe über Privatkonten (April 1925) und Außenhandelsfinanzierung (April 1926) hierüber eingehend unterrichtet haben. Schon bei dieser Gelegenheit ist nun geschildert worden, wie durch Krieg und Inflation die Bedeutung des Markakzeptes deutscher Banken, das früher Weltgeltung besaß, fast vollkommen verloren gegangen ist. An seine Stelle ist im Außenhandel die bloße Vermittlung des Kredites durch Zurverfügungstellung des Akzeptes ausländischer, vor allem englischer und amerikanischer Bankverbindungen getreten, also der ausländische Rembourskredit. Durch die hohe Spanne zwischen den deutschen und ausländischen Zinssätzen, auf die wir bereits hingewiesen haben, stellte sich dieser ausländische Rembourskredit jeweils auch unter Berücksichtigung der Akzept- bzw. Akzeptvermittlungsprovision der

deutschen Banken beträchtlich billiger, als wenn ein deutsches Institut seinen eigenen Akzeptkredit zur Verfügung gestellt hätte; nur gelegentlich in Zeiten relativer Geldflüssigkeit in Deutschland haben diese Verhältnisse einmal eine Änderung erfahren. Die technische Durchführung des Geschäfts erfolgt in der Weise, daß jede deutsche Bank und Bankfirma, die infolge ihrer Bedeutung über ausreichende Auslandsverbindungen verfügt, sich von diesen Akzeptlinien einräumen läßt, d. h. Grenzen vereinbart, innerhalb deren sie ihre eigene Kundschaft auf die ausländische Bank ziehen läßt.

Der Umfang, in dem diese Umlagerung vom Eigenakzept auf die Vermittlung ausländischer Akzeptkredite stattgefunden hat, ist wieder aus den laufenden Ausweisen der Kreditbanken zu ersehen. In den Zwischenbilanzen wird hier bei den Passiven unter den Kreditoren die Summe der „seitens der Kundschaft bei Dritten benutzten Kredite“ angegeben, die — zumindest bei den großen Instituten — ausschließlich derartige Akzeptkredite des Auslands betrifft. Daneben erscheinen gesondert auch die Eigenakzente. In dem letzten Ausweis vom Novemberultimo ergibt sich hier nun für die 6 Berliner Großbanken ein Umlauf von Eigenakzepten in Höhe von ca. 670 Millionen RM gegenüber Akzeptkrediten für die Kundschaft von 1986 Millionen RM, d. h. fast dem Dreifachen! Die ausschlaggebende Bedeutung des Auslandsgeldes am deutschen Markt tritt also auch auf diesem Gebiete voll in Erscheinung.

Dem entspricht natürlich, daß der deutsche

Umlauf an Privatkonten

ganz erheblich hinter dem der Vorkriegszeit zurückbleibt; Schätzungen lauten im Augenblick auf ungefähr 1 Milliarde, was nicht viel mehr als 40% der Vorkriegsziffer betragen dürfte, wobei außerdem wieder die allgemeinen Geldwertveränderungen berücksichtigt werden müßten. Es ist bezeichnend, daß die Banken, die sich auf freiwillige Akzeptkontingente in Höhe des halben Eigenkapitals geeinigt haben, auch diese Limite nicht annähernd ausnutzen, weil sie die Gewährung ihres Akzeptes aus Vorsichtsgründen möglichst niedrig zu halten wünschen.

Ebenso hat sich der Handel in Privatkonten, dessen Technik in dem speziellen Plutus-Brief eingehend geschildert worden ist, noch nicht zu einem freien Markt entwickeln können. Wohl nehmen offiziell etwa 100, in Wahrheit freilich nur vielleicht 50—60 Firmen ziemlich regelmäßig am Handel teil, was den Kreis größerer Bankfirmen in Deutschland restlos ausschöpft. Es fehlt aber vollkommen das große Käuferreservoir, das in der Vorkriegszeit das Ausland dargestellt hatte, und ebenso sind infolge der bekannten Finanzentwicklung staatliche Stellen als Käufer weitgehend in Wegfall gekommen. Besonders in Zeiten stärkerer Geldanspannung ist daher

die Reichsbank bzw. ihr Tochterinstitut, die Gold-diskontbank, praktisch der einzige Käufer. Gerade deswegen versagt aber auch der Privatkontenmarkt in kritischen Zeiten, wie sie etwa die Vornahme von Kreditrestriktionen darstellte, so daß offenbar von vielen Firmen auch Privatkonten nicht immer als absolut liquide Anlage angesehen worden sind.

Der Markt ist im übrigen, wie schon erwähnt, dadurch erweitert worden, daß bei Nachfrage Schatzwechsel des Reiches, die von der Reichsbank bei einer Laufzeit bis zu höchstens 3 Monaten gekauft und verkauft werden dürfen, zur Verfügung gestellt wurden. Bis zur Höchstgrenze, die für die Diskontierung bzw. Lombardierung dieser Schatzwechsel gesetzt ist — 400 Millionen RM — kann sich der Umlauf an Privatkonten erhöhen, wovon bereits mehrfach voll Gebrauch gemacht worden ist.

Die Sätze, die so täglich für Privatkonten von 30—55 und solche von 56—90 Tagen vereinbart werden — Akzente von weniger als 30 Tagen Laufzeit können nur noch bei der Reichsbank zum gewöhnlichen Wechselankaufssatz diskontiert werden — besitzen also im ganzen nur bedingten Wert. Vielfach kommt in ihnen mehr die Tendenz und die Taktik der Reichsbank, so etwa vor und nach Diskontveränderungen, als eine Folge freier Marktbildung zum Ausdruck.

Lombard- und Blankokredite.

Die zweite große Gruppe von Krediten, die am Geldmarkt üblich sind, bildet die Gewährung von Darlehen auf bestimmte Fristen. Wie bei allen Darlehensgewährungen im Bankgeschäft können hier sowohl Blankokredite wie Darlehen gegen Unterpfeand, und zwar in diesem Falle wohl ausschließlich Effektddeckung in Frage kommen. Im wesentlichen pflegt man aber, wenn vom Geldmarkt die Rede ist, hier nur den Geldhandel zwischen großen Banken und Bankhäusern zu meinen, die üblicherweise keinerlei Deckung geben. In diesem Sinne versteht man also unter dem Handel am Geldmarkt nur den zwischen „Blankoaufgaben“, deren Kreis sich z. B. in Berlin auf die Mitglieder der Stempelvereinigung und ein paar ihr nicht angehörige „erste“ Firmen oder öffentliche Institute beschränkt.

Allerdings gilt dies nicht für eine Kreditart, die besonders an Ultimoterminden erhöhte Bedeutung erlangt, nämlich für den

Lombardkredit

der Reichsbank. Hier ist für jedermann eine Darlehensgewährung nur nach den gleichen Bedingungen möglich, bei Lombardkrediten gegen Effektenunterlage also nur unter Innehaltung der Vorschriften über Überdeckung und über Verpfändung der ausdrücklich hierzu zugelassenen Wertpapierarten; in Frage kommen dabei fast ausschließlich Renten, hiervon Reichsanleihen in der Regel sogar nur bei Krediten an Banken.

Auch hier hat sich aber in den letzten Jahren eine Art Sonderstellung der großen Bankinstitute herausgebildet. In steigendem Maße unterhalten nämlich die Bankfirmen, die über ausreichende Wechselbestände verfügen, ständige Wechseldepots bei der Reichsbank, die im Falle der Überziehung von Geldbeträgen ohne weiteres als Lombardunterlage, und zwar bei 95%iger Beleihung, herangezogen werden. Allerdings ist die Dauer der Lombardgewährung bei derartigen Überziehungen beschränkt; in der Regel soll Abdeckung nach 2—3 Tagen erfolgen, wenn keine besondere Vereinbarung getroffen ist. Die Lombardierung statt Diskontierung von Wechseln bietet, trotzdem der Lombardsatz ja meist 1% über dem Diskontsatz liegt, für die Banken den großen Vorteil, daß sie ihre gut verzinsliche und liquiditätsmäßig doch recht erwünschte Wechselanlage nicht wegen kurzfristiger Geldansprüche auf die Dauer aufzugeben brauchen.

Der Geldhandel im freien Markt kennt im übrigen zwei ziemlich scharf getrennte Gruppen je nach der Laufzeit der vereinbarten Kredite. Vorübergehenden Geldbedarf befriedigt die Aufnahme von Geldern gegen tägliche Kündigung, der in Frankfurt a. M. der sog. Schecktausch entspricht. Besonders dann, wenn es sich bei dem Geldgeber um ein erstes Institut handelt, kommt praktisch freilich eine schnelle Kündigung täglich fälliger Gelder kaum in Frage. Der Unterschied gegenüber langfristigen Krediten beschränkt sich hier meist darauf, daß täglich oder wenigstens in kurzen Abständen Veränderungen der Geldsätze berücksichtigt werden. Im allgemeinen findet also ohne besondere Abmachungen laufende Prolongation statt, bis vom Kreditgeber oder -nehmer eine Kündigung zum nächsten Werktag vorgenommen wird. Da Tagesgeld in den letzten Jahren fast regelmäßig billiger erhältlich war als Geld auf längere Termine, haben besonders kleinere Firmen vielfach auf diesem Wege sich die zur Finanzierung von Effektenkäufen usw. erforderlichen Mittel beschafft. Gerade in Perioden plötzlicher Spannung, so etwa umfangreicher Abzüge ausländischer Gelder, die auch die Banken zu Kreditkündigungen zwang, haben sich so freilich schwere Belastungen und der Zwang zu rücksichtslosem Abbau von Börsenengagements ergeben.

Bei vorsichtiger Disposition stellt die Aufnahme und ebenso natürlich beim Geldgeber auch die Gewährung von Tagesgeld nur den Ausgleich von Spitzen dar. Der eigentliche Geldbedarf, insbesondere für Börsenzwecke, wird dagegen durch

Termingeld

gedeckt, wobei überwiegend Monatsgeld in Betracht zu ziehen ist. Soweit es sich um die Finanzierung von Engagements im offiziellen Terminverkehr handelt, kommt naturgemäß für diesen Zweck der Handel mit Reportgeld in Frage, den wir z. B. bei Besprechung des Termingeschäfts ausführlich dargestellt haben. Seitdem die Liquidationsperiode im Terminverkehr regelmäßig einen Monat, statt, wie ursprünglich, zwei

Wochen beträgt, stellt das Reportgeld also nur eine Abart des Monatsgeldes dar, für die hinsichtlich Berechnung der Zinsen und Deckung durch Effekten sowie Garantie der Liquidationskasse Sonderbestimmungen gelten. *Vor allem wird auch die Höhe des Zinssatzes für Reportgeld monatlich durch Vereinbarung zwischen den Hauptgeldgebern festgesetzt. Es handelt sich aber keineswegs um einen allgemeingültigen Satz, sondern mehr um eine Richtlinie, wie schon daraus hervorgeht, daß eine obere und niedere Grenze mit $\frac{1}{2}\%$ Spanne angegeben werden. Die Vereinbarungen über Reportgeldgewährung bleiben vielmehr vollkommen frei; so wird in Zeiten großer Knappheit nicht selten ein weit höherer Satz, vor allem von gelegentlichen Geldgebern gefordert und verlangt, wie auch bei leichtem Geldstand der offiziöse Satz nicht immer erzielbar ist. Außerdem spielt ja noch die Stückposition eine Rolle, indem bei „verfixten“ Werten vielfach nur kleinste Zinsreports bezahlt oder gar Depots vergütet werden.*

In noch stärkerem Maße sind die außerhalb des Terminhandels gewährten Monatsgelder auf individuelle Vereinbarungen angewiesen, zumal als Geldnehmer in diesem Falle, wie schon aus dem üblichen Verwendungszweck hervorgeht, meist mittlere und kleinere Firmen auftreten, bei denen noch Bonitätsfragen eine Rolle spielen. Große Firmen, die ja ebenfalls am Tagesgeldmarkt in starkem Maße Darlehen aufnehmen, wenn auch nur von anderen ersten Firmen, erhalten Termingeld in der Regel aus der Kundschaft, oder, überwiegend auf 3 Monate, vom Ausland; am Termingeldmarkt werden sie also regelmäßig Abgeber, nicht Nehmer sein. Neben ihnen sind als Geldgeber auf Termin wieder die Stellen zu nennen, die wir schon vom Tagesgeldmarkt her kennen, so vor allem auch einige öffentlichen Institute. Gerade in der letzten Zeit ist aber die Geldgewährung dieser Stellen mit Rücksicht auf den Bedarf des Reichs, der Länder und Kommunen immer kleiner geworden und vielfach mußten die Institute wohl im Gegenteil am Markte Darlehen aufnehmen. Die Termingeldnot, die seit langem eine fast ständige Erscheinung am deutschen Geldmarkt geworden ist, hängt nicht zum geringsten Teil auch mit diesen Finanzschwierigkeiten der öffentlichen Hand zusammen, die ja ebenfalls nur eine Auswirkung der allgemeinen Wirtschaftsdpression erkennen lassen.

Die Verhältnisse am Anlagemarkt.

In noch stärkerem Maße schließlich machen sich die verheerenden Folgen des deutschen Wirtschaftsniedergangs, im besonderen hier der Verwüstung von Kapital und Behinderung der Kapitalneubildung, am Anlagemarkt bemerkbar, auf den wir wenigstens noch mit einem Wort hinwei-

sen wollen. Wir haben bereits gezeigt, daß die Vertrauenskrise den Kursstand aller deutschen Werte auf ein Niveau gebracht hat, das Verzinsungssätze von unnatürlicher Höhe ergibt. Statt des regelmäßigen Kapitalzuflusses, der zur Gesundung der deutschen Kapitalwirtschaft notwendig wäre, hat sich so eine Stagnation, ja durch Angstverkäufe und Kapitalflucht eine Entziehung von Kräften herausgebildet. Auf allen Einzelgebieten des Kapitalmarktes sind die Wirkungen dieser Vorgänge deutlich festzustellen, wobei

man nur an die Bewegung der deutschen Aktienkurse zu denken braucht. *Auch für den deutschen Kapitalmarkt stellt es daher gegenwärtig offenbar das Hauptproblem dar, Mittel und Wege zu finden, um das Mißtrauen weiter Kreise des In- und Auslandes zu bekämpfen, das jetzt die gesamte deutsche Wirtschaft bedroht. Insofern bilden die Fragen, die hier zur Erörterung standen, tatsächlich — wie bereits früher erwähnt — nur einen Ausschnitt aus dem großen Problemkreis der deutschen Wirtschaftsentwicklung.*

Dr. P. Fabian.

Das internationale Geldmarktproblem.

Überfluß an Kurzgeld — Mangel an Kapital.

Wohl eines der interessanten Phänomene der internationalen Geldmarktbeziehungen des Augenblicks ist das

starke Anwachsen der kurzfristig gebundenen Mittel

auf den Hauptmärkten New York und London während der letzten Jahre. Hatte vor dem Krieg der Geldmarkt lediglich spitzenausgleichende Funktion, so kann er heute als nicht nur in sich, sondern auch im Verhältnis zu den dem Kapitalmarkt zur Verfügung stehenden Beträgen als überdimensioniert bezeichnet werden. Der Geldmarkt vertritt heute — wo Ursache und Wirkung liegen, ist manchmal schwer festzustellen — vielfach die Aufgaben, die dem Kapitalmarkt zufielen, insbesondere was die mittelfristige Finanzierung anbelangt. Bis zum Herbst 1929 waren wesentliche Teile dieses international kurzfristigen Geldfonds als Tagesgeld an der New Yorker Börse beschäftigt, nach Beendigung der Hausse begann allmählich wieder der Rückstrom nach den Ursprungsländern, und die Wirkung einer Repatriierung auf den Londoner Geldmarkt wäre zweifellos bedeutend größer gewesen, wenn nicht gleichzeitig sich die französische Geldmarktpolitik auf einen systematischen Rückzug von Auslandsguthaben eingestellt hätte, der bekanntlich ungewöhnlich tiefgehende Störungen auf den Devisen- und Geldmärkten zur Folge hatte. Auch der Umstand, daß der kurzfristige Geldbedarf in Deutschland all die Jahre hindurch keine Verringerung erfuhr, mag dazu beigetragen haben, daß die Stauungserscheinungen auf den internationalen Geldmärkten nicht noch stärker zum Ausdruck kamen, als dies nach dem Ausmaß des Rückstromes hätte der Fall sein müssen.

Nach einer Schätzung von Prof. Keynes war der Kurzgeldfond, der den internationalen Geldmärkten Ende 1929 zur Verfügung stand, nicht weniger als 20 Milliarden RM, davon entfallen 12 Milliarden RM auf New York, 6 Milliarden RM auf London und

2 Milliarden RM verteilen sich auf die restlichen Geldmärkte, soweit sie Anschluß an das große Geldnetz hatten. In der Zwischenzeit dürfte sich der Gesamtbetrag dieser Mittel eher noch erhöht haben. Infolge der Baissebewegung an den Aktienmärkten, die umfangreiche Positionslösungen hervorrief, strömte noch viel mehr Geld in die großen Reservoirs, dazu kamen, was die neutralen Länder wie die Schweiz, Holland und die nordischen Länder anbelangt, Kapitalströme aus Ländern mit unsicheren politischen Verhältnissen, Beträge, die zwar zum Teil wieder den Kapitalmarkt alimentierten, zum größeren Teil aber vermutlich die kurzfristige Anlageform bevorzugten. Die starken Diskontherabsetzungen in den letzten Monaten 1930 und im Januar und Februar 1931 zeigen deutlich den Grad der internationalen Geldflüssigkeit. Nimmt man indessen die niedrigen Sätze unter die Lupe und vergleicht man sie mit den Renditen der Rentenwerte, so tritt der Gegensatz deutlich in die Erscheinung. Abgesehen von den bereits erwähnten Ländern, die im Genuß der Kapitalflucht standen, ist die Anpassung der Geldmarktsätze an die des Kapitalmarktes erst äußerst zögernd erfolgt. Ansätze einer derartigen Entwicklung wurden in den Vereinigten Staaten im Herbst vorigen Jahres durch die zwangsläufigen Bondverkäufe der Banken unterbunden.

Wieweit auf dem amerikanischen Geldmarkt Renditen auf Bonds von den Sätzen des Geldmarktes in den letzten Jahren abweichen, zeigt eine von der Firma G. M.-P. Murphy & Co. errechnete Tabelle:

Jahr	Juni			Dezember		
	Renditen auf Bonds %	Akzeptraten %	Differenz %	Renditen auf Bonds %	Akzeptraten %	Differenz %
1921	6,00	5,59	0,41	5,29	4,16	1,13
1922	4,93	3,07	1,86	4,87	4,00	0,87
1923	4,98	4,13	0,85	5,01	4,13	0,88
1924	4,84	2,45	2,39	4,78	2,89	1,89
1925	4,66	3,25	1,41	4,70	3,50	1,20
1926	4,58	3,32	1,26	4,55	3,83	0,72
1927	4,51	3,63	0,88	4,40	3,25	1,15
1928	4,50	4,05	0,45	4,59	4,50	0,09
1929	4,73	5,49	0,76 ¹⁾	4,64	3,90	0,74
1930	4,52	2,13	2,39	4,55	1,88	2,67
Durchschnitt	4,82	3,71	1,11	4,73	3,60	1,13

¹⁾ Die Akzeptraten übersteigen die Renditen auf Bonds.

Für die mangelhafte Anpassungsfähigkeit in Deutschland könnte man allenfalls noch das Vorhandensein gewisser Sonderprobleme ins Feld führen. *Jedenfalls klappt hier aber auch auf breiter internationaler Linie eine Kluft, die überbrückt werden muß, wenn man eine dauernde Besserung der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte und damit auch eine Gesundung der Weltwirtschaft erwarten will. Keynes meint, daß von dem bereits erwähnten Betrag von 20 Milliarden RM rund die Hälfte für den Spitzenausgleich überflüssig sei, daß also dieser Betrag dem Anleihemarkt zugute kommen könnte und ausreichen würde, um den Zinssatz für langfristige Anlagen fühlbar zu drücken.*

Wie erklärt sich diese Ansammlung von Mitteln an Stellen, wo sie nicht ausreichend beschäftigt werden können? Einer der wichtigsten Gründe ist zweifellos, wie bereits in dem Aufsatz über die deutschen Sonderprobleme gezeigt wurde, die auf den Krieg folgende

politische Unsicherheit,

so vor allem in den Ländern, die bei der Regulierung der politischen Schulden in eine auf die Dauer unmögliche Schuldnerstellung hineingeraten sind. Die Bereitwilligkeit des sich ständig neubildenden Kapitals, wieder eine langfristige und gutverzinsliche Anlageform zu suchen, ist durch den unsicheren politischen Ausblick immer wieder gestört worden. Vom markttechnischen Standpunkt aus hat sicher auch die in den Vereinigten Staaten aufkommende Bevorzugung der Aktien bei gleichzeitiger Zurückdrängung der Bonds eine starke Veränderung der Geschmacksrichtung hervorgerufen. Wer in den Jahren der Aktienspekulation von Renditen sprach, wurde als rückständig gescholten. Nur mit der Aktie konnte man sich einen Anteil an den angeblich durch keinen Konjunkturrückgang mehr zu gefährdenden Aufschwung der amerikanischen Wirtschaft sichern. Der Glaube an die Mehrwertchance drängte solide Rentabilitätsauffassungen in den Hintergrund, und diese Mentalität hat sich noch lange nach dem Aktienzusammenbruch fortsetzen können. Hinzu kam, daß viele festverzinslichen Anleihen, insbesondere Länderanleihen, immer weniger die Gewähr einer gewissen Kursstabilität bieten konnten. Kurz, es fehlte an den sicheren Grundlagen und Maßstäben, die vor dem Krieg den Kapitalisten eine risikofreie Anlageauswahl ermöglichten.

Die eigenartige Situation ist aber auch unter einem anderen Gesichtswinkel interessant. Wenn die Diskont- und Währungs politik der führenden Zentralnotenbanken in den letzten Jahren vielfach die Wirksamkeit vermissen ließ, die man unter normalen Voraussetzungen hätte erwarten können, so hängt dies eng mit der ständig sich in Bewegung befindenden Masse an kurzfristigen Mitteln zusammen. Dieser Ein-

fluß war besonders auffällig in den Jahren 1928/29, als der Federal Reserve Board eine Diskontpolitik betrieb, die darauf hinauslaufen sollte, die Betätigung des Geldmarktes an der Börse in der Form von Call Money zu unterbinden oder wenigstens zu entmutigen. Die damit zusammenhängende Erhöhung der Rediskontrate auf 6% wirkte sich naturgemäß auch in einer Steigerung der Call Loan-Sätze aus. Damit wurde aber gerade das Gegenteil von dem erzielt, was man verhindern wollte: Immer mehr von dem in Europa kurzfristig bereitem Geld floß nach New York, um in den Genuß der hohen Tagesgeldsätze zu kommen. Nachstehende Kreditbilanz für 1928 und 1929 zeigt, daß der New Yorker Markt kurzfristig tatsächlich erheblich an Europa verschuldet war. Das leider noch nicht vorliegende Ergebnis für Ende 1930 würde zweifellos die inzwischen eingetretene Rückbildung zum Ausdruck bringen. Es ist bekannt, daß diese Sätze kurz vor dem Zusammenbruch katastrophal stiegen und daß der Leiter der National City-Bank der Gefahr einer Deroute durch Alimentierung des Tagesgeldmarktes mit großen Dollarbeträgen zu Sätzen von weit über 20% zu steuern versuchte. Das Unheil war aber auch hierdurch nicht abzuwenden. Der Abbau der Börsenpositionen brachte dann eine allmähliche Entspannung des Tagesgeldmarktes mit sich, mit der bereits erwähnten Folge, daß nach und nach wieder die Repatriierung der europäischen Gelder in Fluß kam. Es bleibt nur noch festzustellen, daß ebensowenig, wie zu den höchsten Tagesgeldsätzen die Spekulation ernüchtert wurde, zu den monatlang herrschenden Tiefsätzen eine Ermunterung der Spekulation zu verzeichnen war, ein Beweis für die nur relative Bedeutung der Geldleihbedingungen in den wichtigsten Phasen der Konjunkturzyklen.

	31. 12. 1928 in 1000 \$	31. 12. 1929 in 1000 \$
Aktiva		
Amerikan. Guthaben im Ausland	198 588	189 740
Verpflichtungen amerikanischer Banken für vom Ausland gezogene und von amerikanischen Banken akzeptierte Wechsel	508 822	768 942
Ausländische Debitoren	255 373	202 348
Kurzfristige Kreditvorschüsse	318 762	285 460
Kurzfristige amerikanische Gelder an fremden Geldmärkten	24 077	37 357
Gesamt	1 305 622	1 483 847
Passiva		
Ausländische Guthaben	1 580 481	1 652 858
Nicht fällige amerikanische im Ausland akzeptierte und diskontierte Wechsel	93 356	72 238
In amerikanischen Akzepten angelegte ausländische Gelder	564 601	891 132
Ausländische Anlagen in amerikanischen „brokers' loans“	332 888	270 627
Ausländische Anlagen in amerikanischen Schatzwechseln	166 319	61 827
Ausländische Gelder in andern kurzfristigen amerikanischen Anlagen	12 176	8 817
Verschiedenes	146 399	129 782
	2 896 220	3 087 281
Passiv-Saldo	1 590 598	1 603 434

So wie die Verhältnisse heute liegen, erscheint die Frage der Erzielung einheitlicher internationaler Richtlinien für die Regulierung der Kurz-

geldraten mindestens ebenso wichtig, wie das häufiger ventilerte Problem der

Zusammenarbeit der Notenbanken

zwecks Kontrolle der langfristigen Zinssätze, die in Wirklichkeit überhaupt nur möglich erscheint, wenn die Überdimensionierung des Geldmarktes aufhört und dieser wieder zu seinen ursprünglichen Funktionen zurückgebildet werden kann. Man darf nicht vergessen, daß die Kontrolle der Kurzgeldrate im Vergleich zur Vorkriegszeit, als London der einzige bedeutende Markt für Kurzgeldtransaktionen war, beim Vorhandensein zweier Brennpunkte viel schwieriger ist. Außerdem hat die Situation noch insofern eine Veränderung erfahren, als beide Plätze gegenüber der übrigen Welt ebensowohl Schuldner- als auch Gläubigerpositionen aufwiesen. Die Lage war zweifellos vor dem Kriege ausgeglichener. Die in London beschäftigten kurzfristigen Mittel dürften ungefähr demjenigen Betrag entsprochen haben, der zur Finanzierung nicht spezifisch britischer Außenhandelsumsätze mittels Sterlingwechsel nötig war. Hier war eine Größenordnung gegeben, die den jeweiligen Umfang der kurzfristigen Londoner Mittel einigermaßen bestimmte, während heute dieser Zusammenhang fast völlig zerstört ist. Ein Moment der Unsicherheit ist damit auch für die internationale Bankwelt geschaffen, die sich einer ständig wechselnden Kurzgeldlage gegenüber sieht. Die deutsche Bankwelt hat besonderen Anlaß, eine allmähliche Änderung dieses Zustandes zu wünschen, da jede politische Unsicherheit ihre Resonanz in der Nervosität der ausländischen Geldgeber findet. Diese Nervosität ist begreiflicherweise in Frankreich sehr stark ausgeprägt. Verschiedene Male in der letzten Zeit sind ja, wie schon in anderem Zusammenhange erwähnt, infolge überstürzten Abzuges ausländischer Guthaben, an die Reichsbank hohe Devisenanforderungen gestellt worden, die das Institut bei einem weniger kräftigen Status nicht hätte erfüllen können.

Um eine größere Ausgeglichenheit in den kurzfristigen internationalen Geldtransaktionen zu erzielen, wäre zumindest die bessere statistische Erfassung der Kurzgelder in London und eine beschleunigte Statistik für New York erforderlich. Was Deutschland anbelangt, so liefern die in den Bilanzen der Großbanken enthaltenen Ziffern immerhin eine gewisse Unterlage für die Feststellung der normalerweise benötigten ausländischen Kurzgelder. Jedenfalls hat das Ausland einen ziemlich sicheren Anhaltspunkt dafür, in welchen Grenzen sich Deutschlands Kurzgeldbedarf unter bestimmten Bedingungen bewegt. Es ist anzunehmen, daß die zu gewissen Zeiten erreichten Höchstbeträge eine obere Linie darstellen. Unterstellt man weiterhin, daß eine ähnlich starke Beschäftigung von Kurzgeld an den Aktienmärkten, wie sie in den Jahren 1926 bis 1928 stattgefunden hat, in Zukunft nicht wahrscheinlich ist —

auch hier haben sich allmählich gewisse Größenordnungen herausgebildet —, so würde hiermit doch eine gewisse Abgrenzung des Verwendungszweckes und der Streuung der fluktuierenden Geldmarktbeiträge gegeben sein.

Die Handhabung der englischen Diskontpolitik zeigte in den letzten Monaten eine auffällige Unsicherheit. Diese ist zweifellos in erster Linie darauf zurückzuführen, daß die Bank von England keinen richtigen Einblick in die Struktur des Londoner Kurzgeldmarktes hatte, und daß sie völlig gefühlsmäßig vorgehen mußte. Die Bank von England sah sich im Januar 1931 sogar gezwungen, entgegen der von ihr seit Monaten verfolgten Politik der Geldverbilligung, durch Wechselverkäufe eine Marktverknappung hervorzurufen, um den völlig unkontrollierbaren und durch ihre Beharrlichkeit dauernd den Markt erschütternden französischen Geldabzügen zu begegnen. Der Erfolg war eine Besserung des Pfundkurses, jedoch auf Kosten der Sätze am offenen Geldmarkt. Auch hier führte die ständige Abwehrstellung gegenüber unbekanntem Mächten zu einer Störung der diskontpolitischen Linie. Diese Hemmungen sind um so schwerwiegender, als man in England alles Interesse daran hat, allmählich die Grundlagen für eine großzügige Konvertierung der Kriegsschulden vorzubereiten. Prof. Keynes hält es auch für richtig, daß der Versuch gemacht werden sollte, den Komplex der internationalen Kurzgeldgeschäfte in London abzutrennen von jenem Fonds, der für die Handhabung der rein britischen Finanzierungen aufrechterhalten werden muß, um möglicherweise verhindern zu können, daß die starke Labilität der internationalen Kursgeldsätze dauernd die Sätze der Industrie- und Handelskredite beeinflusst. Keynes gibt zu, daß dieses Ziel ein ernstes technisches Problem darstellt, macht aber im zweiten Band seines „Treatise on money“ einige Vorschläge und Anregungen, auf die einzugehen ein tieferes Eindringen in den Mechanismus des Londoner Geld- und Kapitalmarktes erfordern würde.

Zusammenfassend läßt sich jedenfalls sagen, daß zur Schaffung einer Solidarität der internationalen Geldmärkte, wie sie vor dem Krieg zum mindesten zwischen den europäischen Geldzentren bestand, noch eine stärkere gegenseitige Einfühlung der Geldmärkte und eine weitergehende Anpassung der technischen Einrichtungen erforderlich ist.

Zwar bestand auch in den letzten Jahren regelmäßig ein gewisses Zinsgefälle zwischen den internationalen Plätzen, das entsprechend der internationalen Verschuldung und der laufenden Kapitalbewegungen niedrigste Sätze in New York und Paris, sowie auf den neutralen Plätzen, höhere Sätze in England und Deutsch-

land zeigte, während die besonders hohen Zinsraten in den kapitalistischen Kleinstaaten sowie in den Rohstoffländern normalerweise nicht unmittelbar in Beziehung zu diesem Zinsgefälle gebracht werden konnten. Dr. Neisser zeigt in seiner Artikelserie über „Der internationale Geldmarkt vor und nach dem Kriege“ (Weltwirtschaftliches Archiv, Jhg. 1929, Bd. 29, I), daß auch vor 1914 die Solidarität zwischen dem Berliner und Londoner Geldmarkt wiederholt durch politische Ereignisse gestört wurde. Derartige Ereignisse werden neben den leichter voraussehbaren Saisonschwankungen immer wieder die Grenzen der Solidarität und entsprechend die Aufgaben der nationalen Geldmärkte aufzeigen. Auch im Verhältnis London-Paris haben sich die Geldmarktbeziehungen nicht immer reibungslos abgewickelt.

Die Entwicklung des New Yorker Geldmarktes.

Die internationale Bedeutung des New Yorker Geldmarktes war vor dem Kriege gering. Wie bei der Betrachtung der europäischen Geldmarktzentren festgestellt werden konnte, bilden die Zentralnotenbanken innerhalb der Geldmärkte ein überaus wichtiges Glied.

In den Vereinigten Staaten trat bekanntlich das Federal-Reserve-System erst im Dezember 1913 in Kraft, aber selbst diese neue Organisation des amerikanischen Bankwesens hätte, wesentlich auf interne Aufgaben abgestellt, nicht ausgereicht, um die Eingliederung des New Yorker Geldmarktes in das internationale Netz zu ermöglichen, wenn nicht nach 1918 die internationale Lage den Zwang zu dieser Anpassung in der verschiedensten Weise verstärkt hätte. Die Verhältnisse auf dem New Yorker Platz waren vor 1914 so, daß ein relativ weit geringerer Betrag der Depositen der Vereinigten Staaten seinen Weg nach New York fand, als dies in der Regel in den europäischen Ländern der Fall war. Zwar bestand als Kompensation für das

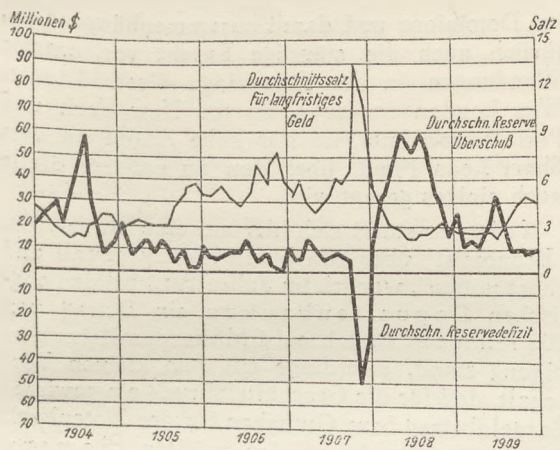
Verbot der Filialbildung

bei den Nationalbanken die Bestimmung, daß diese Institute einen Teil ihrer Kassenreserven nach den Hauptplätzen New York und Chicago legen durften, indessen fielen diese Beträge für den New Yorker Geldmarkt kaum ins Gewicht. Außerdem darf, wie *Somary* in seiner Neuauflage der „Bankpolitik“ zeigt, nicht vergessen werden, daß die Kapitalnachfrage in den Vereinigten Staaten von den Verhältnissen in Europa wesentlich abwich. Einen Wechselmarkt sowohl für den inneren Kredit wie für den Remboursverkehr gab es deshalb nicht, weil den Nationalbanken das Akzeptgeschäft verboten war, während die promissory notes als eine Art industrieller *Solawechsel* sich für den börsenmäßigen Handel nicht eigneten.

Dieser Mangel an Kreditinstrumenten muß auch dafür verantwortlich gemacht werden, daß der amerikanische Handel sich bei der Finanzie-

rung seiner Transaktionen stark auf den Londoner Markt zu stützen gezwungen sah. Auch die amerikanische Industrie hatte zeitweilig unter der Unzulänglichkeit der inländischen Kreditfazilitäten zu leiden. So war es eine zwangsläufige Entwicklung, daß der New Yorker Geldmarkt sich auf Börsendarlehen konzentrierte. Wenn man New York während der Börsenhochkonjunktur öfter den Vorwurf machte, daß es allzu bereitwillig die Börsenhausse finanzierte, so liegt, wie erwähnt, einer der Hauptgründe für diese Einseitigkeit in der traditionellen Entwicklung dieses Platzes. Mit der Schaffung des Federal-Reserve-Systems und seiner Einteilung in zwölf Distrikte glaubte man eine gleichmäßigere Verteilung der Bankreserven und damit eine Rückbildung der Börsenfinanzierungen erzielen zu können, doch sind die hieran geknüpften Erwartungen nur zum Teil erfüllt worden. Man hatte bei der Schaffung des Federal-Reserve-Systems wohl kaum damit gerechnet, daß der New Yorker Geldmarkt zu gewissen Zeiten auch von Europa her stärker alimentiert werden würde. Außerdem ist durch organisatorische Veränderungen gerade seit dem Krieg in New York eine Konzentration der Bankkraft eingetreten, die man niemals für möglich gehalten hätte. So konnte der Anteil der Börsengelder an den gesamten Geldmarkttransaktionen der New Yorker Banken trotz der allmählichen Entwicklung des Akzeptgeschäftes sich noch erhöhen, und erst in der letzten Zeit machen sich Tendenzen einer Rückbildung dieser Verhältnisse geltend. Ein Umstand, der ebenfalls von den Schöpfern des neuen Banksystems nicht vorausgesehen worden ist, hängt mit der Gepflogenheit der Provinzbanken zusammen, bei starken Kreditanspannungen oder Entspannungen sich an den New Yorker Markt zu wenden oder dort Gelder zu placieren, was in den letzten Jahren oft in ungewöhnlich weiten Ausschlägen in der Rate für Tagesgeld zum Ausdruck gekommen ist.

Randolph Burgess meint in seinem auch in Deutsch erschienenen Werk über „Die Reservebanken und der Geldmarkt in den Vereinigten Staaten“, daß vor 1914 zwar bei ersten Krisenzeiten das Mittel der Goldeinlagen des Schatzamtes bei den Banken, oder die Ausgabe von Clearing-House-Zertifikaten Anwendung fand, daß aber damals die Reserven der New Yorker Banken die erste und wichtigste Verteidigungslinie darstellten. Die Kreditlage wurde ernst, sobald diese Reserve auf ihr gesetzliches Minimum zusammenschrumpfte. Die enge Abhängigkeit der Geldsituation von den Bankreserven ist aus dem ebenfalls dem Buche Burgess' entnommenen Diagramm ersichtlich: 1. *Die grundlegende Veränderung, die seit 1914 eingetreten ist, liegt in der Schaffung neuer und geschlossener Verteidigungslinien des Geldmarktes mit den Hauptstützpunk-*



ten der Federal-Reserve-Banken. Um diese zwölf Reservebanken herum haben sich örtliche Geldmärkte von anscheinend wachsender Bedeutung herausgebildet, ohne indessen New York seine Vormachtstellung irgendwie streitig machen zu können.

Der New Yorker Geldmarkt steht mit den Reservebanken in verschiedener Weise in unmittelbarer Verbindung. Nach dem Reservegesetz ist es den Reservebanken erlaubt, Bankakzepte und Staatsschuldverschreibungen am offenen Markt zu kaufen, dagegen nicht Commercial paper. Dabei geht die Initiative nur in einem Fall vom Federal-Reserve-System aus, nämlich, wenn es sich darum handelt, durch Kauf oder Verkauf von Staatsschuldverschreibungen (open market operations) einen Einfluß auf den Geldmarkt auszuüben.

Es unterliegt keinem Zweifel, daß ohne das Vorhandensein einer umfassenden Bankorganisation die Wirtschaftskrisis von 1929/30 zu beispiellosen Erschütterungen geführt hätte; mit dieser Feststellung wird man allerdings der oft gehörten Kritik nicht gerecht, daß das Federal-Reserve-System zum Teil an der der Krise vorausgegangenen Kreditaufblähung mitschuldig gewesen sei. Zahlreiche

Mängel im System

haben sich gerade unter dem Blickbild des New Yorker Geldmarktes herausgestellt, die gegenwärtig von den verschiedensten Kommissionen offiziell und privatim untersucht werden. Viele Schwachpunkte der Bankorganisation sind auch durch den Zusammenbruch von mehr als 1300 Provinzbanken im Jahre 1930 zutage getreten. Man brauchte sich nicht zu wundern, wenn diese mangelnde Widerstandskraft des Banksystems an der Peripherie schließlich dazu führen würde, daß die Zugehörigkeit zum System allen Bankinstituten zur Pflicht gemacht wird.

Mit der Einführung des Akzeptgeschäftes hoffte man auch einen stärkeren Einfluß auf die Dis-

kontopolitik des Reservesystems zu gewinnen. Burgess gibt in seinem erwähnten Buch zu, daß die erwarteten Wirkungen der Diskontveränderungen auf die Zinssätze für Börsengeld nicht eingetreten sind. Die Börsengeldraten weisen zwar in den letzten Jahren eine größere Gleichmäßigkeit als früher auf, aber der Börsengeldmarkt ist trotzdem das wichtigste Betätigungsfeld von überschüssigem Geld geblieben. Es zeigt sich eben, daß mit Propaganda allein eine derartige Neuerung nicht entwickelt werden kann, außerdem ist vielleicht die Organisation für diese Zwecke immer noch nicht genügend durchgebildet. Damit soll jedoch keineswegs die Bedeutung des Akzeptmarktes für den Ausbau des New Yorker Geldmarktes verkleinert werden. Einen starken Anreiz hat zweifellos die Errichtung des Wechselmarktes auf die ausländischen Bankiers in der Weise ausgeübt, daß diese wachsende Guthaben in New York unterhielten und auf dem Wechselmarkt beschäftigten. Viele Schranken, die der Ausgestaltung der internationalen finanziellen Beziehungen im Wege standen, wurden durch dieses Kreditinstrument beseitigt. Schließlich kommt noch hinzu, daß die wachsende Verwendung von Dollarwechseln bei der Finanzierung des Welthandels auf den internationalen Goldzentren einen Markt für Dollardevisen geschaffen hat, ein Vorteil, der auch im Hinblick auf die Wandlungen in der Währungspolitik der führenden Welthandelsstaaten nicht zu unterschätzen ist. Der Wettbewerb der beiden wichtigsten Anlagegebiete auf dem New Yorker Geldmarkt wird wahrscheinlich immer bestehen bleiben. Die Position wird sich vorübergehend für das eine oder das andere Gebiet günstiger gestalten, je nachdem, ob eine Börsenkonjunktur größere Mittel bindet oder ob eine Erweiterung des Welthandelsvolumens zur stärkeren Inanspruchnahme der Finanzierung mittels Dollarwechsel führt.

In Anbetracht der Wichtigkeit, welche die open market policy gerade in der jüngsten Zeit wieder erlangt hat, erscheinen einige Angaben über diese Seite der amerikanischen Kreditpolitik am Platze. Die diskontpolitische Handhabung dieses Instruments ist verhältnismäßig jüngerer Datums. Vor 1922 widmeten sich die einzelnen Reservebanken diesem Geschäft ohne große gegenseitige Fühlungnahme. Es kam oft vor, daß ein Wettbewerb zwischen den Banken entstand, was meist eher zu Störungen als zu einer günstigen Beeinflussung des Gesamtmarktes führte. Erst im Jahre 1922 wurde ein Komitee aus den Gouverneuren der wichtigsten Banken zusammengestellt, das zunächst nichts weiter wollte, als die Prüfung einer ordnungsgemäßen Abwicklung der offenen Marktoperationen. Sehr bald kam dieses Komitee zu der Einsicht, daß eine Zentralisierung der An- und Verkäufe von Staatsschuldverschreibungen notwendig sei, und entsprechend erfolgte eine Neuordnung in der Weise, daß die Federal Reserve Bank of New York im Hinblick auf ihre Stellung auf dem Geldmarkt einen

Vorrang in Anspruch nahm. Seit einigen Jahren werden in der Tat die meisten Beträge durch die New Yorker Federal-Reserve-Bank ausgeglichen, und es erwies sich als möglich, die allgemeine Diskontpolitik in viel engeren Zusammenhang mit den offenen Marktoperationen zu bringen. Da ein Ankauf von Schuldverschreibungen durch den Federal Reserve Board den Mitgliedsbanken eine liberalere Kreditgewährung ermöglicht, nimmt die Erleichterung der Geldsätze meist von dieser Seite her ihren Ausgang. Ein Verkauf von Schuldverschreibungen drückt auf die Liquidität der Mitgliedsbanken und führt zu einer Versteifung der Geldsätze. Wie wichtig dieses Instrument für die Diskontpolitik ist, geht schon daraus hervor, daß in den letzten Jahren auch andere Zentralinstitute zu seiner Verwendung übergegangen sind. Eine Darstellung des Mechanismus der Diskontpolitik würde zu weit führen. Die Einzelheiten, wie sie bereits in einem früheren Heft des *Plutus* (Jhg. 1928, Brief 10: Amerikanische Kapitalmarktprobleme) gegeben worden sind, treffen im wesentlichen auch heute noch zu. Was die Wirksamkeit der Diskontpolitik in kritischen Zeiten nicht unerheblich beeinträchtigt, ist die Selbstständigkeit der einzelnen Reservebanken in der Vornahme von Diskontveränderungen. Der Federal Reserve Board hat lediglich die Änderungen zu bestätigen.

Es ist klar, daß die ganze Struktur der amerikanischen Wirtschaft in Zeiten starker Spannungen zwischen den industriellen und agrarischen Interessen eine straffe Handhabung der Diskontschraube recht schwierig macht. Der F.R.B. hat es nicht immer leicht, sich gegen den Vorwurf zu verteidigen, daß die F.R.B.-Politik den Interessen der internationalen Finanzwelt manchmal stärker entgegenkomme als den Interessen der einheimischen Wirtschaft.

Londons Geldmarktstellung.

Die Feststellung, daß die Organisation des englischen Geldmarktes in mehr als einer Hinsicht eine Vereinfachung und größere Geschlossenheit vertrüge, hindert nicht, dem

Londoner Platz immer noch den Vorrang als Hauptfinanzier der Weltwirtschaft

einzuräumen. Die Grundlagen dieser Vormachtstellung sind so traditionsbedingt, daß selbst in dem schweren Kampf, den London in den letzten Jahren gegen die „Unbotmäßigkeit“ anderer Geldplätze zu führen hatte, sich in dem Mechanismus des Londoner Geldmarktes kaum etwas Wesentliches geändert hat. Waren die kurzfristigen Kreditbeziehungen zu den Ländern innerhalb des Imperiums trotz Ernteschwankungen und trotz neuer wirtschaftlicher Konstellationen ziemlich feste Größenordnungen, so gesellt sich heute zu der Labilität der europäisch-amerikanischen Geldmarktbeziehungen fast tägliche Sorge um die Regulierung kurzfristiger Kredittransaktionen mit währungsgeschwäch-

ten Dominions und damit zusammenhängend natürlich auch die ständige Furcht vor ernstesten Wendungen in der Finanzlage dieser Länder. Was London immer noch vor New York und Paris auszeichnet, ist der hohe Anteil an dem Short Loan Fund, über den an anderer Stelle noch einiges gesagt wird.

Neisser stützt sich hier auf eine Statistik im „Economist“ über „Cash and Money at call and short notice“, wonach im Jahre 1912 bei den englischen Depositenbanken ein Betrag von 208 Millionen £, d. h. ca. 4 Milliarden M zur Verfügung stand, allerdings mit dem kleinen Vorbehalt, daß für die Geschäftsführung ein gewisser Bargeldbetrag bzw. Guthaben bei der Notenbank in Abzug gebracht werden müßten. Somary spricht von einem Betrag von nicht weniger als 700 Millionen £, wobei allerdings die Grenzen der Erfassung erheblich weiter gezogen zu sein scheinen. Keynes schließlich rechnet mit einer Ziffer von ca. 300 Millionen £ für London. Gleichgültig, welche Ziffer die richtige ist, das Kriterium für die Leistungsfähigkeit Londons ist die ständige Verfügbarkeit und die Vielgestaltigkeit der Formen der Kredite. Während der Londoner Geldmarkt von überraschenden internen wirtschaftlichen Beanspruchungen insofern stets ziemlich sicher war, als die industriellen Kreditansprüche erst in zweiter Linie von den Londoner Banken befriedigt wurden, während für besondere Fälle die Notenreserve der Bank von England zur Verfügung stand, zeigt der internationale Aspekt eine größere Fülle von Einflußsphären. *Die Stärke des Londoner Platzes beruht hier in erster Linie darauf, daß ständig ein großer Betrag an kurzfristigen Krediten an das Ausland unterhalten wird und die Möglichkeit einer raschen Hin- und Herbewegung dieser Kredite ein wichtiges diskontpolitisches Mittel darstellt. Daß gleichzeitig auch eine erhebliche kurzfristige Verschuldung Londons an das Ausland bestand, macht allerdings die Lage komplizierter. Das Vorhandensein kurzfristiger Auslandsforderungen, die zum Teil besonders empfindlich gegen politische Zeitströmungen waren, hat der Bank von England zweifellos oft ihr diskontpolitisches Konzept in einem Augenblick verdorben, in dem sie höchsten Wert auf die Wirksamkeit der Diskontschraube legen mußte.*

Wenn in den letzten Jahren diese Zusammenhänge oft verdunkelt wurden, so ist die Ursache darin zu suchen, daß die enge Verbindung zwischen dem Londoner Geldmarkt und dem Goldmarkt durch die äußerste Inanspruchnahme der Bank von England andauernd gestört wurde. Selbst durch Kreditumlegungen war es nicht mehr mit der früher gekanntem Wirksamkeit möglich, die Goldbewegung grundlegend zu beeinflussen. Die Ansprüche Frankreichs waren Monate hindurch so stark, daß die Bank von England sogar vorübergehend zu dem Mittel griff, den Goldstrom nach Frankreich durch Verweigerung von Fein-

goldabgaben zu erschweren. Das Standardgold mußte nämlich, um den Ankaufsvorschriften der Bank von Frankreich zu genügen, zuerst umgeschmolzen werden, was mit einem Zeit- und Zinsverlust verknüpft war. Jedenfalls bildet die Defensivstellung, in die sich der Londoner Goldmarkt gedrängt sieht, eine gewisse Beeinträchtigung der Funktionsfähigkeit des Geldmarktes.

Die Frage nach der Art und Ergiebigkeit der Quellen, aus denen das Londoner Geldreservoir gespeist wird, ist nicht schwer zu beantworten. Die Hauptquelle war zweifellos immer die gut organisierte Depositenansammlung. Bis zum Ausbruch des Krieges überstieg in der Regel die jährliche Zuwachsquote die Bedarfssteigerung der einheimischen Wirtschaft, so daß ein ständig zunehmender Betrag für die Verwendung auf dem Londoner Geldmarkt frei wurde und in liquide Anlagen drängte. Ein Charakteristikum für die Technik des Londoner Geldmarktes ist das Vorhandensein von Wechselbrokern, deren Haupttätigkeit in der Übernahme der Wechselprüfung für die mit den außerenglischen Verhältnissen wenig vertrauten Banken bestand. Nach *Somary* besteht die Tätigkeit der Brokers heute im wesentlichen darin, „durch ihre Intervention der akzeptgebenden Bank oder der in- oder ausländischen Industriegesellschaft das Aufsuchen des billigsten Akzeptnehmers zu ersparen; sie bilden einen Ersatz für eine organisierte Wechselbörse, die die Tätigkeit der Broker sicherer und billiger ausführen, eine größere Übersicht über die Marktlage und eine wirkliche Diskontpolitik der Kreditbanken ermöglichen könnte“. Die Errichtung von Londoner Zweigniederlassungen seitens ausländischer Banken, sowie die Angliederung von *Auslandsabteilungen* bei einheimischen Banken, haben in das Monopol der Wechselbrokers eine gewisse Bresche geschlagen, immerhin ist erstaunlich, daß trotzdem die Entwicklung auf dieser Linie sich noch recht langsam vollzieht.

Bei dieser dezentralisierten Pflege des Akzeptgeschäftes ist es nicht verwunderlich, daß die Notizen über die Privatsätze in London meist ziemlich erheblich auseinandergehen und nur eine Durchschnittsschätzung ermöglichen.

Dezentralisiert ist auch die

Organisation des Effektenkredits.

Hier mußte die Abschließung der Banken von der Börse ebenfalls zwangsläufig zur Einschaltung von Brokern und Jobbers führen, deren Bedeutung um so ausgesprochener wurde, als die von den Banken getrennte Behandlung des *Kon-sortialgeschäftes* den Broker auch die Aufgabe der Effektenberatung der Kapitalisten in die Hände gab. Kann man bezüglich der Organisation des Diskontmarktes die allgemeine Kritik als berechtigt anerkennen, so hat die Entwicklung während der Effektenbaisse gezeigt, daß die Trennung zwischen Banken und Börsen vieles für sich hatte. Hier mag schließlich noch ein Vergleich zwischen den verschiedenen Zinssätzen auf dem Londoner Markt am Platze sein:

	Bankrate %			3-Monats- wechsel %			Kurzfristige Darlehen %		
	£	s	d	£	s	d	£	s	d
1919	5	3	0	3	18	10	3	9	7
1920	6	14	4	6	7	11	5	3	7
1921	6	2	4	5	4	3	4	12	8
1922	3	13	10	2	13	0	2	5	11
1923	3	9	9	2	14	1	1	16	8
1924	4	0	0	3	10	9	2	12	5
1925	4	11	0	4	2	0	3	9	3
1926	5	0	0	4	10	3	4	1	1
1927	4	13	0	4	4	10	3	15	10
1928	4	10	0	4	3	0	3	12	6
1929	5	10	0	5	5	4	4	12	3
1930	3	8	5	2	12	3	2	9	6

Der französische Geldmarkt.

Die Machtstellung des französischen Geldmarktes, von der traditionsgemäß immer noch gesprochen wird, hat sich in den letzten Jahren in mehr negativer Weise gezeigt. Man kann ruhig sagen, daß seit langem die französische Geldmarktpolitik außerordentlich störend nicht nur in das Gefüge des Gold- und Devisenmechanismus eingreift, sondern auch infolge der Labilität der Auslandsguthaben die kurzfristigen Kreditoperationen erheblich erschwert. Diese Fragen sind an anderer Stelle eingehend behandelt. Während London in technischer Hinsicht auch heute noch eine fein verzweigte und daher vielseitige Geldmarktorganisation aufweist, kann man in Paris von einem offiziellen Geldmarkt überhaupt nicht sprechen. Angebot und Nachfrage sind nicht zentralisiert. Die den Transaktionen zugrunde liegenden Zinssätze streben oft weit auseinander, so kommt es, daß die Geldbedürfnisse an den Ultimo- und anderen Zahlungsterminen stoßartig auftreten und die Nachfrage die Banken oft zwingt, im letzten Augenblick durch Abzug von Auslandsguthaben Mittel bereitzuhalten. Die Sätze, die so zustandekommen, haben deshalb auch keine allgemeine Bedeutung. Eine Zentralisation der kurzfristigen Kreditoperationen wäre um so leichter zu erzielen, als das ausgedehnte Netz von Filialen und Konzernbanken, über das die Großbanken im ganzen Lande verfügen, den größten Teil der liquiden Mittel des Landes nach Paris lenkt und es nur einer engeren *Zusammenarbeit* bedürfte, um die Verteilung der flüssigen Mittel nach einheitlichen Richtlinien vorzunehmen.

Der Einfluß, den neben den Großbanken noch die Privatbanken, Versicherungsunternehmen, Eisenbahnen und Industriegesellschaften als Geldgeber ausüben, ist minimal. Die Einstellung der Großbanken, aus falsch verstandenen Prestige Gründen nicht in einen regelmäßigen kurzfristigen Kreditverkehr miteinander zu treten, zwingt diese Institute zu einer besonders vorsichtigen *Liquiditätspolitik*. Als erschwerend für den Geldausgleich zu den Terminen tritt die schlechte Organisation des Lombardgeschäftes hinzu, wo unzählige Formalitäten die Inanspruchnahme einer Einrichtung verhindern, die in anderen Fällen — den

ken wir nur an Deutschland — eine durchaus wichtige und segensreiche Rolle bei der Überbrückung der Monats- und Quartaltermine bilden. Als Abgeber von Diskonten treten die Großbanken nur selten auf, daraus erklärt sich, daß auf dem Bankakzeptmarkt aus französischer Herkunft die Nachfrage nicht sehr bedeutend ist, das Ausland nimmt dagegen den Pariser Markt mit begrenzten Beträgen in Anspruch, zum Teil durch Ziehungen von Auslandsbanken auf Pariser Bankfirmen, die mehr oder weniger unter ausländischem Einfluß stehen, zum Teil durch Wechselnennungen. Die Versuche, einen Teil des internationalen Akzeptgeschäftes auf den Pariser Markt zu konzentrieren, haben sich noch nicht als sehr erfolgreich erwiesen. Die „Banque Française d'Acceptation“, auf die man große Hoffnungen setzte, hatte das Pech, insofern in einer ungünstigen Zeit errichtet zu werden, als infolge der Welthandelsschrumpfung das Institut nicht in der Lage war, einen nennenswerten Teil des zur Verfügung stehenden Akzeptmaterials für sich zu reservieren.

Ein bemerkenswerter Schritt auf dem Wege einer internationalen Auswertung der eigenen Geldmarktliquidität könnte dagegen mit der Beteiligung französischer Banken an der Vorfinanzierung des Verkaufs von Vorzugsaktien der Reichsbahn seitens des Reiches an die Reichsversicherungsanstalt eingeleitet werden. Wenn auch diese Transaktion, an der sich noch schweizerische, englische und amerikanische Bankkreise beteiligten, in materieller Hinsicht keine fühlbare Entspannung der deutschen Geldverhältnisse zur Folge haben kann, so ist sie doch vielleicht als Symptom einer gewissen Umstellung auf dem französischen Geld- und Kapitalmarkt zu werten. *Es ist zu erhoffen, daß bei einigermaßen stabilen politischen Verhältnissen in Europa nach diesem Auftakt die Tätigkeit auf dem Pariser Geld- und Kapitalmarkt eine rasche Belebung erfahren kann. Die Sterilität der französischen Goldhorte zu beseitigen, gehört bekanntlich zu den dringendsten Forderungen der internationalen Wirtschaftsführer im Kampf um die Wiederherstellung besserer Weltmarktbedingungen.*

Untersucht man die Quellen, aus denen der französische Geldmarkt gespeist wird, so fällt im Gegensatz zu den deutschen Verhältnissen in erster Linie die Tatsache auf, daß die

öffentlichen Kassen

in der Regel dem Pariser Markt eine Überfülle von Mitteln zur Verfügung stellen können. Es braucht nur darauf hingewiesen zu werden, daß das Schatzamt und die Amortisationskasse bei

der Staatsbank immer noch über ein Guthaben von ca. 14 Milliarden Francs verfügt. Der Thesaurierungspolitik des Finanzministeriums entspricht die immer noch ausgeprägte Spartätigkeit der französischen Bevölkerung und schließlich hat auch die langjährige Aktivität des Außenhandels zur Flüssigkeit des Pariser Marktes wesentlich beigetragen. Auf der anderen Seite haben weder die französische Industrie — langsames Tempo der Rationalisierung und diese meist durch Selbstfinanzierung — noch die Gemeinden übermäßig große Ansprüche an den Geld- und Kapitalmarkt gestellt. Auch die Wohnungsbautätigkeit hat der französischen Nachkriegsentwicklung nicht das ausschlaggebende Gepräge gegeben, wie dies in anderen Ländern der Fall war. Die Organisation des Hypothekemarktes ist übrigens ein Gebiet, das nicht weniger reformbedürftig erscheint, wie der Geldmarkt selbst.

Die steuerlichen Hemmnisse, die dem Ausbau des Pariser Marktes zu einem internationalen Finanzzentrum entgegenstanden, wurden im vergangenen Jahr durch eine Herabsetzung der Kapitalverkehrssteuer, sowie der Herabsetzung der Kuponsteuer für ausländische Werte von 25 auf 18 % beseitigt. Im übrigen aber geht die praktische Reform des Geldmarktes trotz der offiziellen Initiative der Regierung und der Bank von Frankreich nur äußerst langsam vor sich. Größere Hoffnungen darf man auf das Ingangkommen des langfristigen Kapitalimportes setzen, in dem Paris eine viel ältere Tradition und zweifellos auch heute noch einen gewissen Vorsprung vor London und New York besitzt.

Dr. R. Arzet.

Die nächste Ausgabe der PLUTUS-BRIEFE Brief Nr. 3

erscheint Ende März 1931 und
behandelt das Thema:

Statistik im Bankbetrieb.

C. E. POESCHEL VERLAG, STUTTGART. FÜR DIE HERAUSGABE VERANTWORTLICH:
DR. ALFRED DRUCKENMÜLLER, STUTTGART.

Alle Anschriften und Sendungen an den C. E. Poeschel Verlag, Stuttgart, Calwer Str. 18, erbeten. Die Zeitschrift erscheint monatlich, das Heft in einem Umfang von etwa 32 Seiten. Bezugspreis durch den Buchhandel, die Post oder den Verlag vierteljährlich RM 6.—, jährlich RM 20.—, für das Einzelheft RM 2.50. Postscheckkonto C. E. Poeschel Verlag, Stuttgart Nr. 14700. Anzeigenannahme durch die Annoncenbüros und den C. E. Poeschel Verlag, Stuttgart, Calwer Str. 18. Druck der J. B. Metzlerschen Buchdruckerei, Stuttgart.